

02. Mai 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

Exzellente Zahlen zum Jahresstart

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 35,90 Euro | Kursziel: 35,80 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

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	901
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	35,90 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	615,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	649,3 Mio. Euro
Free Float:	46,2 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	36,30 / 21,30 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	149,3 Tsd. Euro / Tag

Hinsichtlich der Entwicklung im ersten Quartal spricht Mensch und Maschine von einem Bilderbuchstart ins neue Jahr. Angesichts des Umsatzwachstums um 30 Prozent, wovon 23 Prozent organisch sind, und des erneut überproportionalen Anstiegs des Gewinns ist diese Bezeichnung unseres Erachtens vollaufberechtigt. Getragen wurde das Wachstum von beiden Segmenten, wobei die organische Dynamik im Systemhaus diesmal spürbar stärker ausgefallen ist. Hier hat MuM im ersten Quartal von dem starken Wachstum im Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen profitiert, das wiederum von dem anhaltenden Umstieg von Kunden von alten Wartungsverträgen in das neue Subscription-Modell befeuert wurde. Gleichzeitig dürfte eine für Mai angekündigte Preiserhöhung bei Autodesk die Bereitschaft der Kunden, Verträge zu verlängern bzw. neue abzuschließen, beflügelt haben, was sich auch in den Zahlen des zweiten Quartals bemerkbar machen dürfte. Aber auch abseits dieser Sonderkonjunktur sieht sich MuM in allen Bereichen gut auf Kurs und hat seine Prognose eines erneut überproportionalen Ergebniswachstums bekräftigt. Wir haben unsere Schätzungen sogar etwas angehoben und sehen den fairen Wert nun bei 35,80 Euro je Aktie. Damit ist das Papier aktuell fair bewertet, weswegen wir unser Rating auf „Hold“ ändern.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	167,1	160,9	185,4	222,0	245,3	271,1
EBIT (Mio. Euro)	12,5	15,2	19,7	25,7	27,3	33,2
Jahresüberschuss	6,6	9,4	11,7	15,3	16,4	20,4
EpS	0,39	0,56	0,71	0,91	0,98	1,21
Dividende je Aktie	0,35	0,50	0,65	0,82	0,88	1,09
Umsatzwachstum	4,2%	-3,7%	15,3%	19,7%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	70,4%	42,9%	24,1%	31,0%	7,3%	24,0%
KUV	3,61	3,75	3,26	2,72	2,46	2,23
KGV	91,7	64,1	51,7	39,5	36,8	29,6
KCF	41,2	39,7	39,7	24,5	21,3	19,2
EV / EBIT	51,0	41,9	32,4	24,8	23,3	19,2
Dividendenrendite	1,0%	1,4%	1,8%	2,3%	2,4%	3,0%

Umsatz steigt um 30 Prozent

Im ersten Quartal hat Mensch und Maschine den Umsatz erneut kräftig gesteigert und ist um 30 Prozent auf 63,2 Mio. Euro gewachsen. Ein Teil des Zuwachses in Höhe von 3,4 Mio. Euro geht auf den Konsolidierungseffekt der im Dezember vereinbarten Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK GmbH zurück, so dass organisch ein Wachstum von 23 Prozent erreicht wurde. Die Dynamik war in beiden Segmenten in etwa gleich hoch, wobei in der Software-Sparte der Konsolidierungseffekt zum Tragen kam, ohne den sich das Wachstum auf etwa 7 Prozent belaufen hätte. Demgegenüber ist das Systemhaus organisch um fast 30 Prozent gewachsen, was insbesondere auf den von Autodesk vollzogenen Wechsel des Preismodells zurückzuführen ist. Nachdem der Wechsel im Neugeschäft 2017 die Umsatzentwicklung belastet hatte, weil die anfänglichen Subscription-Zahlungen nur einen Teil der früher zum Vertragsabschluss fälligen Lizenzzahlung ausmachen, sorgt der Wechsel der Wartungskunden aus dem alten Modell in das Subscription-Modell nun für einen entgegengesetzten Effekt, weil die laufenden Subscription-Gebühren deutlich höher sind als die Wartungszahlungen im alten Modell. Darüber hinaus dürfte die hohe Dynamik bereits Vorzieheffekte einer von Autodesk für Mai angekündigten Preiserhöhung zeigen, die auch im zweiten Quartal noch deutlich spürbar sein dürften. Unabhängig von diesen Effekten zeigt sich MuM aber auch mit der Dynamik in sonstigen Bereichen mehr als zufrieden.

