

Mensch und Maschine Software SE

Datum: 31.10.2016

Votum:		Kaufen	
alt:		Halten	vom 27.04.16
Kursziel (in Euro)		15,50 (alt: 15,00)	
Kurs (Xetra) (in Euro)		12,71	
	28.10.2016 17:36 Uhr		
Kurspotenzial		22%	

Wertschöpfungssteigerung durch das Eigengeschäft

- ⇒ In 9M 2016 stieg der Rohertrag um +9,7% auf den neuen Rekordwert von 67,8 (61,8; unsere Prognose: 67,3) Mio. Euro (starkes Wachstum des Eigengeschäfts (eigene Software + Dienstleistungen) vs. vorübergehend rückläufiges Autodesk-Geschäft). Das 9M-EBITDA erhöhte sich auf 10,8 (8,9; unsere Prognose: 11,0) Mio. Euro. Das 9M-EPS sprang um 77% auf 0,27 (0,16; unsere Prognose: 0,28) Euro (u.a. stark gefallene PPA-Amortisation; im Vorjahresvergleich niedrigere erwartete Steuerquote).
- ⇒ Der anhaltend hohe op. Cashflow in 9M 2016 von 11,8 (um die letzte Rate aus dem Verkauf der Distribution ber. Vorjahreswert: 12,0) Mio. Euro sollte 2016 die Ausschüttung einer höheren Dividende von 0,35 (bisher: 0,30) Euro ermöglichen.
- ⇒ Für 2016 bestätigen wir unsere Rohertrags- bzw. EPS-Prognose von 90,1 (MuM-Ziel: >90) Mio. Euro bzw. von 0,46 (MuM-Ziel: 0,42-0,46) Euro.
- ⇒ Wir votieren nun mit Kaufen (alt: Halten; erwartete nachhaltige Cashflowstärke; i.V. mit Peers günstigere 2017e-Bewertung) bei einem Kursziel von 15,50 (alt: 15,00) Euro.

*nach Dividenden	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse	118,8	125,8	140,0	160,4	168,0	173,0
Wachstum Umsatz	-	5,9%	11,3%	14,5%	4,8%	3,0%
Rohertrag	63,0	67,5	74,7	84,5	90,1	97,9
Wachstum Rohertrag	-	7,1%	10,7%	13,2%	6,7%	8,6%
EBITDA	10,0	7,8	10,9	12,8	15,8	18,8
EBITDA-Marge	8,4%	6,2%	7,8%	8,0%	9,4%	10,9%
Jahresüberschuss	3,6	2,6	3,7	3,9	7,6	10,4
Nettomarge	3,0%	2,1%	2,7%	2,4%	4,5%	6,0%
Gewinn je Aktie	0,24	0,17	0,24	0,24	0,46	0,63
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,25	0,35	0,45
Net Gearing	0,6	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4
FCF je Aktie (Euro)*	-0,88	-0,70	-0,08	0,42	0,20	0,14
EV/Umsatz	0,8	0,9	0,9	0,9	1,4	1,3
EV/EBITDA	9,9	14,2	11,8	11,2	15,0	12,4
EV/EBIT	16,0	29,4	18,9	16,9	17,9	14,3
EV/FCF	neg.	neg.	neg.	21,3	73,0	102,4
KGV	20,8	28,8	24,1	29,2	27,6	20,3
KBV	2,1	2,1	2,3	2,9	4,9	4,4
Dividendenrendite	4,0%	4,1%	3,4%	3,6%	2,8%	3,5%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

Quelle: Independent Research, Mensch und Maschine Software SE

Unternehmensdaten

Branche	Software
Segment	Entry Standard
ISIN	DE0006580806
Reuters	MUMG
Bloomberg	MUM

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	16,683
Streubesitz	45,3%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	212,0
∅ Tagesumsatz (Stück)	12.363
52W Hoch 01.06.2016	15,34 Euro
52W Tief 09.02.2016	7,65 Euro

