

19. Februar 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

Zweistelliges Wachstum und  
deutlicher Margenanstieg

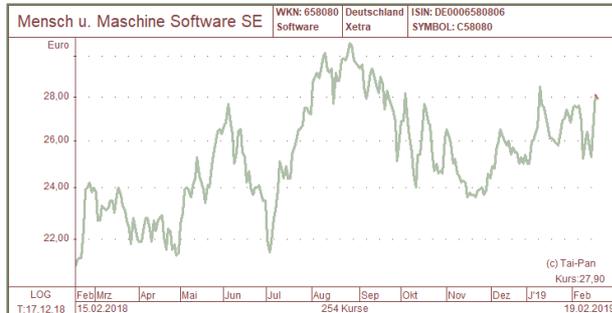
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 28,10 Euro | Kursziel: 35,00 Euro

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 900 (inkl. Sofistik)
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Kurs:</b>	28,10 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	16,7 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	468,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	492,9 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	46,7 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	30,90 / 20,80 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	154,2 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat vorläufigen Zahlen zufolge im letzten Geschäftsjahr den Umsatz um 15,1 Prozent auf 185,2 Mio. Euro gesteigert. Erneut überproportional hat sich dabei das Ergebnis verbessert: Während die EBIT-Marge zum sechsten Mal hintereinander erhöht wurde und mit 10,6 Prozent zum ersten Mal den zweistelligen Bereich erreichte, betrug die Steigerung des Nettogewinns nach Steuern und Minderheiten sogar mehr als ein Drittel auf 11,6 Mio. Euro, ein neuer Rekordwert der Unternehmensgeschichte. Auf dieser Grundlage will MuM die Dividende um 30 Prozent auf 0,65 Euro je Aktie anheben, womit sich die Ausschüttung in nur zwei Jahren fast verdoppeln würde. Aus Aktionärsicht ebenso erfreulich ist die Prognose für 2019 und für die kommenden Jahre, die zweistelliges Umsatzwachstum bei weiter steigender Profitabilität in Aussicht stellt. In Verbindung mit der großen Prognosestreue von Mensch und Maschine eröffnet das auch für die MuM-Aktie hohes Kurspotenzial, das wir aktuell auf rund 25 Prozent taxieren. Dabei haben wir in Reaktion auf die Zahlen unsere Umsatzschätzung etwas angehoben, während wir die unterstellte Margendynamik leicht reduziert haben. Unser neues Kursziel lautet nun 35,00 Euro, das Urteil bleibt „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	167,1	160,9	185,2	217,1	239,9	265,1
EBIT (Mio. Euro)	12,5	15,2	19,6	25,3	29,3	33,7
Jahresüberschuss	6,6	9,4	11,6	15,1	17,7	20,8
EpS	0,39	0,56	0,71	0,90	1,05	1,23
Dividende je Aktie	0,35	0,50	0,65	0,81	0,95	1,11
Umsatzwachstum	4,2%	-3,7%	15,1%	17,2%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	70,4%	42,9%	22,9%	30,8%	17,1%	17,2%
KUV	2,83	2,94	2,56	2,18	1,97	1,79
KGV	71,9	50,3	40,9	31,3	26,7	22,8
KCF	32,3	31,1	30,7	19,4	17,4	15,9
EV / EBIT	39,9	32,7	25,4	19,6	17,0	14,8
Dividendenrendite	1,2%	1,8%	2,3%	2,9%	3,4%	3,9%

