

27. Oktober 2016  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Mensch und Maschine SE

Nach Kursrückgang wieder  
kaufenswert

Urteil: **Buy** (zuvor: Hold) | Kurs: **12,95 Euro** | Kursziel: **14,80 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:	759
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	12,95 Euro
Marktsegment:	Entry Standard / m:access
Aktienzahl:	16,7 Mio. Stück
Market Cap:	216,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	246,7 Mio. Euro
Free-Float:	45,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,34 / 7,65 Euro
Ø Umsatz (12 M):	146,2 Tsd. Euro

Mensch und Maschine zeigt nach neun Monaten ein solides Wachstum von Umsatz und Rohertrag und vor allem eine deutlich überdurchschnittliche Entwicklung der Ergebniskennzahlen. Gegenüber dem Vorjahr haben die Bayern das EBITDA um 21 Prozent, das EBIT um 46,4 Prozent und das Nettoergebnis um 79,3 Prozent erhöht. Auch der operative Cashflow bewegt sich weiter auf einem sehr zufriedenstellenden Niveau, weswegen MuM seine Dividendenprognose von 30 bis 35 Cent in Richtung des oberen Endes der Spanne konkretisiert hat. Das überzeugende Gesamtbild wird allerdings nach unserer Auffassung durch die Ergebnisentwicklung des dritten Quartals etwas eingetrübt, die vor allem im Systemhaus-Segment leicht unter unserer Erwartung gelegen hat. Da wir in unseren Schätzungen von einer stetigen Verbesserung der Profitabilität ausgegangen waren und diese im dritten Quartal nicht erreicht wurde, erscheint uns unsere bisherige Schätzung nun zu ehrgeizig, weswegen wir die Gewinnerwartung für 2016 reduziert haben. Doch die Änderung betrifft nur das Ausmaß des Gewinnanstiegs, so dass der positive Ergebnistrend nach unserer Überzeugung sowohl in 2016 als auch in den Folgejahren weiter anhalten sollte.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	125,8	140,0	160,4	168,4	175,1	192,6
EBIT (Mio. Euro)	3,8	6,8	8,5	13,1	16,0	19,7
Jahresüberschuss	2,6	3,7	3,9	7,3	10,2	12,7
EpS	0,17	0,24	0,24	0,44	0,61	0,76
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,35	0,45	0,55
Umsatzwachstum	5,9%	11,3%	14,5%	5,0%	4,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-27,7%	42,1%	4,0%	87,8%	40,2%	24,8%
KUV	1,72	1,54	1,35	1,28	1,23	1,12
KGV	82,6	58,1	55,9	29,8	21,2	17,0
KCF	57,18	34,36	14,67	17,58	15,69	13,16
EV / EBIT	64,7	36,5	29,1	18,8	15,4	12,5
Dividendenrendite	1,5%	1,5%	1,9%	2,5%	3,3%	4,1%

## Dynamisches Rohertragswachstum

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal den Umsatz um 5 Prozent gesteigert und dabei vor allem von der anhaltenden Dynamik im Softwaresegment profitiert, dessen Erlöse sich zwischen Juli und September im Vorjahresvergleich um 11,7 Prozent erhöht haben. Im Systemhaus setzte sich hingegen das heftige Auf und Ab der Umsätze fort, das durch die Umstellung des Preismodells von Autodesk (von Kauf- auf Mietsoftware) ausgelöst wurde. Nach einem Zuwachs von 19,7 Prozent zu Jahresbeginn und einem Rückgang um 8,8 Prozent im zweiten Quartal legten die Segmenterlöse im Sommer um 2,8 Prozent zu. Da sich hinter diesen Zahlen ein Saldo aus einem Rückgang des margenschwachen Handelsgeschäfts mit Autodesk-Lizenzen und einem Anstieg des margenstärkeren Dienstleistungsgeschäfts versteckt, ist der Zuwachs des Rohertrags im Systemhaus mit 4,1 Prozent überproportional zum Umsatz ausgefallen. Dies gilt auch für das Softwaresegment, dessen Rohertrag um 14,2 Prozent auf 9,9 Mio. Euro gestiegen ist. Insgesamt erreichte der Konzernrohertrag im dritten Quartal 21,2 Mio. Euro (+8,6 Prozent), womit die Rohmarge auf 53,4 Prozent geklettert ist (Vorjahr: 51,6 Prozent).

