



# Mensch und Maschine SE

Exzellente Zahlen und ein  
überzeugender Ausblick

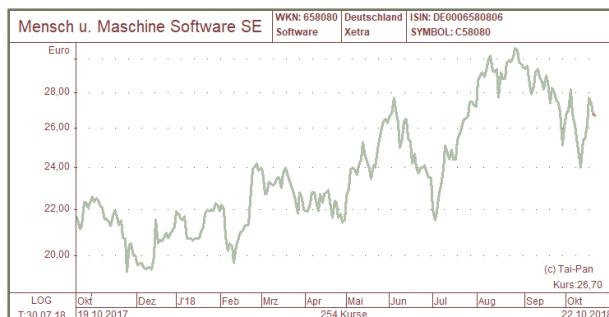
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 26,70 Euro | Kursziel: 31,30 Euro

**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](http://www.sc-consult.com)

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	818
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	26,70 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	16,7 Mio. Stück
Market-Cap:	445,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	469,0 Mio. Euro
Free Float:	46,7 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	30,90 / 19,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	165,9 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal das dynamische Wachstum fortgesetzt und das Tempo sogar noch weiter erhöht. In Summe der ersten neun Monate konnte damit ein Umsatzanstieg um knapp 16 Prozent ausgewiesen werden. Das EBITDA verbesserte sich um mehr als ein Drittel, so dass die EBITDA-Marge mit 11,5 Prozent erstmals in einem Neunmonatszeitraum einen zweistelligen Wert angenommen hat. Der Nettoüberschuss erhöhte sich noch stärker und lag mit 7,6 Mio. Euro um 41 Prozent über dem Vorjahr. Auf der Grundlage dieser starken Zahlen hat der Vorstand seine Prognosen für das Gesamtjahr wie auch für die Folgejahre bestätigt und will dieses Jahr das EBITDA um bis zu fünf Mio. Euro auf 22 bis 23 Mio. Euro erhöhen. Wir halten sogar ein Übertreffen dieser Spanne für wahrscheinlich und schätzen das EBITDA weiterhin auf 23,5 Mio. Euro. Da wir zudem davon ausgehen, dass MuM auch in den nächsten Jahren den dynamischen Aufwärtstrend bei den Gewinnkennzahlen fortsetzen kann, sehen wir auch für die MuM-Aktie weiter deutliches Kurspotenzial. Bei einem neuen Kursziel von 31,30 Euro bestätigen wir unser Urteil „Buy“ und sehen diese positive Einschätzung auch durch die Dividendenrendite von geschätzter 2,6 Prozent untermauert.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	160,4	167,1	160,9	177,0	195,6	216,1
EBIT (Mio. Euro)	8,5	12,5	15,2	20,3	23,6	27,6
Jahresüberschuss	3,9	6,6	9,4	12,1	14,3	17,2
EpS	0,24	0,39	0,56	0,74	0,87	1,05
Dividende je Aktie	0,25	0,35	0,50	0,69	0,85	1,00
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,7%	10,0%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	4,0%	70,4%	42,9%	28,1%	18,5%	20,2%
KUV	2,72	2,62	2,72	2,47	2,23	2,02
KGV	113,0	66,3	46,4	36,2	30,6	25,4
KCF	29,7	29,8	28,7	25,9	22,7	19,8
EV / EBIT	54,3	36,9	30,3	22,7	19,5	16,7
Dividendenrendite	0,9%	1,3%	1,9%	2,6%	3,2%	3,7%

