

19. Februar 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

EBITDA-Marge erstmals im
zweistelligen Bereich

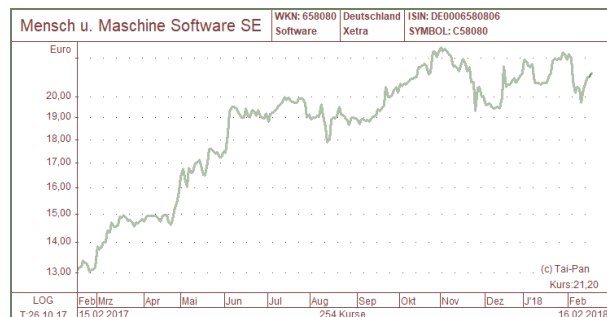
Urteil: **Buy** (zuvor: Hold) | Kurs: **21,20 Euro** | Kursziel: **25,90 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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:	784
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	21,20 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	16,7 Mio. Stück
Market Cap:	353,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	379,0 Mio. Euro
Free-Float:	46,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	22,80 / 13,01 Euro
Ø Umsatz (12 M):	171,1 Tsd. Euro

Nach dem vergleichsweise schwachen dritten Quartal, in dem Mensch und Maschine im Systemhaus-Segment letztmalig den negativen Effekt der Umstellung des Lizenzmodells durch Autodesk bemerkt hatte, brachte das vierte Quartal die erwartete Wachstumsbeschleunigung. Insgesamt erhöhten sich der Konzernumsatz um 14,1 Prozent und der Konzernrohertrag um 11,2 Prozent, so dass im Gesamtjahr bei einem leichten Umsatzrückgang um 3,9 Prozent ein Rohertragswachstum um 3,7 Prozent erreicht werden konnte. Auf dieser Basis und dank der konsequenten Kostendisziplin hat MuM die Margen deutlich erhöht und ein zweistelliges Wachstum der Gewinnkennzahlen erreicht: das EBITDA legte um 14 Prozent zu, das EBIT um 21,7 Prozent und der Nettogewinn um 29 Prozent. Damit wurde auf EBITDA-Ebene erstmals eine zweistellige Marge erwirtschaftet. MuM befindet sich damit weiter auf dem seit dem Geschäftsmodellwechsel 2011 vorgezeichneten Weg und will den Gewinn bis 2020 verdoppeln. Wir halten diese Prognose für erreichbar, haben unsere Schätzungen hieran ausgerichtet und sehen den fairen Wert nun bei 25,90 Euro. Auf dieser Basis ändern wir unser Rating von zuletzt „Hold“ auf „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	160,4	167,1	160,5	177,0	195,6	216,1
EBIT (Mio. Euro)	8,5	12,5	15,3	19,3	22,4	26,2
Jahresüberschuss	3,9	6,6	8,5	11,5	13,6	16,3
EpS	0,24	0,39	0,51	0,70	0,84	1,00
Dividende je Aktie	0,25	0,35	0,50	0,65	0,80	0,95
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,9%	10,3%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	4,0%	70,4%	29,1%	34,7%	18,9%	19,9%
KUV	2,16	2,07	2,16	1,95	1,77	1,60
KGV	89,5	52,5	40,7	30,2	25,4	21,2
KCF	23,48	23,62	22,76	21,21	18,39	16,06
EV / EBIT	43,8	29,7	24,3	19,2	16,6	14,2
Dividendenrendite	1,2%	1,7%	2,4%	3,1%	3,8%	4,5%