Termine

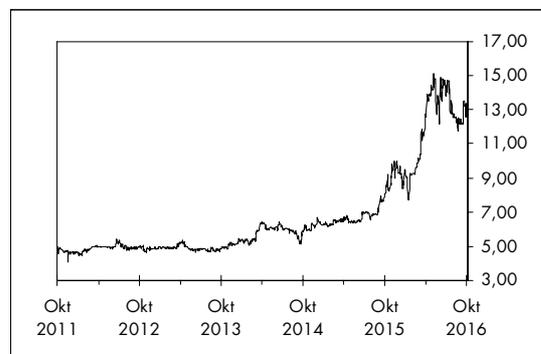
Eigenkapitalforum	22.11.2016
Q4-Zahlen	13.03.2017

Performance

	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	6,8%	5,2%
3 Monate	-9,7%	-12,5%
6 Monate	0,8%	-5,2%
12 Monate	59,5%	62,2%

Index-Gewichtung

Keine Indexmitgliedschaft



Quelle: Bloomberg

Kontakt

 Independent Research GmbH

Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
Internet: www.irffm.de

Erstellung abgeschlossen am 27.07.16 um 09:30 Uhr
Erstmalige Weitergabe am 27.07.16 um 10:00 Uhr

Ersteller: A. Vashkevich (Analyst)

Independent Research Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Bewertung

Neues Kursziel von 15,50
(alt: 15,00) Euro

Bewertungsfazit

Wir bewerten die MuM-Aktie weiterhin anhand eines DCF-Modells und einer Peer Group. Auf Basis unseres DCF-Modells ergibt sich für die MuM-Aktie nun ein fairer Wert von 15,79 (alt: 15,15) Euro je Aktie. Wir haben die Umsatzprognosen in der Phase I (schwächeres Wachstum mit der Autodesk-Software im Segment Systemhaus durch die erfolgte Umstellung von Verkauf auf Vermietung) und entsprechend in der Phase II reduziert. Bei den kurzfristigen bzw. mittelfristigen EBIT-Prognosen haben wir aber keine bzw. kaum Anpassungen vorgenommen (überproportionale Wertschöpfungssteigerung durch den Ausbau des margenstarken Eigengeschäfts (eigene Software und Dienstleistungen)).

Im Rahmen unseres Peer Group-Verfahrens beträgt der faire Wert nun 15,14 (alt: 15,06) Euro je Aktie.

Die zusammenführende Bewertung ergibt somit einen fairen Wert von 15,59 (alt: 15,12) Euro je Aktie. Daraus leitet sich ein höheres Kursziel von 15,50 (alt: 15,00) Euro ab.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	15,14	15,79
Gewichtung	30%	70%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	15,59	

Quelle: Independent Research

DCF-Modell

Mio. Euro	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	168,0	173,0	186,0	199,1	212,4	225,7	238,9	251,8	264,4	277,6
Wachstum Umsatz	4,8%	3,0%	7,5%	7,1%	6,7%	6,3%	5,8%	5,4%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	7,8%	9,4%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,0%
EBIT	13,2	16,2	19,0	20,4	21,9	23,4	24,8	26,3	27,8	27,8
- Ertragssteuern	-3,9	-4,9	-5,7	-6,1	-6,6	-7,0	-7,5	-7,9	-8,3	-8,3
+ Abschreibungen	2,6	2,6	2,9	3,3	3,6	4,0	4,4	4,9	5,3	5,6
+/- Sonstiges	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Operativer Brutto-Cashflow	11,9	14,0	16,3	17,7	19,1	20,5	21,9	23,4	24,9	25,1
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,8	-0,9	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,0
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-3,6	-3,8	-4,1	-4,3	-4,6	-4,8	-5,1	-5,3	-5,6	-5,6
Free Cashflow	9,0	9,4	10,9	11,9	12,9	14,0	15,1	16,2	17,4	18,5
Barwerte	8,9	8,6	9,4	9,5	9,7	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9
Summe Barwerte	95,7									
Terminalwert	194,3									
										in % vom Gesamtwert: 67%
Wert des operativen Geschäfts	290,0									
+ liquide Mittel	12,4									
- Finanzverschuldung/Minderheiten	-39,1									
Marktwert Eigenkapital	263,4									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,683									
Fairer Wert je Aktie in Euro	15,79									

Quelle: Independent Research

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	65%	Fremdkapital:	35%	
risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,3	Risikoprämie FK:	1,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	9,4%	Zins FK:	2,8%
Wachstumsrate FCF:	2,0%	WACC:	7,1%	Datum:	31.10.16

