



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Research Note

Mensch und Maschine SE



Vorläufige Zahlen 2011

21. Februar 2012

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

Zahlen über unseren Erwartungen - DpS von 0,20 (0,10) Euro je Aktie Vorläufige Zahlen 2011

Mensch und Maschine 6)

Votum:
alt: -
vom: -

Kaufen

- ⇒ MuM hat sehr erfreuliche vorläufige Zahlen für 2011 veröffentlicht. Bei einem Umsatz von 191,7 (195,56; unsere Prognose: 185,29) Mio. Euro bezifferte sich das EBITDA auf 15,6 (6,1; unsere Prognose: 14,2) Mio. Euro. Der deutliche Ergebnissprung ist auch auf den Verkauf des Distributionsgeschäfts (konsolidierter Umsatz bis Ende Oktober 2011: 94,7 (12 Monate 2010: 112,3) Mio. Euro; Sonderertrag aus Verkauf: 6,5 (unsere Prognose: 5,0) Mio. Euro) zurückzuführen.
- ⇒ Während die Umsatzentwicklung im Bereich Distribution (67,7 (57,3) Mio. Euro) im Rahmen unserer Erwartungen ausfiel, blieb der Umsatz im Bereich MuM-Software (29,3 (26,1) Mio. Euro) leicht hinter unseren Erwartungen zurück. Ursache hierfür war ein schwächeres Q4 (+3,0%; 2011: +12,5%) auf Grund einer sehr hohen Vorjahresbasis (Q4 2010: +45,5%).
- ⇒ Der Rohertrag erreichte mit rund 70,0 (66,2) Mio. Euro unsere Prognose (69,4 Mio. Euro). Die Rohertragsmarge fiel jedoch mit 36,5% (33,8%; unsere Prognose: 37,4%) auf Grund der Distributionsumsätze im Schlussquartal niedriger als von uns erwartet aus. Die deutliche Verlagerung der Umsatzverteilung zu den margenträchtigeren Geschäftssegmenten machte sich in der Q4-Rohertragsmarge (45,4%; Rekordniveau) spürbar bemerkbar.
- ⇒ Ergebnisseitig hat uns neben dem höher ausgefallenen Sonderertrag in erster Linie das Segment MuM-Software (EBITDA: 4,4 (2,8) Mio. Euro) positiv überrascht. MuM hat hier auf Grund eines sehr starken Q4 (1,6 (0,9) Mio. Euro; EBITDA-Marge: 19,3% (10,6%)) im Gesamtjahr (EBITDA-Marge: 15,0% (10,8%)) bereits die mittelfristige Margenzielsetzung erreicht. Das Gesamtjahr schloss MuM mit einem Nettoergebnis von 6,8 (-0,5; unsere Prognose: 6,1) Mio. Euro ab. Für 2011 will das Unternehmen eine Dividende von 0,20 (0,10; unsere Prognose: 0,20) Euro je Aktie ausschütten.

Kursziel (in Euro) (6 Monate) **7,50**
Kurs (Xetra) (in Euro) 4,72
20.02.2012 17:36 Uhr
Kurspotenzial 58,90%

Unternehmensdaten

Land GE
Branche Software
Segment Entry Standard
ISIN DE0006580806
Reuters MUMG.DE
Bloomberg MUM
Internet www.mum.de

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 14,638
Freefloat 58,50%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro) 68,1
∅ Tagesumsatz 10.033
52W Hoch 03.03.2011 5,40 Euro
52W Tief 05.08.2011 3,72 Euro
Beta 1,3
Volatilität (60 Tage) 35,76

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2009	0,4	neg.	neg.	0,0%
2010	0,4	25,5	neg.	2,6%
2011e	0,4	6,9	10,2	4,2%
2012e	0,6	9,9	13,9	6,4%
2013e	0,5	7,0	9,2	8,5%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	0,0	-2,1	8,8	-10,4
relativ ggü.:				
DAX	-7,1	-20,4	-13,6	-4,9

