

25. April 2017  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Mensch und Maschine SE

## Unerwartet starker Jahresauftakt

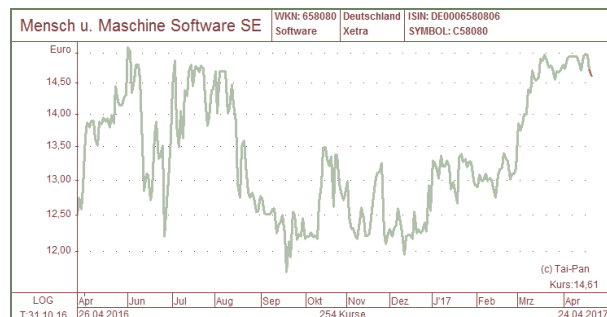
Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **14,62 Euro** | Kursziel: **17,80 Euro**

**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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

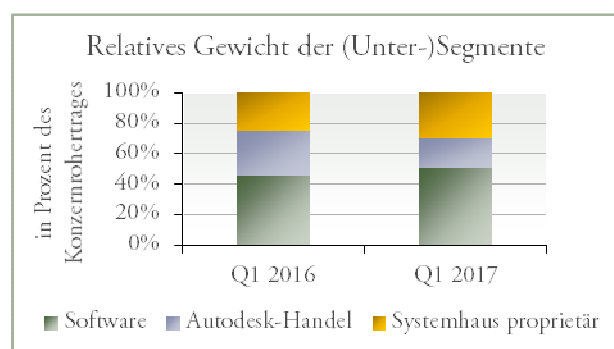
Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	773
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	14,62 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	16,7 Mio. Stück
Market Cap:	243,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	267,6 Mio. Euro
Free-Float:	44,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,34 / 11,68 Euro
Ø Umsatz (12 M):	149,7 Tsd. Euro

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal die Erwartungen übertroffen. Der Umsatz ist zwar aufgrund des letztjährigen Schlussverkaufs im Handel mit Autodesk-Lizenzen wie erwartet zurückgegangen, doch blieb das Ausmaß des Rückgangs schwächer als erwartet. Da sich zudem die margenstärkeren Geschäftsbereiche Software und Dienstleistungen sehr positiv entwickelt haben, konnte der Rohertrag sogar auf den neuen Rekordwert von 25,0 Mio. Euro gesteigert werden. In Kombination mit der anhaltenden Kostendisziplin und den rückläufigen Abschreibungen und Zinsaufwendungen sorgte dies für einen zweistelligen Ergebniszuwachs auf 2,6 Mio. Euro. Damit hat Mensch und Maschine in dem vermeintlich schwierigsten Quartal dieses Jahres bereits 30 Prozent der eigenen Ergebnisprognose für 2017 erreicht, weswegen wir unsere Schätzungen, die wir aus Vorsicht bisher etwas darunter angesetzt hatten, nun angehoben haben. Das daraus resultierende neue Kursziel von 17,80 Euro signalisiert weiteres Kurspotenzial von über 20 Prozent, weswegen die Erfolgsgeschichte nach unserer Einschätzung nicht nur operativ, sondern auch an der Börse weitergehen kann. Unser Urteil bleibt dementsprechend auf „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	140,0	160,4	167,1	168,7	185,6	203,2
EBIT (Mio. Euro)	6,8	8,5	12,5	15,8	19,6	23,7
Jahresüberschuss	3,7	3,9	6,6	9,0	11,8	14,5
EpS	0,24	0,24	0,39	0,54	0,70	0,87
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,35	0,47	0,58	0,70
Umsatzwachstum	11,3%	14,5%	4,2%	1,0%	10,0%	9,5%
Gewinnwachstum	42,1%	4,0%	70,4%	36,4%	30,8%	23,5%
KUV	1,74	1,52	1,46	1,45	1,31	1,20
KGV	65,6	63,1	37,0	27,1	20,8	16,8
KCF	38,79	16,56	16,65	17,67	15,70	13,39
EV / EBIT	39,6	31,6	21,4	16,9	13,7	11,3
Dividendenrendite	1,4%	1,7%	2,4%	3,2%	4,0%	4,8%

