

Akt. Kurs (11.02.09, 10:30, Xetra): 3,89 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **5,20 (6,80) EUR**

**Branche:** Software (CAD)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0006580806  
**Reuters:** MUMG.DE  
**Bloomberg:** MUM:GR

## Kurzporträt

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist nach eigenen Angaben einer der führenden europäischen Anbieter von Computer Aided Design (CAD) Software. Das Unternehmen vertreibt sowohl eigene als auch Fremdsoftware.

## Anlagekriterien

### Vorläufige Zahlen von Konjunkturertrübung gekennzeichnet

Mensch und Maschine (MuM) meldete am 3.2. die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr. Demnach steigerte MuM den Umsatz um 5 Prozent auf 223,2 (Vj. 212,9) Mio. Euro. Damit blieb das Unternehmen knapp unter dem in der Ad-hoc-Mitteilung vom 02.12.2008 kommunizierten Wert von 225 Mio. Euro, was wir jedoch angesichts der massiven Konjunkturertrübung gegen Ende des Jahres nicht überbewerten wollen.

Während das Auftaktquartal 2008 mit 70 Mio. Euro noch ein gutes Jahr versprach, bewegten sich die Umsätze in den nachfolgenden drei Quartalen nur noch in einer Bandbreite von 51,2 bis 52,6 Mio. Euro. Die Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahresquartalen bildeten sich im Jahresverlauf zurück, so dass im vierten Quartal 2008 sogar ein Umsatzminus von 2 Prozent (währungsbereinigt +1%) zu Buche stand.

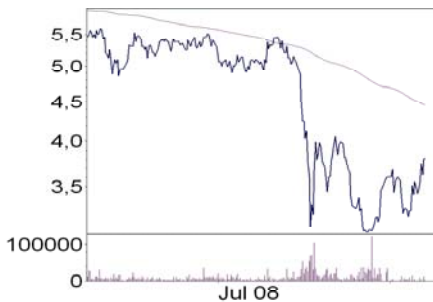
Auf der Ergebnisebene machten sich neben der konjunkturellen Entwicklung ebenfalls Währungseffekte negativ bemerkbar. So blieb das operative Ergebnis (EBITA) trotz des Umsatzanstieges mit circa 10,3 (10,0) Mio. Euro nur knapp über dem Vorjahreswert. Damit wurde die in der Ad-hoc-Mitteilung vom 02.12.2008 gegebene „Guidance“ von 10,7 Mio. Euro auf Ergebnisebene nahezu eingehalten. Aufgrund der massiven Konjunkturverschlechterung finden wir es beachtlich, dass das EBITA im vierten Quartal mit 2,6 (2,8) Mio. Euro nicht dramatisch unter dem Vorjahr blieb.

Zum Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter führte MuM aus, dass dieser wegen eines verbesserten Finanzergebnisses in Verbindung mit einer durch die Anrechnung von Verlustvorträgen verbesserten Steuerquote aller Voraussicht nach leicht über dem Niveau von 2007 liegen werde. Zudem fiel eine für uns überraschende Abschreibung auf die vor einem Jahr übernommene Konzerngesellschaft Creata an, die MuM komplett abschrieb. Den Effekt hieraus bezifferte MuM mit 7 Cent je Aktie.

Insgesamt erwartet MuM somit trotz der erhöhten Aktienzahl ein EPS in Höhe des Vorjahreswertes von 0,47 Euro. In der Ad-hoc-Mitteilung vom 02.12.2008 gab MuM den erwarteten Gewinn je Aktie noch mit 0,58 Euro an. Demzufolge wird der Dividendenvorschlag mit 0,20 Euro ebenfalls um 5 Cent von dem noch im Dezember kommunizierten Wert von 0,25 Euro nach unten abweichen und entspricht dem Vorjahresniveau. Herr Drotleff begründete diese Abweichung auf unsere Nachfrage mit dem Wunsch, in Hinblick auf ein erwartetes schwieriges Jahr 2009 die Eigenkapitalbasis zu stärken.