Fairer Wert nach DCF-Modell bei 15,79 (alt: 15,15) Euro je Aktie

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

		Diskontierungszinssatz			
		6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
Wachstum	1,5%	16,41	14,75	13,35	12,18
	2,0%	17,74	15,79	14,19	12,86
	2,5%	19,38	17,06	15,19	13,66
	3,0%	21,49	18,63	16,40	14,61

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Peer Group-Vergleich

Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Cenit	23,8	20,9	13,9	12,7	11,7	10,8
Dassault Systemes	29,4	26,5	22,2	19,3	15,9	14,5
Nemetscheck	38,1	32,8	29,7	25,5	24,0	20,7
Mittelwert	30,4	26,7	22,0	19,2	17,2	15,3
Median	29,4	26,5	22,2	19,3	15,9	14,5
Mensch und Maschine Software SE	27,6	20,3	17,9	14,3	15,0	12,4

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 28.10.16

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Mensch und Maschine Software SE	0,46	0,63	13,2	16,2	15,8	18,8
Enterprise Value			292,4	313,4	250,5	272,8
Liquide Mittel				12,4		12,4
Finanzverbindlichkeiten				-37,7		-37,7
Faire Marktkapitalisierung			267,1	288,2	225,3	247,5
Aktienanzahl (in Mio. Stück)				16,7		16,7
Fairer Wert	13,52	16,58	16,01	17,28	13,50	14,84
Durchschnittswert		15,05		16,64		14,17
Gewichtung		0,33		0,33		0,33
Fairer Wert je Aktie in Euro				15,14		

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Ertrags- und Finanzanalyse

Eigene Software und Dienstleistungen als Treiber des Rohertrags

Vorübergehende Schwäche des Geschäfts mit Autodesk-Software

9M-EBITDA: +21%; 9M-Nettoergebnis: +79%

Unsere kurzfristigen Umsatzprognosen reduziert; die Rohertragsprognosen aber beibehalten

Ertragsanalyse

Der 9M-Rohertrag im Segment Software (v.a. eigene Software im CAM-Bereich, bei der viele Entwicklungsleistungen in den letzten Jahren erbracht wurden) stieg um 14% auf 32,4 (28,5) Mio. Euro (Umsatz: +12% auf 33,5 (29,9) Mio. Euro). Der 9M-Rohertrag im Systemhausgeschäft nahm mäßiger um 6,2% auf 35,4 (33,4) Mio. Euro zu (Umsatz: +5,3% auf 94,1 (89,4) Mio. Euro). Während der Rohertrag aus Dienstleistungen mit 19,1 (15,7) Mio. Euro stark anstieg (+22% yoy; anhaltende Optimierungen + Schulungskonzept), büßte der Rohertrag aus Autodesk-Software wegen der Umstellung von Verkauf auf Vermietung mit 16,4 (17,7) Mio. Euro ein (ab Q4 2017 ist u.E. eine Belebung zu erwarten).

Das 9M-EBITDA legte um 21% auf 10,8 (8,9) Mio. Euro zu. Das Software-Segment trug hierzu 7,0 (5,6) Mio. Euro und das Systemhaus 3,8 (3,4) Mio. Euro bei. Das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter sprang in 9M 2016 um 79% auf 4,5 (2,5) Mio. Euro (stark gefallene PPA-Amortisation; erwartete Steuerquote von 35% (2015: 43,3%)). Darin sind aber auch Währungseffekte von -0,3 (+0,1) Mio. Euro zu berücksichtigen.

Auf Grund der erfolgten Umstellung des Autodesk-Geschäfts von Verkauf auf Vermietung und dem daraus vorübergehend folgendem Bremseffekt im Segment Systemhaus haben wir unsere Prognose beim Umsatz für 2016 bzw. für 2017 auf 168 (bisher: 173) Mio. Euro bzw. 173 (bisher: 185) Mio. Euro nach unten angepasst. Unsere Prognose beim (für die Ertragskraft maßgeblicheren) Rohertrag für 2016 bzw. 2017 belassen wir aber mit 90,1 (MuM-Ziel: >90) Mio. Euro bzw. 97,9 (MuM-Ziel: rd. 99) Mio. Euro unverändert (u.a. gestiegene Zuversicht durch die Entwicklung in den letzten Quartalen; margenstarkes Eigengeschäft aus Software und Dienstleistungen sollte die vorübergehende Schwäche des Autodesk-Geschäfts mehr als kompensieren).