Rohermartrimarge etwas niedriger

Das starke Wachstum im Handelsgeschäft sorgte für eine Verschiebung der Umsatzzusammensetzung in Richtung von niedrigmargigen Umsätzen, weswegen sich der Konzernrohertrag unterproportional zum Umsatz, um „lediglich“ 23,2 Prozent, auf 33,0 Mio. Euro erhöht hat. Ein weiterer dämpfender Effekt auf die Rohmarge resultierte aus der Konsolidierung von SOFiSTiK, deren Rohmarge unterhalb des bisher im Software-Segment erreichten Niveaus liegt, weswegen sich diese im ersten Quartal von 97,9 auf 94,0 Prozent ermäßigte. Im Systemhaus wurde hingegen eine Rohmarge von 35,1 Prozent erzielt, nach 37,8 Prozent im ersten Quartal 2018.

Geschäftszahlen	Q1 2018	Q1 2019	Änderung
Umsatz	48,58	63,17	+30,0%
Systemhaus	34,56	44,77	+29,6%
Software	14,02	18,40	+31,2%
Rohrertrag	26,79	33,00	+23,2%
Systemhaus	13,05	15,71	+20,4%
Software	13,74	17,29	+25,8%
Rohmarge	55,1%	52,2%	
EBIT	5,86	8,16	+39,2%
Systemhaus	2,09	3,37	+61,7%
Software	3,78	4,79	+26,8%
EBIT-Marge	12,1%	12,9%	
Systemhaus	6,0%	7,5%	
Software	26,9%	26,0%	
EBT	5,43	7,83	+44,2%
Vorsteueremarge	11,2%	12,4%	
Jahresüberschuss	3,40	4,87	+43,1%
Netto-Marge	7,0%	7,7%	
Operativer Cashflow	6,83	6,61	-3,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Berichterstattung auf EBIT umgestellt

Das hohe Umsatzwachstum konnte MuM auch im ersten Quartal wieder für einen deutlich überproportionalen Gewinnanstieg nutzen. Dabei wurde die Berichterstattung aufgrund der verzerrenden Auswirkungen der Erstanwendung von IFRS 16 vom EBITDA auf das EBIT umgestellt, das hiervon nach Unternehmensangaben weitestgehend unberührt geblieben ist. Denn die mit Abstand wichtigste GuV-Änderung betrifft die Verschiebung von ehemals als sonstiger betrieblicher Aufwand erfassten Miet- und Leasingkosten in die Abschreibungen, wovon im ersten Quartal Aufwendungen in Höhe von fast 1 Mio. Euro betroffen waren.

Kostenanstieg weiter nur moderat

Bereinigt um diesen Effekt ist der sonstige betrieblicher Aufwand im ersten Quartal um 21 Prozent gestiegen und blieb damit erneut unter dem Wachstum des Rohertrages. Auch der Personalaufwand hat sich zwar aufgrund der ergebnisabhängigen Gehaltsbestandteile mit 18,5 Prozent auf 19,2 Mio. Euro stärker erhöht als die Zahl der Mitarbeiter (+13,5 Prozent, vor allem aufgrund der SOFiSTiK-Übernahme mit etwa 70 Mitarbeitern), blieb damit aber ebenso klar hinter dem Wachstum des Rohertrages, wie die IFRS 16-bereinigte Entwicklung der Abschreibungen, die sich um knapp 10 Prozent erhöht haben.

