



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## Mensch und Maschine SE

mensch maschine  
CAD as CAD can

**Update Q2 2010**

**27. Juli 2010**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

**MuM setzt positiven Trend fort und hebt Umsatzausblick an**  
**Zahlen Q2 2010**

**Mensch und Maschine 6)**

**Votum:** **Kaufen**  
**alt:** -  
**vom:** -

- ⇒ MuM steigerte in Q2 2010 den Umsatz um 22,7% auf 45,6 (37,2; unsere Prognose: 45,1) Mio. Euro. Das EBITDA verbesserte sich hierbei auf 0,7 (0,4; unsere Prognose: 0,7) Mio. Euro. Neben Konsolidierungseffekten war vor allem die anziehende Nachfrage im Ausland für den positiven Quartalsverlauf verantwortlich.
- ⇒ Im Vordergrund stand für uns der Anstieg der Rohertragsmarge auf 34,4% (32,9%; unsere Prognose: 32,5%). Verantwortlich für die überzeugende Rohertragsmarge ist das Systemhausgeschäft. Nach unserer Einschätzung hat ein vergleichsweise hoher Dienstleistungsanteil zu dem Margenanstieg geführt.
- ⇒ MuM hat die Umsatz-Guidance für 2010 (neu: 185-190 (alt: 180-185) Mio. Euro) angehoben. Die unveränderte Ergebnis-Guidance (EBITDA: 4,5-6,5 Mio. Euro; Nettoergebnis: 0,5-2,0 Mio. Euro) lässt darauf schließen, dass der erhöhte Umsatzausblick vornehmlich auf das margenschwächere Distributionsgeschäft zurückzuführen ist. Entsprechend der aktualisierten Zielsetzung heben wir unsere Umsatzprognose für 2010 auf 188,5 (alt: 182,5) Mio. Euro an. Bei einer neuen EBITDA-Schätzung von 5,5 (alt: 5,2) Mio. Euro erwarten wir nunmehr ein Nettoergebnis von 1,2 (alt: 0,9) Mio. Euro.
- ⇒ Die MuM-Aktie hat in den letzten Wochen leicht nachgegeben. Angesichts der Fortschritte im neuen Bereich Systemhausgeschäft und der sich verbessernden Perspektiven ist der Kursrückgang nicht gerechtfertigt. Im historischen Vergleich sind die Bewertungsrelationen für 2011 (insbesondere auf KGV-Ebene) moderat. Zudem verfügt die Aktie über eine attraktive Dividendenrendite.
- ⇒ Bei einem neuen Kursziel (DCF- und Peer Group-Bewertung) von 6,00 (alt: 5,90) Euro votieren wir für die MuM-Aktie unverändert mit Kaufen.

<b>Kursziel</b> (in Euro) (6 Monate)	<b>6,00</b>
Kurs (Xetra) (in Euro)	3,83
26.07.2010 17:17 Uhr	
Kurspotenzial	56,70%

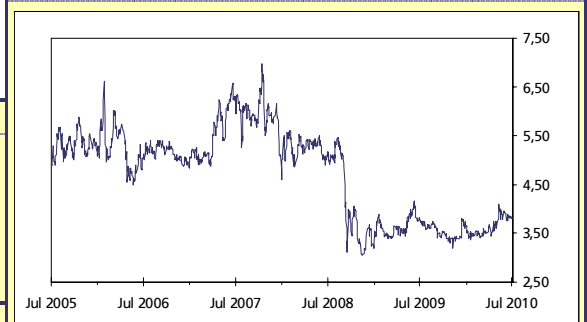
Unternehmensdaten	
Land	GE
Branche	Software
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0006580806
Reuters	MUMG.DE
Bloomberg	MUM
Internet	www.mum.de

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	14,588
Freefloat	52,20%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	55,9
∅ Tagesumsatz	5.954
52W Hoch 02.06.2010	4,10 Euro
52W Tief 02.12.2009	3,12 Euro
Beta	1,20
Volatilität (60 Tage)	33,73

Bewertungsmultiplikatoren				
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2007	0,4	9,1	12,1	3,5%
2008	0,3	7,5	11,4	4,1%
2009	0,4	neg.	neg.	0,0%
2010e	0,4	33,2	46,1	2,6%
2011e	0,4	10,8	11,8	5,2%

Performance (in %)				
	1M	3M	6M	12M
absolut	-1,8	4,4	9,4	3,2
relativ ggü.:				
DAX	-4,2	3,3	-0,8	-12,9