## Zweistelliges Wachstum in beiden Sparten

Mensch und Maschine hat vorläufige Zahlen für das letzte Geschäftsjahr vorgelegt und wie erwartet über eine hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik berichtet. Die Erlöse erhöhten sich um 15,1 Prozent auf 185,2 Mio. Euro und lagen damit sogar über unserer Erwartung von 177,0 Mio. Euro. Getragen wurde das Wachstum diesmal von dem Systemhaus-Segment, das nach der erfolgreichen Umstellung des Preismodells bei Autodesk nun deutlich an Schwung gewonnen hat. Der Spartenumsatz erhöhte sich um 17,3 Prozent auf 129,5 Mio. Euro. Bemerkenswerterweise hat diese Dynamik auch im vierten Quartal nicht nachgelassen (Wachstum: 16,6 Prozent), obwohl die Vergleichsperiode, also das vierte Quartal 2017, der erste Dreimonatszeitraum nach der Autodesk-Umstellung gewesen ist und entsprechend wachstumsstark ausgefallen war (15,8 Prozent). MuM sieht dieses hohe Wachstumstempo im Autodesk-Geschäft als Indiz dafür, dass sich die von Autodesk mit der Umstellung des Preismodells verknüpften hohen Erwartungen tatsächlich erfüllen. Aber auch das Softwaresegment hat 2018 kräftig zugelegt und die Wachstumsdynamik sogar von 9,1 Prozent im Vorjahr auf nun 10,4 Prozent erhöht. Insgesamt wurden mit eigenen Softwareprodukten 55,7 Mio. Euro bzw. 30 Prozent der Konzernumsätze erzielt.

### Rohrertrag erstmals über 100 Mio. Euro

Für den Rohrertrag wurde ein Wachstum um 9,5 Prozent auf 103,8 Mio. Euro gemeldet, womit die eigene Wertschöpfung von MuM erstmals die Grenze von 100 Mio. Euro überschritten hat. Die im Vergleich mit dem Umsatz geringere Dynamik des Rohertrages erklärt sich einerseits mit dem gewachsenen Umsatzanteil des Systemhauses und andererseits mit dem deutlich gestiegenen Gewicht des Handelsgeschäfts mit Autodesk-Lizenzen innerhalb des Systemhauses. Dementsprechend hat sich die Rohmarge sowohl im Systemhaus (38,1 Prozent nach 41,6 Prozent im Vorjahr) als auch auf Konzernebene (56 Prozent nach 59 Prozent) reduziert. Wir hatten beide Effekte etwas schwächer vermutet, weswegen sich unsere Schätzung des Rohertrages in Höhe von 105,4 Mio. Euro trotz des höheren Umsatzes als etwas zu optimistisch erwiesen hat.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	Änderung
Umsatz	160,85	185,20	+15,1%
Systemhaus	110,39	129,50	+17,3%
Software	50,47	55,70	+10,4%
Rohrertrag	94,82	103,80	+9,5%
Systemhaus	45,88	49,40	+7,7%
Software	48,94	54,40	+11,1%
Rohmarge	59,0%	56,0%	
EBITDA	18,04	22,70	+25,8%
Systemhaus	5,35	8,10	+51,5%
Software	12,69	14,60	+15,0%
EBITDA-Marge	11,2%	12,3%	
EBIT	15,21	19,60	+28,8%
EBIT-Marge	9,5%	10,6%	
Jahresüberschuss	8,55	11,60	+35,7%
Netto-Marge	5,3%	6,3%	
Operativer Cashflow	15,22	15,40	+1,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### Zweistellige EBIT-Marge

Das zehnpromtente Wachstum des Rohertrages hat MuM in einen fast 26-prozentigen Anstieg des EBITDA auf 22,7 Mio. Euro umgemünzt. Dabei profitierte MuM erneut von der anhaltenden Kostendisziplin, die sich nicht zuletzt in dem deutlich unterproportionalen Wachstum der Mitarbeiterzahl bemerkbar machte. So erhöhte sich diese im Systemhaus um lediglich 1,8 Prozent, im Konzern betrug das Mitarbeiterwachstum 4,7 Prozent. Eine noch stärkere Ergebnissteigerung wurde durch eine nur sehr moderate EBITDA-Entwicklung im vierten Quartal im Softwaresegment verhindert, die mit +2,8 Prozent vergleichsweise schwach ausgefallen ist. Auf Nachfrage begründet MuM dies mit einer bewusst zurückhaltenden Umsatzrealisierung und sieht die grundsätzliche Dynamik der Sparte weiter ungebrochen. Das Konzern-EBIT erhöhte sich in 2018 mit 28,8 Prozent auf 19,6 Mio. Euro noch stärker, sodass die EBIT-Marge erstmals in einem vollen Geschäftsjahr einen zweistelligen Wert (10,6 Prozent) erreicht hat. Das Nettoergebnis nach Steuern und Minderheiten hat sich sogar

um fast 36 Prozent erhöht und erreichte auf vorläufiger Basis 11,6 Mio. Euro.