Gewinn wächst klar überproportional

Die Kombination aus hohem Umsatzwachstum und der anhaltenden Kostendisziplin ermöglichte ein erneut deutlich überproportionales Gewinnwachstum. Das EBIT erhöhte sich um fast 40 Prozent auf 8,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 12,9 Prozent, während sich das Vorsteuerergebnis und der Nettoüberschuss dank eines verbesserten Finanzergebnisses sogar um mehr als 40 Prozent erhöhten, auf 7,8 resp. 4,9 Mio. Euro. Der Anstieg des letzteren wurde dabei etwas durch den erhöhten Minderheitenanteil „gedämpft“, der sich infolge der SOFiSTiK-Übernahme von fast 0,2 Mio. Euro auf über 0,5 Mio. Euro erhöht hat.

Cashflow geringfügig niedriger

Etwas geringer als im Vorjahr ist trotz des hohen Gewinnwachstums der operative Cashflow ausgefallen, der mit 6,6 Mio. Euro um 0,2 Mio. Euro unter dem Vorjahr lag. Ursächlich dafür war ein im Vorjahresvergleich stark erhöhter Aufbau des Working Capitals, der den Cashflow im ersten Quartal mit 6,3 Mio. Euro und damit um 4 Mio. Euro stärker als im Vorjahr belastet hat. Trotz des Rückgangs ist der operative Cashflow aber weiter sehr solide. Bei nach wie vor niedrigen Investitionsausgaben von 0,5 Mio. Euro konnte damit fast ein Zehntel der Quartalerlöse als Free-Cashflow-Überschuss (6,1 Mio. Euro) verbucht werden. Abzüglich der Auszahlungen aus Finanzierungszwecken hat sich die Liquidität damit um 4,9 Mio. Euro auf 14,5 Mio. Euro erhöht.

Bilanz deutlich verlängert

Größere Änderungen haben sich wegen der Konsolidierung von SOFiSTiK sowie aufgrund der Erstanwendung von IFRS 16 in der Bilanz ergeben. So sorgte allein die Aktivierung der Nutzungsrechte für geleaste bzw. gemietete Vermögensgegenstände bzw. die Passivierung der entsprechenden Verbindlichkeiten für einen bilanzverlängernden Effekt von 7,1 Mio. Euro. Durch die Vollkonsolidierung von SOFiSTiK erhöhten sich zudem Positionen wie Goodwill, andere immaterielle Vermögensgegenstände sowie Immobilien um rund 40 Prozent, so dass sich das Anlagevermögen im gleichen Umfang auf 89,1 Mio. Euro erhöhte. In Verbindung mit dem hauptsächlich operativ bedingten Anstieg des Working Capital resultierte daraus eine um 35 Prozent erhöhte Bilanzsumme von 143,3 Mio. Euro. Da sich das Eigenkapital dank des Quartalgewinns sowie durch die Ausgabe neuer Aktien im Zuge der SOFiSTiK-Übernahme aber sogar geringfügig stärker auf 69,6 Mio. Euro erhöhte, konnte die Eigenkapitalquote sogar minimal von 48,3 auf 48,6 Prozent verbessert werden.

Unveränderte Prognosen

Vor dem Hintergrund des starken Jahresauftakts hat Mensch und Maschine seine Prognosen für 2019 und die Folgejahre bestätigt. Beim diesjährigen Umsatz wird weiterhin ein Wachstum um 15 bis 20 Prozent auf 215 bis 220 Mio. Euro angestrebt, auf dessen Basis eine EBIT-Steigerung um 22 bis 33 Prozent auf 24 bis 26 Mio. Euro sowie ein Anstieg des Gewinns pro Aktie um 25 bis 34 Prozent auf 89 bis 95 Cent erreicht werden sollen. Vor allem im Hinblick auf den Umsatz wirkt diese Zielsetzung nach den Q1-Zahlen etwas konservativ (MuM bezeichnet sie als komfortabel unterlegt). Auf Nachfrage verweist das Unternehmen auf die möglicherweise etwas überzeichnete Dynamik im Autodesk-Geschäft im Vorfeld der angekündigten Preiserhöhung und hält deswegen an dieser Prognose fest. Auch der Ausblick für die nächsten Jahre wurde unverändert gelassen: Demnach 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.

