

# Company Flash

## Mensch & Maschine

### Company Update: Marktoffensive, die Zweite

UNTERNEHMEN

**mensch + maschine**  
CAD as CAD can

RATING

**KAUFEN** (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

**5,45 EUR** (UNTER BEOBACHTUNG)

HIGHLIGHTS

- Europäisches Distributionsgeschäft wird auf Direktvertrieb umgestellt
- Außerordentlicher Gewinn in Höhe von 0,20 EUR pro Aktie in 2011
- 0,20 EUR Dividende für 2011 avisiert, danach Ausschüttungsquote > 50%
- Schätzungen angepasst, positive Auswirkungen aber erst mittelfristig
- Kursziel auf 5,45 EUR (bisher 5,20 EUR) angehoben, Kaufen-Rating bestätigt

**Marktoffensive Nr. 2:** Nachdem die Mensch und Maschine AG bereits das Distributionsgeschäft im deutschsprachigen Raum erfolgreich auf das höhermarginige Systemhausgeschäft umgestellt hat (Marktoffensive Nr. 1), plant das Management Gleiches nun auch für die noch verbliebenen Distributionsaktivitäten im restlichen europäischen Ausland. Zunächst werden die fraglichen Aktivitäten an die Tech Data-Gruppe veräußert, um danach auf Basis der im Konzern verbleibenden Auslandstöchter ein Systemhausgeschäft aufzubauen.

**Unmittelbar positiv** wird sich der geplante Verkauf auf das Nettoergebnis, die Nettoverschuldung sowie die Eigenkapitalquote auswirken. Das veräußerte Geschäftsvolumen führt zunächst jedoch zu niedrigeren Umsatz- und (operativen) Ergebnisgrößen. Die Profitabilität von Mensch und Maschine wird unseres Erachtens durch den Aufbau eines europäischen Systemhausgeschäfts jedoch insbesondere mittelfristig deutlich höher ausfallen. Bereits 2014 sollte das EBITDA bei niedrigerem Umsatz mit gut 20 Mio. EUR wieder das Niveau unserer bisherigen, auf dem bisherigen Geschäftsmodell beruhenden Schätzung erreichen.

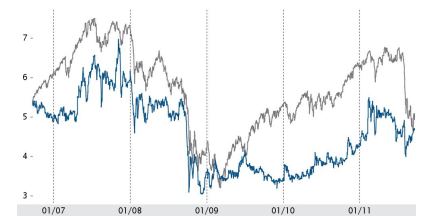
**Neues Kursziel 5,45 EUR:** Auf Basis unserer aktualisierten Bewertungsparameter haben wir für die MuM-Aktie einen fairen Wert in Höhe von 5,45 EUR ermittelt, der gleichzeitig unser neues Kursziel (bisher 5,20 EUR) darstellt. Wir bekräftigen daher auch angesichts des sich eintrübenden makroökonomischen Umfeldes unsere Kaufen-Empfehlung.

+++ Reuters: MUMG +++ Bloomberg: MUM GY +++

Aktueller Kurs (XETRA; 29.09.11; 12:33 h)	4,79 EUR
SCHLUSSKURS (29.09.2011):	4,79 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	13,8%
MARKTKAPITALISIERUNG:	70,12 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:	80,36 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	14,64 Mio.
STREUBESITZ:	53,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (n.a.)
DURCH. HANDELSVOL.:	8.871
ISIN:	DE0006580806
BRANCHE:	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2011E	2012E	2013E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	181,0	148,0	182,0
EBITDA	9,0	13,0	17,0
EBIT	5,1	8,4	12,0
Nettoergebnis	6,6	6,5	9,4
Freier Cash-flow	-8,2	10,6	12,2
FCF Rendite	6,6%	13,6%	16,6%
EPS	0,45	0,44	0,64
Dividende	0,20	0,25	0,30
EV / Umsatz	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA	7,5	5,1	4,2
EV / EBIT	11,8	6,8	5,3
KGV	16,2	8,6	6,5
KBV	2,55	2,14	1,76
Dividendenrendite	4,3%	5,3%	6,4%

KURSENTWICKLUNG



Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

24.10.11 Quartalsbericht



**Thomas Hofmann, CEFA**  
Investmentanalyst  
+49 711 127-42775  
Thomas.Hofmann@LBBW.de

## Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

## Mensch & Maschine

### Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011E			2012E			2013E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
<b>GuV</b>									
Umsatz	215,0	181,0	-15,8%	240,0	148,0	-38,3%	265,0	182,0	-31,3%
EBITDA	10,5	9,0	-14,3%	15,5	13,0	-16,1%	19,0	17,0	-10,5%
EBIT	6,7	5,1	-23,9%	11,6	8,4	-27,6%	15,0	12,0	-20,0%
EBT	5,7	4,8	-15,8%	10,7	8,6	-19,6%	14,2	12,5	-12,0%
Ergebnis nach Steuern	4,3	6,6	53,5%	8,0	6,5	-18,8%	10,7	9,4	-12,1%
Nettoergebnis	4,3	6,6	53,5%	8,0	6,5	-18,8%	10,7	9,4	-12,1%
<b>Je Aktie (EUR)</b>									
EPS	0,29	0,45	55,2%	0,55	0,44	-20,0%	0,72	0,64	-11,1%
Cash Flow pro Aktie	0,31	-0,55	-277,4%	0,64	0,72	12,5%	0,78	0,83	6,4%
Dividende	0,20	0,20	0,0%	0,25	0,25	0,0%	0,30	0,30	0,0%

Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research

### Ausgewählte Kennzahlen von Mensch & Maschine (Mio. EUR)

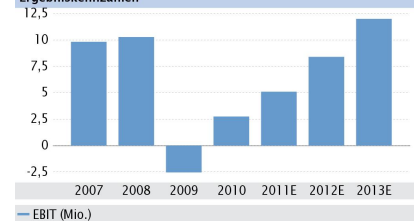
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatz	212,9	223,1	163,3	195,6	181,0	148,0	182,0
EBITDA	10,7	11,8	1,4	6,1	9,0	13,0	17,0
EBIT	9,8	10,3	-2,5	2,8	5,1	8,4	12,0
EBT	7,7	8,3	-4,1	2,0	4,8	8,6	12,5
Nettoergebnis	6,0	5,8	-4,8	-0,5	6,6	6,5	9,4
EPS	0,47	0,42	-0,33	-0,03	0,45	0,44	0,64
<b>Wachstumsrate yoy</b>							
Umsatz		4,8 %	-26,8 %	19,7 %	-7,4 %	-18,2 %	23,0 %
EBITDA		10,0 %	-88,3 %	339,8 %	48,5 %	44,4 %	30,8 %
EBIT		4,6 %	-124,7 %	n.m.	85,4 %	64,7 %	42,9 %
EBT		7,6 %	-149,4 %	n.m.	139,3 %	79,2 %	45,3 %
Nettoergebnis		-4,5 %	-183,0 %	n.m.	n.m.	-2,3 %	45,3 %
EPS		-10,6 %	-178,6 %	n.m.	n.m.	-2,2 %	45,5 %
<b>Umsatzmargen</b>							
EBITDA		5,0 %	5,3 %	0,8 %	3,1 %	5,0 %	8,8 %
EBIT		4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,4 %	2,8 %	6,6 %
EBT		3,6 %	3,7 %	-2,5 %	1,0 %	2,7 %	5,8 %
Nettoergebnis		2,8 %	2,6 %	-2,9 %	-0,3 %	3,6 %	5,2 %
<b>Bilanz (Mio. EUR)</b>							
Sachanlagen	2,8	2,5	3,1	3,1	3,1	3,3	3,8
Geschäfts- oder Firmenwert	19,2	20,2	30,1	31,7	19,7	19,7	19,7
Net Working Capital	9,0	5,6	-3,4	-4,4	8,3	2,9	-1,1
Liquide Mittel	1,7	4,0	6,9	9,1	24,0	31,1	38,2
Eigenkapital	24,4	26,4	24,2	27,8	32,9	36,5	42,2
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	18,7	15,2	19,3	20,9	20,4	19,9	18,4
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	17,0	11,2	12,4	11,9	-3,5	-11,2	-19,8
<b>Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)</b>							
Nettoergebnis	6,0	5,8	-4,8	-0,5	6,6	6,5	9,4
Abschreibungen	0,9	1,5	3,9	3,3	3,9	4,6	5,0
Veränderung Working Capital	-2,2	3,3	9,0	1,0	-12,7	5,4	4,0
Operativer Cash-flow	3,6	9,3	5,7	3,9	-5,2	16,4	18,4
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,7	-0,8	-1,6	-1,0	-1,5	-1,8	-2,2
Freier Cash-flow	1,3	5,9	-5,9	2,5	-8,2	10,6	12,2
Dividendenzahlung	n.a.	-2,5	-2,5	0,0	-1,5	-2,9	-3,6
Veränderung in den liquiden Mitteln	-1,1	2,3	2,9	2,2	11,9	7,2	7,0
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV / Umsatz	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA	9,0	4,9	43,6	12,5	7,5	5,1	4,2
EV / EBIT	9,7	5,6	n.m.	27,5	11,8	6,8	5,3
KGV	12,6	8,5	n.m.	n.m.	16,2	8,6	6,5
KBV	3,3	1,9	2,1	2,6	2,5	2,1	1,8
Eigenkapitalrendite	25,2 %	21,1 %	-19,7 %	-1,1 %	20,1 %	17,7 %	22,2 %
Dividendenrendite	3,2 %	5,5 %	0,0 %	2,3 %	4,3 %	5,3 %	6,4 %
FCF Rendite	1,6 %	12,1 %	-12,0 %	3,9 %	6,6 %	13,6 %	16,6 %
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Nettoverschuldung zu EBITDA	1,6	0,9	9,0	2,0	-0,4	-0,9	-1,2
Verschuldungsgrad	69,9 %	42,3 %	51,2 %	42,7 %	-10,7 %	-30,8 %	-46,8 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	5,4	5,4	-2,4	2,4	10,2	n.a.	n.a.

Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research

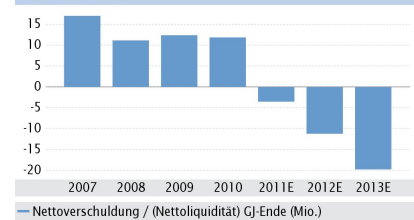
### GUIDANCE - MENSCH & MASCHINE

Durch den Umbau der europäischen Aktivitäten dürfte der Umsatz 2011 und 2012 rückläufig sein, Rohertrag sowie EBITDA hingegen kontinuierlich weiter ansteigen. Dank eines a.o. Ertrages aus dem Verkauf des Systemhausgeschäfts (0,20 EUR je Aktie) soll das EPS 2011 kräftig auf 40 bis 50 Cent ansteigen. Für 2014 rechnet das Management mit einem EPS von über 75 Cent. Die Dividende für 2011 soll 20 Cents betragen, für die Folgejahre ist eine Ausschüttungsquote > 50% geplant.