### Dividende steigt um 30 Prozent

Auf Basis des hohen Gewinnwachstum und der unverändert ausgeprägten Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells (operativer Cashflow erhöhte sich 2018 leicht auf 15,4 Mio. Euro) will MuM die aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik fortsetzen und der Hauptversammlung eine Erhöhung der Dividende um 30 Prozent auf 65 Cent je Aktie vorschlagen.

### Unveränderte Dynamik für 2019

Mensch und Maschine zeigt sich zuversichtlich, das hohe Tempo auch im laufenden Jahr mindestens beibehalten zu können und strebt ein Umsatzwachstum um 15 bis 20 Prozent auf 215 bis 220 Mio. Euro, eine EBIT Steigerung um 22 bis 33 Prozent auf 24 bis 26 Mio. Euro sowie einen Anstieg des Gewinns pro Aktie um 25 bis 34 Prozent auf 89 bis 95 Cent an. Im Unterschied zu den Vorjahren enthalten diese Prognosen auch einen anorganischen Effekt aus der im Dezember gemeldeten Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG, die nach Unternehmensangaben im ersten Halbjahr abgeschlossen und rückwirkend zum 1. Januar konsolidiert werden soll. Umsatzseitig beziffert Mensch und Maschine den Konsolidierungseffekt auf rund 12 Mio. Euro, während beim EBIT und beim Nettoergebnis Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation sowie die Minderheitsanteile am Gewinn den Konsolidierungseffekt dämpfen dürften. Für die nächsten Jahre will MuM den dynamischen Weg fortsetzen und den Umsatz um 10 bis 12 Prozent p.a. steigern, woraus ein EBIT-Wachstum um 3,5 bis 5,0 Mio. Euro und ein EPS-Wachstum um 18 bis 24 Cent pro Jahr resultieren soll. Auf dieser Grundlage wird ein Dividendenwachstum um 15 bis 20 Cent pro Jahr angestrebt.

### Umsatzschätzungen erhöht

Mit den vorläufigen Zahlen hat Mensch und Maschine unsere Umsatzschätzung übertroffen, während sich unsere Ergebnisermittlung, die wir oberhalb der unternehmenseigenen Guidance platziert hatten, nun

doch als zu optimistisch erwiesen hat. Auch die Prognose für das laufende Jahr liegt umsatzseitig oberhalb unserer bisherigen Schätzung von 208,1 Mio. Euro, weswegen wir diese nun auf 217,1 Mio. Euro angehoben haben. Da wir die Wachstumsraten für die kommenden Jahre (10,5 Prozent pro Jahr und damit am unteren Rand der Unternehmensprognose) unverändert gelassen haben, ergibt sich daraus eine insgesamt höhere Umsatzreihe. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums erwarten wir nun einen Umsatz von fast 440 Mio. Euro und damit eine Verdopplung gegenüber dem laufenden Jahr.