Index-Gewichtung

Keine Indexzugehörigkeit



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2009	163,3	-2,5	-4,1	-4,8	-0,34
IFRS	2010	195,6	2,8	2,0	-0,5	-0,03
IFRS	2011e	191,7	12,2	10,7	6,8	0,47
IFRS	2012e	147,9	8,5	8,0	5,0	0,34
IFRS	2013e	174,1	11,9	11,4	7,5	0,51

CAGR 2010 - 2013e -2,9% 44,2% 54,4% -

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Produkts**

- ⇒ Für 2012 erwartet MuM auf Grund des Wegfalls des Distributionsgeschäfts einen Umsatzrückgang. MuM zufolge soll das organische Wachstum hierbei jedoch +10% bis +13% betragen. Das EBITDA in 2012 wird bei rund 13 Mio. Euro erwartet. Das Nettoergebnis soll sich auf rund 5 Mio. Euro beziffern. Wir haben unsere Ergebnis-Prognosen entsprechend angepasst und erwarten nunmehr ein EBITDA von 12,9 (alt: 12,3) Mio. Euro. Das Nettoergebnis in 2012 erwarten wir bei 5,0 (alt: 5,9) Mio. Euro. Für 2013 lautet unsere angepasste Prognose für das Nettoergebnis 7,5 (alt: 7,8) Mio. Euro.
- ⇒ Auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertungen resultiert nunmehr ein faires Kursziel von 7,50 (alt: 7,00) Euro. Die höhere Bewertung resultiert aus der deutlich reduzierten Nettofinanzverschuldung sowie aus den höheren Multiples der Peer Group. Wir belassen unsere positive Grundeinstellung zu dem Wert unverändert. Angesichts des zuletzt eher seitwärts gerichteten Kursverlaufs sehen wir deutliches Nachholpotenzial für die Aktie. Positive Impulse für die MuM-Aktie erwarten wir von der nachhaltigen Ergebnisverbesserung, der attraktiven Dividendenpolitik sowie von möglichen Akquisitionen. Wir votieren weiterhin mit Kaufen.

in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	147,9	174,1	188,1	197,5	207,3	217,7	228,6	240,0	252,0	259,6
Wachstum Umsatz		17,7%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
EBIT-Marge	5,7%	6,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	5,0%
EBIT	8,5	11,9	14,7	15,4	16,2	17,0	17,8	18,7	19,7	13,0
- Ertragssteuern	-2,5	-3,6	-4,4	-4,6	-4,9	-5,1	-5,3	-5,6	-5,9	-3,9
+ Abschreibungen	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash Flow	7,8	10,3	12,4	12,9	13,5	14,1	14,7	15,4	16,0	11,4
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,7	-0,3	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-0,5	-1,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,5	-1,5	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-2,9	-3,0
Free Cash Flow	9,1	8,6	9,6	10,0	10,4	10,7	11,0	11,3	12,6	6,8
Barwerte	8,5	7,5	7,9	7,7	7,4	7,1	6,8	6,5	6,8	3,4
Summe Barwerte	69,4									
Terminalwert	68,8									
										in % vom Gesamtwert 50%
Wert des operativen Geschäfts	138,2									
+ liquide Mittel	18,0									
- Finanzverschuldung	-21,2									
Marktwert Eigenkapital	135,0									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	14,638									
Kurs in EUR	9,23									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur -> Eigenkapital:	45%	Fremdkapital:	55%
risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,3
		Risikoprämie:	5,0%
		Zins EK:	10,5%
		Risikoprämie FK:	2,0%
		Tax-Shield:	30,0%
		Zins FK:	4,2%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	7,0%
		Datum:	21.02.12

Sensitivitätsanalyse (in EUR)					
		Diskontierungszinssatz			
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Wachstum	2,0%	10,13	9,23	8,48	7,85
	2,5%	10,84	9,77	8,91	8,19
	3,0%	11,75	10,45	9,43	8,60
	3,5%	12,96	11,32	10,08	9,10