## Wachstumstempo steigt erneut

Nach +7 und +20 Prozent in den beiden ersten Quartalen hat das Wachstumstempo in den Monaten Juli bis September erneut zugelegt. Insgesamt erhöhte sich der Quartalsumsatz um 23,0 Prozent auf 39,1 Mio. Euro, wobei die Beschleunigung in beiden Segmenten zu beobachten war. Das Wachstumstempo im Softwaresegment erhöhte sich von 9,3 bzw. 12,0 Prozent in Q1 resp. Q2 auf 13,0 Prozent, während im Systemhaus eine Zunahme auf 28,0 Prozent verzeichnet wurde (Q1: 5,9 Prozent, Q2: 24,0 Prozent). In Summe der ersten neun Monate konnte Mensch und Maschine einen Umsatz von 133,6 Mio. Euro ausweisen (+15,7 Prozent). Mit dieser Dynamik profitiert MuM weiterhin von der lebhaften Nachfrage nach seiner CAM-Software sowie von dem abgeschlossenen Wechsel des Preismodells beim Lieferanten Autodesk. So berichtet das Unternehmen von einer hohen Wechselbereitschaft der Kunden in das neue Abonnement-Modell, welches im Vergleich mit den bisherigen Wartungs- und Support-Verträgen einer deutlichen Preissteigerung gleichkommt. Aber auch abseits dieses Preiseffekts spürt MuM eine hohe Nachfrage, vor allem im BIM-Bereich.

## Rohertrag wächst zweistellig

Ebenfalls beschleunigt hat sich auch der Anstieg des Rohertrages, der im dritten Quartal um 14 Prozent zugelegt hat (Q1: 7 Prozent, Q2: 10 Prozent). Kumulierte über die drei Quartale ist der Rohertrag um 10,2 Prozent auf 75,5 Mio. Euro gewachsen. Bezogen auf den Umsatz entspricht das einer Rohmarge von 56,5 Prozent. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr (59,4 Prozent) ist auf die erhöhte Dynamik im Handel mit Autodesk-Lizenzen zurückzuführen, dessen Rohmarge naturgemäß niedriger ist als im Dienstleistungsbereich bzw. im Geschäft mit eigener Software. Nachdem das Autodesk-Geschäft im letzten Jahr noch von dem Wechsel des Preismodells bei Autodesk belastet worden war, sind im laufenden Jahr die schwache Vorjahresbasis und die positiven Effekte dieser Maßnahme spürbar. Die Rohmarge im Systemhaus hat sich infolgedessen von 42,3 Prozent auf 38,9 Prozent ermäßigt, während im Software-Segment das ohnehin sehr hohe Niveau noch einmal auf 97,8 Prozent erhöht wurde (Vorjahr: 97,1 Prozent).

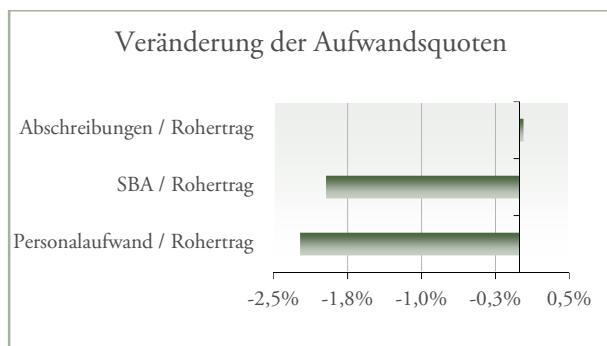
Geschäftsahlen	9M 2017	9M 2018	Änderung
Umsatz	115,47	133,55	+15,7%
Systemhaus	79,48	93,48	+17,6%
Software	36,00	40,08	+11,3%
Rohertrag	68,56	75,52	+10,2%
Systemhaus	33,59	36,34	+8,2%
Software	34,97	39,18	+12,0%
Rohmarge	59,4%	56,5%	
EBITDA	11,44	15,32	+34,0%
Systemhaus	3,13	5,23	+67,2%
Software	8,31	10,09	+21,5%
EBITDA-Marge	9,9%	11,5%	
EBIT	9,37	13,02	+38,9%
Systemhaus	1,95	4,03	+107,0%
Software	7,43	9,00	+21,1%
EBIT-Marge	8,1%	9,8%	
Vorsteuerergebnis	8,63	12,01	+39,2%
Vorsteuermarge	7,5%	9,0%	
Jahresüberschuss	5,40	7,62	+41,0%
Netto-Marge	4,7%	5,7%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBITDA steigt um ein Drittel

