

16. Februar 2017  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Mensch und Maschine SE

Die Erfolgsstory geht weiter

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **13,07 Euro** | Kursziel: **16,20 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:	759
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	13,07 Euro
Marktsegment:	Entry Standard / m:access
Aktienzahl:	16,7 Mio. Stück
Market Cap:	218,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	248,6 Mio. Euro
Free-Float:	44,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,34 / 8,31 Euro
Ø Umsatz (12 M):	145,4 Tsd. Euro

Mensch und Maschine hat vorläufige Zahlen für 2016 vorgelegt und damit erneut überzeugt. Obwohl der Umsatz aufgrund der geringeren Einnahmen im Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen nur moderat zugelegt hat, haben sich der Rohertrag sowie die operativen Ergebniskennzahlen sehr deutlich erhöht. Bei der EBITDA- und der EBIT-Marge konnte MuM neue Höchstwerte vermelden und damit die Richtigkeit des vor acht Jahren eingeleiteten Wechsels des Geschäftsmodells unterstreichen. Einen kleinen Wermutstropfen stellt in diesem Zusammenhang lediglich der Nettoüberschuss dar, der zwar um knapp 70 Prozent gesteigert wurde, aufgrund von Währungs- und Steuereffekten aber etwas unterhalb der Erwartungen geblieben ist. Dafür aber hat Mensch und Maschine mit einem starken operativen Cash-flow überzeugt und auf dieser Basis eine 40-prozentige Erhöhung der Dividende auf 35 Cent je Aktie angekündigt. Obwohl das laufende Jahr noch einmal durch die Folgen der Umstellung des Preismodells bei Autodesk etwas belastet werden dürfte, rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Trends auch in 2017 und danach. Auf dieser Basis sehen wir die Aktie weiterhin als potenzialträchtig und bestätigen unser Rating „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	140,0	160,4	167,0	167,0	183,7	201,2
EBIT (Mio. Euro)	6,8	8,5	12,4	14,6	18,6	22,5
Jahresüberschuss	3,7	3,9	6,5	8,4	11,2	14,2
EpS	0,24	0,24	0,39	0,50	0,67	0,85
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,35	0,47	0,58	0,70
Umsatzwachstum	11,3%	14,5%	4,1%	0,0%	10,0%	9,5%
Gewinnwachstum	42,1%	4,0%	68,5%	28,2%	34,7%	26,1%
KUV	1.56	1.36	1.31	1.31	1.19	1.08
KGV	58.6	56.4	33.5	26.1	19.4	15.4
KCF	34.68	14.80	14.91	16.49	15.00	12.52
EV / EBIT	36.8	29.3	20.1	17.0	13.4	11.0
Dividendenrendite	1.5%	1.9%	2.7%	3.6%	4.4%	5.4%

## Neuer Rekord beim Rohertrag

Den vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine das abgelaufene Geschäftsjahr mit einem Umsatzanstieg um 4,2 Prozent auf rund 167 Mio. Euro abgeschlossen. Während der Umsatz damit etwas unter der Planung geblieben ist, ist der Rohertrag, die zentrale Steuerungsgröße, auf den neuen Rekordwert von 91,4 Mio. Euro (+8,1 Prozent) und damit sogar stärker als angekündigt geklettert (Planwert: über 90 Mio. Euro).

## Eigengeschäft brummt

Das deutlich überdurchschnittliche Wachstum des Rohertrags, das sich in einem Anstieg der Rohmarge um 2 Prozentpunkte auf 54,7 Prozent niedergeschlagen hat, verdankt MuM der anhaltend hohen Dynamik im Eigengeschäft. Dies gilt insbesondere für das Segment MuM-Software, dessen Umsatz und Rohertrag im letzten Jahr um 11,5 resp. 12,9 Prozent zugelegt haben. Aber auch das Geschäft mit eigener Technologie und mit Dienstleistungen innerhalb des Systemhaussegments hat sich sehr dynamisch entwickelt, MuM beziffert das Rohertragswachstum in diesem Bereich auf 16 Prozent.

## Modellwechsel bei Autodesk belastet

Demgegenüber hat sich der Rohertragsbeitrag des Handelsgeschäfts mit Autodesk-Lizenzen um 8 Prozent auf 21 Mio. Euro reduziert, womit auf dieses ehemals zentrale Geschäft nur noch knapp 23 Prozent des Konzernrohertrages entfallen. Die Ursache für den Rückgang liegt ausschließlich in dem von Autodesk im letzten Jahr vollzogenen Wechsel des Preismodells von Einmallizenzen auf Abonnements. Dadurch reduziert sich der Umsatzeffekt des Neugeschäfts, was aber durch höhere wiederkehrende Einnahmen in den Folgejahren mehr als aufgewogen wird. Im letzten Jahr bewirkte der Umstieg in Summe ein schwächeres Lizenzgeschäft, das sich besonders im vierten Quartal bemerkbar machte, in dem keine Sonderkonjunktur durch den Schlussverkauf von Einmallizenzen (wie im Januar und im Juli) den Effekt kompensierte. Separat betrachtet führte dies zwischen Oktober und Dezember sogar zu einem rückläufigen Segmentumsatz und -rohertrag (-9,6

resp. -2,7 Prozent), auch für die ersten drei Quartale 2017 ist deswegen nur mit einer schwachen Entwicklung des Handelsgeschäfts zu rechnen.

Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	Änderung
Umsatz	160,34	167,00	+4,2%
Systemhaus	118,94	120,80	+1,6%
Software	41,44	46,20	+11,5%
Rohertrag	84,52	91,40	+8,1%
Systemhaus	44,94	46,70	+3,9%
Software	39,58	44,70	+12,9%
Rohmarge	52,7%	54,7%	
EBITDA	12,81	15,70	+22,6%
Systemhaus	4,60	5,10	+11,0%
Software	8,22	10,60	+29,0%
EBITDA-Marge	8,0%	9,4%	
EBIT	8,47	12,40	+46,3%
EBIT-Marge	5,3%	7,4%	
Jahresüberschuss	3,87	6,50	+68,1%
Netto-Marge	2,4%	3,9%	

## EBITDA-Marge auf Rekordniveau

Das dynamische Wachstum des Rohertrags konnte MuM in eine sprunghafte Verbesserung des EBITDA ummünzen, das mit 15,7 Mio. Euro um 23 Prozent gesteigert wurde. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 9,4 Prozent, womit nicht nur der Vorjahreswert um 1,4 Prozentpunkte übertrafen, sondern auch der mit Abstand beste Wert der Unternehmensgeschichte erreicht wurde. Neben dem Rohertragswachstum und den dadurch ermöglichten Skaleneffekten begründet MuM diese erfreuliche Entwicklung mit der anhaltenden Kostendisziplin. Dies ist unter anderem an der Personalentwicklung im Systemhaus-Segment erkennbar, dessen Belegschaft im Jahresdurchschnitt nur noch um 2 Prozent zugelegt hat und im zweiten Halbjahr sogar minimal reduziert wurde. Auch dadurch konnte im Systemhaus die seit dem Geschäftsmodellwechsel im Jahr 2011 zu beobachtende kontinuierliche Verbesserung der operativen Profitabilität fortgesetzt werden, die

EBITDA-Marge des Segments erhöhte sich von 3,9 auf 4,2 Prozent. Eine weitaus stärkere Erhöhung ist aber im Software-Segment gelungen, dessen EBITDA-Marge um 3,1 Prozentpunkte auf 22,9 Prozent zugelegt hat. Im vierten Quartal erreichte sie den neuen Rekordwert von 28,0 Prozent.

## **EBIT profitiert von sinkenden Abschreibungen**

Da zudem im letzten Jahr plangemäß ein Großteil der Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation der Übernahmen des Jahres 2009 ausgelaufen ist, hat auch das EBIT, wie erwartet, einen starken Sprung vollzogen und sich um 46,3 Prozent auf 12,4 Mio. Euro erhöht. Davon konnte auch das Nettoergebnis erheblich profitieren, nach Steuern und Minderheitsanteilen hat MuM einen Gewinn von 6,5 Mio. Euro bzw. 40 Cent je Aktie erwirtschaftet, womit der Vorjahreswert um 68 Prozent übertroffen wurde. Anders als die übrigen Gewinnkennzahlen, mit denen MuM im Rahmen seiner Prognosen gelandet ist, blieb das Nettoergebnis aber trotz des erfreulichen Anstiegs etwas unter der Zielsetzung. Das Unternehmen begründet dies mit einem ungünstigen Währungseffekt, der im Vorjahresvergleich eine Ergebnisbelastung in Höhe von knapp 0,5 Mio. Euro bedeutete, sowie mit der Steuerquote, die etwas höher als bisher erwartet ausfallen dürfte.

## **Cashflow stärker als erwartet**

Diese Effekte sowie der etwas stärker als von uns unterstellt ausgefallene Einbruch des Handelsgeschäfts im vierten Quartal haben dafür gesorgt, dass die GuV-Zahlen insgesamt etwas unter unseren Erwartungen ausgefallen sind. Dafür aber hat uns der operative Cashflow erneut stark positiv überrascht. Mit 14,6 Mio. Euro wurde annähernd der Wert des Vorjahrs (14,7 Mio. Euro) erreicht, obwohl jener von einem positiven Sondereffekt in Höhe von 3 Mio. Euro profitiert hatte. Unsere Erwartung hatte bei lediglich 12,3 Mio. Euro gelegen.