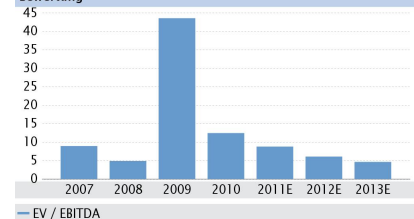
### Ergebniskennzahlen



### Bilanzkennzahlen



### Bewertung



Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research

### RESEARCH TEAM

**Stefan Borscheid**, CFA, Investmentanalyst  
+49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

**Thomas Hofmann**, CEFA, Investmentanalyst  
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

**Mirko Maier**, Investmentanalyst  
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

**Ralph Szymczak**, Investmentanalyst  
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

# Investment Case

## Zusammenfassung

Mensch &amp; Maschine

Mensch&Maschine baut das Geschäftsmodell nun auch außerhalb der D/A/CH-Region vertikal aus. Die bisherigen Aktivitäten als Value-Added-Distributor von Autodesk werden veräußert, um als Systemhausbetreiber direkt die Endkunden zu bedienen. Neben den kurzfristig positiven Auswirkungen auf die Bilanz sollte die Umstellung mittelfristig zu deutlich höheren Ergebnismargen und ab 2015 auch in absoluten Größen zu höheren Ergebnissen führen. Auf Basis des aktualisierten Datenkranzes (Prognosen, WACC, Peergroup-Multiples) haben wir einen fairen Wert der Aktie in Höhe von 5,45 EUR abgeleitet, der gleichzeitig auch unser neues Kursziel (bisher 5,20 EUR) darstellt. Wir bestätigen somit unsere Kaufen-Empfehlung.

**Earnings summary:** Durch die Umstellung der Aktivitäten außerhalb der D/A/CH-Region auf den Direktvertrieb (Systemhausgeschäft) sollte sich die Profitabilität bei niedrigerem Umsatzvolumen deutlich verbessern und mittelfristig auch in absoluten Zahlen zu höheren Ergebnissen im Vergleich zu dem bisherigen Geschäftsmodell führen. Zudem stärkt der Mittelzufluss aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts die Bilanzrelationen von Mensch&Maschine. Mit Blick auf unseren konkreten Prognosezeitraum (2011 bis 2013) dürften die operativen Ergebniszahlen jedoch zunächst niedriger ausfallen als wir auf Basis des bisherigen Geschäftsmodells unterstellt hatten.

**Valuation summary:** Auf Basis unserer aktualisierten Schätzungen, der deutlich gesunkenen Bewertungen der Peergroup und der drastisch gestiegenen Risikoprämie im DCF-Modell liegt unser neues Kursziel als Mittelwert aus Multiplikator- und DCF-Bewertung mit 5,45 EUR dennoch leicht über dem bisherigen Wert von 5,20 EUR. Unser Kaufen-Rating halten wir somit jedoch nach wie vor aufrecht.

**Hauptrisiken:** Das Management hat bereits das Distributionsgeschäft in der D/A/CH-Region erfolgreich umgestellt und somit bereits umfangreiche Erfahrungen hinsichtlich der geplanten Strategie gesammelt. Daher sehen wir das größte Risiko für unseren Investment case insbesondere auf gesamtwirtschaftlicher Ebene.

### Unternehmensprofil

Die 1984 gegründete Mensch&Maschine (MuM) zählt zu den führenden Anbietern von Computer Aided Design/Manufacturing (CAD/CAM) Anwendungen in Europa. MuM vertreibt die Produkte des CAD-Weltmarktführers Autodesk in D/A/CH als Systemhausbetreiber (Umsatzanteil 29%) und als Value-Added-Distributor (58%) im restlichen Europa. Zusätzlich bietet MuM selbstentwickelte Anwendungen (CAD/CAM) an (13%). Den Löwenanteil des Umsatzes generiert MuM im Ausland, wobei der Maschinenbau die wichtigste Abnehmergruppe bildet. MuM verzeichnete in den letzten Jahren ein zweistelliges Umsatzwachstum p.a., wobei insbesondere der Auslandsanteil stetig anstieg. Nach einem empfindlichen Dämpfer 2009 konnte MuM 2010 wieder an diesen Trend anknüpfen. Mit gut 600 Mitarbeitern wurde ein Umsatz von knapp 200 Mio. EUR generiert. Der Aufbau des Systemhausgeschäfts soll zu einer signifikanten Steigerung der Rentabilität beitragen.

PROS	
+	Führender Anbieter von CAD/CAM-Lösungen
+	Führender Vertriebspartner von Autodesk in Europa
+	Eigene Softwareapplikationen zur Profilierung am Markt
+	Breite Vertriebsbasis
CONS	
-	Hohe Abhängigkeit von Autodesk
-	Geringe Freefloat-Kapitalisierung

# Aktuelle Geschäftsentwicklung

## Kernthemen

Mensch &amp; Maschine

### Umstellung des europäischen Geschäfts (ex D/A/CH) auf das Systemhausgeschäft

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) beabsichtigt das Geschäftsmodell nun auch außerhalb des D/A/CH-Raums vom indirekten (Distributionsgeschäft) auf direkten Vertrieb (Systemhausgeschäft) umzustellen. Hierzu wurde mit Tech Data ein Kaufvertrag zur Übernahme des kompletten Distributionsgeschäfts von MuM abgeschlossen. Der vereinbarte Kaufpreis beträgt ca. 25 Mio. EUR, wovon 2/3 fix in 2011/2012 und etwa 1/3 in Abhängigkeit von der Geschäftsentwicklung der nächsten drei Jahre gezahlt werden. Die Auslandstöchter in Frankreich, Italien, England, Belgien, Polen und Rumänien verbleiben zusammen mit ca. 70 der derzeit 118 Mitarbeiter bei MuM und dienen als Basis für den Aufbau des Systemhausgeschäfts.