## Umsatz gesunken

Wie erwartet und angekündigt, ist der Umsatz von Mensch und Maschine im ersten Quartal des Jahres zurückgegangen. Allerdings ist der Umsatzrückgang mit 9,7 Prozent auf 45,5 Mio. Euro moderater als erwartet ausgefallen. Dabei haben die Handelsumsätze mit den Autodesk-Lizenzen, die im Vorjahr von der Sonderkonjunktur durch den Schlussverkauf der Einmallyzenzen im Vorfeld der Umstellung des Autodesk-Lizenzmodells auf Mietsoftware massiv profitiert hatten, erwartungsgemäß stark abgenommen, was aber durch das dynamische Wachstum des Softwaresegments (Umsatzplus von 11,4 Prozent) sowie durch das lebhafte Dienstleistungsgeschäft im Systemhaus zu einem großen Teil kompensiert werden konnte.



Quelle: Unternehmen

## Rohertrag mit neuem Rekord

Da sich hiermit die Umsatzzusammensetzung weiter in Richtung der margenstärkeren Einnahmen verschoben hat, ist der Rohertrag sogar trotz des Umsatzrückgangs um 1,5 Prozent auf 25,0 Mio. Euro und damit auf einen neuen Quartalsrekordwert gestiegen. Das Softwaresegment trug dazu 12,6 Mio. Euro (+12,8 Prozent) und das Systemhaus 12,4 Mio. Euro (-7,8 Prozent) bei. Innerhalb des Systemhauses erhöhte sich der Beitrag der Dienstleistungen und eigenen Lösungen um 22 Prozent auf 7,5 Mio. Euro, während sich der Anteil des Autodesk-Handels um fast ein Drittel auf 5,0 Mio. Euro reduzierte. Damit ist der Anteil des ehemaligen Kerngeschäfts Autodesk-Handel am konzernweiten Rohertrag unter die Marke von 20 Prozent gefallen. Die Rohmarge hat

sich dadurch im Vorjahresvergleich um 6,1 Prozentpunkte auf 54,9 Prozent erhöht.

Geschäftszahlen	Q1 2016	Q1 2017	Änderung
Umsatz	50,37	45,47	-9,7%
Systemhaus	38,85	32,64	-16,0%
Software	11,52	12,83	+11,4%
Rohertrag	24,60	24,98	+1,5%
Systemhaus	13,47	12,42	-7,8%
Software	11,13	12,56	+12,8%
Rohmarge	48,8%	54,9%	
EBITDA	5,28	5,42	+2,7%
Systemhaus	2,36	1,87	-20,5%
Software	2,92	3,54	+21,4%
EBITDA-Marge	10,5%	11,9%	
EBIT	4,42	4,73	+7,0%
Systemhaus	1,81	1,48	-18,4%
Software	2,62	3,26	+24,5%
EBIT-Marge	8,8%	10,4%	
EBT	3,82	4,22	+10,5%
EBT-Marge	7,6%	9,3%	
Jahresüberschuss	2,20	2,57	+17,2%
Netto-Marge	4,4%	5,7%	

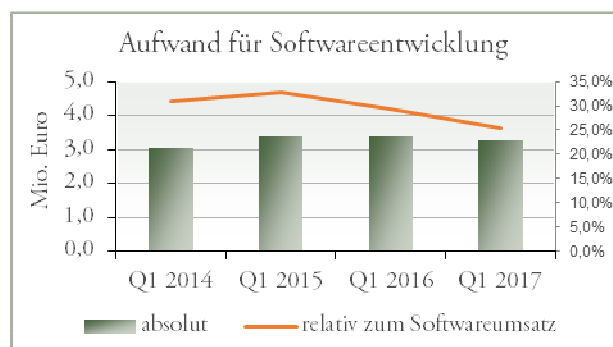
## Erneuter Ergebnissprung

Das leichte Rohertragswachstum konnte MuM erneut in ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum ummünzen. Dazu trug auch die anhaltende Kostendisziplin bei, die sich in um 4 Prozent rückläufigen sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie im lediglich um 2,5 Prozent erhöhten Personalaufwand auszahlte. Das EBITDA erhöhte sich deswegen sogar überproportional zum Rohertrag um 2,7 Prozent, wobei der Zuwachs ausschließlich im Software-Segment angefallen ist. Das Systemhaus-EBITDA hat sich hingegen um 20,5 Prozent ermäßigt. In Relation zum gesunkenen Umsatz hat sich die EBITDA-Marge um 1,4 Prozentpunkte auf 11,9 Prozent verbessert. Unterhalb des EBITDA sorgten rückläufige Abschreibungen, eine niedrigere Zinslast,