## **Dividende steigt um 40 Prozent**

Vor dem Hintergrund der starken Cashflow-Entwicklung und der weiter verbesserten Bilanz (die

Eigenkapitalquote hat sich von 38,6 auf 41 Prozent verbessert) will Mensch und Maschine für das letzte Jahr nun eine Dividende von 35 Cent je Aktie ausschütten. Damit wird ein Wert am oberen Ende des bisherigen Prognosekorridors angestrebt, was gegenüber dem Vorjahr einer Erhöhung um 40 Prozent entspräche. Auf dem aktuellen Kursniveau stellt dies eine Dividendenrendite von 2,7 Prozent dar.

## **Prognosen modifiziert**

Auch für die nächsten Jahre stellt MuM ein dynamisches Dividendenwachstum in Aussicht. So wird für das laufende Jahr eine Ausschüttung von 45 bis 50 und für 2018 von ca. 60 Cent je Aktie angestrebt. Auch danach will das Unternehmen die Dividende um 10 bis 15 Cent pro Jahr steigern, während für den Gewinn ein jährlicher Anstieg um 13 bis 20 Cent je Aktie prognostiziert wird. Auf dieser Grundlage würde im Jahr 2020 die EpS-Grenze von 1 Euro je Aktie übertroffen werden. Etwas reduziert hat MuM seine Prognose für das laufende Jahr, für das aufgrund des noch bis in den Herbst spürbaren Bremseffekts im Autodesk-Handel mit einem Rohertragswachstum von 7 bis 8 Prozent (statt mit ca. 10 Prozent) kalkuliert wird. Bei einer weiter angestrebten Erhöhung der Rohmarge dürfte damit der Umsatz in 2017 stagnierend oder leicht rückläufig ausfallen. Auch der EBITDA-Zuwachs dürfte mit 1,8 bis 2,8 Mio. Euro unter dem eigentlich angestrebten durchschnittlichen Wachstum von 3 bis 4 Mio. Euro pro Jahr liegen. Dafür aber will MuM ab 2018 wieder an Tempo zulegen und den Rohertrag um bis zu 12 Prozent p.a. steigern.

## **Weniger Umsatz bei höherer Rohmarge**

Wir haben vor dem Hintergrund der neuen Prognosen einige Änderungen an unseren Schätzungen vorgenommen. Die wichtigste Änderung betrifft die Reduktion des für 2017 unterstellten Umsatzwachstums auf null bei einer deutlichen Anhebung der Rohertragsmarge. In Summe resultiert hieraus ein Rohertragswachstum um 7,9 Prozent (bisher: 8,7 Prozent), das sich aber nächstes Jahr wieder auf 11 Prozent beschleunigt. Anschließend kalkulieren wir, wie bisher, mit Werten um die 10 Prozent-Marke. Das EBITDA für 2017 erwarten wir nun bei 17,5

Mio. Euro (bisher: 19,2 Mio. Euro), womit wir uns für einen betont vorsichtigen Ansatz am unteren Ende des von MuM veröffentlichten Prognosekorridors entscheiden. Bezogen auf die EBITDA-Marge entspricht das einem Wert von 10,5 Prozent, den wir, wie schon bisher, bis 2022 auf den Zielwert von 14 Prozent ansteigen lassen. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der nachfolgenden Tabelle, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2024 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir aus Vorsichtsüberlegungen, wie schon zuvor, mit einer EBIT-Marge von 9,0 Prozent.

### Kursziel: 16,20 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 270,4 Mio. Euro, bzw. 16,21 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 16,20 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz (14,80 Euro) ist Ergebnis dreier teils gegenläufiger Effekte. Während die von uns vorgenommenen Modifikationen an den Schätzungen eine leicht negative Wirkung auf das Modellergebnis hatten, sorgten der Rollover-Effekt im Zusammenhang mit dem Jahreswechsel sowie die von uns angesichts der

anhaltenden Niedrigzinsphase nun in allen Modellen vollzogene Absenkung des risikolosen Zinses von 3,5 auf 2,5 Prozent für einen Anstieg des fairen Wertes. In dem von uns favorisierten Szenario haben wir nun mit einem ewigen Wachstum 1,0 Prozent und mit WACC von 7,1 Prozent (bisher: 7,7 Prozent) kalkuliert. Das Prognoserisiko haben wir demgegenüber unverändert bei drei von sechs möglichen Punkten belassen.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	23,46	21,44	19,82	18,49	17,38
6,6%	20,70	19,14	17,85	16,78	15,88
7,1%	18,47	17,24	16,21	15,33	14,58
7,6%	16,65	15,65	14,81	14,09	13,46
8,1%	15,12	14,31	13,61	13,01	12,48

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,1 und 8,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 12,48 und 23,46 Euro je Aktie.