Umsatzsprung im vierten Quartal

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr 160,5 Mio. Euro umgesetzt. Gegenüber dem Vorjahr stellt dies einen Rückgang um 3,9 Prozent dar, der auf die 2016 vollzogene Umstellung des Lizenzmodells durch Autodesk zurückzuführen ist. Dementsprechend konzentrierte sich der Umsatzrückgang ausschließlich auf das Systemhaus-Segment, dessen Erlöse um fast 9 Prozent auf 110,1 Mio. Euro geschrumpft sind. Demgegenüber ist das Softwaregeschäft erneut stark gewachsen, um 9 Prozent auf 50,4 Mio. Euro. Dieses Muster war vom Unternehmen angekündigt worden und bereits in den ersten drei Quartalen des Jahres zu beobachten. Im Hinblick auf die künftige Entwicklung und auf das Wachstumspotenzial des neuen Lizenzmodells deutlich interessanter ist deswegen die separate Betrachtung des vierten Quartals, in dem erstmals keine verzerrenden Effekte aus dem Vorjahr zu beachten gewesen waren. Und auf dieser Basis konnte MuM ein beachtliches Umsatzwachstum um 14 Prozent auf 45,0 Mio. Euro vorweisen, das nun auch im vollen Ausmaß vom Systemhaus getragen wurde. Dessen Quartalsumsatz legte um 14,8 Prozent auf 30,6 Mio. Euro zu, während die Software-Sparte „lediglich“ um 12,6 Prozent wuchs.

Rohermargemarge auf Rekordniveau

Anders als der Umsatz, konnte der Rohertrag im letzten Geschäftsjahr gesteigert werden. Er erhöhte sich um 3,7 Prozent auf 94,8 Mio. Euro, womit die Unternehmensprognose (95 Mio. Euro) nahezu punktgenau erfüllt wurde. Da wir etwas optimistischer gewesen sind, wurde unsere Schätzung (98,7 Mio. Euro) hingegen nicht erreicht. Die daraus resultierende Rohmarge lag mit 59,1 Prozent um 4,3 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Zurückzuführen ist dies auf mehrere Effekte. Zum einen hat sich die Umsatzzusammensetzung zugunsten des Softwaregeschäfts verschoben, das mit 97 Prozent eine sehr hohe Rohmarge erwirtschaftet. Zum anderen hat sich auch innerhalb des Systemhaus-Segments eine Strukturverschiebung vollzogen. Während der Rohertrag aus dem Geschäft mit Dienstleistungen (unter anderem auch dank der starken Nachfrage nach BIM-Schulungen) und mit eigenen Softwarelösungen

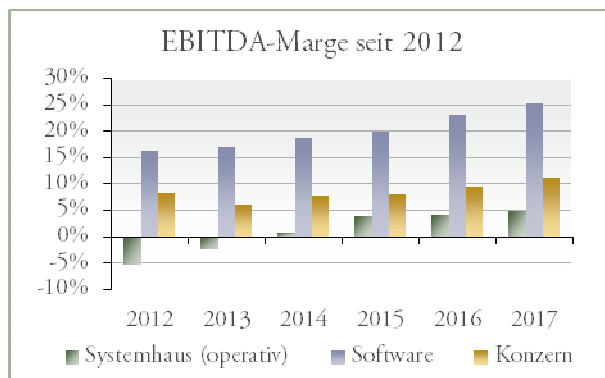
um 16 Prozent auf 29,9 Mio. Euro zugelegt hat, hat sich der Rohertragsbeitrag des Handels mit Autodesk-Lizenzen um fast ein Viertel auf 16 Mio. Euro reduziert. Sein Anteil am Konzern-Rohertrag hat sich damit weiter auf nur noch 17 Prozent ermäßigt.

Geschäftszahlen	GJ 2016	GJ 2017	Änderung
Umsatz	167,07	160,50	-3,9%
<i>Systemhaus</i>	120,83	110,10	-8,9%
<i>Software</i>	46,24	50,40	9,0%
Rohertrag	91,43	94,80	3,7%
<i>Systemhaus</i>	46,70	45,90	-1,7%
<i>Software</i>	44,74	48,90	9,3%
Rohmarge	54,7%	59,1%	
EBITDA	15,76	18,00	14,2%
<i>Systemhaus</i>	5,09	5,30	4,0%
<i>Software</i>	10,67	12,70	19,1%
EBITDA-Marge	9,4%	11,2%	
EBIT	12,49	15,20	21,7%
EBIT-Marge	7,5%	9,5%	
Jahresüberschuss	6,59	8,50	29,0%
Netto-Marge	3,9%	5,3%	