eine unterstellte verbesserte Steuerquote und ein gesunkener Gewinnanteil der Minderheitsgesellschafter für noch stärkere Zuwächse, die sich auf 7 Prozent (EBIT), 10,5 Prozent (Vorsteuerergebnis) und sogar 17,2 Prozent beim Nettoergebnis beliefen.

### Software-Segment weiter dynamisch

Entscheidend verantwortlich dafür war das Softwaresegment, dessen EBITDA-Marge auf 27,6 Prozent und dessen EBIT-Marge auf 25,4 Prozent gestiegen sind. Getrieben wird diese Entwicklung vor allem von der CAM-Tochter OpenMind, für die Mensch und Maschine von einer anhaltend hohen Absatzdynamik berichtet. Aber auch mit der Entwicklung der beiden kleineren Produkttöchter zeigt sich der Vorstand zufrieden, in beiden Fällen konnte eine EBITDA-Marge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet werden. Das Unternehmen profitiert im Softwaregeschäft vor allem von den hohen, wachstumsbedingten Skaleneffekten, die sich in einer sinkenden durchschnittlichen Belastung mit Overhead- und Entwicklungskosten niederschlagen. So ist der Anteil der Aufwendungen für die Softwareentwicklung in Relation zum Umsatz des Softwaresegments in den letzten Jahren deutlich gesunken, auf zuletzt 25,5 Prozent. In absoluten Zahlen verläuft er hingegen weitgehend stabil.



Quelle: Unternehmen

### Cashflow sehr stark

Wie schon im Vorjahr, hat sich auch im ersten Quartal 2017 der operative Cashflow sehr stark entwickelt. Mit 7,7 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um ein Viertel übertroffen, in Relation zum Umsatz erreichte der operative Cashflow eine Quote von fast

17 Prozent. Neben dem erhöhten Ergebnis profitierte MuM hierbei von einem im Vorjahresvergleich gedämpften Aufbau des Nettoumlaufvermögens sowie von höheren Einzahlungen für Wartungsverträge im Softwaresegment, die erst im weiteren Jahresverlauf umsatzwirksam werden. Bei einem investitionsbedingten Mittelabfluss in Höhe von 1,0 Mio. Euro (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro) resultierte daraus ein Free-Cashflow, der mit 6,7 Mio. Euro einen neuen Quartalsrekord markierte.

### Bilanzkennzahlen weiter verbessert

Nach Zinsen, Tilgung und Dividenden an Minderheitsgesellschafter erhöhten sich die liquiden Mittel netto um 2,5 Mio. Euro auf 8,9 Mio. Euro. Damit hat sich die Nettoverschuldung (inkl. des Immobilienkredits und eines Gesellschafterdarlehens) auf 15,8 Mio. Euro bzw. auf das Einfache des letztjährigen EBITDA reduziert. Auch die Eigenkapitalquote hat weiter auf 41,5 Prozent zugelegt, wobei beide Werte sich im Zuge der Ausschüttung der um 40 Prozent auf 35 Cent erhöhten Dividende wieder etwas verschlechtern dürften.

### Prognosen bestätigt

Vor dem Hintergrund des starken Jahresauftakts hat Mensch und Maschine die eigenen Prognosen bestätigt bzw. hinsichtlich des Umsatzes sogar etwas angehoben. Statt stagnierender oder leicht rückläufiger Erlöse hält das Unternehmen nun einen leichten Anstieg für möglich, bleibt aber bezüglich der zentralen Zielgröße Rohertrag bei der Prognosespanne von 98 bis 99 Mio. Euro. Auch die Ergebnisprognose (EBITDA von 17,5 bis 18,5 Mio. Euro und EPS von 52 bis 57 Cent) ist ebenso unverändert wie die mittelfristige Zielsetzung, den Gewinn bis 2020 auf 100 Cent je Aktie mehr als verdoppeln zu wollen.