**Index-Gewichtung**  
Keine Indexzugehörigkeit



RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2007	212,9	9,8	7,7	6,0	0,47
IFRS	2008	223,1	10,3	8,3	5,8	0,42
IFRS	2009	163,3	-2,5	-4,1	-4,8	-0,34
IFRS	2010e	188,5	2,3	1,6	1,2	0,08
IFRS	2011e	202,2	7,0	6,0	4,7	0,33

CAGR 2007 - 2011e: -1,3% Umsatz, neg. EBIT, neg. EBT, neg. JÜ  
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

**Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)**

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

## Unternehmensprofil

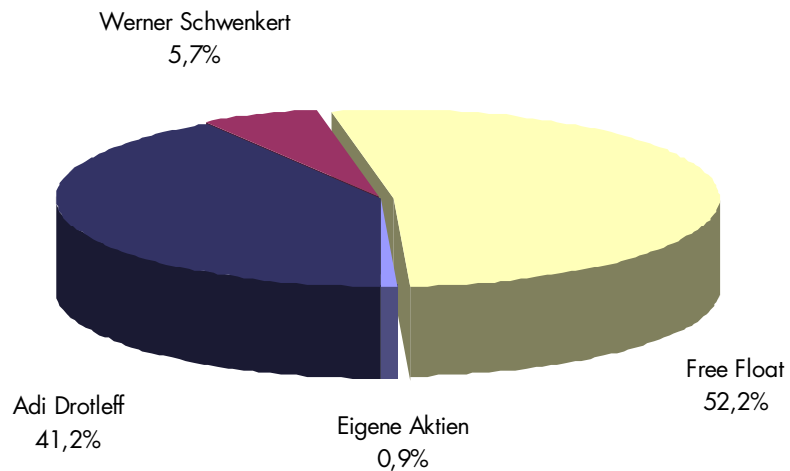
*Einer der führenden Anbieter von CAD/CAM-Lösungen in Europa*

### Führender Anbieter von CAD-/CAM-Lösungen

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist einer von Europas führenden Anbietern von CAD (Computer Aided Design) und CAM (Computer Aided Manufacturing)-Lösungen. Mit Hilfe von CAD-Programmen lassen sich einfache technische Zeichnungen und dreidimensionale Volumenmodelle erstellen. CAD-Software wird überwiegend in den Bereichen Maschinenbau, Bauwesen, Elektrotechnik sowie Garten- und Landschaftsbau eingesetzt. CAM-Lösungen dagegen sind ein wesentlicher Bestandteil der computerintegrierten Produktion.

Das 1984 gegründete Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Wessling, Bayern. Zum 31.03.2010 ist die Aktie vom regulierten Markt in das Marktsegment M:access der Börse München gewechselt. Die Mensch und Maschine Software SE agiert heute als reine Finanzholding. Das operative Geschäft wird von den derzeit 38 Tochtergesellschaften ausgeführt. Hauptaktionär der MuM ist Unternehmensgründer und CEO Adi Drotleff mit 41,2% der Unternehmensanteile. Die Mitarbeiteranzahl hat sich durch Übernahmen im Rahmen der „Marktoffensive“ per 30.06.2010 auf 597 (30.06.2009: 503) erhöht.

### Aktionärsstruktur der Mensch und Maschine SE



Quelle: Mensch und Maschine SE

### SWOT-Analyse

#### Stärken und Chancen

- Strategische Neuausrichtung
- Breit diversifizierte Kundenstruktur
- Spezialisierung auf Branchen- und Nischenlösungen

#### Schwächen und Risiken

- Relativ gesättigter CAD-Markt
- Engpass bei qualifizierten Softwareentwicklern
- International verhältnismäßig kleiner Player
- Integrationsrisiko bei den jüngsten Zukäufen

Quelle: Independent Research

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Geschäftsentwicklung Q2 2010