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	167,0	183,7	201,2	220,3	241,2	264,1	289,2	315,2
Umsatzwachstum		10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge	8,8%	10,1%	11,2%	12,0%	12,5%	12,8%	12,8%	12,9%
<b>EBIT</b>	<b>14,6</b>	<b>18,6</b>	<b>22,5</b>	<b>26,4</b>	<b>30,1</b>	<b>33,7</b>	<b>37,1</b>	<b>40,7</b>
Steuersatz	33,0%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,8	5,8	6,8	7,9	9,0	10,1	11,1	12,2
<b>NOPAT</b>	<b>9,8</b>	<b>12,8</b>	<b>15,8</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>23,6</b>	<b>26,0</b>	<b>28,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	3,1	3,3	3,1	3,2	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>12,6</b>	<b>16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>21,6</b>	<b>24,2</b>	<b>26,9</b>	<b>29,4</b>	<b>32,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,7	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9
- Investitionen AV	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>11,2</b>	<b>12,6</b>	<b>15,2</b>	<b>17,4</b>	<b>19,7</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>26,2</b>

SMC Schätzmodell

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat im letzten Geschäftsjahr den erfreulichen Trend der Vorjahre fortgesetzt. Das Unternehmen hat nicht nur den Rohertrag erneut deutlich auf einen neuen Rekordwert gesteigert, sondern dies auch ankündigungsgemäß in ein kräftiges Ergebniswachstum umgemünzt.

Mit dem Anstieg der operativen Margen auf neue Höchstwerte hat das Unternehmen die Richtigkeit des 2009 eingeleiteten Wechsels des Geschäftsmodells eindrucksvoll unterstrichen und die Glaubwürdigkeit der Prognosen für die kommenden Jahre nach unserer Einschätzung weiter erhöht. Wir richten unsere Schätzungen deswegen weiterhin relativ eng an der unternehmenseigenen Guidance aus und

sehen auf dieser Basis den fairen Wert nun bei 16,20 Euro je Aktie. Damit weist das Papier, das letztes Jahr um ein Drittel zugelegt hat, nach unseren Berechnungen weiterhin ein Kurspotenzial von rund 25 Prozent auf. Für die Aktie spricht zudem die aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik, die für 2016 eine Dividendenrendite von 2,7 Prozent verspricht. Bei planmäßigem Geschäftsverlauf dürfte sich das dynamische Wachstum der Dividende auch in den nächsten Jahren weiter fortsetzen.

Zusammenfassend vermittelt Mensch und Maschine weiter ein durch und durch überzeugendes Bild, weswegen wir unser Rating „Buy“ bestätigen.

# 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	61,3	61,5	61,5	61,4	61,6	61,9	62,2	62,6	63,0
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	14,9	15,6	16,3	17,1	17,8	18,6	19,4
II. UV Summe	38,9	40,7	44,4	48,3	52,8	57,9	66,5	75,7	88,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	40,8	43,7	47,9	52,9	59,2	66,8	75,2	84,5	94,8
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	33,6	31,2	28,4	25,0	21,0	16,4	14,4	12,0	12,0
2. Kurzfristiges FK	17,8	19,0	20,6	22,4	24,2	26,1	28,2	30,4	32,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,1</b>	<b>102,2</b>	<b>105,9</b>	<b>109,8</b>	<b>114,4</b>	<b>119,8</b>	<b>128,7</b>	<b>138,3</b>	<b>151,5</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	167,0	167,0	183,7	201,2	220,3	241,2	264,1	289,2	315,2
Rohertrag	91,4	98,6	109,4	120,2	132,1	145,1	159,4	174,5	190,2
EBITDA	15,7	17,5	21,7	25,8	29,5	33,3	37,0	40,5	44,2
EBIT	12,4	14,6	18,6	22,5	26,4	30,1	33,7	37,1	40,7
EBT	10,8	13,0	17,0	21,1	25,0	29,1	33,0	36,7	40,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	7,0	8,7	11,7	14,8	17,5	20,4	23,1	25,7	28,3
JÜ	6,5	8,4	11,2	14,2	16,8	19,6	22,2	24,6	27,2
EPS	0,39	0,50	0,67	0,85	1,01	1,17	1,33	1,48	1,63



## 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	13,2	14,5	17,4	19,8	22,5	25,1	27,5	29,9
CF aus Investition	-3,1	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9
CF Finanzierung	-12,0	-8,7	-10,4	-13,3	-15,4	-17,6	-16,8	-18,8	-18,0
Liquidität Jahresanfa.	9,6	9,3	10,7	11,8	12,7	13,9	15,4	20,0	24,9
Liquidität Jahresende	9,3	10,7	11,8	12,7	13,9	15,4	20,0	24,9	32,9

### Kennzahlen

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

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
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.