Profitabilität deutlich verbessert

Das Wachstum des Rohertrags konnte MuM dank der anhaltenden Kostendisziplin in eine 14-prozentige EBITDA-Steigerung ummünzen. Das Unternehmen verweist als Erklärung unter anderem auf Skalierungseffekte der Schulungsangebote sowie der Customizing-Projekte, in denen immer mehr auf vorgefertigte Branchen- oder Speziallösungen als Ergänzung zu den Standard-Autodesk-Produkten zurückgegriffen werden kann. Die Mitarbeiterzahl im Systemhaus wurde konstant gehalten, konzernweit blieb der Zuwachs unter dem Wachstum des Rohertrags. Den Effekt dieser Bemühungen um Kostendisziplin, die sich auch auf die Sachkosten erstreckten, verdeutlicht MuM anhand der EBITDA-Ausbeute aus dem Rohertragswachstum. Konnte im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2017 etwa 53 Prozent des

zusätzlichen Rohertrags in einen EBITDA-Anstieg umgemünzt werden, erhöhte sich diese Kennzahl im letzten Jahr auf 67 Prozent. Das daraus resultierende Konzern-EBITDA von etwa 18 Mio. Euro entspricht einer EBITDA-Marge von 11,2 Prozent, womit erstmals eine zweistellige Rendite ausgewiesen und der Vorjahreswert um 1,8 Prozentpunkte übertroffen wurde. Bemerkenswert ist hierbei, dass gerade im Systemhaus trotz des rückläufigen Rohertrags eine Margenverbesserung um 0,6 Prozentpunkte auf 4,8 Prozent und eine EBITDA-Steigerung um 4 Prozent auf 5,3 Mio. Euro erzielt werden konnte. In dem ohnehin hochprofitablen Softwaregeschäft erhöhte sich das EBITDA um über 19 Prozent auf 12,7 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 23,1 auf 25,2 Prozent.



Quelle: Unternehmen

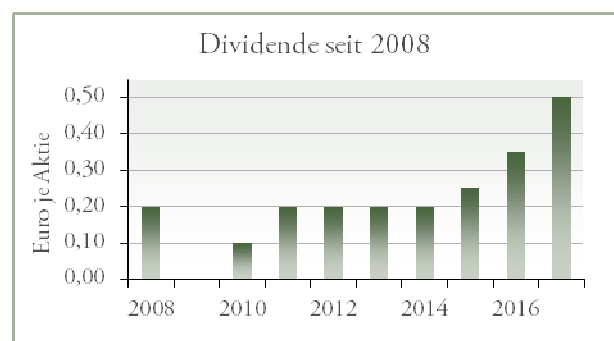
Jahresüberschuss steigt um 30 Prozent

In Verbindung mit rückläufigen Abschreibungen führte das verbesserte EBITDA zu einem EBIT-Wachstum um 21,7 Prozent auf 15,2 Mio. Euro, womit sich die EBIT-Marge um zwei Prozentpunkte auf 9,5 Prozent erhöhte. Unterhalb des EBIT sorgte zwar ein nachteiliger Währungseffekt, den das Unternehmen im Vorjahresvergleich auf 0,4 Mio. Euro beziffert, trotz sinkender Zinsaufwendungen für eine Verschlechterung des Finanzergebnisses, doch nach Steuern und Minderheiten konnte in Summe ein Gewinnanstieg um fast 30 Prozent auf 8,5 Mio. Euro ausgewiesen werden. Während demnach das EBITDA in der Mitte der vom Unternehmen ausgegebenen Zielspanne von 17,50 bis 18,50 Mio. Euro ausgefallen ist, wurde aufgrund des Währungseffekts

beim Nettoergebnis nur das untere Ende der Prognose (8,5 bis 9,3 Mio. Euro) erreicht.