Umsatz bei Eigenprodukten  
überrascht positiv

### Solide Quartalsentwicklung von MuM

MuM hat in Q2 2010 mit einer soliden Entwicklung unsere Erwartungen getroffen. Den Umsatz steigerte das Unternehmen konsolidierungsbedingt um 22,7% auf 45,6 (37,2; unsere Prognose: 45,1) Mio. Euro. Erwartungsgemäß verlief hierbei das neue Systemhausgeschäft. Hier legte der Umsatz um 87,6% auf 13,7 (7,3; unsere Prognose: 13,7) Mio. Euro zu. Das Distributionsgeschäft konnte auf Grund einer starken Entwicklung im Ausland auf 25,8 (24,6; unsere Prognose: 25,5) Mio. Euro zulegen. Hierbei profitierte der Konzern auch von einer schwachen Vorjahresbasis. In Q1 2010 hatte MuM im Distributionsgeschäft noch einen Umsatzrückgang von 5,0% ausgewiesen. Besonders positiv werten wir die Quartalsentwicklung im Bereich Eigenprodukte. Hier konnte MuM den Umsatz deutlich um 17,6% (Q1 2010: -0,6%) auf 6,2 (5,2; unsere Prognose: 5,9) Mio. Euro steigern. Kumuliert bezifferte sich der Konzernumsatz auf 97,4 (85,1) Mio. Euro in H1 2010.

<b>Mensch und Maschine</b>			
<b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>			
<b>Einheit : Mio. Euro</b>	<b>Q2 2009</b>	<b>Q2 2010</b>	<b>Q2 2010</b>
<b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>			<b>(unsere Prognosen)</b>
<b>Rechnungslegungsstandard : IFRS</b>			
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>37,2</b>	<b>45,6</b>	<b>45,1</b>
Veränderung ggü. Vj.		22,7%	21,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>12,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,6</b>
Rohertragsmarge	32,9%	34,4%	32,5%
<b>EBITDA</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
EBIT-Marge	1,1%	1,4%	1,5%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>
Umsatzrendite	-0,4%	-0,3%	-0,7%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

### Überzeugende Rohertragsmarge in Q2 2010

Ergebnisseitig hat uns vor allem die Rohertragsmarge mit 34,4% (32,9%; unsere Prognose: 32,5%) positiv überrascht. Verantwortlich für die überzeugende Rohertragsmarge ist das Systemhausgeschäft. Hier fiel die Rohertragsmarge mit 41,9% (Q1 2010: 38,6%; unsere Prognose: 37,3%) deutlich über unseren Erwartungen aus. Nach unserer Einschätzung hat ein vergleichsweise hoher Dienstleistungsanteil zu dem Margenanstieg geführt. In den übrigen Segmenten lagen die Rohertragsmargen im Rahmen unserer Erwartungen.

Das Quartal schloss MuM mit einem EBITDA von 0,7 (0,4; unsere Prognose: 0,7) Mio. Euro ab. Kostenseitig ist der konsolidierungsbedingte Anstieg der Personalaufwendungen um 24% auf 10,3 (8,3) Mio. Euro zu nennen. Auf Segmentebene blieb das Systemhausgeschäft auf Grund der Anlaufkosten mit einem EBIT von -0,8 (-0,3) Mio. Euro unverändert in den roten Zahlen. Die Ergebnisentwicklung im Bereich Eigenprodukte (EBIT: +0,5 (+0,1) Mio. Euro) fiel überzeugend aus. Im Distributionsgeschäft fiel das Quartal-EBIT trotz der unterjährigen Saisonalität mit 0,1 (-0,1) Mio. Euro positiv aus. Das entgegen unseren Erwartungen positiv ausgefallene Finanzergebnis profitierte vor allem von Wechselkurs-

Konsolidierungsbedingter  
Anstieg bei den Personal-  
kosten

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

effekten und dem niedrigen Zinsniveau. Unter dem Strich erzielte MuM mit -0,1 (-0,1; unsere Prognose: -0,3) Mio. Euro ein unverändertes Nettoergebnis. Kumuliert nach sechs Monaten betrug das Nettoergebnis 0,6 (0,6) Mio. Euro.

*Nettoverschuldung weiter rückläufig*

Aus bilanzieller Sicht ist die Reduzierung der Nettoverschuldung auf 10,5 (31.03.2010: 12,0; 31.12.2009: 12,4) Mio. Euro hervorzuheben. Die Eigenkapitalquote legte per 30.06.2010 leicht auf 24,2% (31.12.2009: 23,9%) zu.