### Margenerwartungen etwas reduziert

Demgegenüber haben wir unsere Margenschätzung nun etwas vorsichtiger modelliert. Durch die hohe Dynamik im Systemhaus, die oberhalb unserer bisherigen Erwartungen gelegen hat, haben wir nun ein etwas höheres Gewicht der Systemhaus-Erlöse unterstellt, woraus sich eine etwas niedrigere Konzernrohmargin ergibt. Gleichzeitig haben wir im Modell die von MuM angekündigten Auswirkungen der neuen IFRS 16-Vorschrift nachvollzogen, durch die künftig Mietkosten weitgehend in die Abschreibungen verschoben werden und deren Effekt das Unternehmen auf EBITDA-Ebene auf anfänglich 3 bis 4 Mio. Euro pro Jahr beziffert. Während sich das EBITDA um diesen Betrag erhöht, bleibt das EBIT aufgrund der entsprechend höheren Abschreibungen in etwa gleich, sodass sich der Abstand zwischen den beiden Ergebniskennzahlen erhöht. Aus diesem Grund hat MuM die eigenen Prognosen von EBITDA auf EBIT umgestellt. Wir erwarten nun für das laufende Jahr eine EBIT-Marge von 11,7 Prozent und damit eine Steigerung um 1,1 Prozentpunkte. Daraus resultiert eine EBIT-Erwartung von 25,3 Mio. Euro. Bisher hatten wir mit 25,9 Mio. Euro bzw. 12,4 Prozent kalkuliert. Wie schon bisher, rechnen wir aber weiter mit der Fortsetzung des Margenanstiegs und rechnen für das Ende des Detailprognosezeitraums mit einer Marge von 15,5 Prozent. Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die auf der nächsten Seite abgebildete Tabelle zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	217,1	239,9	265,1	293,0	323,7	357,7	395,3	436,8
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,7%	12,2%	12,7%	13,4%	14,4%	14,8%	15,1%	15,5%
<b>EBIT</b>	<b>25,3</b>	<b>29,3</b>	<b>33,7</b>	<b>39,2</b>	<b>46,7</b>	<b>52,9</b>	<b>59,8</b>	<b>67,6</b>
Steuersatz	33,0%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,4	9,7	11,0	12,6	14,7	16,4	18,2	20,6
<b>NOPAT</b>	<b>17,0</b>	<b>19,7</b>	<b>22,8</b>	<b>26,7</b>	<b>32,0</b>	<b>36,5</b>	<b>41,5</b>	<b>46,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	6,6	6,5	5,8	5,3	3,6	3,8	3,9	4,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>23,6</b>	<b>26,2</b>	<b>28,6</b>	<b>32,0</b>	<b>35,6</b>	<b>40,3</b>	<b>45,5</b>	<b>51,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
- Investitionen AV	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>22,8</b>	<b>25,4</b>	<b>27,7</b>	<b>31,1</b>	<b>34,6</b>	<b>39,3</b>	<b>44,5</b>	<b>50,0</b>

SMC Schätzmodell

## WACC-Satz erhöht

Anschließend arbeiten wir zur Risikoreduktion weiterhin mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und setzen auf dieser Basis ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent an. Eine Änderung haben wir auch in den Rahmendaten des Modells vorgenommen. Und zwar reduziert sich durch die Fortrechnung der unterstellten hohen Gewinne und Cash-Überschüsse trotz der großzügigen Ausschüttungsquote der FK-Anteil in unserem Modell. Deswegen kalkulieren wir nun mit einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent, woraus sich bei unveränderten Eigenkapitalkosten von 9 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent) und FK-Kosten von 4,0 Prozent ein WACC-Satz von 6,5 Prozent ergibt.

## Kursziel: 35,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 590,1 Mio. Euro bzw. 35,02 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 35,00 Euro ableiten (bisher: 33,70 Euro). Neben den genannten Schätzungsänderungen ist die Erhöhung auch dem Rollover des Modells auf das neue Basisjahr

2019 geschuldet. Hinsichtlich der Aktienzahl haben wir mit 16,85 Mio. Stück kalkuliert. Darin enthalten ist die unterstellte Ausgabe von 0,5 Mio. neuen Aktien für die Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG, während wir die Aktien im Eigenbesitz (zuletzt 2,0 Prozent), wie schon bisher, abgezogen haben. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,5 und 7,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 27,04 und 51,90 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	51,90	46,90	43,01	39,91	37,38
<b>6,0%</b>	<b>45,34</b>	<b>41,60</b>	<b>38,62</b>	<b>36,18</b>	<b>34,15</b>
6,5%	40,25	37,37	<b>35,02</b>	33,06	31,41
7,0%	36,18	33,91	32,03	30,43	29,07
7,5%	32,84	31,03	29,49	28,18	27,04

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat auch im letzten Jahr den Wachstumskurs der Vorjahre fortgesetzt und dabei erneut eine überproportionale Gewinnsteigerung erzielt. Vorläufigen Zahlen zufolge erhöhte sich der Umsatz um 15 Prozent auf 185,2 Mio. Euro, der Rohertrag überschritt erstmals die Grenze von 100 Mio. Euro, das EBIT legte um mehr als ein Viertel und der Nettogewinn sogar um mehr als ein Drittel zu. Mit der nun angekündigten Anhebung der Dividende auf 65 Cent hätte sich die Ausschüttung innerhalb von nur zwei Jahren annähernd verdoppelt.

Nicht minder beeindruckend als die Zahlen an sich ist die Tatsache, dass diese Entwicklung ziemlich genau

dem entspricht, was MuM schon vor Jahren angekündigt hat. Diese ausgesprochene Prognosetreue verleiht unseres Erachtens auch der weiteren Planung ein hohes Gewicht, die von einem fortgesetzten zweistelligen Wachstum und einem weiteren Margenanstieg ausgeht.