## EBITDA schwächer

Dieses Wachstum ging mit einem Anstieg des Personalaufwands um 7,6 Prozent einher, der sich somit im Vergleich mit dem ersten und zweiten Quartal etwas beschleunigt hat, aber noch unter der Zunahme des Rohertrages geblieben ist. Anders als in den Vorquartalen, in denen sich auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen klar unterproportional und damit margenerhöhend entwickelt hatten, verzeichnete MuM bei diesem Aufwandsposten in den Sommermonaten einen stärkeren Anstieg um 18,6 Prozent auf 5,2 Mio. Euro, den das Unternehmen auf Anfrage unter anderem mit Marketingmaßnahmen begründet. Dem stehen nach Unternehmensangaben zwar auch Marketing-Zuschüsse des Partners Autodesk gegenüber, doch in Summe führte dieser Effekt zu einem im Vorjahresvergleich um 1,3 Prozent rückläufigen EBITDA im dritten Quartal. Der Effekt fiel im Systemhaus mit -6,7 Prozent besonders stark aus, doch auch im Softwaresegment blieb das

Ergebniswachstum (+3,9 Prozent) klar hinter dem Rohertragswachstum. Die EBITDA-Marge hat sich dementsprechend auf 3,8 Prozent im Systemhaus (Vorjahr: 4,2 Prozent) und auf 12,9 Prozent im Softwaresegment (Vorjahr: 13,9 Prozent) etwas ermäßigt, konzernweit lag sie im dritten Quartal bei 6,2 Prozent.

Geschäftszahlen	Q3 2015	Q3 2016	Änderung
Umsatz	37,88	39,76	+5,0%
Systemhaus	28,63	29,43	+2,8%
Software	9,25	10,33	+11,7%
Rohertrag	19,54	21,22	+8,6%
Systemhaus	10,84	11,28	+4,1%
Software	8,70	9,93	+14,2%
Rohmarge	51,6%	53,4%	
EBITDA	2,50	2,47	-1,3%
Systemhaus	1,22	1,13	-6,7%
Software	1,28	1,33	+3,9%
EBITDA-Marge	6,6%	6,2%	
EBIT	1,37	1,65	+20,9%
Systemhaus	0,39	0,64	+64,1%
Software	0,98	1,01	+3,7%
EBIT-Marge	3,6%	4,2%	
EBT	0,94	1,40	+49,3%
EBT-Marge	2,5%	3,5%	
Jahresüberschuss	0,40	0,89	+124,4%
Netto-Marge	1,1%	2,2%	

## EBIT deutlich verbessert

Den leichten EBITDA-Rückgang konnte MuM auf der Ebene des EBIT mehr als kompensieren und dieses um fast 21 Prozent steigern. Hierbei profitierte das Unternehmen vom Wegfall der Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation, wodurch die entsprechende Ergebnisbelastung im Vorjahresvergleich um fast 70 Prozent auf nur noch 0,17 Mio. Euro zurückgegangen ist. Der Effekt konzentrierte sich auf das Systemhaus, dessen EBIT sich um 64 Prozent verbesserte.

## Quartalgewinn mehr als verdoppelt

Der deutliche EBIT-Anstieg, in Verbindung mit einer spürbaren Verbesserung des Finanzergebnisses und der zu erwartenden Normalisierung der rechnerischen Steuerquote (35 Prozent nach 43,3 Prozent im Vorjahr) haben ein Ergebnis nach Steuern und Minderheiten ermöglicht, das mit 0,9 Mio. Euro den letztjährigen Wert um mehr als 124 Prozent übertraf.