Wir rechnen damit, dass MuM 2016 bzw. 2017 einen op. Cashflow von 11,2 Mio. Euro bzw. 12,2 Mio. Euro erreichen wird (9M 2016: 11,8 Mio. Euro). Beim Capex 2016e bzw. 2017e von nur 3,6 bzw. 3,8 Mio. Euro ergibt sich u.E. somit der Spielraum für eine höhere Dividende (2016e bzw. 2017e: 0,35 (bisher: 0,30) Euro bzw. 0,45 (bisher: 0,40) Euro).

Ausgewählte Kennziffern der GuV-Rechnung 9M 2016

Einheit : Mio. Euro	9M 2015	9M 2016	9M 2016
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	119,3	127,6	129,4
in % ggü. Vorjahr	-	6,9%	8,5%
Rohertrag	61,8	67,8	67,3
in % vom Umsatz	51,8%	53,2%	52,0%
EBITDA	8,9	10,8	11,0
in % vom Umsatz	7,5%	8,5%	8,5%
Nettoergebnis	2,5	4,5	4,5
in % vom Umsatz	2,1%	3,5%	3,5%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,16	0,27	0,28

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez. IFRS	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse		118,8	125,8	140,0	160,4	168,0	173,0
Materialaufwand		-55,8	-58,4	-65,4	-75,9	-77,9	-75,1
Rohhertrag		63,0	67,5	74,7	84,5	90,1	97,9
Sonstige betriebliche Erträge		13,1	7,9	5,8	3,4	2,6	2,6
Personalaufwand		-46,6	-48,3	-50,9	-55,4	-56,8	-60,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-19,5	-19,3	-18,8	-19,7	-20,2	-20,7
EBITDA		10,0	7,8	10,9	12,8	15,8	18,8
Abschreibungen		-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2
Amortisation von Firmenübernahmen		-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-0,4	-0,4
EBIT		6,2	3,8	6,8	8,5	13,2	16,2
Finanzergebnis		-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0
EBT		5,1	2,6	5,6	7,5	12,2	15,2
Ertrags-\Einkommenssteuer		-1,2	0,4	-1,5	-3,3	-4,3	-4,5
Ergebnis nach Steuern		3,9	3,0	4,1	4,3	7,9	10,7
Minderheitenanteile		-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Nettoergebnis		3,6	2,6	3,7	3,9	7,6	10,4
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		15,0	15,3	15,4	16,1	16,6	16,6
Ergebnis je Aktie (in Euro)		0,24	0,17	0,24	0,24	0,46	0,63
Dividende je Aktie (in Euro)		0,20	0,20	0,20	0,25	0,35	0,45