### MuM hebt Umsatz-Ausblick für 2010 an

*Anhebung unserer Schätzungen für 2010*

MuM hat infolge der am oberen Ende der eigenen Erwartungen liegenden Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr die Umsatz-Guidance für das laufende Geschäftsjahr angehoben. Der Konzern geht nunmehr von einem Umsatz von 185-190 (alt: 180-185) Mio. Euro aus. Wir hatten bereits nach dem sehr starken Q1 2010 auf eine mögliche Guidance-Anhebung hingewiesen. Entsprechend der aktualisierten Zielsetzung heben wir unsere Umsatzprognose für 2010 auf 188,5 (alt: 182,5) Mio. Euro an. Die unveränderte Ergebnis-Guidance (EBITDA: 4,5-6,5 Mio. Euro; Nettoergebnis: 0,5-2,0 Mio. Euro) lässt darauf schließen, dass der erhöhte Umsatzausblick vornehmlich auf das vergleichsweise marginenschwächere Distributionsgeschäft zurückzuführen ist. Bei einer neuen EBITDA-Schätzung von 5,5 (alt: 5,2) Mio. Euro erwarten wir nunmehr ein Nettoergebnis von 1,2 (alt: 0,9) Mio. Euro für 2010.

*Ausblick Q3 2010*

Für das laufende Q3 2010 erwarten wir einen Umsatz von 44,4 (36,1) Mio. Euro. Das EBITDA erwarten wir bei einer Rohertragsmarge von 34,9% (31,5%) bei 0,68 (-0,81) Mio. Euro. Das Nettoergebnis wird in Q3 2010 nach unserer Einschätzung bei -0,14 (-1,36) Mio. Euro liegen.

<b>Mensch und Maschine</b>			
<b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>			
<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>H1 2009</b>	<b>H1 2010</b>	<b>H1 2010</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez			<i>(unsere Prognosen)</i>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS			
<b>Umsatzerlöse</b> Veränderung ggü. Vj.	<b>85,1</b>	<b>97,4</b> 14,5%	<b>96,9</b> 13,8%
<b>Rohertrag</b> Rohertragsmarge	<b>26,1</b> 30,7%	<b>31,9</b> 32,8%	<b>30,9</b> 31,9%
<b>EBIT</b> EBIT-Marge	<b>2,4</b> 2,8%	<b>2,9</b> 3,0%	<b>2,9</b> 3,0%
<b>Nettoergebnis</b> Umsatzrendite	<b>0,6</b> 0,7%	<b>0,6</b> 0,6%	<b>0,4</b> 0,5%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

## Bewertung

Beta: 1,2; WACC: 8,2%

### Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 5,50 (alt: 5,29) Euro

Den risikofreien Zinssatz unterstellen wir mit 4,0%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,5%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,2. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 40% und des Fremdkapitals von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich unverändert ein WACC von 8,2%. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich aus der zeitlichen Aktualisierung des Bewertungsmodells ein Marktwert des Eigenkapitals von 80,3 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 14,588 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 5,50 (alt: 5,29) Euro.

in Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	188,5	202,2	212,3	222,9	234,1	245,8	258,1	271,0	284,5	298,7
Wachstum Umsatz		7,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	1,2%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>7,0</b>	<b>8,4</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,1</b>	<b>14,8</b>	<b>15,5</b>	<b>16,3</b>
- Ertragssteuern	-0,7	-2,1	-2,5	-3,0	-3,5	-4,0	-4,2	-4,4	-4,7	-4,9
+ Abschreibungen	3,2	3,0	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8
+/- 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
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>4,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,0</b>	<b>12,6</b>	<b>13,2</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,8	-1,6	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,4
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>
<b>Barwerte</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
Summe Barwerte	42,2									
Terminalwert	48,6									
										in % vom Gesamtwert : 54%
Wert des operativen Geschäfts	90,7									
+ liquide Mittel	7,8									
- Finanzverschuldung	-18,3									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>80,3</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	14,588									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>5,50</b>									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:			
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	40%	Fremdkapital : 60%
risikofreie Rendite : 4,00%	Beta :	1,2	Risikoprämie FK : 2,5%
	Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield : 30,0%
	Zins EK :	13,6%	Zins FK : 4,6%
<b>Wachstum FCF : 0,0%</b>	<b>WACC :</b>	<b>8,2%</b>	<b>Datum : 27.07.10</b>

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Wachstum	0,0%	5,97	<b>5,50</b>	5,09	4,73
	0,5%	6,24	5,74	5,29	4,90
	1,0%	6,57	6,00	5,52	5,09
	1,5%	6,94	6,31	5,77	5,31