Geschäftszahlen	9M 2015	9M 2016	Änderung
Umsatz	119,30	127,59	+6,9%
<i>Systemhaus</i>	89,44	94,15	+5,3%
<i>Software</i>	29,86	33,45	+12,0%
Rohrertrag	61,83	67,83	+9,7%
<i>Systemhaus</i>	33,37	35,44	+6,2%
<i>Software</i>	28,46	32,39	+13,8%
Rohmarge	51,8%	53,2%	
EBITDA	8,92	10,80	+21,1%
<i>Systemhaus</i>	3,36	3,77	+12,2%
<i>Software</i>	5,56	7,03	+26,4%
EBITDA-Marge	7,5%	8,5%	
EBIT	5,71	8,35	+46,4%
<i>Systemhaus</i>	0,90	2,25	+150,2%
<i>Software</i>	4,81	6,10	+26,9%
EBIT-Marge	4,8%	6,5%	
EBT	4,96	7,31	+47,3%
EBT-Marge	4,2%	5,7%	
Jahresüberschuss	2,49	4,47	+79,3%
Netto-Marge	2,1%	3,5%	

## Margenanstieg nach neun Monaten

Somit hat sich das dritte Quartal insgesamt an die positive Entwicklung des ersten Halbjahres angefügt. Summiert über die ersten neun Monate ist der Konzernumsatz um 6,9 Prozent auf 127,6 Mio. Euro gewachsen, wobei das Systemhaus um 5,3 Prozent und das Softwaregeschäft um 12,0 Prozent zugelegt haben. Der Rohrertrag wurde überproportional um 9,7 Prozent gesteigert, womit sich die Rohmarge von 51,8 auf 53,2 Prozent verbessert hat. Auch die EBITDA-Marge wurde um einen Prozentpunkt auf

8,5 Prozent erhöht. Besonders stark ist der Zuwachs im Softwaresegment ausgefallen, dessen EBITDA-Marge dank der sehr starken ersten Jahreshälfte um 2,4 Prozentpunkte auf 21,0 Prozent geklettert ist. Im Systemhaus blieb die Profitabilitätssteigerung mit 0,2 Prozentpunkten auf 4,0 Prozent hingegen sehr moderat. Anders als auf der EBIT-Ebene, auf der der Wegfall des Großteils der PPA-Abschreibungen einen Anstieg des Systemhaus-EBIT um 150 Prozent auf 2,2 Mio. Euro ermöglicht hat. Die EBIT-Marge verbesserte sich dadurch von 1,0 auf 2,4 Prozent, in Verbindung mit der EBIT-Marge des Softwaresegments (18,2 Prozent nach 16,1 Prozent) wurde damit konzernweit eine Marge vor Steuern und Zinsen von 6,5 Prozent erwirtschaftet (Vorjahr: 4,8 Prozent). Auch das Nettoergebnis hat sich deutlich überproportional verbessert. Aufgrund des genannten Steuereffekts erhöhte sich der Neunmonatsgewinn nach Steuern und Minderheiten um 79 Prozent auf 4,5 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 3,5 Prozent (Vorjahr: 2,1 Prozent).

## Cashflow weiterhin stark

Sehr erfreulich hat sich erneut der operative Cashflow entwickelt. Mit 11,8 Mio. Euro wurde zwar der Vorjahreswert von 15,0 Mio. Euro nicht erreicht, doch dieser hatte noch von der letzten Rate des Verkaufspreises des Distributionsgeschäfts profitiert, die zwar bereits 2014 ertragswirksam geworden, aber erst 2015 zugeflossen war und sich auf 3 Mio. Euro belaufen hatte. Separat im dritten Quartal wurde der operative Cashflow im Vorjahresvergleich hingegen um ein Viertel auf 4,4 Mio. Euro verbessert. Nach Abzug der Nettoauszahlungen für Investitionen in Höhe von 2,4 Mio. Euro verblieb nach den ersten drei Quartalen ein positiver Free-Cashflow von 9,4 Mio. Euro (Vorjahr: 10,9 Mio. Euro), den MuM für die Dividende (4,3 Mio. Euro), für den Aktienrückkauf (1,3 Mio. Euro) nutzte. Die restlichen Mittel sowie die überschüssige Liquidität wurden für eine Nettotilgung von Krediten in Höhe 7,9 Mio. Euro eingesetzt.