Cashflow sehr stark

Nicht ganz so deutlich wie das Ergebnis erhöhte sich der operative Cashflow, der sich aber mit 15,2 Mio. Euro (Vorjahr: 14,6 Mio. Euro) weiter auf einem hohen Niveau bewegt. Dies stellt nicht nur absolut einen neuen Rekordwert dar, sondern auch in Relation zum Umsatz. Die entsprechende Quote verbesserte sich von 8,8 auf 9,5 Prozent.



Quelle: Unternehmen; Wert für 2017: Ankündigung

Dividendenausblick angehoben

Die hohen Mittelzuflüsse will MuM für eine hohe Ausschüttungsquote nutzen. Obwohl das Nettoergebnis nur das untere Ende der Guidance erreichte, will MuM für das letzte Jahr 50 Cent je Aktie ausschütten, was dem oberen Ende der Dividendenprognose entspräche. Für das laufende Jahr wurde der Ausblick sogar angehoben. Statt wie bisher rund 60 Cent, stellt das Management nun 62 bis 68 Cent in Aussicht. Etwas angepasst wurde auch die Prognose für die anderen Kennzahlen. Während beim Rohertrag der Zielwert von 107 auf 106 Mio. Euro leicht reduziert wurde, bildet die bisherige EBITDA-Guidance von 22 Mio. Euro nun die Untergrenze der neuen Prognose von 22 bis 23 Mio. Euro. Beim Nettoergebnis wurde hingegen mit Hinweis auf die Währungsentwicklung der bisherige Zielwert von 11,5 Mio. Euro gegen eine Zielspanne von 11 bis 12 Mio. Euro getauscht, was aber in Verbindung mit dem am unteren Ende der Prognose ausgefallenen Wert für 2017 ein etwas höheres Gewinnwachstum impliziert. Auch die mittelfristige Ergebnisprognose

wurde etwas offensiver formuliert. Wurde bisher ab 2019 ein jährliches Ergebniswachstum von 13 bis 20 Cent in Aussicht gestellt, strebt MuM nun einen Zuwachs um etwa 20 Cent pro Aktie an. Bestätigt wurde das Ziel, bis 2020 die Gewinngrenze von 1,00 Euro je Aktie zu überschreiten. Entsprechend dem Gewinnwachstum soll nun auch die Dividendenerhöhung höher ausfallen. Statt diese wie bisher angekündigt um jährlich 10 bis 15 Cent zu erhöhen, soll sie nun um ca. 15 Cent p.a. steigen.

Schätzungen leicht modifiziert

Während Mensch und Maschine die eigenen Prognosen für 2017 erreicht hat, haben sich unsere Schätzungen, die wir in Erwartung einer möglichen Planübererfüllung formuliert und selbst als ehrgeizig bezeichnet hatten, nun doch als zu optimistisch erwiesen. Da MuM zudem die Prognose für die Entwicklung des Rohertrags in 2018 etwas abgesenkt hat, haben wir diese beiden Aspekte zum Anlass genommen, unsere Rohertragsschätzung für dieses Jahr ebenfalls zu reduzieren. Wir rechnen nun für 2018 mit einem Rohertrag in Höhe von 105,4 Mio. Euro. Da wir die Wachstumsraten für die Folgejahre in Übereinstimmung mit der Unternehmensprognose

weiterhin auf etwa 10 Prozent p.a. (auf Rohertrags-ebene) taxieren und unsere Margenschätzungen weitgehend unverändert gelassen haben, resultieren daraus etwas niedrigere Gewinnwerte. Für dieses Jahr kalkulieren wir nun statt mit 0,72 Euro je Aktie mit 0,70 Euro, für 2019 haben wir die Gewinnschätzung um 3 Cent auf 0,84 Euro je Aktie gesenkt. Einen entgegengesetzten Effekt hat eine sukzessive leichte Absenkung der unterstellten Steuerquote, die wir bisher ab 2018 konstant auf 33 Prozent taxiert hatten und die wir aufgrund des großen Beitrags des Auslandsgeschäfts nun schrittweise bis 2025 fast auf den Unternehmenszielwert von 30 Prozent zurückgehen lassen. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der oben abgebildeten Tabelle, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