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	in % 31. Dez. IFRS	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand		-47,0%	-46,4%	-46,7%	-47,3%	-46,4%	-43,4%
Rohhertrag		53,0%	53,6%	53,3%	52,7%	53,6%	56,6%
Sonstige betriebliche Erträge		11,0%	6,3%	4,2%	2,1%	1,5%	1,5%
Personalaufwand		-39,2%	-38,4%	-36,3%	-34,5%	-33,8%	-35,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-16,4%	-15,3%	-13,4%	-12,3%	-12,0%	-12,0%
EBITDA		8,4%	6,2%	7,8%	8,0%	9,4%	10,9%
Abschreibungen		-1,6%	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,3%	-1,3%
Amortisation von Firmenübernahmen		-1,6%	-1,6%	-1,4%	-1,3%	-0,2%	-0,2%
EBIT		5,2%	3,0%	4,8%	5,3%	7,8%	9,4%
Finanzergebnis		-0,9%	-1,0%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
EBT		4,3%	2,0%	4,0%	4,7%	7,2%	8,8%
Ertrags-\Einkommenssteuer		-1,0%	0,3%	-1,1%	-2,0%	-2,5%	-2,6%
Ergebnis nach Steuern		3,3%	2,4%	2,9%	2,7%	4,7%	6,2%
Minderheitenanteile		-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Nettoergebnis		3,0%	2,1%	2,7%	2,4%	4,5%	6,0%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bilanz							
Einheit :	Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Geschäftsjahresende :	31. Dez.						
Rechnungslegungsstandard :	IFRS						
Immaterielle Vermögenswerte		11,5	11,4	10,5	9,5	10,4	11,5
Geschäfts- und Firmenwert		33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Sachanlagen		5,1	12,9	13,0	13,2	13,3	13,4
Finanzanlagen, langfristig		1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstige Vermögenswerte, langfristig		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche		4,0	5,0	5,6	5,4	5,4	5,4
Summe langfristige Vermögensgegenstände		55,0	63,6	63,4	62,4	63,4	64,6
Vorräte		2,2	2,4	2,7	3,2	3,2	3,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		20,5	21,2	23,6	22,6	22,6	24,0
Finanzanlagen, kurzfristig		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig		10,5	8,8	8,0	4,8	4,7	4,6
Zahlungsmittel und -äquivalente		6,4	6,6	6,5	9,6	12,4	14,4
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände		39,6	39,1	40,8	40,1	42,9	46,2
Summe Aktiva		94,6	102,7	104,2	102,5	106,3	110,8
Gezeichnetes Kapital		15,5	15,6	16,2	16,6	16,6	16,6
Kapitalrücklage		18,1	18,4	20,4	21,4	21,4	21,4
Andere Rücklagen		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		1,2	0,8	1,4	2,1	5,7	10,3
Minderheitenanteile		2,3	2,5	2,4	1,4	1,4	1,4
Sonstige Eigenkapitalbestandteile		-1,4	-1,2	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1
Summe Eigenkapital		35,9	36,3	39,2	39,6	43,2	47,8
Pensionsrückstellungen		1,0	0,8	1,1	1,4	1,6	1,6
Sonstige Rückstellungen, langfristig		0,8	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
Finanzverbindlichkeiten, langfristig		25,8	35,4	37,9	35,0	34,0	33,0
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig		1,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Latente Steuerverbindlichkeiten		1,7	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Summe langfristige Verbindlichkeiten		30,8	38,0	40,7	38,1	37,5	36,7
Kurzfristige Rückstellungen		8,8	5,9	5,9	6,0	6,2	6,5
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig		2,2	5,2	2,6	2,1	2,2	2,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen		10,2	8,3	9,3	8,6	6,4	6,7
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig		6,2	8,5	5,7	6,8	9,4	9,4
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig		0,5	0,5	0,8	1,3	1,4	1,5
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten		27,9	28,3	24,3	24,7	25,7	26,4
Summe Passiva		94,6	102,7	104,2	102,5	106,3	110,8