Dieses Szenario legen wir auch weiterhin unserem Schätzmodell zugrunde, wobei wir im Vergleich mit unserem letzten Update unsere Umsatzschätzungen etwas angehoben, gleichzeitig aber die Margenannahmen leicht reduziert haben. Im Verbindung mit dem Rollover-Effekt resultiert daraus ein neues Kursziel von 35,00 Euro, auf dessen Basis wir das Urteil „Buy“ bekräftigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	61,6	70,5	66,2	62,6	60,7	61,6	62,4	63,3	64,1
1. Immat. VG	42,7	51,7	50,7	49,8	49,0	48,3	47,6	47,0	46,4
2. Sachanlagen	12,9	12,9	9,5	6,8	5,7	7,3	8,9	10,3	11,7
II. UV Summe	41,7	49,3	55,3	60,9	72,8	86,5	100,4	115,7	132,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	48,1	62,9	67,6	73,1	80,0	88,5	96,9	106,3	116,6
II. Rückstellungen	10,3	11,1	11,9	12,7	13,6	14,4	15,3	16,1	17,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,6	13,6	8,1	2,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
2. Kurzfristiges FK	26,3	32,3	33,9	35,7	39,4	44,6	50,1	56,0	62,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>103,3</b>	<b>119,8</b>	<b>121,5</b>	<b>123,5</b>	<b>133,5</b>	<b>148,1</b>	<b>162,8</b>	<b>178,9</b>	<b>196,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	185,2	217,1	239,9	265,1	293,0	323,7	357,7	395,3	436,8
Rohertrag	103,8	124,9	137,2	150,8	166,6	184,1	203,4	224,8	248,4
EBITDA	22,7	31,9	35,9	39,5	44,6	50,2	56,7	63,7	71,7
EBIT	19,6	25,3	29,3	33,7	39,2	46,7	52,9	59,8	67,6
EBT	18,4	24,5	28,8	33,5	39,4	47,0	53,4	60,4	68,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,1	16,4	19,3	22,6	26,8	32,2	36,9	42,0	47,5
JÜ	11,6	15,1	17,7	20,8	24,6	29,6	33,9	38,6	43,7
EPS	0,71	0,90	1,05	1,23	1,46	1,76	2,01	2,29	2,59

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	15,4	24,3	27,2	29,8	33,6	37,4	42,3	47,7	53,4
CF aus Investition	-1,8	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9
CF Finanzierung	-13,6	-16,2	-20,8	-23,9	-21,5	-23,7	-28,5	-32,6	-37,1
Liquidität Jahresanfa.	7,7	7,8	13,9	18,1	21,7	31,4	42,6	53,8	66,2
Liquidität Jahresende	7,8	13,9	18,1	21,7	31,4	42,6	53,8	66,2	79,6

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	15,1%	17,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	9,5%	20,3%	9,9%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragsmarge	56,0%	57,5%	57,2%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%
EBITDA-Marge	12,3%	14,7%	15,0%	14,9%	15,2%	15,5%	15,8%	16,1%	16,4%
EBIT-Marge	10,6%	11,7%	12,2%	12,7%	13,4%	14,4%	14,8%	15,1%	15,5%
EBT-Marge	9,9%	11,3%	12,0%	12,6%	13,4%	14,5%	14,9%	15,3%	15,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,2%	7,0%	7,4%	7,8%	8,4%	9,2%	9,5%	9,8%	10,0%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.02.2019 um 14:15 Uhr fertiggestellt und am 19.02.2019 um 14:45 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
17.12.2018	Buy	33,70 Euro	1), 3), 4)
23.10.2018	Buy	31,30 Euro	1), 3)
30.07.2018	Buy	30,80 Euro	1), 3), 4)
24.04.2018	Buy	26,70 Euro	1), 3)
19.02.2018	Buy	25,90 Euro	1), 3), 4)
26.10.2017	Hold	21,80 Euro	1), 3), 4)
17.08.2017	Hold	19,80 Euro	1), 3), 4)
25.04.2017	Buy	17,80 Euro	1), 3), 4)
16.02.2017	Buy	16,20 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.