Quelle: Independent Research

Fairer Wert je Aktie von 6,58 (alt: 6,55) Euro laut Peer Group-Bewertung

**Peer Group-Bewertung**

Auf Basis der Peer Group-Bewertung resultiert unter Heranziehung der Multiplikatoren EV/ Umsatz, EV/EBIT und KGV für die Jahre 2010 und 2011 ein neuer fairer Wert je Aktie von 6,58 (alt: 6,55) Euro.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Autodesk	20,7	16,5	10,9	9,8	2,6	2,3
Cenit	9,2	7,5	3,7	3,0	0,2	0,2
Dassault Systemes	19,2	16,6	13,2	11,1	2,9	2,6
itelligence	10,4	8,5	6,9	5,9	0,3	0,3
Nemetschek	9,1	7,5	7,8	6,9	1,3	1,2
<b>Median</b>	10,4	8,5	7,8	6,9	1,3	1,2

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 26.07.2010

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
<b>Mensch und Maschine</b>	0,08	0,33	2,3	7,0	188,5	202,2
<b>Enterprise Value</b>	0,87	2,76	17,81	48,13	251,23	247,59
<b>Durchschnittswert</b>	1,82		32,97		249,41	
<b>Liquide Mittel</b>						7,83
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>						-18,30
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			22,50		238,94	
<b>Aktienanzahl (in Mio. Stück)</b>			14,588		14,588	
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>	1,82		1,54		16,38	
<b>Gewichtung</b>	1/3		1/3		1/3	
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>			6,58			

Quelle: Independent Research

Kursziel neu: 6,00 (alt: 5,90) Euro; unverändertes Votum: Kaufen

Aus der DCF- und Peer Group-Bewertung resultiert ein fairer Wert je Aktie von 6,04 Euro. Wir heben daher unser Kursziel auf 6,00 (alt: 5,90 Euro) leicht an. Unser Votum für die MuM-Aktie lautet weiterhin Kaufen.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	6,58	5,50
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	6,04	

Quelle: Independent Research

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

<b>Mensch und Maschine</b>							
<b>Ausgewählte Kennzahlen</b>							
	<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez						
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS						
<b>GuV-Kennzahlen</b>							
Umsatz (in Mio. Euro)		170,3	212,9	223,1	163,3	188,5	202,2
EBITDA-Marge		4,8%	5,0%	5,8%	0,8%	2,9%	4,9%
EBIT-Marge		4,3%	4,6%	4,6%	neg.	1,2%	3,5%
Nettorendite		1,8%	2,8%	2,6%	neg.	0,6%	2,3%
Abschreibungsquote		0,5%	0,4%	1,2%	2,4%	1,7%	1,5%
Operative Kosten / Umsatz		-	21,4%	22,0%	33,4%	33,7%	31,0%
Zinsdeckungsgrad		3,3	4,6	5,2	-1,6	3,3	7,0
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>							
Eigenkapitalrendite (ROE)		20,3%	24,7%	21,8%	-19,7%	4,8%	15,7%
ROCE		18,7%	22,4%	24,2%	-4,8%	4,2%	12,5%
ROI		4,2%	7,5%	6,8%	-4,7%	1,1%	4,2%
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Eigenkapitalquote		20,8%	30,3%	31,1%	23,9%	23,7%	27,1%
Anlagendeckungsgrad		51,0%	73,9%	79,1%	47,5%	49,5%	58,3%
Anlagenintensität		7,5%	8,5%	8,2%	15,1%	14,1%	13,6%
Forderungen / Umsatz		17,5%	16,2%	15,0%	18,7%	18,0%	18,0%
Capex / Abschreibungen		99,3%	331,1%	135,1%	95,7%	112,5%	120,0%
Capex / Umsatz		0,5%	1,3%	1,7%	2,3%	1,9%	1,8%
Working Capital-Quote		5,6%	5,1%	4,1%	1,0%	1,3%	2,0%
<b>Kennziffern je Aktie (in Euro)</b>							
Ergebnis je Aktie		0,24	0,47	0,42	-0,34	0,08	0,33
Free Cash Flow je Aktie		-0,30	0,06	0,67	0,14	-0,01	0,18
Dividende je Aktie		0,15	0,20	0,20	0,00	0,10	0,20
Cash je Aktie		0,22	0,13	0,30	0,48	0,57	0,61
Buchwert je Aktie		1,19	1,90	1,94	1,70	1,75	2,08
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV / Umsatz		0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
EV / EBITDA		10,3	8,4	5,9	52,1	13,8	7,6
EV / EBIT		11,6	9,1	7,5	neg.	33,2	10,8
KGV		21,6	12,1	11,4	neg.	46,1	11,8
KBV		4,4	3,0	2,5	2,1	2,2	1,8
KCV		-17,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KUV		0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Dividendenrendite		2,9%	3,5%	4,1%	0,0%	2,6%	5,2%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