Insgesamt lagen die jetzt gemeldeten Zahlen deutlich unter unseren Schätzungen, die wir zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Ende Oktober als gut erreichbar betrachteten, allerdings nach der Ad-hoc-Meldung von Anfang Dezember noch nicht überarbeitet hatten. Die gestrichene Dividendenerhöhung ist unseres Erachtens ebenfalls unschön, angesichts des seither weiter eingetübten Umfeldes aber nachvollziehbar.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,64 €	3,00 €
Aktueller Kurs:	3,89 €	
Aktienzahl ges.:	13.585.458	
Streubesitz:	47,2%	
Marktkapitalis.:	52,8 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	170	213	223	215
<i>bisher</i>	---	---	235	260
<b>EBIT</b>	7,2	9,8	10,0	9,0
<i>bisher</i>	---	---	13,4	13,5
<b>Jahresüb.</b>	3,0	6,0	6,4	5,3
<i>bisher</i>	---	---	8,5	8,8
<b>Erg./Aktie</b>	0,24	0,47	0,47	0,37
<i>bisher</i>	---	---	0,63	0,65
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,20	0,20
<i>bisher</i>	---	---	0,25	0,30
<b>KGV</b>	16,2	8,3	8,2	10,5
<b>Div.rendite</b>	3,9%	5,1%	5,1%	5,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

### **Unterschiedliche Entwicklung auf Segmentebene**

Neben den vorläufigen Zahlen auf Konzernebene veröffentlichte Mensch und Maschine auch ausgewählte Angaben zur Entwicklung der unterschiedlichen Sparten und Regionen des Unternehmens.

Demnach waren die Hauptwachstumstreiber in 2008 auf Länderebene der deutschsprachige Raum, Benelux und Skandinavien. Die Aktivitäten in Großbritannien erzielten währungsbereinigt ein Umsatzplus von 4 Prozent. Die Umsätze in Frankreich und Italien bewegten sich auf Vorjahresniveau. Einzig in Polen verzeichnete MuM nach einer Umsatzverdopplung in zwei Jahren einen Rückgang von 5 Prozent. Die Anfang 2008 gestartete rumänische Niederlassung kompensierte mit einem Umsatzbeitrag von 6 Mio. Euro nahezu exakt die angesprochenen Währungseffekte.

Detaillierte Segmentergebnisse wurden von MuM noch nicht genannt. Der Konzern führte jedoch aus, dass alle operativen Konzerngesellschaften inklusive der neu hinzugekommen rumänischen Einheit schwarze Zahlen auf operativer Ebene (EBIT) geschrieben haben. Eine Ausnahme bildete lediglich die bereits angesprochene Anfang 2008 übernommene CreaTa GmbH, die einen Verlust von circa 1,35 Mio. Euro auswies. Dieser Effekt wurde jedoch durch den Ertrag von ECS ausgeglichen.

Auf Produktebene kamen die Wachstumsimpulse laut Unternehmensangaben aus dem Bereich der selbst entwickelten Software.

### **Erweiterung des Geschäftsmodells stellt MuM auf breitere Basis**

Nachdem das Geschäftsmodell von Mensch und Maschine bisher auf den zwei Säulen Entwicklung von margenstarker Eigensoftware und dem volumenstarken Vertrieb der CAD-Standardsoftware des Weltmarktführers Autodesk fußte, kommt jetzt ein dritter Bereich hinzu.

Wie MuM am 26.1. meldete, hat man die günstige Gelegenheit genutzt, mittels Akquisition von zunächst fünf großen Systemhäusern in den Endkundenvertrieb vorzustoßen, um auch die Margen auf dieser Stufe zu vereinnahmen. Dieser Schritt bezieht sich nach Unternehmensangaben zunächst nur auf den deutschsprachigen Raum und sei mit dem Hauptlieferanten Autodesk abgesprochen. Außerhalb dieses Gebiets greift die strategische Änderung nicht, da Autodesk dort seine Software über Distributoren und nicht mit Hilfe von Systemhäusern vertreibt.

Die Margen in diesem zusätzlichen Geschäftszweig liegen laut Aussage von MuM in der Mitte zwischen den beiden vorhandenen Geschäftsbereichen. In der Pressemeldung führt das Unternehmen aus, dass MuM mit dem volumenstarken Distributionsgeschäft bislang eine Rohertrag von 16 Prozent und eine Umsatzrendite von 3 Prozent erzielte. Im Systemhaus-Geschäft sind nach MuM-Angaben Roherträge von 35 Prozent und Umsatzrenditen von bis zu 10 Prozent erreichbar.

Wir halten diese Vorgaben für langfristige Ziele und haben diese Zielmargen demzufolge angesichts der aktuellen konjunkturellen Situation noch nicht in unsere Schätzungen für die nähere Zukunft eingearbeitet. Laut Angaben von MuM werden die erworbenen Systemhäuser jedoch von Anfang an profitabel arbeiten. MuM übernimmt mit den Akquisitionen etwa 150 Mitarbeiter, so dass die Gesamtbelegschaft erstmals 500 Mitarbeiter übertrifft. Der Außenumsatz des MuM-Systemhaussegments dürfte laut Meldung bei 40 bis 50 Mio. Euro liegen, wobei hierunter auch rund 50 bereits bei MuM tätige Mitarbeiter fallen.