Quelle: Independent Research

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Autodesk	21,5	19,0	13,1	11,6	11,6	10,4
Genit	11,1	11,3	4,2	4,3	3,0	3,1
Dassault Systemes	18,7	17,8	11,3	10,7	10,1	9,4
Nemetschek	10,2	10,1	6,9	6,9	6,5	6,5
Median	11,1	14,6	6,9	8,8	6,5	8,0

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 20.02.2012

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Mensch und Maschine	0,34	0,51	8,5	11,9	12,9	16,4
Enterprise Value	3,78	7,44	58,7	104,9	83,1	130,6
Durchschnittswert	5,61		81,8		106,9	
Liquide Mittel					18,0	
Finanzverbindlichkeiten					-21,2	
Faire Marktkapitalisierung			78,6		103,7	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			14,638		14,638	
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	5,61		5,37		7,08	
Gewichtung	0,33		0,33		0,33	
Fairer Wert je Aktie (in Euro)			5,96			

Quelle: Independent Research

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	5,96	9,23
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	7,59	

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Produkts**

Mensch und Maschine							
Ausgewählte Kennzahlen							
	Einheit : Mio. Euro	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
GuV-Kennzahlen							
Umsatz (in Mio. Euro)		223,1	163,3	195,6	191,7	147,9	174,1
EBITDA-Marge		5,8%	0,8%	3,1%	8,1%	8,7%	9,4%
EBIT-Marge		4,6%	neg.	1,4%	6,4%	5,7%	6,8%
Nettorendite		2,6%	neg.	neg.	3,5%	3,4%	4,3%
Abschreibungsquote		1,2%	2,4%	1,7%	1,8%	3,0%	2,6%
Operative Kosten / Umsatz		22,0%	33,4%	33,6%	34,2%	46,4%	45,2%
Zinsdeckungsgrad		5,2	-1,6	3,7	8,1	16,9	23,8
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)		21,8%	-19,7%	-1,8%	19,0%	13,0%	17,9%
ROCE		24,2%	-4,8%	4,9%	21,3%	18,4%	31,5%
ROI		6,8%	-4,7%	-0,5%	6,4%	5,4%	8,0%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote		31,1%	23,9%	26,4%	33,7%	41,9%	44,7%
Anlagendeckungsgrad		79,1%	47,5%	53,1%	67,4%	86,1%	115,9%
Anlagenintensität		8,2%	15,1%	14,6%	15,1%	15,4%	13,0%
Forderungen / Umsatz		15,0%	18,7%	17,4%	17,2%	17,0%	17,0%
Capex / Abschreibungen		135,1%	95,7%	85,6%	102,9%	-56,8%	-55,6%
Capex / Umsatz		1,7%	2,3%	1,4%	1,8%	-1,7%	-1,4%
Working Capital-Quote		4,1%	1,0%	1,8%	2,2%	1,0%	1,0%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie		0,42	-0,34	-0,03	0,47	0,34	0,51
Free Cash Flow je Aktie		0,67	0,14	0,08	0,55	1,07	1,15
Dividende je Aktie		0,20	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40
Cash je Aktie		0,30	0,48	0,62	0,73	1,04	1,41
Buchwert je Aktie		1,94	1,70	1,90	2,44	2,62	2,86
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz		0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5
EV / EBITDA		5,9	52,1	11,6	5,4	6,5	5,1
EV / EBIT		7,5	neg.	25,5	6,9	9,9	7,0
KGV		11,4	neg.	neg.	10,2	13,9	9,2
KBV		2,5	2,1	2,0	2,0	1,8	1,7
KCV		7,2	26,1	45,0	8,7	4,4	4,1
KUV		0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4
Dividendenrendite		4,1%	0,0%	2,6%	4,2%	6,4%	8,5%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

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 Finanzanalyseverordnung

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, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

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.

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.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Produkts**

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.

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.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 21.02.2012 -

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

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 Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 21.02.2012

**Independent Research GmbH
Westend Office, 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

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Produkts**

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.



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Internet: www.irffm.de