## Eigenkapitalquote weiter gestiegen

Dadurch sowie durch den Rückgang der Forderungen um fast 4,6 Mio. Euro hat sich die Bilanz seit

dem Jahreswechsel um 7 Prozent auf 95,6 Mio. Euro verkürzt, was in Verbindung mit dem Anstieg des Eigenkapitals trotz der Dividendenzahlung und der Aktienrückkäufe eine von 38,6 auf 42,1 Prozent verbesserte Eigenkapitalquote bedingte.

### Prognosen modifiziert

Vor dem Hintergrund des starken Cashflows hat MuM die Dividendenprognose, die bisher auf 30 bis 35 Cent je Aktie gelaute hatte (Vorjahr: 25 Cent), nun in Richtung der oberen Begrenzung des Korridors konkretisiert. Ergebnisseitig hat der Vorstand hingegen die Prognose etwas vorsichtiger formuliert. Bei einem Umsatz von ca. 170 Mio. Euro (bisher: mehr als 170 Mio. Euro) und einem Rohertrag von mehr als 90 Mio. Euro (unverändert) will MuM nun ein EBITDA von 15,5 bis 16,0 Mio. Euro und ein Nettoergebnis von 6,8 bis 7,4 Mio. Euro erreichen. Bisher lautete die Prognose auf rund 16 Mio. Euro EBITDA und ein Nettoergebnis von bis zu 8 Mio. Euro. Die mittelfristigen Entwicklungspfade für das Ergebnis und für die Dividende wurden hingegen bestätigt. Demnach soll das EBITDA ab 2017 mit 3 bis 4 Mio. Euro, der Gewinn je Aktie mit 13 bis 20

Cent und die Dividende mit rund 10 Cent je Aktie pro Jahr wachsen.

### Gewinnerwartung reduziert

Da wir bezüglich des diesjährigen EBITDA bisher etwas optimistischer waren als MuM selbst und mit 16,9 Mio. Euro kalkuliert haben, erscheint diese Schätzung angesichts der leicht reduzierten Unternehmensprognose nun zu ambitioniert. Dies umso mehr, als die EBITDA-Entwicklung im dritten Quartal etwas unter unseren Erwartungen ausgefallen ist. Dies gilt für beide Segmente, wobei wir aber in der Softwaresparte lediglich eine Normalisierung nach dem sehr starken ersten Halbjahr sehen, während die sich nun ergebende Profitabilitätsentwicklung im Systemhaus nach drei Quartalen tatsächlich etwas enttäuschend ist. Nach mehreren Quartalen, in denen unsere Erwartungen eher übertroffen worden waren, halten wir dies aktuell für kein größeres Problem, sehen aber die Gefahr, dass unsere Schätzungen für 2016 etwas zu stark auf der Fortschreibung des ersten Halbjahrs basiert haben könnten. Wir haben deswegen die EBITDA-Schätzung für 2016 nun auf 15,9 Mio. Euro abgesenkt, woraus sich die Erwar-

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	168,4	175,1	192,6	210,9	231,0	252,9	277,0	303,3
Umsatzwachstum		4,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT-Marge	7,8%	9,2%	10,2%	11,5%	12,1%	12,5%	12,8%	12,9%
<b>EBIT</b>	<b>13,1</b>	<b>16,0</b>	<b>19,7</b>	<b>24,2</b>	<b>28,1</b>	<b>31,5</b>	<b>35,4</b>	<b>39,0</b>
Steuersatz	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,6	4,8	5,9	7,3	8,4	9,5	10,6	11,7
<b>NOPAT</b>	<b>8,5</b>	<b>11,2</b>	<b>13,8</b>	<b>16,9</b>	<b>19,6</b>	<b>22,1</b>	<b>24,8</b>	<b>27,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4
+ 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>11,3</b>	<b>14,4</b>	<b>17,0</b>	<b>20,0</b>	<b>22,8</b>	<b>25,3</b>	<b>28,0</b>	<b>30,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,8	-1,0
- Investitionen AV	-3,1	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7
<b>Free Cashflow</b>	<b>10,0</b>	<b>11,4</b>	<b>13,9</b>	<b>16,6</b>	<b>19,1</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>25,9</b>