Finanziert werden die Übernahmen durch eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen im Umfang von jeweils 0,5 Mio. Aktien in 2009 und 2010. Zudem werden die derzeit im Eigenbestand befindlichen 200.000 Stück MuM-Aktien für die Transaktionen verwendet. Eine endgültige Quantifizierung des Kaufpreises ist wegen ergebnisabhängiger Komponenten erst nach Einrechnung der Ergebnisentwicklung zu einem vertraglich festgelegten Zeitpunkt möglich.

Insgesamt halten wir den jetzt getätigten Schritt strategisch für sinnvoll, da er MuM auf eine noch breitere Basis stellt und der CAD-Spezialist sich so den direkten Zugang zu den Endkunden erschlossen hat.

### **Schätzungen überarbeitet**

Nachdem Mensch und Maschine im Rahmen der vorläufigen Zahlen bereits die wesentlichen Eckpunkte für 2008 bekannt gegeben hat, lag unser Hauptaugenmerk auf einer Einarbeitung der Geschäftsmodellerweiterung in unsere Schätzungen für 2009. Dies dürfte nach unseren Überlegungen insgesamt wegen des geringeren Wareneinsatzes höhere Rohertragsmargen zur Folge haben, die jedoch in Teilen wieder durch steigende Vertriebskosten kompensiert werden. Zudem rechnen wir vor allem im ersten Halbjahr 2009 mit konjunkturbedingten Auswirkungen auf den MuM-Umsatz.

Ohne eine detaillierte Prognose zu veröffentlichen, geht MuM für 2009 von einem „Q1 etwa auf Q4-Niveau“ und einem „eher schwächeren Q2“ aus. Wir haben diese Überlegungen mit Umsatzschätzungen in Höhe von jeweils ca. 50 Mio. Euro im ersten und zweiten Quartal aufgegriffen. Zum Vergleich sei hier aufgeführt, dass gemäß den vorläufigen Zahlen im Schlussquartal 2008 Erlöse von 52,4 Mio. Euro erzielt wurden. Im dritten und vierten Quartal 2009 rechnen wir einer leichten Belebung des Geschäftes und somit mit Quartalsumsätzen von ungefähr 55 bzw. 60 Mio. Euro.

Demnach rechnen nunmehr mit einem Umsatz für das Gesamtjahr von 215 (bisher 260) Mio. Euro, was einen Umsatzrückgang von 3,7 Prozent gegenüber 2008 bedeuten würde. Wir gehen davon aus, dass viele Zielbranchen von Mensch und Maschine ihre Ausgaben für neue Software kürzen werden. An erster Stelle sei hier der Maschinenbau genannt, dessen Umsatzanteil bei MuM circa die Hälfte beträgt. Der Branchenverband VDMA erwartet für 2009 einen Umsatzrückgang um 7 Prozent.

Zugute kommen könnte MuM allerdings die Tatsache, dass die Unternehmen der Branche nach einer langen Phase mit einer Produktion an der Kapazitätsgrenze erstmals wieder Fertigungsstraßen überarbeiten und die entsprechenden Maschinen dabei auch mit neuer CAD-Software ausstatten können. Dieser Effekt dürfte die negative Branchenkonjunktur unseres Erachtens etwas abfedern.

Die Einarbeitung der Geschäftsmodellerweiterung in 2009 führt aufgrund der niedrigeren Materialeinsatzquote von 72,9 (bisher 74,9) Prozent zunächst zu einer mit 27,1 (25,2) Prozent höheren Rohertragsmarge. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir aber aufgrund höherer Vertriebskosten durch das erweiterte Geschäftsmodell sowie gleichbleibender Verwaltungskosten bei geringeren Umsätzen jetzt bei 9,0 (13,5) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf einem Niveau von 5,3 (bisher 8,8) Mio. Euro bewegen. Hier haben wir mit 0,5 (0,2) Mio. Euro aufgrund der Übernahme der fünf Systemhäuser etwas höhere Anteile Dritter eingerechnet. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 0,37 (0,65) Euro belaufen.

Unsere Dividendenschätzung senken wir folgerichtig auf 0,20 (0,30) Euro je Anteilsschein, was einer konstanten Ausschüttung auf dem Niveau der Jahre 2007 und 2008 entspräche.