WACC von 6,5 Prozent

Anschließend rechnen wir mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. sowie mit einer EBIT-Marge von 10,6 Prozent. Gegenüber der Zielmarge zum Ende des detaillierten Prognosezeit-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	10,9%	11,5%	12,1%	12,8%	13,4%	13,8%	14,0%	14,1%
EBIT	19,3	22,4	26,2	30,5	35,3	40,1	45,1	50,3
Steuersatz	34,0%	33,5%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,6	7,5	8,6	9,9	11,3	12,6	14,0	15,3
NOPAT	12,8	14,9	17,6	20,6	24,0	27,5	31,1	35,0
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
+ 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	16,0	18,2	20,7	23,8	27,2	30,8	34,5	38,5
- Zunahme Net Working Capital	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
- Investitionen AV	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0
Free Cashflow	14,3	16,5	18,9	21,9	25,2	28,7	32,3	36,2

SMC Schätzmodell

raums haben wir somit einen 25-prozentigen Sicherheitsabschlag vorgenommen. Die Reduktion gegenüber dem letzten Update (30 Prozent) halten wir vor dem Hintergrund der anhaltenden Profitabilitätsfortschritte und des bereits erreichten Profitabilitätsniveaus für gerechtfertigt. Reduziert (von 4,5 auf 4,0 Prozent) haben wir auch den zur Ermittlung des Diskontierungzinssatzes verwendeten aktuellen FK-Satz, woraus sich ein leicht reduzierter WACC-Wert von 6,5 Prozent ergeben hat (bisher: 6,6 Prozent).

Kursziel: 25,90 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 422,8 Mio. Euro, bzw. 25,91 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 25,90 Euro ableiten. Die deutliche Erhöhung gegenüber unserer letzten Studie (21,80 Euro) ist auf die Kombination der genannten Schätzungsänderungen und vor allem des starken Rollover-Effekts zum Jahreswechsel zurückzuführen. Das Prognoserisiko haben wir demgegenüber unverändert bei drei von sechs möglichen Punkten belassen.

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 19,89 und 38,57 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	38,57	34,83	31,92	29,59	27,69
6,0%	33,66	30,86	28,62	26,78	25,25
6,5%	29,84	27,68	25,91	24,44	23,19
7,0%	26,78	25,07	23,65	22,45	21,42
7,5%	24,27	22,90	21,74	20,75	19,89

Fazit

Mensch und Maschine hat das letzte Jahr mit einem moderaten Rohertragswachstum und mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung abgeschlossen. Als besonders erfreulich werten wir dabei, dass diese Verbesserungen nicht nur in dem ohnehin wachstumsstarken und hochprofitablen Softwaresegment erzielt wurden, sondern auch im Systemhaus. Hier musste MuM deutliche Ausfälle im Handelsumsatz mit den Autodesk-Lizenzen infolge des durch die Amerikaner vollzogenen Wechsels des Lizenzmodells auf ein Abomodell verkraften, was dank der starken Nachfrage nach Dienstleistungen sowie nach eigenen Lösungen gut gelungen ist.

Im vierten Quartal, in dem das neue Lizenzmodell erstmals ohne den verzerrenden Vorjahreseffekt zum Tragen kam, hat die Dynamik des Handelsgeschäfts wieder zugenommen und ein fast 15-prozentiges Wachstum der Systemhaus-Umsätze ermöglicht.

Damit vollzieht sich die Entwicklung weiterhin zuverlässig in dem vom MuM-Management schon vorab skizzierten Rahmen, was unseres Erachtens die Glaubwürdigkeit der Unternehmensprognosen nachdrücklich unterstreicht. Auch wenn MuM im letzten Jahr und auch in den Prognosen für die nächsten Jahre eine leichte Fokusverlagerung von Wachstum auf Profitabilität vollzogen hat und somit nun mit ehrgeizigeren Margenzielen arbeitet, halten wir die Prognosen für gut erreichbar und haben unsere Schätzungen hieran ausgerichtet.