Mit dem Verkauf des Distributionsgeschäfts trennt sich MuM von gut der Hälfte des Konzernumsatzes (56% per 30.06.2011) bzw. einem Umsatzvolumen gut 100 Mio. EUR (LBBWe 2012: 119 Mio. EUR). Der Umsatzmultiple beträgt somit etwa 0,2 und liegt unseres Erachtens im Branchendurchschnitt. Etwas vorteilhafter stellt sich die Transaktion jedoch dar, wenn man das Verhältnis Kaufpreis/EBITDA berücksichtigt. Wir hatten für 2011 ein Segmentergebnis von 4,2 Mio. EUR erwartet und MuM selbst beziffert das EBITDA-Potenzial des Segments auf 3,5 bis 4% des Umsatzes, im Mittel also etwa 4,5 Mio. EUR für den von uns für 2011 erwarteten Umsatz. Bei einem Kaufpreis in Höhe von 25 Mio. EUR kann MuM somit knapp das 6-fache des erzielbaren EBITDA's vereinnahmen für ein Geschäft, das unseres Erachtens nur mäßige Wachstumsperspektiven besitzt. Da MuM als zukünftiger Kunde von Tech Data den ergebnisabhängigen Teil des Kaufpreises zum Teil selbst steuern kann, dürfte der letztendlich von Tech Data gezahlte Preis nicht wesentlich von dem vereinbarten Betrag abweichen.

Zudem zeichnet sich die gefundene Lösung durch positive Ergebnisbeiträge des neuen Segments von Beginn an aus. Während die Marktoffensive 1 (D/A/CH) von einem hohen Amortisationsaufwand aus der Kaufpreisallokation begleitet wurde und somit die Segmentmarge belastete (und noch belastet) kann nun das Ergebnis des neuen Segments in der Umbauphase durch Kaufpreisraten gestützt werden bis es aus eigener Kraft die Zielrendite erreicht.

**Distributionsgeschäft wird für 25 Mio. EUR verkauft**

**Verkaufserlös entspricht etwa dem sechsfachen des EBITDA**

**Neues Geschäftsfeld von Beginn an mit positivem Ergebnisbeitrag**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

### Mensch & Maschine

#### Management-Guidance sehr optimistisch

Mit Veröffentlichung der geplanten Umstellung des europäischen Geschäfts auf ein Systemhausmodell gab das Management gleichzeitig einen zum Teil detaillierten kurz- bis mittelfristigen Ausblick. Wir haben die nachfolgenden Werte zum Teil dabei aus einer Präsentationsgrafik näherungsweise abgeleitet.

In der Bilanz wird der beabsichtigte Verkauf 2011 laut Management zu einer deutlichen Reduktion der Nettoverschuldung von 11,9 Mio. EUR per Ende 2010 auf Null führen und die Eigenkapitalquote von 26,4% per Ende 2010 auf etwa 40% ansteigen lassen.

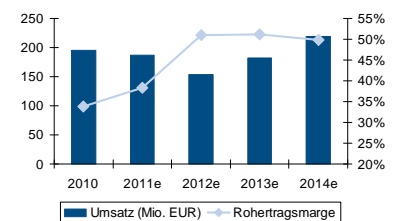
Für das laufende Geschäftsjahr wird aufgrund des zu veräußernden Umsatzvolumens mit einem Umsatzrückgang ggü. 2010 um etwa 5% auf 186 Mio. EUR gerechnet. 2012 können die ganzjährig fehlenden Distributionsumsätze noch nicht durch das neue Europageschäft (30 bis 40 Mio. EUR, der bis 2015 etwa verdoppelt werden soll) wettgemacht werden, so dass der Konzernumsatz nochmals um gut 15% auf 155 Mio. EUR fallen sollte. Im darauffolgenden Jahr plant das Management einen Umsatz etwa auf Höhe der Erlöse aus 2011 was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg um etwa 18% entspricht. 2014 sollen die Umsätze mit 219 Mio. EUR einen neuen Rekordwert für MuM markieren, ein geplantes Plus von 20% yoy.

Dank der vergleichsweise niedrigen Rentabilität des Distributionsgeschäfts soll sich die Ertragsentwicklung signifikant von der erwarteten Umsatzentwicklung unterscheiden. Ausgehend von einem Rohertrag von 66,2 Mio. EUR in 2010 (33,8% Rohertragsmarge) rechnet das Management für 2011 mit einem Rohertrag von 71,5 Mio. EUR (38,3%), der 2012 um 10% auf 78,5 Mio. EUR ansteigen soll (50,9%) um danach proportional zum Umsatz weiter anzusteigen (Rohertragsmarge ab 2012 ~ 50%). Dies schlägt sich entsprechend in dem vom Management für 2011 bis 2014 erwarteten EBITDA und Ergebnis je Aktie nieder, wobei das EPS 2011 aufgrund eines Sonderertrages aus dem Verkauf in Höhe von 20 Cents je Aktie etwa 40 bis 50 Cents betragen soll gegenüber einem Verlust von 3 Cents je Aktie in 2010. Daher rechnet das Management für 2012 mit einem nur stagnierenden Nettoergebnis.

Das neue Segment dürfte dank der Verrechnung mit Ergebnis steigernden Kaufpreisen von Anfang an eine positive EBITDA-Marge im mittleren einstelligen Bereich aufweisen können. Die mittelfristige Zielmarge liegt ebenso wie in der D/A/CH-Region bei 10%.