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bilanz (Positionen in % der Bilanzsumme)							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	in % 31. Dez. IFRS	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Immaterielle Vermögenswerte		12,2%	11,1%	10,1%	9,2%	9,7%	10,3%
Geschäfts- und Firmenwert		35,2%	32,4%	32,0%	32,5%	31,3%	30,0%
Sachanlagen		5,4%	12,6%	12,5%	12,8%	12,5%	12,1%
Finanzanlagen, langfristig		1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Sonstige Vermögenswerte, langfristig		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche		4,2%	4,9%	5,4%	5,3%	5,1%	4,9%
Summe langfristige Vermögensgegenstände		58,1%	61,9%	60,9%	60,8%	59,6%	58,3%
Vorräte		2,3%	2,3%	2,6%	3,1%	3,0%	2,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		21,7%	20,6%	22,7%	22,0%	21,3%	21,7%
Finanzanlagen, kurzfristig		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig		11,1%	8,6%	7,7%	4,6%	4,4%	4,2%
Zahlungsmittel und -äquivalente		6,8%	6,5%	6,2%	9,3%	11,7%	13,0%
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände		41,9%	38,1%	39,1%	39,2%	40,4%	41,7%
Summe Aktiva		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital		16,4%	15,2%	15,5%	16,2%	15,6%	15,0%
Kapitalrücklage		19,1%	17,9%	19,6%	20,9%	20,1%	19,3%
Andere Rücklagen		0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		1,3%	0,8%	1,4%	2,1%	5,3%	9,3%
Minderheitenanteile		2,4%	2,4%	2,3%	1,3%	1,3%	1,2%
Sonstige Eigenkapitalbestandteile		-1,5%	-1,1%	-1,3%	-2,0%	-1,9%	-1,9%
Summe Eigenkapital		37,9%	35,4%	37,7%	38,6%	40,6%	43,1%
Pensionsrückstellungen		1,1%	0,8%	1,1%	1,4%	1,5%	1,4%
Sonstige Rückstellungen, langfristig		0,8%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig		27,3%	34,4%	36,3%	34,1%	31,9%	29,7%
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig		1,6%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuerverbindlichkeiten		1,8%	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%
Summe langfristige Verbindlichkeiten		32,6%	37,0%	39,1%	37,2%	35,2%	33,1%
Kurzfristige Rückstellungen		9,3%	5,7%	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig		2,3%	5,1%	2,5%	2,0%	2,1%	2,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen		10,8%	8,0%	8,9%	8,4%	6,1%	6,0%
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig		6,6%	8,3%	5,4%	6,6%	8,8%	8,4%
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig		0,5%	0,5%	0,8%	1,3%	1,4%	1,4%
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten		29,5%	27,6%	23,3%	24,1%	24,2%	23,8%
Summe Passiva		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Kapitalflussrechnung							
Einheit :	Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Geschäftsjahresende :	31. Dez.						
Rechnungslegungsstandard :	IFRS						
Ergebnis nach Steuern		3,9	3,0	4,1	4,3	7,9	10,7
Wertminderungen/Abschreibungen		3,8	4,0	4,1	4,3	2,6	2,6
Sonstige zahlungswirksame Erträge/Aufwendungen		-0,2	-1,2	-1,0	0,3	-0,3	-0,4
Zu-/Abnahme der Rückstellungen und Wertberichtigungen		-3,4	-3,5	0,4	0,5	0,2	0,1
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Anlagevermögen		-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis		0,9	1,2	1,1	0,9	0,0	0,0
Veränderungen des Nettoumlaufvermögens		-9,8	0,3	-2,4	4,4	0,8	-0,9
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit		-5,7	3,8	6,3	14,7	11,2	12,2
Investitionen gesamt		-8,4	-11,9	-3,5	-3,7	-3,6	-3,8
Erwerb/Verkauf von Tochterunternehmen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb/Verkauf Sonstiges Anlagevermögen		1,8	0,2	0,1	-1,3	0,0	0,0
Sonstige Positionen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit		-6,6	-11,6	-3,4	-5,0	-3,6	-3,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten		2,5	12,5	-0,1	-3,4	-0,9	-0,9
Eigenkapitalveränderungen		2,6	0,0	1,6	2,2	0,0	0,0
Auszahl./Einzahl. Erwerb/Verkauf eigener Anteile		-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen		-3,3	-3,5	-3,6	-3,9	-4,1	-5,7
Sonstige Finanzierungsvorgänge		-0,8	-1,1	-1,0	-1,5	0,3	0,2
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		0,7	8,0	-3,0	-6,6	-4,7	-6,4
Zahlungswirksame Veränderung des Cashflows		-11,6	0,2	-0,2	3,1	2,9	2,0
Veränderungen: Wechselkurse, Konsolidierung/Sonstige		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode		18,0	6,4	6,6	6,5	9,6	12,4
Finanzmittelbestand am Ende der Periode		6,4	6,6	6,5	9,6	12,4	14,4