Wie schon in den Vorquartalen, konnte MuM das Rohertragswachstum auch im dritten Quartal in eine überproportionale Gewinnsteigerung ummünzen. Das Quartals-EBITDA legte um mehr als die Hälfte auf 3,5 Mio. Euro zu, so dass in Summe der ersten neun Monate ein EBITDA-Wachstum um 34 Prozent auf 15,3 Mio. Euro erzielt wurde. Die EBITDA-Marge verbesserte sich infolgedessen von 9,9 Prozent auf nun 11,5 Prozent. Neben dem Rohertragswachstum war dafür erneut auch die anhaltende Kostendisziplin verantwortlich, die sich in einem nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwands (+6,4 Prozent) sowie in nahezu unveränderten sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+0,1 Prozent) auszahlte. Die Quoten dieser beiden Aufwandsarten zum Rohertrag reduzierten sich um 2,2 (Personalaufwand) bzw. um 2,0 (SBA) Prozentpunkte. Dabei wird der

operative Fortschritt durch diese Zahlen sogar etwas untertrieben, da im Personalaufwand des Softwaresegments rund 1,2 Mio. Euro an Personalkosten ausgewiesen sind, die im Vorjahr noch als Entwicklungskosten für ein inzwischen fertiggestelltes Softwareentwicklungsprojekt aktiviert wurden.



Quelle: Unternehmen

## Gewinnanstieg um 40 Prozent

Das abgeschlossene Softwareentwicklungsprojekt hat sich auch in Form von höheren Abschreibungen bemerkbar gemacht, die dadurch um 11,4 Prozent zugelegt haben. Durch den Basiseffekt konnte das EBIT aber dennoch überproportional, um 38,9 Prozent, auf 13,0 Mio. Euro gesteigert werden. Im Systemhaus hat sich das Ergebnis vor Steuern und Zinsen auf 4,0 Mio. Euro sogar mehr als verdoppelt, wobei aber der Software-Bereich weiterhin mehr als zwei Drittel des Ergebnisses beisteuert. Nach Zinsen, Steuern und Mindeheitsanteilen wurde ein Periodenergebnis von 7,6 Mio. Euro gemeldet, ein Plus von 41 Prozent zur Vorjahresperiode.

## Cashflow etwas schwächer

Anders als der Gewinn, konnte der operative Cashflow nicht gesteigert werden und blieb mit 11,0 Mio. Euro hinter dem Vorjahreswert von 13,0 Mio. Euro zurück. Das Unternehmen begründet dies vor allem mit dem außergewöhnlich hohen Vorjahreswert. Auch hat sich das vorhin erwähnte, im vierten Quartal 2017 fertiggestellte Softwareentwicklungsprojekt dämpfend auf den operativen Cashflow ausgewirkt, weil die dazu gehörigen Personalkosten nun im Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit und nicht, wie im Vorjahr, im Investitions-Cashflow erfasst werden.

Dieser hat sich dementsprechend von -2,8 auf -1,4 Mio. Euro verbessert, woraus sich ein Free-Cashflow von 9,7 Mio. Euro errechnet. Diese Mittel nutzte MuM hauptsächlich zur Zahlung der letztjährigen Dividende, so dass die Nettoveränderung der liquiden Mittel mit 2,9 Mio. Euro deutlich moderater ausgefallen ist.

## Eigenkapitalquote weiter verbessert

Zum Stichtag 30. September betrug die Liquidität 10,6 Mio. Euro, was bei einem Bestand von 24,2 Mio. Euro an Finanzverbindlichkeiten (inklusive des besicherten Immobiliendarlehens) einer Nettoverschuldung von 13,6 Mio. Euro entspricht. Bezogen auf das letztjährige EBITDA beläuft sich das Multiple zur Nettoverschuldung somit auf lediglich 0,8. Die kingesunde Bilanzsituation ist auch an der Eigenkapitalposition ablesbar, die sich mit 45,2 Mio. Euro auf 45 Prozent der Bilanzsumme beläuft. Zum Jahreswechsel waren es noch 43,1 Prozent.