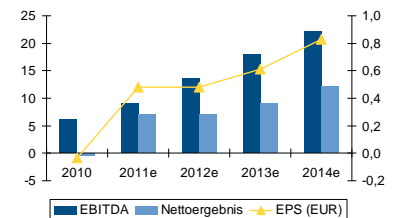
Die für 2011 bereits früher anvisierte Ausschüttung in Höhe von 0,20 EUR je Aktie nach 0,10 EUR für 2010 kann angesichts des Mittelzuflusses aus dem Verkauf als weitgehend gesichert angesehen werden. Danach plant das Management eine Ausschüttungsquote von über 50%.

#### Guidance (Umsatz/Rohertrag)



Quelle: Mensch&Maschine, LBBW Research

#### Guidance (EBITDA, Nettoergebnis, EPS)



Quelle: Mensch&Maschine, LBBW Research

#### Ausschüttungsquote > 50% geplant

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

Mensch & Maschine

### Aktualisierte Umsatz- und Ergebnisprognosen

Wir gehen davon aus, dass die geplante Neuausrichtung des europäischen Geschäfts planmäßig umgesetzt wird und aktualisieren daher unsere Prognosen. Nach Einarbeitung der geplanten Umstellung des europäischen Geschäfts vom indirekten auf den direkten Vertrieb in unsere Prognosen ergibt sich zunächst im Vergleich zu unserer bisherigen Schätzung ein deutlich niedrigeres Umsatz- und Ergebnisvolumen. Ausnahme ist lediglich das für 2011 geschätzte Nettoergebnis, das von dem a.o. Ertrag aus dem Verkauf profitiert (etwa 3 Mio. EUR). Grundsätzlich sind wir optimistisch, dass M&M die von uns an das neue Segment geknüpften Erwartungen erfüllen kann. Einerseits hat das Management im Rahmen der Marktoffensive 1 eine Umstellung auf den direkten Vertrieb bereits erfolgreich umgesetzt und andererseits kennt das Management auch den europäischen Markt bereits sehr gut, so dass keine substantiellen negativen Überraschungen zu erwarten sind.

In Vergleich unserer neuen zu unserer bisherigen Prognose ergeben sich auf Segmentebene lediglich Änderungen im Segment Distribution, das durch das neue Segment Systemhaus ex. D/A/CH ersetzt wird. Im laufenden Geschäftsjahr haben wir den entsprechenden Segmentbeitrag für Q4 komplett eliminiert, so dass der Segmentumsatz 2011 von bisher prognostizierten 119 Mio. EUR um 34 Mio. EUR auf noch 85 Mio. EUR sinkt. Der erwartete Konzernumsatz 2011 sinkt somit um ebenfalls 34 Mio. EUR auf noch 181 Mio. EUR. 2012 rechnen wir für das neue Segment mit einem Umsatz in Höhe von 35 Mio. EUR. Verglichen mit den bisher für das Distributionsgeschäft für 2012 erwarteten 127 Mio. EUR entspricht dies einer um 92 Mio. EUR niedrigeren Umsatzprognose. Der nunmehr für 2012 erwartete Konzernumsatz sinkt somit ebenfalls um 92 Mio. EUR auf noch 148 Mio. EUR. Das Gap für 2013 beträgt 83 Mio. EUR. Für 2014 rechnen wir mit einem Segmentbeitrag von 60 Mio. EUR (+25% yoy).

Umstellung verringert zunächst Umsatz- und Ergebnisvolumen

Neues Segment mit dynamischem Wachstum

### Segmentprognose MuM

	2010	2011e		2012e		2013e		2014e
		neu	alt	neu	alt	neu	alt	
Software								
Umsatz	26,1	28,0	28,0	30,0	30,0	32,0	32,0	33,5
EBITDA	2,8	3,9	3,9	4,8	4,8	5,8	5,8	6,2
EBITDA-Marge	10,8%	13,9%	13,9%	16,0%	16,0%	18,1%	18,1%	18,5%
Distribution / Systemhaus ex DACH								
Umsatz	112,3	85,0	119,0	35,0	127,0	50,0	133,0	60,0
EBITDA	3,8	2,7	4,2	1,9	4,4	2,6	4,6	4,8
EBITDA-Marge	3,4%	3,2%	3,5%	5,4%	3,5%	5,2%	3,5%	8,0%
Systemhaus / DACH								
Umsatz	57,3	68,0	68,0	83,0	83,0	100,0	100,0	110,0
EBITDA	-0,5	2,4	2,4	6,3	6,3	8,6	8,6	10,0
EBITDA-Marge	-0,9%	3,5%	3,5%	7,6%	7,6%	8,6%	8,6%	9,1%
Summe der Segmente								
Umsatz	195,7	181,0	215,0	148,0	240,0	182,0	265,0	203,5
EBITDA	6,1	9,0	10,5	13,0	15,5	17,0	19,0	21,0
EBITDA-Marge	3,1%	5,0%	4,9%	8,8%	6,5%	9,3%	7,2%	10,3%

Quelle: Mensch&Maschine, LBBW Research

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

Mensch & Maschine

Die nunmehr bis 2013 erwartete EBITDA-Reihe liegt ebenfalls unter unserer bisherigen Prognose, allerdings gehen wir davon aus, dass sich diese Lücke aufgrund der deutlich höheren Profitabilität des Direktvertriebs schon 2015 weitgehend schließt. Auf Basis dieser aktualisierten Segmentprognose stellt sich unsere neue Umsatz- und Ergebnisschätzung für die Mensch und Maschine SE folgendermaßen dar:

### Umsatz- und Gewinnprognose Mensch&Maschine SE (Eckdaten)

	2010	2011e		2012e		2013e		2014e
		neu	alt	neu	alt	neu	alt	neu
Umsatz	195,6	181,0	215,0	148,0	240,0	182,0	265,0	203,5
Δ YoY	19,8%	-7,5%	9,9%	-18,2%	11,6%	23,0%	10,4%	11,8%
Rohertrag	66,2	71,0	73,5	76,0	83,0	92,0	92,0	103,0
Rohertragsmarge	33,8%	39,2%	34,2%	51,4%	34,6%	50,5%	34,7%	50,6%
EBITDA	6,1	9,0	10,5	13,0	15,5	17,0	19,0	21,0
Marge	3,1%	5,0%	4,9%	8,8%	6,5%	9,3%	7,2%	10,3%
EBIT	2,8	5,1	6,7	8,4	11,6	12,0	15,0	15,9
Marge	1,4%	2,8%	3,1%	5,7%	4,8%	6,6%	5,7%	7,8%
Nettoergebnis	-0,5	6,6	4,3	6,5	7,9	9,4	10,7	12,3
Marge	-0,3%	3,6%	2,0%	4,4%	3,3%	5,2%	4,0%	6,0%
EPS	-0,03	0,45	0,29	0,44	0,54	0,64	0,72	0,84
Dividende	0,10	0,20	0,20	0,25	0,30	0,30	0,30	0,40

Quelle: Mensch&Maschine, LBBW Research

Grundsätzlich ist festzustellen, dass das von uns erwartete Umsatzvolumen über unseren Prognosezeitraum deutlich geringer ausfällt, dank höheren Margenerwartungen sich dies jedoch nur in abgeschwächter Form im Ergebnis niederschlägt. Mittelfristig (bis 2015) sollte das Ergebnis in neuer Aufstellung etwa dem von uns bisher erwarteten entsprechen. Der Charme der Transaktion in absoluten Größen wird somit erst mittelfristig in der Gewinn- und Verlustrechnung ersichtlich. Langfristig verschafft sich Mensch&Maschine durch den Umstieg auf den direkten Vertrieb jedoch ein höheres Ergebnispotenzial und kann durch die Verkaufserlöse auf eine deutlich solidere Bilanz verweisen.

Erwartete operative Rendite bereits 2012 um 230 BP höher

# Bewertung

## Berechnung Fairer Wert

Mensch &amp; Maschine

Auf Basis der aktualisierten Gewinnschätzungen sowie der deutlich veränderten Rahmendaten (Kursentwicklung der Peer group, WACC) haben wir als Mittelwert auf Peer group-Bewertung und DCF-Bewertung einen fairen Wert der Mensch und Maschine-Aktie in Höhe von 5,45 EUR ermittelt. Dieser stellt gleichzeitig auch unser neues Kursziel dar (bisher 5,20 EUR). Wir bestätigen somit unsere Kaufempfehlung.

### Multiplikatorbewertung

Wir haben zur Bewertung der MuM-Aktie mit Nemetschek ein deutsches Unternehmen aus dem CAD-Bereich sowie mehrere deutsche IT-Service-Unternehmen berücksichtigt (Bechtle, Cancom, Cenit). Zudem haben wir auch internationale Unternehmen in die Vergleichsgruppe einbezogen, die im gleichen Software-Segment tätig sind, aber überwiegend eigene Software vertreiben. Aufgrund der unterschiedlichen Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit (IT-Service vs. Software) und der sich daraus ergebenden hohen Spannweite der einzelnen Multiples sowie der Ergebnisverzerrung durch die Kaufpreisallokation haben wir uns auf den Multiplikator EV/EBITDA für die Jahre 2011 bis 2013 beschränkt.

Mit 4,32 EUR liegt der sich aus dieser Bewertung ergebende faire Wert deutlich unter den 4,85 EUR aus unserer letzten bewertungsrelevanten Ausarbeitung. Hierfür sind einerseits unsere für diesen Zeitraum niedrigeren EBITDA-Schätzungen sowie andererseits die deutlich reduzierten Kursniveaus der Peers verantwortlich.

### DCF-Bewertung

Hinsichtlich der Bewertung der Mensch&Maschine-Aktie anhand unseres DCF-Modells ergeben sich im Vergleich zu unserer letzten bewertungsrelevanten Ausarbeitung neben der aktualisierten Detailplanung vor allem folgende Veränderungen:

- Der risikofreie Zinssatz liegt mit 1,7% sehr deutlich unter den in unserer letzten Ausarbeitung berücksichtigten 3,2%.
- Die Risikoprämie liegt mit 8,5% um 3,2%-Punkte darüber.
- Die langfristige Renditeerwartung haben wir von 5,5% auf 7% angehoben.

Per Saldo erhalten wir auf dieser Basis einen fairen Wert in Höhe von 6,56 EUR, der nur unwesentlich unter dem bisherigen (DCF-) Wert von 6,60 EUR liegt. Zur Formulierung unseres neuen Kursziels haben wir den Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen herangezogen, womit sich ein Wert von 5,45 (gerundet) ergibt.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