Unsere Schätzungen für 2010 implizieren mit einem 5-prozentigen Umsatzzuwachs auf 226,0 (272,0) Mio. Euro zwar eine Erholung des Geschäftes. Die langjährigen Wachstumsraten von über 10 Prozent dürften nach unserer Einschätzung jedoch frühestens ab 2011 wieder erreicht werden. Das Ergebnis je Aktie haben wir in Fortschreibung der für 2009 ausführlich skizzierten Entwicklungen auf 0,54 (0,73) Euro gesenkt.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2009er-Durchschnitts-KGV von 9,1 (bisher 9,4 auf Basis 2008) unserer Peer Group von Firmen aus der CAD- bzw. PLM-Branche und Vertriebsunternehmen heran. Diese bestand bislang aus den Unternehmen CENIT, ComputerLinks, Bechtle, itelligence, Nemetschek (alle D), DASSAULT (F) und Autodesk (USA).

Unter Berücksichtigung unseres geschätzten MuM-Gewinns von 0,37 (bisher 0,65) Euro je Aktie und eines Bewertungsabschlags von 10 Prozent aufgrund der deutlich geringeren Größe von MuM gegenüber einigen Peer-Group-Werten ergibt sich hieraus ein erstes Zwischergebnis von 3,37 (bisher 5,30) Euro für die MuM-Aktie. Dieser deutlich niedrigere Ansatz resultiert aus unserer zurückgenommenen Gewinnschätzung für MuM, während sich das Bewertungsniveau der Peer Group als weitestgehend stabil erwiesen hat.

Ergänzend nehmen wir eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 6,58%, Ausgangs-Cash-Flow 6,8 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem zweiten Zwischenergebnis von 7,10 (8,36) Euro. Dieser niedrigere Wert resultiert aus unserer Rücknahme der Schätzungen. Kompensiert wird ein Teil dieses Effektes durch eine weitere Reduzierung der Nettoverschuldung in Verbindung mit einem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau und der Reduzierung des Betafaktors nach inzwischen zwei vollen Geschäftsjahren nach Ende der Restrukturierung in 2006.

Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 5,24 (6,83) Euro für die MuM-Aktie als Durchschnitt aus beiden Werten, den wir auf unser reduziertes Kursziel von 5,20 (6,80) Euro runden.

Daher bekräftigen wir aufgrund des nach wie vor großen Kurspotenzials unsere bestehende Kaufempfehlung. Zu etwas Vorsicht mahnt allerdings der erstmals seit langer Zeit unter dem aktuellen Kursniveau liegende „faire Wert“ aus der Peer-Group-Analyse, was ein etwas erhöhtes Risiko mit sich bringt.

### **Fazit**

Die von Mensch und Maschine vorgelegten vorläufigen Zahlen für 2008 lagen unter unseren Schätzungen und bewegten sich auch unter dem im Dezember von MuM in der Ad-hoc-Mitteilung vom 02.12.2008 kommunizierten Niveau. Grund ist die seit unserer letzten Analyse von Ende Oktober eingetretenen massiven Verschlechterung der konjunkturellen Lage und ein negativer Einmaleffekt (Creata-Abschreibung). Insgesamt veröffentlichte Mensch und Maschine vor diesem Hintergrund nach unserer Einschätzung aber immer noch ein akzeptables Ergebnis.

Die mit dem Hauptvertriebspartner Autodesk abgesprochene Erweiterung des Geschäftsmodells und die in diesem Rahmen erfolgte Übernahme von fünf Systemhäusern erachten wir als sinnvoll. Die Marge in dieser neue Sparte bewegt sich laut Unternehmensangaben in der Mitte zwischen der margenstarken Eigensoftware und derjenigen, die beim volumenstarken Vertrieb der Fremdsoftware von Autodesk erzielt werden kann.

Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet und rechnen demnach nach einem Umsatz und Gewinnrückgang in 2009 erst in 2010 mit einer Erholung des MuM-Geschäftes. Die MuM-Aktie bietet jedoch selbst bei vorsichtiger Wahl der Schätzungsparameter unseres Erachtens immer noch großes Kurspotenzial. Angesichts der sehr guten Marktposition ist das geschätzte KGV von 10,5 auf Basis des Jahres 2009 vollauf gerechtfertigt, zumal MuM noch immer eine (steuerfreie!) Dividendenrendite von 5,1 Prozent aufweist.

Wir erneuern daher unsere Kaufempfehlung, allerdings mit einem hauptsächlich aufgrund der Schätzungsrevisionen auf 5,20 Euro reduzierten Kursziel.

## Gewinn- und Verlustrechnung

Mensch und Maschine Software SE										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>170,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>212,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>223,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>215,0</b>	<b>100%</b>	<b>226,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			25,0%		4,8%		-3,7%		5,1%	
Materialkosten	123,6	72,6%	159,3	74,8%	167,4	75,0%	156,7	72,9%	160,5	71,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>46,7</b>	<b>27,4%</b>	<b>53,6</b>	<b>25,2%</b>	<b>55,8</b>	<b>25,0%</b>	<b>58,3</b>	<b>27,1%</b>	<b>65,5</b>	<b>29,0%</b>
Vertriebs- und Marketingkosten	26,3	15,4%	28,1	13,2%	29,0	13,0%	32,3	15,0%	36,2	16,0%
Allgemeine und Verwaltungskosten	9,0	5,3%	10,1	4,7%	10,5	4,7%	11,2	5,2%	12,0	5,3%
Forschungs- und Entwicklungskosten	6,0	3,5%	7,3	3,4%	8,3	3,7%	8,4	3,9%	9,0	4,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,8%	1,9	0,9%	2,3	1,0%	2,3	1,1%	3,6	1,6%
<b>EBITA vor Sondereffekten</b>	<b>6,8</b>	<b>4,0%</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7%</b>	<b>10,3</b>	<b>4,6%</b>	<b>8,8</b>	<b>4,1%</b>	<b>12,0</b>	<b>5,3%</b>
Sondereffekte (Desinv. / Restrukturr.)	0,4	0,3%	-0,2	0,2%	1,1	0,2%	0,2	0,2%	0,2	0,2%
<b>EBITA (vor Impairment)</b>	<b>7,2</b>	<b>4,2%</b>	<b>9,8</b>	<b>4,6%</b>	<b>11,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>9,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>12,2</b>	<b>5,4%</b>
Firmenwertabschreibungen (Impairment)	0,0	0,0%	0,0	0,2%	1,4	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>7,2</b>	<b>4,2%</b>	<b>9,8</b>	<b>4,6%</b>	<b>10,0</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>12,2</b>	<b>5,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,6%		2,4%		-10,8%		35,9%	
Finanzergebnis	-2,2	-1,3%	-2,1	-1,0%	-1,9	-0,9%	-1,6	-0,7%	-1,2	-0,5%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,0</b>	<b>3,0%</b>	<b>7,7</b>	<b>3,6%</b>	<b>8,1</b>	<b>3,6%</b>	<b>7,4</b>	<b>3,4%</b>	<b>11,0</b>	<b>4,9%</b>
Steuerquote	36,0%		20,6%		18,5%		21,0%		21,0%	
Ertragssteuern	1,8	1,1%	1,6	0,7%	1,5	0,7%	1,5	0,7%	2,3	1,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,1</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,8</b>	<b>2,7%</b>	<b>8,7</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			90,1%		8,4%		-12,4%		49,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,2		0,1		0,2		0,5		0,7	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8%</b>	<b>6,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>6,4</b>	<b>2,9%</b>	<b>5,3</b>	<b>2,5%</b>	<b>8,0</b>	<b>3,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			99,4%		6,9%		-17,5%		50,0%	
Anzahl der Aktien	12,497		12,800		13,578		14,300		14,800	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,24</b>		<b>0,47</b>		<b>0,47</b>		<b>0,37</b>		<b>0,54</b>	
<b>EBITA je Aktie ohne Sondereffekte</b>	<b>0,54</b>		<b>0,78</b>		<b>0,76</b>		<b>0,61</b>		<b>0,81</b>	

**Aktionärsstruktur**

Herr Adi Drotleff	43,8%
Herr Werner Schwenkert	6,1%
Ratio Asset Management LLP, London	2,9%
Streubesitz	47,2%

**Termine**

16.03.2009	Geschäftsbericht 2008
27.04.2009	Quartalsbericht Q1/2009
28.05.2009	Hauptversammlung
27.07.2009	Halbjahresbericht 2009
26.10.2009	Quartalsbericht Q3/2009

**Kontaktadresse**

Mensch und Maschine Software SE  
Argelsrieder Feld 5  
D-82234 Wessling / München

Email: [info@mum.de](mailto:info@mum.de)

Internet: [www.mum.de](http://www.mum.de)

**Ansprechpartner Investor Relations:**

Michael Endres

Tel.: +49 (0) 8153 / 933 - 261

Fax: +49 (0) 8153 / 933 - 104

Email: [investor-relations@mum.de](mailto:investor-relations@mum.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

## Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
29.10.2008	3,60 €	Kaufen	6,80 €
29.07.2008	5,10 €	Kaufen	7,50 €
23.06.2008	5,44 €	Kaufen	7,50 €
27.02.2008	5,55 €	Kaufen	8,10 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2008):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Mensch und Maschine SE	1, 4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.