SMC Schätzmodell

tung eines EBIT von 13,1 Mio. Euro und eines Jahresüberschusses von 7,3 Mio. Euro ergibt. Für 2017 haben wir zudem den Umsatz etwas reduziert, aber die Rohmarge erhöht, womit wir nun den Effekt aus der Umstellung des Preismodells bei Autodesk etwas stärker betonen. Vorsichtshalber haben wir auch die unterstellte EBITDA-Marge für 2017 auf 11,0 Prozent abgesenkt, während wir die weitere Entwicklung wie auch die Zielprofitabilität (EBITDA-Marge im Jahr 2023) unverändert auf 14,0 Prozent belassen haben. Einen deutlich positiven Effekt hat hingegen die Anhebung des für 2016 geschätzten Cashflows, mit der wir auf die positive Cashflow-Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf reagiert haben. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2023 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir aus Vorsichtsüberlegungen mit einer EBIT-Marge von 9,0 Prozent.

### Kursziel: 14,80 Euro je Aktie

In dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,7 Prozent) ergibt sich aus unserem Modell ein Marktwert des Eigenkapitals von 247,0 Mio. Euro, bzw. 14,81 Euro je

Aktie. Daraus leiten wir unser neues Kursziel von 14,80 Euro ab. Die Änderung gegenüber dem bisherigen Kursziel (14,90 Euro) ist nur sehr moderat ausgefallen, weil die Abwärtsrevisionen hinsichtlich des Ergebnisses durch die Erhöhung des erwarteten Free-Cashflows (geringeres Working Capital) weitgehend kompensiert wurde. Das Prognoserisiko belassen wir unverändert bei drei von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,7 und 8,7 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 11,76 und 20,36 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,7%	20,36	18,88	17,65	16,63	15,75
7,2%	18,29	17,11	16,11	15,27	14,55
7,7%	16,58	15,62	14,81	14,11	13,50
8,2%	15,15	14,36	13,68	13,09	12,57
8,7%	13,93	13,27	12,70	12,20	11,76

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat nach neun Monaten den Umsatz um fast 7 Prozent gesteigert und sämtliche Gewinnkennzahlen überproportional verbessert. Durch die Kombination aus einer veränderten Umsatzzusammensetzung, dem unterproportionalen Anstieg der wichtigsten Aufwandsarten, dem Wegfall von Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation und der unterstellten Normalisierung der Steuerbelastung wurde das Nettoergebnis sogar um fast 80 Prozent gesteigert. Sehr erfreulich entwickelt sich auch der operative Cashflow, aufgrund dessen Mensch und Maschine nun die Dividendenprognose auf das obere Ende der bisherigen Spanne von 30 bis 35 Cent je Aktie konkretisiert hat.

Allerdings ist das dritte Quartal separat betrachtet nach unserer Auffassung nur durchwachsen verlaufen. Während Umsatz und Rohertrag unseren Erwartungen entsprachen, hatten wir beim EBITDA in beiden Segmenten etwas mehr erwartet. Die Abweichung ist zwar moderat und liegt nach Darstellung des Managements innerhalb der normalen unterjährigen Schwankungen, doch unsere bisherige Schätzung erschien uns vor diesem Hintergrund etwas zu

optimistisch. Dies umso mehr, als auch der Vorstand seine Ergebnisprognose mit Blick auf das laufende Jahr nun etwas vorsichtiger formuliert hat.