## Bewertung Multiple-Verfahren

### Mensch & Maschine

PEER GROUP KENNZAHLEN	Jahr (Gewicht)	EV/EBITDA (100,0 %)		
		2011 (33,3 %)	2012 (33,3 %)	2013 (33,3 %)
Unternehmen				
Bechtle	(14,3 %)	6,6	5,6	5,1
CANCOM IT Systeme	(14,3 %)	6,8	6,1	4,5
Cenit	(14,3 %)	2,4	2,0	1,9
Nemetschek	(14,3 %)	6,2	5,5	4,9
Autodesk	(14,3 %)	8,9	7,8	6,6
Dassault Systemes	(14,3 %)	10,7	9,7	8,6
Parametric Tech.	(14,3 %)	8,7	6,2	n.v.
Durchschnitt		7,2	6,1	5,3
Median		6,8	6,1	5,0
<b>Mensch &amp; Maschine</b>		<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>
Abweichung vom Durchschnitt		22,9 %	-0,2 %	-11,3 %
Abweichung vom Median		30,7 %	0,5 %	-7,0 %

Quelle: LBBW Research, I/B/E/S

FAIR VALUE MATRIX (EUR)		
Fairer Wert je Aktie (Basis: Peer und Multiple)	(Gewicht)	EV/EBITDA (100,0 %)
Bechtle	(14,3 %)	4,96
CANCOM IT Systeme	(14,3 %)	4,89
Cenit	(14,3 %)	1,79
Nemetschek	(14,3 %)	4,79
Autodesk	(14,3 %)	6,66
Dassault Systemes	(14,3 %)	8,38
Parametric Tech.	(14,3 %)	3,61
<b>Durchschnitt</b>		<b>5,01</b>
<b>Median</b>		<b>4,89</b>
<b>Fairer Wert je Aktie Mensch &amp; Maschine</b>		<b>5,01</b>
- Net Debt und Adjustierungen		0,70
<b>Fairer Wert des EK je Aktie Mensch &amp; Maschine</b>		<b>4,32</b>
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs		-9,8 %

FAIRER WERT JE AKTIE (EUR)	
Fairer Wert des EK je Aktie Mensch & Maschine	4,32
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs	-9,8 %

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

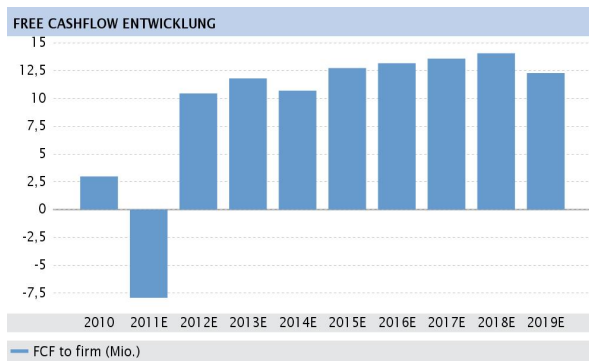
## Bewertung DCF-Modell

## Mensch & Maschine

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,7 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	8,5 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	7,0 %
Eigenkapitalkosten	12,3 %	Abschreibungsquote	0,5 %
Fremdkapitalkosten	6,4 %	Investitionsquote	0,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	80,0 %	Net Working Capital-Quote	0,0 %
WACC (in %)	11,1 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	2,8 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	195,6	181,0	148,0	182,0	200,9	213,0	223,6	234,8	246,6	250,3
Wachstum yoy		-7,4 %	-18,2 %	23,0 %	10,4 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	1,5 %
EBIT vor Goodwill	2,8	5,1	8,4	12,0	15,1	17,0	17,9	18,8	19,7	17,5
EBIT-Marge	1,4 %	2,8 %	5,7 %	6,6 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %
- Steuern auf das EBIT	3,2	1,3	2,1	3,0	3,8	4,4	4,8	5,3	5,7	5,3
Steuerquote	115,8 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	26,0 %	27,0 %	28,0 %	29,0 %	30,0 %
= NOPAT	-0,4	3,8	6,3	9,0	11,3	12,6	13,1	13,5	14,0	12,3
+ Abschreibungen	3,3	3,9	4,6	5,0	3,2	3,2	3,4	1,2	1,2	1,3
Abschreibungsquote	1,7 %	2,2 %	3,1 %	2,7 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
- Investitionen (CAPEX)	1,4	3,0	5,8	6,2	4,0	3,2	2,2	1,2	1,2	1,3
in % vom Umsatz	0,7 %	1,7 %	3,9 %	3,4 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
NWC	-4,4	8,3	2,9	-1,1	-1,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
in % vom Umsatz	-2,2 %	4,6 %	2,0 %	-0,6 %	-0,5 %	-0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
delta NWC		12,7	-5,4	-4,0	0,0	-0,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
in % vom Umsatz	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	3,0	-7,9	10,5	11,8	10,7	12,7	13,2	13,6	14,1	12,3
in % vom Umsatz	1,5 %	-4,4 %	7,1 %	6,5 %	5,3 %	6,0 %	5,9 %	5,8 %	5,7 %	4,9 %
Discounted free cashflow	n.a.	-7,7	9,2	9,3	7,6	8,1	7,6	7,0	6,5	5,1

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	47,5
+ Barwert Terminal Value	59,2
= Enterprise Value	106,7
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	55,5 %
- Nettofinanzverschuldung	11,9
- Anteile Dritter	1,1
- Pensionsrückstellungen	0,2
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	1,0
+ Sonstige	1,9
= Marktkapitalisierung	96,5
/ Anzahl Aktien (Mio.)	14,70
= Wert je Aktie (EUR)	6,56