## Prognosen bestätigt

Auf Basis der sehr starken Neunmonatszahlen hat MuM seine Prognose für das laufende Jahr bestätigt und bezeichnet die Zielsetzung, das EBITDA auf 22 bis 23 Mio. Euro und das Nettoergebnis auf 67 bis 73 Cent je Aktie erhöhen zu wollen, als „sehr gut unterlegt“. Auch die Prognose für die nächsten Jahre wurde bestätigt. Auf EBITDA-Ebene will MuM jährlich um 4 bis 5 Mio. Euro zulegen und das Nettoergebnis um 18 bis 24 Cent je Aktie p.a. steigen. Infolgedessen soll die Dividende um 15 bis 20 Cent pro Jahr erhöht werden.

## Schätzungen unverändert

Die Neunmonatszahlen lagen im Rahmen unserer Erwartungen, weswegen wir keinen Grund sehen, unsere Schätzungen zu verändern. Weiterhin gehen wir davon aus, dass MuM seine Prognose dieses Jahr leicht übertreffen wird und kalkulieren mit einem Umsatz von 177,0 Mio. Euro, einem EBITDA von 23,5 Mio. Euro, einem EBIT von 20,3 Mio. Euro und einem Nettogewinn von 12,1 Mio. Euro. Auch die Schätzungen für die Folgejahre haben wir unverändert ge-

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	11,5%	12,1%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,0%	15,3%
<b>EBIT</b>	<b>20,3</b>	<b>23,6</b>	<b>27,6</b>	<b>32,1</b>	<b>37,1</b>	<b>42,7</b>	<b>48,5</b>	<b>54,6</b>
Steuersatz	34,0%	33,5%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,9	7,9	9,1	10,4	11,9	13,5	15,0	16,7
<b>NOPAT</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>	<b>18,5</b>	<b>21,7</b>	<b>25,3</b>	<b>29,3</b>	<b>33,4</b>	<b>38,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
+ 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>16,6</b>	<b>18,8</b>	<b>21,3</b>	<b>24,4</b>	<b>27,9</b>	<b>31,9</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
- Investitionen AV	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>15,9</b>	<b>18,2</b>	<b>20,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,2</b>	<b>31,2</b>	<b>35,3</b>	<b>39,8</b>

SMC Schätzmodell

lassen und erwarten folglich bis 2025 ein Umsatzwachstum auf 356 Mio. Euro und eine weitere Margenverbesserung auf 16,1 Prozent (EBITDA) bzw. 15,3 Prozent (EBIT). Diese erfordert insbesondere, dass die Profitabilität im Systemhaus weiter schrittweise an das Zielniveau von mehr als 10 Prozent EBITDA-Marge herangeführt werden kann, was wir unverändert für wahrscheinlich halten. Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die ober Tabelle zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

## Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,1 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2 sechs, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 45 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduk-

tion weiter 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.

## Kursziel: 31,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 512,2 Mio. Euro bzw. 31,30 Euro je Aktie, was gleichzeitig unserem neuen Kursziel entspricht. Die geringfügige Erhöhung des Kursziels gegenüber unserer letzten Studie (30,80 Euro) ist vor allem dem 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 5,1 und 7,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 23,73 und 48,21 Euro je Aktie.

	Sensitivitätsanalyse						Ewiges Cashflow-Wachstum					
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	48,21	42,93	38,93	35,79	33,26	30,25	
5,1%						41,61	37,74	34,70	32,26	30,25		
5,6%						36,59	33,66	31,30	29,35	27,72		
6,1%						32,65	30,37	28,49	26,92	25,58		
6,6%						29,47	27,66	26,14	24,85	23,73		
7,1%												

## Fazit

---

Der positive Trend von Mensch und Maschine hält auch in dem etwas unsicherer gewordenen Umfeld an. Getragen von der ungebrochen starken Nachfrage nach den eigenen Softwareprodukten und Dienstleistungen sowie von den nun sichtbar werdenden positiven Effekten des Preismodellwechsels bei Autodesk hat MuM im dritten Quartal das Wachstumstempo sogar weiter erhöht. Bei einem Umsatzwachstum um fast 23 Prozent konnte das EBITDA um mehr als die Hälfte und das EBIT sogar um fast 70 Prozent verbessert werden. In Summe der ersten neun Monate resultierte daraus ein Umsatzwachstum um 16 Prozent und eine Gewinnsteigerung um über 40 Prozent.