Wir haben deswegen unsere Gewinnsschätzungen leicht reduziert, sind aber weiter davon überzeugt, dass Mensch und Maschine in den nächsten Jahren die beeindruckende positive Entwicklung fortsetzen wird. Dies umso mehr, als sich der von Autodesk vollzogene Wechsel des Preismodells ungeachtet der kurzfristig daraus resultierenden kleineren Verwerfungen langfristig positiv auswirken dürfte. Der Umstieg auf das Mietmodell bedingt insgesamt eine Preiserhöhung, von der auch MuM als Autodesk's wichtigster europäischer Partner profitieren wird. Da sich zudem der Free-Cashflow im bisherigen Jahresverlauf sogar besser als von uns erwartet entwickelt hat, ist die Wirkung der vorgenommenen Prognoseänderungen auf das Modellergebnis nur marginal. Den fairen Wert der MuM-Aktie sehen wir nun bei 14,80 Euro, was in Kombination mit dem seit Anfang August reduzierten Kursniveau und dem dadurch wieder bestehenden Kurspotenzial die Hochstufung des Ratings auf „Buy“ rechtfertigt.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	62,4	62,7	62,5	62,3	62,4	62,6	62,8	63,1	63,5
1. Immat. VG	42,7	42,0	41,2	40,5	39,9	39,5	39,0	38,6	38,3
2. Sachanlagen	13,2	14,2	14,8	15,4	16,0	16,7	17,3	18,0	18,8
II. UV Summe	40,2	37,7	40,6	45,7	51,4	58,0	67,8	77,4	85,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	39,6	44,5	49,3	55,2	62,6	71,6	81,1	90,7	98,7
II. Rückstellungen	7,9	8,4	8,9	9,4	9,9	10,4	11,0	11,5	12,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	36,2	27,6	23,5	20,4	16,6	12,2	10,2	7,9	5,3
2. Kurzfristiges FK	18,8	19,9	21,3	23,0	24,6	26,3	28,3	30,5	32,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>102,5</b>	<b>100,4</b>	<b>103,1</b>	<b>108,0</b>	<b>113,8</b>	<b>120,6</b>	<b>130,6</b>	<b>140,5</b>	<b>148,7</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	160,4	168,4	175,1	192,6	210,9	231,0	252,9	277,0	303,3
Rohhertrag	84,5	91,9	99,9	109,9	120,8	132,8	145,9	160,4	175,6
EBITDA	12,8	15,9	19,2	22,9	27,3	31,2	34,7	38,7	42,4
EBIT	8,5	13,1	16,0	19,7	24,2	28,1	31,5	35,4	39,0
EBT	7,5	11,9	15,2	18,9	23,5	27,6	31,3	35,4	39,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,3	7,7	10,6	13,2	16,5	19,3	21,9	24,8	27,5
JÜ	3,9	7,3	10,2	12,7	15,8	18,5	21,1	23,8	26,4
EPS	0,24	0,44	0,61	0,76	0,95	1,11	1,26	1,43	1,58

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	14,7	12,3	13,8	16,4	19,4	22,1	24,6	27,3	29,9
CF aus Investition	-5,0	-3,1	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7
CF Finanzierung	-6,6	-12,0	-10,1	-10,6	-13,1	-15,0	-14,5	-17,6	-22,2
Liquidität Jahresanfa.	6,5	9,6	6,7	7,4	10,1	13,1	16,9	23,5	29,7
Liquidität Jahresende	9,6	6,7	7,4	10,1	13,1	16,9	23,5	29,7	33,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	14,5%	5,0%	4,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Rohertragswachstum	13,2%	8,7%	8,8%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,5%
Rohertragsmarge	52,7%	54,6%	57,1%	57,1%	57,3%	57,5%	57,7%	57,9%	57,9%
EBITDA-Marge	8,0%	9,5%	11,0%	11,9%	12,9%	13,5%	13,7%	14,0%	14,0%
EBIT-Marge	5,3%	7,8%	9,2%	10,2%	11,5%	12,1%	12,5%	12,8%	12,9%
EBT-Marge	4,7%	7,1%	8,7%	9,8%	11,2%	11,9%	12,4%	12,8%	13,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,4%	4,3%	5,8%	6,6%	7,5%	8,0%	8,3%	8,6%	8,7%

# 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

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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
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),
03.11.2015	Buy	9,50 Euro	1), 3),
12.08.2015	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)

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.