## Anhang

### Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

### Mensch & Maschine

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e	CAGR 09-13E
<b>Umsatz</b>	<b>163,3</b>	<b>195,6</b>	<b>181,0</b>	<b>148,0</b>	<b>182,0</b>	
Wachstum yoy		19,7 %	-7,4 %	-18,2 %	23,0 %	2,74 %
Materialaufwand	-112,3	-129,4	-110,0	-72,0	-90,0	
Marge	-68,8 %	-66,2 %	-60,8 %	-48,6 %	-49,5 %	
Personalaufwand	-32,9	-40,8	-43,0	-48,0	-55,0	
Marge	-20,1 %	-20,8 %	-23,8 %	-32,4 %	-30,2 %	
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	4,2	4,0	8,0	4,5	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,6	-23,6	-23,0	-23,0	-24,5	
<b>Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>13,0</b>	<b>17,0</b>	
Wachstum yoy		339,8 %	48,5 %	44,4 %	30,8 %	87,41 %
Marge	0,8 %	3,1 %	5,0 %	8,8 %	9,3 %	
Abschreibungen	-2,7	-3,3	-3,9	-4,6	-5,0	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	
Wachstum yoy		n.m.	85,4 %	64,7 %	42,9 %	n.m.
Marge	-1,6 %	1,4 %	2,8 %	5,7 %	6,6 %	
Finanzergebnis	-1,6	-0,7	-0,3	0,2	0,5	
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>4,8</b>	<b>8,6</b>	<b>12,5</b>	
Wachstum yoy		n.m.	139,3 %	79,2 %	45,3 %	n.m.
Marge	-2,5 %	1,0 %	2,7 %	5,8 %	6,9 %	
Ertragsteuern	-0,7	-2,3	-1,2	-2,2	-3,1	
Ertragsteuersatz	-16,2 %	115,8 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>9,4</b>	
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	-2,3 %	45,3 %	n.m.
Marge	-2,9 %	-0,3 %	3,6 %	4,4 %	5,2 %	
Durchschnittliche Aktienanzahl	14,3	14,6	14,7	14,7	14,7	
<b>Gewinn je Aktie (EPS)</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,45</b>	<b>0,44</b>	<b>0,64</b>	
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,25	0,30	

Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Bilanz

## Mensch & Maschine

BILANZ (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Summe Aktiva</b>	<b>101,2</b>	<b>105,1</b>	<b>93,4</b>	<b>96,7</b>	<b>100,5</b>
Sachanlagen	3,1	3,1	3,1	3,3	3,8
Anlageimmobilien	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Geschäfts- oder Firmenwert	30,1	31,7	19,7	19,7	19,7
Übrige immaterielle Vermögenswerte	11,1	11,0	0,1	1,1	1,8
Aktive latente Steuern	3,7	3,3	3,3	3,3	3,3
Sonstige Finanzanlagen	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>51,0</b>	<b>52,3</b>	<b>29,4</b>	<b>30,6</b>	<b>31,8</b>
Vorräte	8,2	6,0	4,1	4,5	5,0
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	30,5	34,1	17,0	20,0	22,0
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	4,5	3,7	19,0	10,5	3,5
Liquide Mittel	6,9	9,1	24,0	31,1	38,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>50,2</b>	<b>52,8</b>	<b>64,1</b>	<b>66,1</b>	<b>68,7</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>101,2</b>	<b>105,1</b>	<b>93,4</b>	<b>96,7</b>	<b>100,5</b>
Grundkapital	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Kapitalrücklagen	14,3	14,7	14,7	14,7	14,7
Gewinnrücklagen	-4,8	-4,7	0,5	4,0	9,7
Anteile anderer Gesellschafter	1,1	3,4	3,4	3,4	3,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>24,2</b>	<b>27,8</b>	<b>32,9</b>	<b>36,5</b>	<b>42,2</b>
Finanzverbindlichkeiten	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	8,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Passive latente Steuern	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	31,2	30,4	14,0	15,0	16,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	17,7	19,6	19,1	18,6	17,1
Kurzfristige Rückstellungen	6,0	6,1	6,3	5,1	3,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	9,5	11,6	11,5	12,0	12,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>64,4</b>	<b>69,7</b>	<b>52,9</b>	<b>52,7</b>	<b>50,7</b>

Quelle: Mensch & Maschine, LBBW Research

## EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

## Mensch &amp; Maschine

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	-4,8	-0,3	6,6	6,5	9,4
Abschreibungen	3,9	3,3	3,9	4,6	5,0
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	9,0	1,0	-12,7	5,4	4,0
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-2,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>16,4</b>	<b>18,4</b>
Wachstum yoy		-31,4 %	-232,9 %	n.m.	12,0 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-11,6	-1,4	-3,0	-5,8	-6,2
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	3,6	22,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	7,8	-4,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>19,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,2</b>
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	-130,5 %	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	5,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-2,5	0,0	-1,5	-2,9	-3,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,1	1,6	-0,5	-0,5	-1,5
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-5,9	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,1</b>
Wachstum yoy		3,5 %	-305,5 %	n.m.	n.m.
Veränderung in den liquiden Mitteln	2,9	2,2	11,9	7,2	7,0
Liquide Mittel am Periodenbeginn	4,0	6,9	9,1	21,0	28,1
Liquide Mittel am Periodenende	6,9	9,1	21,0	28,1	35,2
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>-5,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>10,6</b>	<b>12,2</b>
<b>Cash Earnings pro Aktie</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,23</b>	<b>0,71</b>	<b>0,75</b>	<b>0,98</b>

Quelle: Mensch &amp; Maschine, LBBW Research

## Anhang-1

1/1

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

### LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

<b>Kaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
<b>Verkaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
<b>Halten:</b>	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
<b>Unter Beobachtung:</b>	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
<b>Ausgesetzt:</b>	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

<b>Kaufen:</b>	56,3%
<b>Verkaufen:</b>	3,5%
<b>Halten:</b>	38,2%
<b>Unter Beobachtung:</b>	0,5%
<b>Ausgesetzt:</b>	1,5%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