Umsatzprognose dürfte übertroffen werden

Nach dem sehr starken Jahresauftakt sehen wir vor allem unsere Umsatzprognose, die bisher mit 217,1 Mio. Euro in der Mitte der unternehmenseigenen Zielspanne gelegen hat, als zu konservativ und haben unsere Schätzung nun auf 222 Mio. Euro angehoben. Mithin gehen wir davon aus, dass Mensch und Maschine die eigene Prognose leicht übertreffen wird. 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 – erneut – erhöhte Umsatzreihe. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums erwarten wir nun einen Umsatz von fast 447 Mio. Euro und damit eine Verdopplung gegenüber dem laufenden Jahr.

Ergebnisschätzung leicht erhöht

Angehoben haben wir auch die Ergebnisschätzung, wenn auch weniger stark als den Umsatz. Auch bleiben wir mit der neuen EBIT-Schätzung von 25,7

Mio. Euro (bisher: 25,3 Mio. Euro) weiterhin innerhalb der MuM-Guidance. Der wichtigste Grund für die in Relation zur Umsatzveränderung nur unterdurchschnittliche Ergebnisanpassung liegt in der Rohmarge, deren – erwarteter – Rückgang im ersten Quartal etwas stärker ausgefallen ist als von uns antizipiert. Weitere kleinere Änderungen haben sich aus der Integration der finalen IST-Daten für 2018 sowie der nun konkret erkennbaren bilanziellen Auswirkungen der SOFiSTiK-Übernahme in unser Modell ergeben. In Summe halten sich die Änderungen aber in engen Grenzen. Den daraus resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die nachfolgende Tabelle zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

Rahmendaten unverändert

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. Unverändert geblieben sind auch die anderen Rahmendaten des Modells.

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	222,0	245,3	271,1	299,5	331,0	365,7	404,1	446,6
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,6%	11,1%	12,2%	13,0%	14,2%	14,6%	15,0%	15,4%
EBIT	25,7	27,3	33,2	39,1	46,9	53,5	60,7	68,9
Steuersatz	33,0%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,5	9,0	10,8	12,5	14,8	16,6	18,5	21,0
NOPAT	17,2	18,3	22,4	26,6	32,1	36,9	42,2	47,9
+ Abschreibungen & Amortisation	6,6	9,0	7,7	7,0	5,0	5,0	5,0	5,0
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	23,9	27,3	30,1	33,6	37,1	41,9	47,2	52,8
- Zunahme Net Working Capital	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
- Investitionen AV	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0
Free Cashflow	23,2	26,6	29,3	32,7	36,3	41,0	46,3	51,9

SMC Schätzmodell

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen.

Kursziel: 35,80 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 602,2 Mio. Euro bzw. 35,80 Euro je Aktie, was wir als unser neues Kursziel nehmen (bisher: 35,00 Euro). Die leichte Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist den genannten Anhebungen der Schätzungen sowie einem leichten Diskontierungseffekt geschuldet. 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 27,57 und 53,19 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	53,19	48,01	43,99	40,78	38,16
6,0%	46,45	42,58	39,49	36,96	34,86
6,5%	41,22	38,24	35,80	33,77	32,06
7,0%	37,03	34,68	32,73	31,07	29,66
7,5%	33,61	31,72	30,13	28,76	27,57

Fazit

Die hohe Umsatz- und vor allem Gewinndynamik bei Mensch und Maschine hält auch im neuen Jahr an. Mit einem Umsatzwachstum von 30 Prozent, das zu mehr als zwei Dritteln organisch war, wurde der positive Trend aus 2018 auch zu Jahresbeginn 2019 fortgesetzt. Erneut deutlich überdurchschnittlich hat sich das Ergebnis entwickelt, das um rund 40 Prozent gesteigert werden konnte.

Mit einem Umsatz von 63,2 Mio. Euro und einem EBIT von 8,2 Mio. Euro hat Mensch und Maschine bereits fast 29 Prozent seiner Umsatz- und sogar fast ein Drittel seiner EBIT-Prognose für das Gesamtjahr erzielt. Auch wenn das Unternehmen auf mögliche Vorzieheffekte sowie auf saisonale Unterschiede verweist und damit vor einer linearen Fortrechnung der Zahlen warnt, räumt es ein, dass die Prognosen nun komfortabel unterlegt sind.

Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Schätzung etwas angehoben, wobei die Erhöhung wegen der hohen Dynamik in dem margenschwachen Handelsgeschäft beim Umsatz stärker als beim Ergebnis ausgefallen ist. Insgesamt sehen wir uns durch die Zahlen in unserer Einschätzung von MuM aber erneut bestätigt. Das Wachstumsmodell funktioniert seit mehreren Jahren präzise wie ein Uhrwerk, was sich in einem hohen Gewinn- und Dividendenwachstum wie auch im Aktienkurs bemerkbar macht. Allein in den letzten drei Monaten hat der Aktienkurs der MuM-Aktie um ein Viertel zugelegt und unser bisheriges Kursziel erreicht. Unser neues Kursziel von 35,80 Euro legt nahe, dass die MuM-Aktie aktuell fair bewertet ist. Wir ändern deswegen unser Rating auf „Hold“, sehen die Aktie aber durch die attraktive Dividendenrendite von aktuell 1,8 Prozent (und schätzungsweise 2,3 Prozent im nächsten Jahr) gut nach unten abgesichert.

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
AKTIVA									
I. AV Summe	63,7	87,7	80,9	75,5	72,0	71,5	71,2	71,1	71,1
1. Immat. VG	42,6	51,6	50,6	49,8	48,9	48,2	47,5	46,9	46,4
2. Sachanlagen	13,2	28,2	22,4	17,9	15,1	15,4	15,8	16,2	16,8
II. UV Summe	42,4	56,6	63,3	71,4	85,3	100,7	116,2	133,0	151,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	51,3	77,9	81,1	87,4	94,5	103,3	112,0	121,7	132,4
II. Rückstellungen	10,4	14,3	15,2	16,1	17,0	18,0	18,9	19,9	20,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,6	15,5	9,6	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
2. Kurzfristiges FK	23,8	36,6	38,4	40,3	44,1	49,3	54,9	60,9	67,3
BILANZSUMME	106,1	144,3	144,3	146,9	157,2	172,2	187,4	204,0	222,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	185,4	222,0	245,3	271,1	299,5	331,0	365,7	404,1	446,6
Rohertrag	103,9	125,4	137,8	151,4	167,3	184,8	204,2	225,7	249,4
EBITDA	22,7	32,4	36,3	40,9	46,1	51,9	58,5	65,7	73,8
EBIT	19,7	25,7	27,3	33,2	39,1	46,9	53,5	60,7	68,9
EBT	18,2	24,8	26,6	32,8	39,2	47,2	54,0	61,4	69,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,5	16,6	17,9	22,1	26,7	32,4	37,3	42,7	48,4
JÜ	11,7	15,3	16,4	20,4	24,5	29,8	34,3	39,3	44,5
EPS	0,71	0,91	0,98	1,21	1,46	1,77	2,04	2,33	2,65

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	15,2	24,7	28,3	31,4	35,3	39,1	44,1	49,5	55,4
CF aus Investition	-2,4	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0
CF Finanzierung	-11,2	-16,3	-21,2	-23,1	-21,2	-23,6	-28,6	-33,0	-37,7
Liquidität Jahresanfa.	7,7	9,6	15,9	20,8	26,8	38,4	51,4	64,1	77,9
Liquidität Jahresende	9,6	15,9	20,8	26,8	38,4	51,4	64,1	77,9	92,6

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	15,3%	19,7%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	9,6%	20,7%	9,9%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragsmarge	56,0%	56,5%	56,2%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%
EBITDA-Marge	12,3%	14,6%	14,8%	15,1%	15,4%	15,7%	16,0%	16,3%	16,5%
EBIT-Marge	10,6%	11,6%	11,1%	12,2%	13,0%	14,2%	14,6%	15,0%	15,4%
EBT-Marge	9,8%	11,2%	10,9%	12,1%	13,1%	14,3%	14,8%	15,2%	15,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,3%	6,9%	6,7%	7,5%	8,2%	9,0%	9,4%	9,7%	10,0%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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 02.05.2019 um 8:50 Uhr fertiggestellt und am 02.05.2019 um 9:10 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
19.02.2019	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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 vorstehenden 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.