### Schätzungen angehoben

Da wir mit unseren Schätzungen bisher in punkto EBITDA und Nettoergebnis am unteren Ende bzw. hinsichtlich des Letzteren unterhalb der Unternehmens-Guidance lagen, haben wir sie in Reaktion auf die überraschend starken Q1-Zahlen leicht angehoben. Wir kalkulieren nun mit einem Umsatz von

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	168,7	185,6	203,2	222,6	243,7	266,8	292,2	318,5
Umsatzwachstum		10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge	9,4%	10,6%	11,7%	12,4%	12,9%	13,2%	13,3%	13,4%
<b>EBIT</b>	<b>15,8</b>	<b>19,6</b>	<b>23,7</b>	<b>27,7</b>	<b>31,5</b>	<b>35,3</b>	<b>38,9</b>	<b>42,6</b>
Steuersatz	35,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	5,5	6,5	7,8	9,1	10,4	11,6	12,8	14,1
<b>NOPAT</b>	<b>10,3</b>	<b>13,1</b>	<b>15,9</b>	<b>18,5</b>	<b>21,1</b>	<b>23,6</b>	<b>26,1</b>	<b>28,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	3,2	3,4	3,2	3,3	3,4	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>12,6</b>	<b>16,4</b>	<b>19,2</b>	<b>21,8</b>	<b>24,4</b>	<b>27,0</b>	<b>29,5</b>	<b>32,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	2,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,2	-1,5
- Investitionen AV	-3,1	-3,1	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>11,6</b>	<b>13,3</b>	<b>15,7</b>	<b>17,9</b>	<b>20,2</b>	<b>22,4</b>	<b>24,5</b>	<b>26,7</b>

#### SMC Schätzmodell

168,7 Mio. Euro und mit einem Rohertrag von 99,2 Mio. Euro (bisher: 167,0 resp. 98,6 Mio. Euro) und haben die EBITDA-Schätzung von 17,5 auf 18,2 Mio. Euro angehoben. Das Nettoergebnis erwarten wir nun statt bei 8,4 Mio. Euro bei 9,0 Mio. Euro. Über die erhöhte Umsatzbasis und die gegenüber dem bisherigen Ansatz etwas rascher reduzierten Aufwandsquoten setzen sich diese Änderungen auch in den Folgejahren fort, sodass wir nun am Ende des Detailprognosezeitraums mit Umsätzen von 318,5 Mio. Euro sowie mit einer EBIT-Marge von 13,4 Prozent rechnen. Anschließend kalkulieren wir weiterhin mit einer ewigen Wachstumsrate von 1 Prozent und einer EBIT-Marge von 9 Prozent. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der oben abgebildeten Tabelle, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2024 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

#### Kursziel: 17,80 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 297,2 Mio. Euro, bzw. 17,82 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 17,80 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber unserem letz-

ten Update ist vor allem auf die erläuterten Schätzungsänderungen zurückzuführen, zudem hat sich aber auch unser Diskontierungssatz (WACC) durch die Absenkung des unterstellten Fremdkapitalzinses (auf 4,5 Prozent) auf 6,6 Prozent ermäßigt und mit etwa 0,40 Euro je Aktie zum Anstieg des von uns ermittelten fairen Wertes beigetragen. Das Prognose-risiko haben wir demgegenüber unverändert bei drei von sechs möglichen Punkten belassen.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,6%	26,32	23,85	21,90	20,34	19,05
6,1%	23,05	21,17	19,66	18,42	17,38
6,6%	20,47	19,01	17,82	16,81	15,96
7,1%	18,39	17,24	16,27	15,45	14,74
7,6%	16,68	15,74	14,95	14,27	13,68

#### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,6 und 7,6 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 13,68 und 26,32 Euro je Aktie

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat mit den Q1-Zahlen erneut überzeugt. Obwohl der Umsatz aufgrund der letztjährigen Sonderkonjunktur im Autodesk-Handel wie erwartet zurückgegangen ist, konnten der Rohertrag und sämtliche Ergebniskennzahlen teils deutlich gesteigert werden. Das Unternehmen profitiert hierbei vor allem von einer anhaltend lebhaften Nachfrage nach seinen eigenen Softwareprodukten und Dienstleistungen.