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

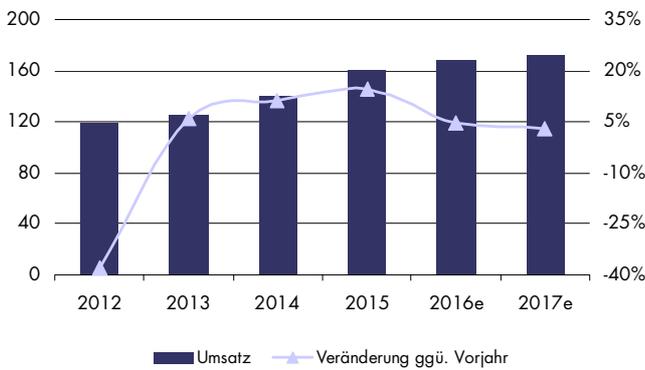
Kennzahlenübersicht

Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	31. Dez IFRS	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum		-38,0%	5,9%	11,3%	14,5%	4,8%	3,0%
EBITDA-Wachstum		-35,9%	-22,4%	40,1%	17,8%	23,0%	19,5%
EBIT-Wachstum		-47,5%	-39,4%	80,2%	25,3%	54,9%	23,4%
EBT-Wachstum		-52,8%	-49,8%	118,2%	35,0%	61,2%	25,3%
EPS-Wachstum		-47,9%	-29,0%	41,4%	-0,2%	91,0%	35,9%
Margenanalyse							
EBITDA-Marge		8,4%	6,2%	7,8%	8,0%	9,4%	10,9%
EBIT-Marge		5,2%	3,0%	4,8%	5,3%	7,8%	9,4%
EBT-Marge		4,3%	2,0%	4,0%	4,7%	7,2%	8,8%
Nettomarge		3,0%	2,1%	2,7%	2,4%	4,5%	6,0%
Renditeanalyse							
ROE		11,2%	8,2%	10,8%	10,9%	19,1%	23,6%
ROCE		10,8%	6,8%	7,1%	7,0%	12,9%	17,0%
ROI		3,6%	2,7%	3,6%	3,8%	7,3%	9,5%
Bilanzanalyse							
Eigenkapitalquote		37,9%	35,4%	37,7%	38,6%	40,6%	43,1%
Anlagendeckungsgrad		65,3%	57,1%	61,9%	63,5%	68,1%	74,1%
Anlagenintensität		18,7%	24,6%	23,6%	23,1%	23,2%	23,3%
Forderungen/Umsatz		17,3%	16,6%	16,0%	14,4%	13,5%	13,5%
Capex/Abschreibungen		100,0%	290,0%	85,4%	88,8%	138,5%	146,2%
Capex/Umsatz		3,2%	9,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%
Working Capital-Quote		6,7%	7,8%	9,6%	5,7%	5,0%	5,4%
Verschuldung							
Nettoverschuldung (Mio. Euro)		21,6	33,9	34,0	27,5	23,7	20,8
Nettoverschuldung / EBITDA		2,2	4,4	3,1	2,1	1,5	1,1
Net Gearing		0,6	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)		10,0	6,0	9,6	12,6	14,3	17,1
Zinsdeckungsgrad (EBIT)		6,2	2,9	6,0	8,3	12,0	14,8
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie		0,24	0,17	0,24	0,24	0,46	0,63
Free Cashflow je Aktie		-0,88	-0,70	-0,08	0,42	0,20	0,14
Dividende je Aktie		0,20	0,20	0,20	0,25	0,35	0,45
Cash je Aktie		0,43	0,43	0,42	0,59	0,75	0,87
Buchwert je Aktie		2,40	2,37	2,54	2,46	2,60	2,89
Bewertungsmultiplikatoren							
EV/Umsatz		0,8	0,9	0,9	0,9	1,4	1,3
EV/EBITDA		9,9	14,2	11,8	11,2	15,0	12,4
EV/EBIT		16,0	29,4	18,9	16,9	17,9	14,3
KGV		20,8	28,8	24,1	29,2	27,6	20,3
KBV		2,1	2,1	2,3	2,9	4,9	4,4
KCV		neg.	neg.	neg.	16,6	64,8	92,0
KUV		0,7	0,6	0,7	0,7	1,3	1,2
Dividendenrendite		4,0%	4,1%	3,4%	3,6%	2,8%	3,5%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

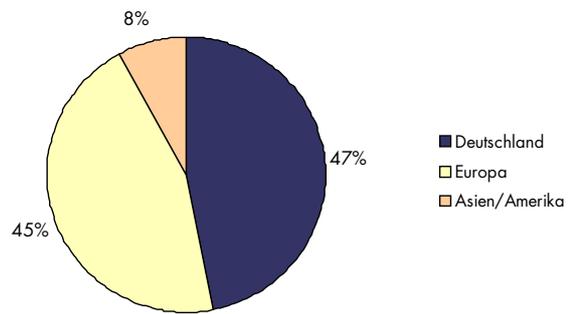
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatzentwicklung (Mio. Euro)