<b>Mensch und Maschine</b>							
<b>Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung</b>							
	<b>Einheit : Mio. Euro</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
<b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>							
<b>Rechnungslegungsstandard : IFRS</b>							
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>170,3</b>	<b>212,9</b>	<b>223,1</b>	<b>163,3</b>	<b>188,5</b>	<b>202,2</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		15,7%	25,0%	4,8%	-26,8%	15,4%	7,3%
Materialaufwand		123,6	159,3	167,2	112,3	124,7	132,5
in % vom Umsatz		72,6%	74,8%	74,9%	68,8%	66,2%	65,5%
<b>Rohhertrag</b>		<b>46,7</b>	<b>53,6</b>	<b>55,9</b>	<b>51,0</b>	<b>63,8</b>	<b>69,7</b>
Rohhertragsmarge		27,4%	25,2%	25,1%	31,2%	33,8%	34,5%
Personalaufwand*			23,6	26,8	32,9	40,2	40,5
in % vom Umsatz			11,1%	12,0%	20,1%	21,3%	20,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen*			21,2	21,4	20,6	22,2	21,2
in % vom Umsatz			9,9%	9,6%	12,6%	11,8%	10,5%
Sonstige betriebliche Erträge*			1,9	5,4	3,9	4,0	2,0
in % vom Umsatz			0,9%	2,4%	2,4%	2,1%	1,0%
<b>EBITDA</b>		<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>13,0</b>	<b>1,4</b>	<b>5,5</b>	<b>10,0</b>
EBITDA-Marge		4,0%	5,0%	5,8%	0,8%	2,9%	4,9%
Abschreibungen*			0,9	0,9	1,1	1,2	1,0
in % vom Umsatz			0,4%	0,4%	0,6%	0,6%	0,5%
<b>EBITA</b>		<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>12,2</b>	<b>0,3</b>	<b>4,3</b>	<b>9,0</b>
EBITA-Marge		0,0%	0,0%	5,4%	0,2%	2,3%	4,4%
Amortisation von Firmenübernahmen			0,0	1,9	2,9	2,0	2,0
in % vom Umsatz			0,0%	0,8%	1,8%	1,1%	1,0%
<b>EBIT</b>		<b>7,3</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>7,0</b>
EBIT-Marge		4,3%	4,6%	4,6%	neg.	1,2%	3,5%
Finanzergebnis		-2,2	-2,1	-2,0	-1,6	-0,7	-1,0
<b>EBT</b>		<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>1,6</b>	<b>6,0</b>
EBT-Marge		3,0%	3,6%	3,7%	neg.	0,8%	3,0%
Ertrags-\Einkommenssteuer		-1,9	-1,6	-2,7	-0,7	-0,3	-1,2
in % vom EBT		-36,9%	-20,2%	-32,8%	16,2%	-20,0%	-20,0%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>		<b>3,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>
in % vom Umsatz		1,9%	2,9%	2,5%	neg.	0,7%	2,4%
Minderheitenanteile		0,2	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1
<b>Nettoergebnis</b>		<b>3,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7</b>
Umsatzrendite		1,8%	2,8%	2,6%	neg.	0,6%	2,3%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		12,50	12,80	13,59	14,24	14,59	14,59
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>		<b>0,24</b>	<b>0,47</b>	<b>0,42</b>	<b>-0,34</b>	<b>0,08</b>	<b>0,33</b>
Dividende je Aktie (in Euro)		0,15	0,20	0,20	0,00	0,10	0,20

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

\* Umstellung der Gewinn- und Verlustrechnung auf Gesamtkostenverfahren ab 2008

<b>Mensch und Maschine</b>							
<b>Konzern-Bilanz</b>							
	<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez						
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS						
<b>Aktiva</b>							
Liquide Mittel		2,8	1,7	4,0	6,9	8,4	8,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		29,9	34,5	33,4	30,5	33,9	36,4
Forderungen gegen Unternehmen im Verbundbereich		0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorräte		6,0	7,3	9,9	8,2	8,5	9,1
<b>Kurzfristige Vermögensgegenstände</b>		<b>42,6</b>	<b>47,3</b>	<b>51,6</b>	<b>50,2</b>	<b>55,9</b>	<b>59,9</b>
Sachanlagen		2,9	2,8	2,5	3,1	3,1	3,1
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien		1,6	1,6	1,5	1,0	1,0	1,0
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände		0,9	2,5	2,9	11,1	11,0	11,1
Geschäfts- oder Firmenwert		17,3	19,2	20,2	30,1	30,6	31,1
Finanzielle Vermögenswerte		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Latente Steueransprüche		4,6	5,0	4,3	3,7	3,8	3,6
<b>Langfristige Vermögensgegenstände</b>		<b>29,2</b>	<b>33,0</b>	<b>33,4</b>	<b>51,0</b>	<b>51,4</b>	<b>51,9</b>
<b>Summe Aktiva</b>		<b>71,8</b>	<b>80,3</b>	<b>85,0</b>	<b>101,2</b>	<b>107,4</b>	<b>111,8</b>
<b>Passiva</b>							
Kurzfristige Darlehen		17,7	15,4	13,4	17,7	18,6	16,8
Wandelschuldverschreibung		0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		23,1	27,0	30,1	31,2	34,3	35,4
Kurzfristige Rückstellungen		3,3	4,0	4,1	6,0	5,7	6,1
Umsatzabgrenzungsposten		0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern		1,6	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		4,7	4,3	6,0	7,6	8,8	9,4
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>50,7</b>	<b>53,1</b>	<b>55,4</b>	<b>64,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,8</b>
Langfristige Darlehen		3,6	2,3	2,4	10,0	9,5	8,6
Wandelschuldverschreibung		1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuerschulden		0,0	0,1	0,5	2,1	2,4	2,6
Pensionsrückstellungen		0,5	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Sonstige Rückstellungen		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>6,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>11,7</b>
Gezeichnetes Kapital		12,6	13,6	13,6	14,6	14,6	14,6
Kapitalrücklage		5,5	9,6	9,3	13,8	13,8	13,8
Andere Rücklagen		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		-4,5	-0,3	2,7	-4,8	-3,5	1,3
Minderheitenanteile		1,0	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1
Wechselkursdifferenzen		0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Eigenkapital</b>		<b>14,9</b>	<b>24,4</b>	<b>26,4</b>	<b>24,2</b>	<b>25,5</b>	<b>30,3</b>
<b>Summe Passiva</b>		<b>71,8</b>	<b>80,3</b>	<b>85,0</b>	<b>101,2</b>	<b>107,4</b>	<b>111,8</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

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

<b>Mensch und Maschine</b>							
<b>Konzern-Kapitalflussrechnung</b>							
	<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez						
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS						
<b>Ergebnis nach Steuern</b>		<b>3,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>
Wertminderungen/Abschreibungen		0,9	0,9	2,8	3,9	3,2	3,0
Sonstige zahlungswirksame Erträge/Aufwendungen		-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,2	0,0
Zu-/Abnahme der Rückstellungen und Wertberichtigungen		-0,5	0,4	0,0	2,0	-0,2	0,4
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Anlagevermögen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen des Nettoumlaufvermögens		-6,1	-3,2	1,7	5,3	-0,5	-2,0
<b>Cash Flow aus betrieblicher Tätigkeit</b>		<b>-3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>9,3</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>6,3</b>
Verkauf von Tochterunternehmen		0,0	0,0	3,1	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Tochterunternehmen, abzgl. erworbener Zahlungsmittel		-0,1	-2,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,5
Erwerb von sonstigem Anlagevermögen		-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1
Verkauf von sonstigem Anlagevermögen		0,0	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>		<b>-0,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		2,3	4,9	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen		-1,2	-1,9	-2,7	-2,7	0,0	0,0
Einzahlungen aus Anleihen nach Transaktionskosten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ein-/Auszahlungen auf aufgenommene Kredite		4,5	-4,8	-4,1	3,6	1,6	-2,2
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>5,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,2</b>
<b>Summe der Cash Flows</b>		<b>1,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds		0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode		1,0	2,8	1,7	4,0	6,9	8,4
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>		<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

## Disclaimer

### 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.

**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 50<sup>SM</sup> und Stoxx Europe 50<sup>SM</sup>). 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: 27.07.2010 -**

**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: 27.07.2010**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
D-60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

**Haftungserklärung**

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.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

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.

Obleich 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.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)  
Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)