Der daraus resultierende faire Wert hat sich gegenüber unserem letzten Update von 21,80 Euro auf nun 25,90 Euro je Aktie erhöht, was vor allem auf den Rollover-Effekt zum Jahreswechsel zurückzuführen ist. Damit sehen wir für die MuM-Aktie nun wieder signifikantes Kurspotenzial, weswegen wir unser Urteil von zuletzt „Hold“ auf „Buy“ ändern.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	61,2	60,9	60,6	60,6	60,7	60,9	61,2	61,6	62,1
1. Immat. VG	42,3	41,4	40,5	39,8	39,3	38,7	38,2	37,8	37,4
2. Sachanlagen	14,6	15,1	15,7	16,4	17,1	17,8	18,6	19,5	20,4
II. UV Summe	36,9	41,5	43,9	46,8	49,8	59,0	70,0	81,8	94,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	45,3	50,6	53,8	58,3	63,6	70,8	78,3	86,5	95,6
II. Rückstellungen	9,6	10,5	11,3	12,2	13,0	13,9	14,8	15,7	16,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,6	17,5	14,0	9,9	5,2	4,1	4,1	4,1	4,1
2. Kurzfristiges FK	22,6	23,9	25,4	26,9	28,7	31,1	34,0	37,1	40,6
BILANZSUMME	98,1	102,4	104,4	107,4	110,5	119,9	131,2	143,4	156,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	160,5	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Rohhertrag	94,8	105,4	115,8	127,3	139,9	153,8	169,0	185,7	204,1
EBITDA	18,0	22,6	25,7	29,4	33,7	38,5	43,5	48,5	53,8
EBIT	15,3	19,3	22,4	26,2	30,5	35,3	40,1	45,1	50,3
EBT	13,9	18,1	21,3	25,4	29,9	35,2	40,3	45,3	50,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,8	11,9	14,2	17,0	20,2	24,0	27,6	31,3	35,2
JÜ	8,5	11,5	13,6	16,3	19,4	23,0	26,5	30,0	33,8
EPS	0,51	0,70	0,84	1,00	1,19	1,41	1,62	1,84	2,07

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	15,2	16,3	18,8	21,5	24,8	28,7	32,5	36,3	40,4
CF aus Investition	-3,1	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0
CF Finanzierung	-10,6	-11,7	-14,9	-17,1	-20,3	-18,0	-20,0	-23,1	-26,1
Liquidität Jahresanfa.	6,4	7,8	9,6	10,4	11,8	12,9	20,2	28,9	38,4
Liquidität Jahresende	7,8	9,6	10,4	11,8	12,9	20,2	28,9	38,4	48,6

Kennzahlen

Prozent	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-3,9%	10,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	3,7%	11,2%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Rohertragsmarge	59,1%	59,6%	59,2%	58,9%	58,6%	58,3%	58,0%	57,6%	57,3%
EBITDA-Marge	11,2%	12,8%	13,2%	13,6%	14,1%	14,6%	14,9%	15,0%	15,1%
EBIT-Marge	9,5%	10,9%	11,5%	12,1%	12,8%	13,4%	13,8%	14,0%	14,1%
EBT-Marge	8,7%	10,2%	10,9%	11,8%	12,5%	13,4%	13,8%	14,1%	14,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,3%	6,5%	7,0%	7,6%	8,1%	8,7%	9,1%	9,3%	9,5%

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

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 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: Dr. Adam Jakubowski

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.
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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
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)
27.10.2016	Buy	14,80 Euro	1), 3), 4)
29.07.2016	Hold	14,90 Euro	1), 3), 4)
28.04.2016	Hold	12,90 Euro	1), 3)
19.02.2016	Buy	10,50 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, eine Studie

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.