Auch für die nächsten Monate und Jahre zeigt sich das Unternehmen sehr zuversichtlich und hat auf dieser

Basis seine Prognosen, die ein sehr hohes Gewinnwachstum erwarten lassen, bestätigt. Bezogen auf das laufende Jahr halten wir sogar ein Übertreffen der Prognosespanne für wahrscheinlich und haben deswegen unsere Schätzungen oberhalb der Unternehmens-Guidance belassen. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 31,30 Euro je Aktie, was gegenüber dem aktuellen Börsenkurs ein Aufwärtspotenzial von 17 Prozent signalisiert. Für den Befund der attraktiven Bewertung spricht auch die geschätzte Dividenrendite von 2,6 Prozent. Da sich MuM in der Vergangenheit an der Marke von 2 Prozent für die Aktienrückkäufe orientiert hat, sehen wir den Aktienkurs auf dem aktuellen Niveau zudem gut abgesichert. Unser Urteil bleibt deswegen weiterhin „Buy“.

# 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	63,0	61,6	60,3	59,5	58,9	58,4	58,0	57,8	57,7
1. Immat. VG	43,8	42,7	41,7	40,9	40,2	39,6	39,0	38,5	38,1
2. Sachanlagen	13,2	12,9	12,7	12,6	12,6	12,8	13,0	13,3	13,6
II. UV Summe	38,8	41,7	44,7	47,4	49,8	57,7	67,4	77,6	88,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	43,9	48,1	51,5	55,4	59,8	65,0	70,6	76,6	83,2
II. Rückstellungen	9,4	10,3	11,1	12,0	12,9	13,7	14,6	15,5	16,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	23,2	18,6	14,7	10,2	5,1	3,9	3,9	3,9	3,9
2. Kurzfristiges FK	25,2	26,3	27,8	29,3	31,0	33,4	36,3	39,4	42,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>101,8</b>	<b>103,3</b>	<b>105,0</b>	<b>106,9</b>	<b>108,7</b>	<b>116,0</b>	<b>125,4</b>	<b>135,4</b>	<b>146,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	160,9	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Rohertrag	94,8	105,4	115,8	127,3	139,9	153,8	169,0	185,7	204,1
EBITDA	18,0	23,5	26,7	30,4	34,8	39,8	45,4	51,1	57,2
EBIT	15,2	20,3	23,6	27,6	32,1	37,1	42,7	48,5	54,6
EBT	13,6	19,0	22,4	26,7	31,4	37,0	42,8	48,6	54,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	9,0	12,6	14,9	17,9	21,2	25,2	29,3	33,5	38,1
JÜ	9,4	12,1	14,3	17,2	20,4	24,2	28,1	32,2	36,6
EPS	0,56	0,74	0,87	1,05	1,24	1,48	1,72	1,97	2,24

## 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	16,9	19,3	22,0	25,3	29,3	33,5	37,8	42,4
CF aus Investition	-3,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
CF Finanzierung	-10,1	-13,6	-15,9	-19,0	-22,6	-21,3	-23,7	-27,5	-31,5
Liquidität Jahresanfa.	6,4	7,7	9,2	10,7	11,8	12,4	18,3	25,8	33,7
Liquidität Jahresende	7,7	9,2	10,7	11,8	12,4	18,3	25,8	33,7	42,1

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-3,7%	10,0%	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	59,0%	59,6%	59,2%	58,9%	58,6%	58,3%	58,0%	57,6%	57,3%
EBITDA-Marge	11,2%	13,3%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	15,8%	16,1%
EBIT-Marge	9,5%	11,5%	12,1%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,0%	15,3%
EBT-Marge	8,5%	10,8%	11,4%	12,4%	13,2%	14,0%	14,7%	15,1%	15,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,9%	6,8%	7,3%	8,0%	8,5%	9,2%	9,6%	10,0%	10,3%

# 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.

#### *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 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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),

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 23.10.2018 um 13:25 Uhr fertiggestellt und am 23.10.2018 um 13:40 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.
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
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)
27.10.2016	Buy	14,80 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 zwei 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. Bezuglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.