Insgesamt ist der Jahresstart damit stärker als erwartet ausgefallen, weswegen Mensch und Maschine seine Prognose bekräftigt und im Hinblick auf den Umsatz sogar leicht angehoben hat. Da wir bisher etwas vorsichtiger kalkuliert hatten und dies aber nach der erfolgreichen Bewältigung des mutmaßlich

schwierigsten Quartals nicht mehr für gerechtfertigt halten, haben wir unsere Schätzungen etwas angehoben. Der daraus resultierende faire Wert liegt nun bei 17,80 Euro je Aktie, womit wir trotz der sehr guten Aktienperformance weiteres Kurspotenzial von 20 Prozent konstatieren.

Mensch und Maschine verfügt über eine sehr gute Marktstellung, verfolgt eine schlüssige Wachstumsstrategie, ist nur moderaten Risiken ausgesetzt, überzeugt mit einer bemerkenswerten Prognosetreue und bietet eine ansehnliche Dividendenrendite. Das Gesamtbild ist stimmig, unser Rating bleibt auf „Buy“.

## Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	62,0	62,8	62,6	62,5	62,6	62,9	63,1	63,5	63,9
1. Immat. VG	42,9	42,3	41,5	40,7	40,1	39,6	39,2	38,8	38,4
2. Sachanlagen	13,2	14,7	15,3	16,0	16,7	17,4	18,1	18,9	19,7
II. UV Summe	38,6	38,1	42,0	46,1	50,9	56,4	65,5	75,2	88,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	40,6	44,1	48,3	53,2	59,6	67,3	75,8	85,1	95,6
II. Rückstellungen	8,8	9,6	10,5	11,4	12,3	13,2	14,1	15,1	16,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	27,2	22,5	19,7	16,4	12,5	8,1	6,2	3,7	3,7
2. Kurzfristiges FK	24,0	24,7	26,2	27,7	29,2	30,7	32,6	34,8	37,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,5</b>	<b>100,9</b>	<b>104,6</b>	<b>108,6</b>	<b>113,6</b>	<b>119,3</b>	<b>128,7</b>	<b>138,7</b>	<b>152,5</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	167,1	168,7	185,6	203,2	222,6	243,7	266,8	292,2	318,5
Rohhertrag	91,4	99,2	110,5	121,5	133,4	146,6	161,0	176,3	192,2
EBITDA	15,8	18,2	22,8	27,0	30,9	34,8	38,6	42,3	46,2
EBIT	12,5	15,8	19,6	23,7	27,7	31,5	35,3	38,9	42,6
EBT	11,1	14,4	18,3	22,6	26,7	30,9	35,0	38,8	42,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	7,0	9,4	12,2	15,1	17,9	20,7	23,5	26,0	28,7
JÜ	6,6	9,0	11,8	14,5	17,1	19,9	22,5	25,0	27,5
EPS	0,39	0,54	0,70	0,87	1,03	1,19	1,35	1,50	1,65

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	14,6	13,8	15,5	18,2	20,6	23,3	25,9	28,3	30,7
CF aus Investition	-3,4	-3,1	-3,1	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9
CF Finanzierung	-14,5	-11,5	-11,2	-13,9	-15,8	-18,0	-17,2	-19,1	-18,3
Liquidität Jahresanfa.	9,6	6,4	5,5	6,8	7,9	9,3	11,1	16,2	21,6
Liquidität Jahresende	6,4	5,5	6,8	7,9	9,3	11,1	16,2	21,6	30,1

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	4,2%	1,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%
Rohertragswachstum	8,2%	8,4%	11,5%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,5%	9,0%
Rohertragsmarge	54,7%	58,8%	59,6%	59,8%	60,0%	60,2%	60,4%	60,3%	60,3%
EBITDA-Marge	9,4%	10,8%	12,3%	13,3%	13,9%	14,3%	14,5%	14,5%	14,5%
EBIT-Marge	7,5%	9,4%	10,6%	11,7%	12,4%	12,9%	13,2%	13,3%	13,4%
EBT-Marge	6,7%	8,5%	9,8%	11,1%	12,0%	12,7%	13,1%	13,3%	13,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,9%	5,3%	6,3%	7,1%	7,7%	8,2%	8,4%	8,6%	8,6%



# 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
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)
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.