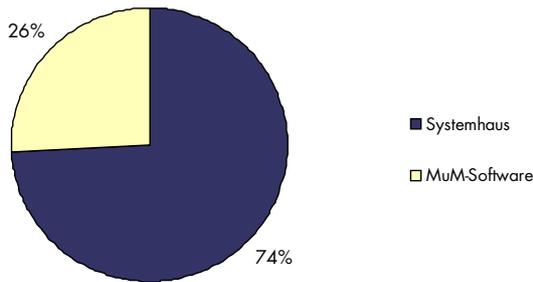
⇒ Verkauf des Distributionsgeschäfts in 2011 führte zu Umsatzrückgang
 ⇒ 2015: überdurchschnittlich starkes Umsatzwachstum (zum größten Teil organisch; auch durch den CHF/EUR-Kursanstieg)

Umsatz nach Regionen (2015)



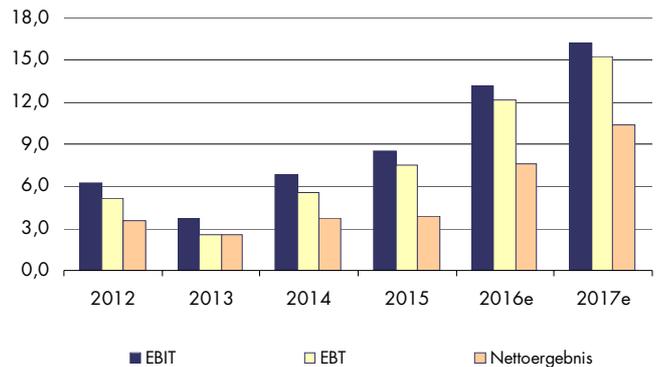
⇒ 2015 erhöhte sich der Anteil des Europa-Geschäfts auf 45% (44%)
 ⇒ Der Schwerpunkt liegt unverändert auf Deutschland und Europa

Umsatz nach Segmenten (2015)



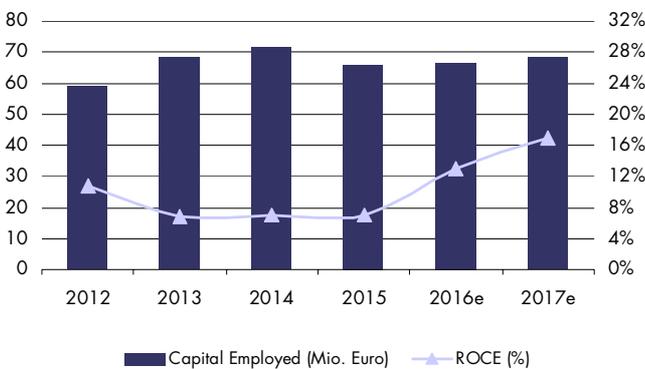
⇒ Systemhausgeschäft wird der Hauptsatzträger bleiben
 ⇒ Rd. 30% des Umsatzes = Wartungsvertrags-Verlänger. + Software-Updates

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



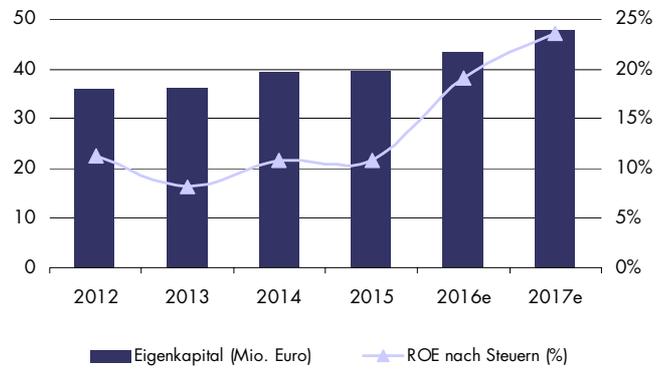
⇒ 2015: Nettoergebnis auf dem Vj.-Niveau (überdurchschnittl. Steuerquote)
 ⇒ 2016e: Begünstigung des op. Ergebnisses durch das Wegfallen des PPA-Effekts; Normalisierung der Steuerquote

ROCE und Capital Employed



⇒ Für 2016 rechnen wir mit einem ROCE deutlich über dem WACC

ROE und Eigenkapital



⇒ Kleine Kapitalerhöhung in H1 2012
 ⇒ Ab 2016 rechnen wir mit einem sprunghaften Anstieg des ROE

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter www.irffm.de (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 31.10.2016 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenkonflikte
Mensch und Maschine Software SE	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Stand: 31.10.2016**Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main****Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments