



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Mensch und Maschine SE

mensch  maschine
CAD as CAD can

Update Q3 2011

26. Oktober 2011

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.

**Schwache Distribution in Q3 -
Kerngeschäft zufriedenstellend
Zahlen Q3 2011**

Mensch und Maschine 6)

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

- ⇒ MuM hat in Q3 2011 bei einem Umsatz von 46,6 (44,6) Mio. Euro ein EBITDA von 1,3 (0,6) Mio. Euro erzielt. Das Quartal schloss MuM mit einem Konzernergebnis von -0,02 (-0,42) Mio. Euro ab. Die Q3-Zahlen sind auf Grund eines schwächeren Distributionsgeschäfts unter unseren Erwartungen ausgefallen.
- ⇒ Im Kerngeschäft (ohne Distribution) ist die Quartalsentwicklung weitgehend zufriedenstellend ausgefallen. Erwähnenswert sind die anhaltende Ergebnisverbesserung im Systemhausgeschäft sowie das unverändert robuste Softwaregeschäft. Im Systemhausgeschäft konnte MuM ein neues Rekordniveau bei der Rohertragsmarge erreichen.
- ⇒ Angesichts des angekündigten Verkaufs des Distributionsgeschäfts (siehe unsere Kommentierung vom 15.09.2011) sind die Q3-Zahlen in den Hintergrund gerückt. Wir lassen unsere Prognosen im Kerngeschäft unverändert, passen jedoch unsere Gesamtschätzungen um den Verkauf des Distributionsgeschäfts (Ende Oktober erwartet) an.
- ⇒ Infolge der angepassten Prognosen resultiert nunmehr ein fairer Wert je Aktie von 7,06 (alt: 6,30) Euro. In der höheren Bewertung spiegelt sich vor allem der erwartete Margenanstieg wider. MuM wird kurzfristig ein jährliches Umsatzvolumen von rund 119 (2010: 112) Mio. Euro des margenschwächeren Distributionsgeschäfts (Rohertragsmarge 17%-18%) verlieren. In dem neuen Geschäftsbereich Systemhausgeschäft Europa ist eine Rohertragsmarge von 40% mehr als realistisch. Den kurzfristigen Umsatzverlust wird die Gesellschaft in 3 Jahren vornehmlich durch Akquisitionen mehr als kompensiert haben.
- ⇒ Die MuM-Aktie hat auf die strategische Neuausrichtung sehr positiv reagiert. Die verbesserte Ergebnisqualität wird sich nachhaltig im Aktienkurs bemerkbar machen. Zudem dürfte die Dividendenpolitik (künftig Ausschüttung > 50%) für positive Kursimpulse sorgen. Bei einem neuen Kursziel (DCF- und Peer Group-Bewertung) von 7,00 (alt: 6,30) Euro votieren wir weiterhin mit Kaufen.

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	7,00
Kurs (Xetra) (in Euro)	5,11
25.10.2011 17:35 Uhr	
Kurspotenzial	37,01%

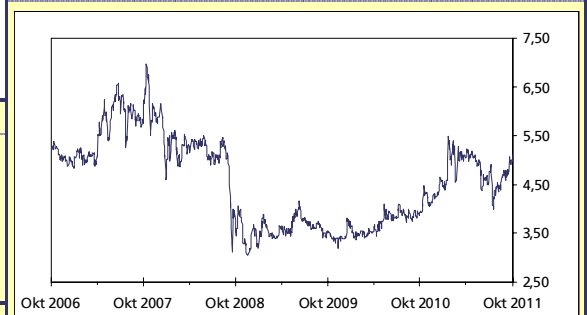
Unternehmensdaten	
Land	GE
Branche	Software
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0006580806
Reuters	MUMG.DE
Bloomberg	MUM
Internet	www.mum.de

Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	14,638
Freefloat	58,50%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	74,8
∅ Tagesumsatz	9.831
52W Hoch 10.02.2011	5,65 Euro
52W Tief 05.08.2011	3,72 Euro
Beta	1,3
Volatilität (60 Tage)	38,77

Bewertungsmultiplikatoren				
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2009	0,5	neg.	neg.	0,0%
2010	0,5	32,4	neg.	2,6%
2011e	0,5	8,3	12,3	3,9%
2012e	0,6	10,0	12,8	4,9%
2013e	0,5	7,6	9,6	5,9%

Performance (in %)				
	1M	3M	6M	12M
absolut	11,8	7,1	1,0	29,7
relativ ggü.:				
DAX	-1,2	30,2	22,8	41,8

Index-Gewichtung
Keine Indexzugehörigkeit



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	185,3	10,8	9,3	6,1	0,42
IFRS	2012e	148,0	8,9	8,7	5,9	0,40
IFRS	2013e	174,1	11,8	11,6	7,8	0,53

CAGR 2010 - 2013e	-2,9%	43,9%	54,9%	-
-------------------	-------	-------	-------	---

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

Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

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

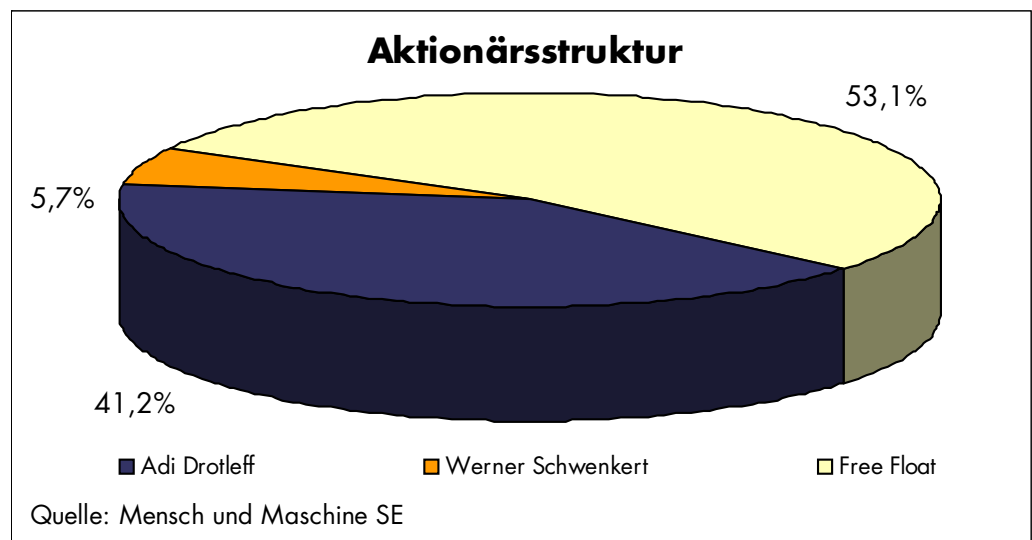
Unternehmensprofil

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.

Am 31.03.2010 wechselte die Notierung der MuM-Aktie vom regulierten Markt in das Marktsegment m:access an der Börse München. Die Mensch und Maschine Software SE agiert heute als reine Finanzholding. Das operative Geschäft wird von Tochtergesellschaften ausgeführt. Infolge der Marktoffensive in den Jahren 2009/10 kam es zur Übernahme zahlreicher Vertriebspartner. Hauptaktionär ist der MuM-Unternehmensgründer und CEO Adi Drotleff mit 41% der Unternehmensanteile. Per 30.09.2011 beschäftigte MuM 643 (607) Mitarbeiter.



Umsatzerwartung 2012: 30-40 Mio. Euro

Start der Marktoffensive II

MuM hat Anfang September bekannt gegeben, sein europäisches Distributionsgeschäft (Umsatz 2010: 112 Mio. Euro; EBITDA 2010: 3,8 Mio. Euro) an den Wettbewerber Tech Data veräußern zu wollen. Die Transaktion (Verkaufspreis rund 25 Mio. Euro, wovon 2/3 fix in 2011/12) soll Ende Oktober abgeschlossen werden.

Parallel hierzu startet das Unternehmen im Rahmen der Marktoffensive II das Systemhausgeschäft (bisher nur in der DACH-Region) in Europa. Das Geschäft soll zügig durch Akquisitionen von bestehenden Vertriebspartnern ausgebaut werden. Bereits im ersten Jahr rechnet MuM mit einem Umsatz von 30-40 Mio. Euro bei einem positiven Ergebnis. Bis 2015 will das Unternehmen in dem neuen Geschäftsbereich einen Umsatz von 60-80 Mio. Euro generieren.

Geschäftsentwicklung Q3 2011

Systemhaus- und Softwaregeschäft im Rahmen unserer Erwartungen

Distributionsgeschäft belastet Quartalsumsatz

Die von MuM vorgelegten Zahlen für das Q3 2011 sind auf Grund eines schwächeren Distributionsgeschäfts unter unseren Erwartungen ausgefallen. Mit einem Umsatzanstieg von 4,4% auf 46,6 (44,6; unsere Prognose: 49,6) Mio. Euro hat die Wachstumsdynamik im unterjährigen Vergleich (Q2: +7,6%; 9M: 8,9%) nachgelassen. Ursächlich hierfür war das Distributionsgeschäft (-2,4% auf 24,4 Mio. Euro) auf Grund von Produktwechseln im Autodesk-Umfeld sowie des saisonbedingt schwachen Monats August. Wir hatten nach einem schwachen Q2 in der Distribution mit einem anziehenden Geschäft gerechnet. Das Systemhausgeschäft (+12,6% auf 15,5 Mio. Euro) und der Bereich Software (+13,9% auf 6,6 Mio. Euro) entwickelten sich im Rahmen unserer Erwartungen. Allerdings verzeichneten beide Bereiche auf Grund der starken Vorjahresbasis erwartungsgemäß eine nachlassende Dynamik. Kumuliert nach 9M 2011 steigerte MuM den Konzernumsatz auf 154,7 (142,1) Mio. Euro.

Mensch und Maschine			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	Q3 2010	Q3 2011	Q3 2011
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse Veränderung ggü. Vj.	44,6	46,6 4,4%	49,6 11,1%
Rohertag Rohertagsmarge	15,3 34,2%	16,6 35,6%	16,6 33,5%
EBITDA EBITDA-Marge	0,6 1,4%	1,3 2,9%	1,9 3,8%
Nettoergebnis Umsatzrendite	-0,42 neg.	-0,02 neg.	0,60 1,2%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

Konzern-Rohertagsmarge erreicht mit 35,6% das höchste Q3-Niveau

Starke Rohertagsmarge im Systemhausgeschäft

Mit einem Rohertag von 16,6 (15,3) Mio. Euro konnte MuM unsere Prognosen (16,6 Mio. Euro) treffen. Die Rohertagsmarge erreichte mit 35,6% (34,2%; unsere Prognose: 33,6%) das höchste Q3-Niveau der letzten Jahre. Verantwortlich für die erfreuliche Margenentwicklung war vor allem das Systemhausgeschäft, das mit einer Rohertagsmarge von 42,3% (41,1%) ein neues Rekordniveau erreichte. MuM zufolge ist der Margenanstieg in erster Linie auf die starke Nachfrage nach Dienstleistungsaktivitäten zurückzuführen. Der verbesserte Umsatz-Mix zeigte sich auch auf der EBITDA-Ebene. Das Segment-EBITDA konnte MuM auf 0,41 (-0,38) Mio. Euro deutlich verbessern. Das Konzern-EBITDA konnte zwar auf 1,3 (0,6) Mio. Euro mehr als verdoppelt werden, blieb aber dennoch hinter unseren Erwartungen (1,9 Mio. Euro) zurück. Die Ursache hierfür war das Distributionsgeschäft sowie ein mit 0,5 (0,7; unsere Prognose: 0,9) Mio. Euro niedrigerer als von uns erwarteter sonstiger betrieblicher Ertrag. Der Rückgang bei den sonstigen betrieblichen Erträgen ist auf Ab-

rechnungsunterschiede bei Autodesk zurückzuführen, die teilweise über die sonstigen betrieblichen Aufwendungen kompensiert wurden. Bei einem EBIT von 0,5 (-0,3; unsere Prognose: 1,0) Mio. Euro schloss MuM das Q3 mit einem Konzernergebnis von -0,02 (-0,42; unsere Prognose: +0,6) Mio. Euro ab. Deutlich gestiegene Minderheitenanteile in Höhe von 0,12 (-0,04) Mio. Euro infolge der spürbaren Ergebnisverbesserung im Systemhausgeschäft belasteten das Konzernergebnis in Q3.

Rückgang der Vorräte um 24%

In der Bilanz sind die ersten Auswirkungen des angekündigten Verkaufs des Distributionsgeschäfts am Rückgang der Vorräte (-24% auf 4,5 Mio. Euro) zu beobachten. Die Eigenkapitalquote konnte per 30.09.2011 weiter auf 28,9% (31.12.2010: 26,4%) verbessert werden. Die Nettoverschuldung konnte ungeachtet der Auszahlung für Investitionen in das Anlagevermögen (2,94 Mio. Euro, davon 1,0 Mio. Euro in Q3) sowie den Erwerb eigener Anteile (1,18 Mio. Euro, davon 0,7 Mio. Euro in Q3) auf 10,9 (31.12.2010: 11,9) Mio. Euro reduziert werden. Gleichzeitig hat das Unternehmen in 2011 Dividendenauszahlungen in Höhe von 1,45 (0,00) Mio. Euro vorgenommen.

Reduzierung der Nettoverschuldung um 1 Mio. Euro

Mensch und Maschine			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	9M 2010	9M 2011	9M 2011
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse Veränderung ggü. Vj.	142,1	154,7 8,9%	157,7 11,0%
Rohertrag Rohertragsmarge	47,2 33,2%	53,3 34,4%	53,3 33,8%
EBITDA EBITDA-Marge	3,5 2,5%	6,2 4,0%	6,8 4,3%
Nettoergebnis Umsatzrendite	0,2 0,1%	1,4 0,9%	2,0 1,3%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

Quartalsentwicklung im Kerngeschäft zufriedenstellend

Angesichts des angekündigten Verkaufs des Distributionsgeschäfts (siehe unsere Kommentierung vom 15.09.2011) sind die Q3-Zahlen in den Hintergrund gerückt. Im Kerngeschäft (ohne Distribution) ist die Quartalsentwicklung weitgehend zufriedenstellend ausgefallen. Erwähnenswert sind die anhaltende Ergebnisverbesserung im Systemhausgeschäft sowie das unverändert robuste Softwaregeschäft mit einem weiterhin hohen Anteil (deutlich über 50%) des Neugeschäfts. Wir belassen daher unsere Prognosen im Kerngeschäft unverändert, passen jedoch unsere Gesamtschätzungen um den Verkauf des Distributionsgeschäfts (Ende Oktober erwartet) an.

Entwicklung im Bereich Software weiterhin robust

Prognosen 2011-2013

acadGraph Umsatzbeitrag rund 2,5 Mio. Euro

Unsere angepasste Umsatzprognose für 2011 in Höhe von 185,3 (alt: 216,5) Mio. Euro berücksichtigt einen Umsatzbeitrag der neu akquirierten acadGraph von 2,5 Mio. Euro. Für das laufende Q4 hatten wir im Distributionsgeschäft ursprünglich einen Umsatz von rund 34 Mio. Euro unterstellt. Bei einem neuen Rohertrag von 69,4 (alt: 71,8) Mio. Euro erwarten wir eine Rohertragsmarge von 37,4% (alt: 33,2%). Unsere angepasste EBITDA-Prognose für 2011 (inkl. 5 Mio. Euro Sonderertrag) lautet 14,2 (alt: 10,7) Mio. Euro. Das EpS für 2011 schätzen wir neu auf 0,42 (alt: 0,25) Euro.

Erstmalige 2013er Schätzungen

Für 2012 prognostizieren wir einen Umsatz von 148,0 (alt: 246,5, inkl. Distribution mit 139,0) Mio. Euro. Hierbei unterstellen wir für den neuen Geschäftsbereich Systemhausgeschäft Europa gemäß der MuM-Planung einen Umsatzbeitrag von 35,0 Mio. Euro. Bei einem Rohertrag von 74,3 (alt: 82,2) Mio. Euro (Systemhausgeschäft Europa mit 13,1 Mio. Euro bzw. 38% Rohertragsmarge) rechnen wir in 2012 mit einem EBITDA von 12,3 (alt: 14,4) Mio. Euro. Unsere EpS-Prognose für 2012 beträgt 0,40 Euro. Für 2013 prognostizieren wir erstmals einen Umsatz von 174,1 Mio. Euro bzw. ein EBITDA von 15,2 Mio. Euro.

Mensch und Maschine						
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung						
	Einheit : Mio. Euro	2011e	2011e	2011e	2012e	2013e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez	alt	neu	alt	neu	
	Rechnungslegungsstandard : IFRS					
Umsatzerlöse		216,5	185,3	246,5	148,0	174,1
Rohertrag		71,8	69,4	82,2	74,3	86,3
Rohertragsmarge		33,2%	37,4%	33,3%	50,2%	49,5%
EBITDA		10,7	14,2	14,4	12,3	15,2
EBITDA-Marge		4,9%	7,7%	5,8%	8,3%	8,7%
EBIT		7,3	10,8	11,0	8,9	11,8
EBIT-Marge		3,4%	5,8%	4,5%	6,0%	6,8%
Nettoergebnis		3,7	6,1	6,8	5,9	7,8
Umsatzrendite		1,7%	3,3%	2,8%	4,0%	4,5%
Ergebnis je Aktie (in Euro)		0,25	0,42	0,46	0,40	0,53
Dividende je Aktie (in Euro)		0,20	0,20	0,30	0,25	0,30

Quelle: Independent Research

Bewertung

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 7,80 (alt: 8,28) Euro

WACC neu: 7,0% (alt: 6,5%)

Den risikofreien Zinssatz unterstellen wir weiterhin mit 4,0%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 5,0%, beim Fremdkapital rechnen wir nunmehr mit 2,0% (alt: 2,5%). Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,3. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir nunmehr von einem Anteil des Eigenkapitals von 45% (alt: 35%) aus. Aus diesen angepassten Prämissen ergibt sich ein neues WACC von 7,0% (alt: 6,5%). Zudem haben wir unsere Annahmen für die langfristigen Prognosen (u.a. EBIT-Marge: 8% (alt: 4,5%)) der neuen Unternehmensstruktur angepasst. Aus der DCF-Bewertung ergibt sich nunmehr ein Marktwert des Eigenkapitals von 114,1 (alt: 121,2) Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 7,80 (alt: 8,28) Euro.

in Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	185,3	148,0	174,1	200,3	210,3	220,8	231,8	243,4	255,6	263,3
Wachstum Umsatz		-20,2%	17,7%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
EBIT-Marge	5,8%	6,0%	6,8%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
EBIT	10,8	8,9	11,8	15,0	16,8	17,7	18,5	19,5	20,4	13,2
- Ertragssteuern	-3,2	-2,7	-3,5	-4,5	-5,0	-5,3	-5,6	-5,8	-6,1	-3,9
+ Abschreibungen	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6
+/- 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	9,0	7,7	9,7	12,1	13,5	13,9	14,4	15,1	15,8	10,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,5	2,6	-0,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,5	-1,5	-1,5	-1,8	-2,2	-2,6	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6
Free Cash Flow	7,0	8,8	7,9	9,1	10,1	10,0	9,8	10,3	10,7	5,6
Barwerte	6,9	8,1	6,8	7,2	7,5	6,9	6,4	6,2	6,0	2,9
Summe Barwerte	64,9									
Terminalwert	59,2									
										in % vom Gesamtwert : 48%
Wert des operativen Geschäfts	124,1									
+ liquide Mittel	11,6									
- Finanzverschuldung	-21,5									
Marktwert Eigenkapital	114,1									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	14,638									
Kurs in Euro	7,80									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:			
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	45%	Fremdkapital : 55%
risikofreie Rendite : 4,00%	Beta :	1,3	Risikoprämie FK : 2,0%
	Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield : 30,0%
	Zins EK :	10,5%	Zins FK : 4,2%
Wachstum FCF :	2,0%	WACC :	7,0%
		Datum :	26.10.11

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Wachstum	2,0%	8,55	7,80	7,18	6,65
	2,5%	9,16	8,27	7,54	6,95
	3,0%	9,94	8,85	7,99	7,30
	3,5%	10,98	9,60	8,55	7,73

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**

Fairer Wert je Aktie von 6,31 (alt: 4,33) Euro laut Peer Group-Bewertung

Peer Group-Bewertung

Für die Peer Group-Bewertung ziehen wir auf Grund der geänderten Unternehmensstruktur die Geschäftsjahre 2012 und 2013 heran. Die nunmehr höhere Bewertung gemäß der Peer Group-Betrachtung ist auf die höheren mittelfristigen Ergebnisprognosen infolge des zu erwartenden verbesserten Umsatz-Mixes zurückzuführen. Zudem haben sich in den letzten Wochen in einem verbesserten Börsenumfeld die Multiplikatoren erhöht. Der kurzfristig erwartete Umsatzrückgang findet in der Peer Group-Betrachtung keine Berücksichtigung.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Autodesk	19,4	19,6	11,8	12,7	10,5	11,6
Cenit	8,1	8,0	2,8	4,2	2,1	3,3
Dassault Systemes	16,4	19,2	9,6	12,4	8,8	11,0
Nemetschek	9,0	10,5	6,4	7,9	5,5	6,1
Median	12,7	14,9	8,0	10,1	7,1	8,6

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 25.10.2011

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Mensch und Maschine	0,40	0,53	8,9	11,8	12,3	15,2
Enterprise Value	5,08	7,93	71,6	119,8	87,9	130,0
Durchschnittswert	6,50		95,7		108,9	
Liquide Mittel					11,6	
Finanzverbindlichkeiten					-21,5	
Faire Marktkapitalisierung			85,7		99,0	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			14,638		14,638	
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	6,50		5,86		6,77	
Gewichtung	0,33		0,33		0,33	
Fairer Wert je Aktie (in Euro)			6,31			

Quelle: Independent Research

Aus der DCF- und Peer Group-Bewertung resultiert ein fairer Wert je Aktie von 7,06 (alt: 6,31) Euro. Wir heben daher unser Kursziel auf 7,00 (alt: 6,30) Euro an.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	6,31	7,80
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	7,06	

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	185,3	148,0	174,1
EBITDA-Marge		5,8%	0,8%	3,1%	7,7%	8,3%	8,7%
EBIT-Marge		4,6%	neg.	1,4%	5,8%	6,0%	6,8%
Nettorendite		2,6%	neg.	neg.	3,3%	4,0%	4,5%
Abschreibungsquote		1,2%	2,4%	1,7%	1,8%	2,3%	2,0%
Operative Kosten / Umsatz		22,0%	33,4%	33,6%	35,4%	47,2%	45,4%
Zinsdeckungsgrad		5,2	-1,6	3,7	7,2	35,7	47,2
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)		21,8%	-19,7%	-1,8%	18,6%	16,2%	19,2%
ROCE		24,2%	-4,8%	4,9%	18,9%	19,0%	29,6%
ROI		6,8%	-4,7%	-0,5%	6,0%	6,5%	8,5%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote		31,1%	23,9%	26,4%	32,3%	40,4%	44,0%
Anlagendeckungsgrad		79,1%	47,5%	53,1%	61,9%	79,3%	106,5%
Anlagenintensität		8,2%	15,1%	14,6%	15,8%	16,4%	14,4%
Forderungen / Umsatz		15,0%	18,7%	17,4%	17,2%	17,0%	17,0%
Capex / Abschreibungen		135,1%	95,7%	85,6%	102,9%	-73,5%	-73,5%
Capex / Umsatz		1,7%	2,3%	1,4%	1,9%	-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	0,42	0,40	0,53
Free Cash Flow je Aktie		0,67	0,14	0,08	0,35	1,05	1,10
Dividende je Aktie		0,20	0,00	0,10	0,20	0,25	0,30
Cash je Aktie		0,30	0,48	0,62	0,50	0,82	1,19
Buchwert je Aktie		1,94	1,70	1,90	2,24	2,47	2,78
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz		0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
EV / EBITDA		4,6	54,5	14,7	6,3	7,2	5,9
EV / EBIT		5,9	neg.	32,4	8,3	10,0	7,6
KGV		8,4	neg.	neg.	12,3	12,8	9,6
KBV		1,8	2,2	2,7	2,3	2,1	1,8
KCV		5,4	27,8	60,3	14,8	4,9	4,7
KUV		0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4
Dividendenrendite		5,6%	0,0%	2,0%	3,9%	4,9%	5,9%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

Mensch und Maschine							
Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung							
	Einheit : Mio. Euro	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
Umsatzerlöse		223,1	163,3	195,6	185,3	148,0	174,1
Veränderung ggü. Vorjahr		4,8%	-26,8%	19,7%	-5,3%	-20,2%	17,7%
Materialaufwand		167,2	112,3	129,4	115,9	73,6	87,9
in % vom Umsatz		74,9%	68,8%	66,2%	62,6%	49,8%	50,5%
Rohertrag		55,9	51,0	66,2	69,4	74,3	86,3
Rohertragsmarge		25,1%	31,2%	33,8%	37,4%	50,2%	49,5%
Personalaufwand		26,8	32,9	40,8	42,1	44,2	50,4
in % vom Umsatz		12,0%	20,1%	20,8%	22,7%	29,9%	28,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		21,4	20,6	23,6	22,1	24,3	27,2
in % vom Umsatz		9,6%	12,6%	12,1%	11,9%	16,4%	15,6%
Sonstige betriebliche Erträge		5,4	3,9	4,2	9,0	6,5	6,5
in % vom Umsatz		2,4%	2,4%	2,2%	4,9%	4,4%	3,7%
EBITDA		13,0	1,4	6,1	14,2	12,3	15,2
EBITDA-Marge		5,8%	0,8%	3,1%	7,7%	8,3%	8,7%
Abschreibungen		0,9	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4
in % vom Umsatz		0,4%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	0,8%
EBITA		12,2	0,3	4,8	12,8	10,9	13,8
EBITA-Marge		5,4%	0,2%	2,4%	6,9%	7,4%	7,9%
Amortisation von Firmenübernahmen		1,9	2,9	2,0	2,0	2,0	2,0
in % vom Umsatz		0,8%	1,8%	1,0%	1,1%	1,4%	1,1%
EBIT		10,3	-2,5	2,8	10,8	8,9	11,8
EBIT-Marge		4,6%	neg.	1,4%	5,8%	6,0%	6,8%
Finanzergebnis		-2,0	-1,6	-0,7	-1,5	-0,3	-0,3
EBT		8,3	-4,1	2,0	9,3	8,7	11,6
EBT-Marge		3,7%	neg.	1,0%	5,0%	5,9%	6,6%
Ertrags-\Einkommenssteuer		-2,7	-0,7	-2,3	-2,8	-2,4	-3,2
in % vom EBT		32,8%	-16,2%	115,8%	30,2%	28,0%	28,0%
Ergebnis nach Steuern		5,6	-4,8	-0,3	6,5	6,3	8,3
in % vom Umsatz		2,5%	neg.	neg.	3,5%	4,2%	4,8%
Minderheitenanteile		-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,5
Nettoergebnis		5,8	-4,8	-0,5	6,1	5,9	7,8
Umsatzrendite		2,6%	neg.	neg.	3,3%	4,0%	4,5%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		13,59	14,24	14,59	14,64	14,64	14,64
Ergebnis je Aktie (in Euro)		0,42	-0,34	-0,03	0,42	0,40	0,53
Dividende je Aktie (in Euro)		0,20	0,00	0,10	0,20	0,25	0,30

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

Mensch und Maschine							
Konzern-Bilanz							
	Einheit : Mio. Euro	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
Aktiva							
Liquide Mittel		4,0	6,9	9,1	7,3	12,0	17,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		33,4	30,5	34,1	31,9	25,2	29,6
Vorräte		9,9	8,2	6,0	5,6	3,0	3,5
Kurzfristige Vermögensgegenstände		51,6	50,2	52,8	48,5	43,8	54,2
Sachanlagen		2,5	3,1	3,1	3,2	2,9	2,6
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien		1,5	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände		2,9	11,1	11,0	11,5	10,4	9,4
Geschäfts- oder Firmenwert		20,2	30,1	31,7	31,7	25,7	19,7
Finanzielle Vermögenswerte		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Latente Steueransprüche		4,3	3,7	3,3	3,3	3,3	3,3
Langfristige Vermögensgegenstände		33,4	51,0	52,3	53,0	45,6	38,2
Summe Aktiva		85,0	101,2	105,1	101,4	89,4	92,4
Passiva							
Kurzfristige Darlehen		13,4	17,7	19,6	15,6	11,7	4,1
Wandelschuldverschreibung		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		30,1	31,2	30,4	27,8	22,2	26,1
Kurzfristige Rückstellungen		4,1	6,0	6,1	5,6	4,4	5,2
Umsatzabgrenzungsposten		0,7	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern		1,1	1,2	1,0	1,0	0,8	0,9
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		6,0	7,6	11,6	11,0	8,8	10,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten		55,4	64,4	69,7	62,1	49,0	47,8
Langfristige Darlehen		2,4	10,0	4,1	3,3	1,6	0,8
Latente Steuerschulden		0,5	2,1	2,4	2,3	1,8	2,2
Pensionsrückstellungen		0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3
Sonstige Rückstellungen		0,2	0,2	0,8	0,7	0,6	0,7
Langfristige Verbindlichkeiten		3,2	12,6	7,6	6,6	4,3	3,9
Gezeichnetes Kapital		13,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Kapitalrücklage		9,3	13,8	14,2	14,2	14,2	14,2
Andere Rücklagen		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		2,7	-4,8	-4,7	0,3	3,7	8,2
Minderheitenanteile		1,1	1,1	3,4	3,4	3,4	3,4
Wechselkursdifferenzen		-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital		26,4	24,2	27,8	32,8	36,1	40,7
Summe Passiva		85,0	101,2	105,1	101,4	89,4	92,4

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine

Mensch und Maschine							
Konzern-Kapitalflussrechnung							
	Einheit : Mio. Euro	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
Ergebnis nach Steuern		5,6	-4,8	-0,3	6,5	6,3	8,3
Wertminderungen/Abschreibungen		2,8	3,9	3,3	3,4	3,4	3,4
Sonstige zahlungswirksame Erträge/Aufwendungen		-0,7	-0,8	1,3	-0,2	-0,7	0,5
Zu-/Abnahme der Rückstellungen und Wertberichtigungen		0,0	2,0	0,7	-0,6	-1,3	0,9
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Anlagevermögen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen des Nettoumlaufvermögens		1,7	5,3	-1,2	-0,6	5,2	0,5
Cash Flow aus betrieblicher Tätigkeit		9,3	5,7	3,9	8,6	12,9	13,6
Verkauf von Tochterunternehmen		3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Tochterunternehmen, abzgl. erworbener Zahlungsmittel		-2,8	-2,7	-1,1	-2,0	4,0	4,0
Erwerb von sonstigem Anlagevermögen		-0,9	-1,1	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
Verkauf von sonstigem Anlagevermögen		0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit		-0,2	-3,7	-2,6	-3,5	2,5	2,5
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen		-2,7	-2,7	0,0	-1,5	-2,9	-3,8
Ein-/Auszahlungen auf aufgenommene Kredite		-4,1	3,6	0,9	-5,3	-7,8	-6,9
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit		-6,7	0,9	0,9	-6,8	-10,7	-10,7
Summe der Cash Flows		2,3	2,9	2,2	-1,7	4,7	5,4
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode		1,7	4,0	6,9	9,1	7,3	12,0
Finanzmittelbestand am Ende der Periode		4,0	6,9	9,1	7,3	12,0	17,4

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.

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: 26.10.2011 -

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: 26.10.2011

**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
Lurgallee 12, 60439 Frankfurt

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.

Ogleich 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