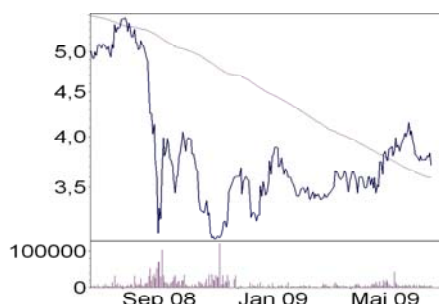


Akt. Kurs (29.07.09, 11:12, Xetra): 3,68 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,90 (4,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,50 €	3,00 €
Aktueller Kurs:	3,68 €	
Aktienzahl ges.:	14.200.000	
Streubesitz:	50,4%	
Marktkapitalis.:	52,3 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

#### Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	213	223	172	202
<i>bisher</i>	---	---	202	210
<b>EBIT</b>	9,8	10,3	2,6	9,1
<i>bisher</i>	---	---	7,1	9,1
<b>Jahresüb.</b>	6,0	5,8	1,6	6,0
<i>bisher</i>	---	---	3,5	5,1
<b>Erg./Aktie</b>	0,47	0,43	0,12	0,40
<i>bisher</i>	---	---	0,25	0,34
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,20	0,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	7,9	8,6	31,9	9,1
<b>Div.rendite</b>	4,1%	5,4%	5,4%	5,4%

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

#### 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. Seit dem Jahresanfang 2009 hat MuM den Geschäftsumfang mit dem Systemhausgeschäft um eine dritte Sparte erweitert.

#### Anlagekriterien

##### Zweites Quartal 2009 bringt noch keine Trendwende

Die verhaltene Wirtschaftsentwicklung mit hohen Auftragseinbrüchen in einigen der Zielbranchen von MuM wie z.B. dem Maschinenbau belastete auch die Geschäftsentwicklung im zweiten Quartal des Geschäftsjahres 2009. Demnach ermäßigte sich der Umsatz um über ein Viertel auf 37,2 (Vj. 52,6) Mio. Euro.

Ein positives Zeichen sendet jedoch unseres Erachtens die auf 33 (27) Prozent im zweiten Quartal gestiegene Rohertragsmarge (Umsatz minus Materialaufwand). Hier machte sich der im Zuge des neuen Geschäftsmodells mit über einem Drittel auf 24,9 (38,3) Mio. Euro gesunkene Materialaufwand positiv bemerkbar. Der Rohertrag sank folgerichtig auf absoluter Basis mit minus 14 Prozent auf 12,3 (14,3) Mio. Euro nur unterproportional.

Das operative Ergebnis (EBIT) rutschte jedoch mit minus 0,3 (+1,9) Mio. Euro in die roten Zahlen. Bei Herausrechnung der Firmenwertabschreibungen in Höhe von 0,5 (0,1) Mio. Euro gemäß dem MuM-Berichtsformat EBITA konnte jedoch Mensch und Maschine mit plus 0,2 (2,1) einen für die Außenwirkung psychologisch wichtigen Gewinn ausweisen.

Das Quartalsergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter belief sich auf minus 0,1 (+1,0) Mio. Euro. Insgesamt lagen die Zahlen auf absoluter Ebene leicht unter unseren Erwartungen, wenngleich uns die gestiegene Rohertragsmarge in diesem Umfang positiv überrascht hat.

##### Halbjahreszahlen 2009 noch im Bann der Rezession

Trotz der Stabilisierung des Geschäftes auf niedrigem Niveau wirkt bei der Betrachtung der Halbjahreszahlen das schwache erste Quartal 2009 noch nach. Zudem verstärkte der Effekt, dass sowohl das für Mensch und Maschine (MuM) traditionell wichtige Auftaktquartal in 2008 als auch das zweite Quartal noch in eine wirtschaftliche Boomphase fielen, den Basiseffekt beim Vorjahresvergleich.

Auf Halbjahresebene verzeichnet MuM einen Umsatzrückgang um 29 Prozent auf 85,1 (Vj. 119,6) Mio. Euro. Der Materialaufwand bildete sich im Zuge der Etablierung der Systemhaussparte mit über einem Drittel auf 59,0 (89,9) Mio. Euro überproportional zurück. Folgerichtig schrumpfte der Rohertrag lediglich um 12 Prozent auf 26,1 (29,7) Mio. Euro, so dass sich die Rohertragsmarge sogar um sechs Punkte auf 31 (25) Prozent verbesserte.

Das operative Ergebnis (EBIT) verschlechterte sich deutlich um 80 Prozent auf 1,2 (5,8) Mio. Euro. Hier machte sich die „Zangenbewegung“ aus sinken-

den Umsätzen und den um knapp ein Fünftel wegen der Übernahmen auf 15,9 (Vj. 13,4) Mio. Euro gestiegenen Personalkosten negativ bemerkbar. Das Halbjahresergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter verschlechterte sich um 83 Prozent auf 0,6 (3,7) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,05 (0,27) Euro einher ging.

Insgesamt konnten die Zahlen natürlich auf absoluter Ebene unseres Erachtens nicht überzeugen. Auf der anderen Seite zeigt die verbesserte Rohertragsmarge, dass das neue Geschäftsmodell sinnvoll ist und auch in einem wirtschaftlich besseren Umfeld sowohl die vom Unternehmen wie auch von uns erwarteten Renditen erwirtschaften dürfte.

### **Halbjahres-Segmentbericht zeigt eine differenzierte Entwicklung**

Der Segmentbericht zeigte unserer Meinung nach eine deutlich differenziertere Entwicklung als die Betrachtung des MuM-Konzerns als Einheit. Während die Sparte Distribution (von CAD-Fremdsoftware des Marktführers Autodesk) mit voller Wucht die negativen Auswirkungen der Wirtschaftskrise zu spüren bekam, hielt sich die Sparte der MuM-Eigensoftware vergleichsweise gut.

Auch die Systemhaussparte legte laut Aussage von Vorstand Adi Drotleff einen guten Start hin. Da die Vorjahreszahlen jedoch lediglich auf Umgliederungen gemäß den IFRS-Richtlinien für die Segmentberichterstattung beruhen, verzichten wir wegen der fehlenden Aussagekraft hier auf die Nennung der Vorjahreszahlen.

Wie bereits einleitend angesprochen brach der Außenumsatz in der Sparte Distribution um 45 Prozent auf 58,6 (Vj. 105,8) Mio. Euro deutlich ein. Trotz einer hohen Kostendisziplin konnte dieser Rückgang ergebnisseitig nicht aufgefangen werden, so dass das operative Ergebnis (EBIT) mit 0,5 (3,5) Mio. Euro weniger als ein Fünftel des Vorjahreswertes erreichte.

Die Anfang 2009 gegründete Systemhaussparte bildete mit einem Außenumsatz von 15,2 Mio. Euro das zweitgrößte Segment. Mit einer Rohertragsmarge von 39 Prozent ist dieses Geschäftsfeld von der Ertragsstärke wie von Vorstand Adi Drotleff angekündigt zwischen der Eigensoftware (ungefähr 90%) und der Fremdsoftware (circa 17%) angesiedelt. In Anbetracht der gerade begonnenen Geschäftstätigkeit und des derzeitigen wirtschaftlichen Umfeldes halten wir hingegen das operative Ergebnis (EBIT) von minus 0,3 Mio. Euro noch nicht für aussagekräftig. Vorstand Adi Drotleff peilt hier langfristig eine Marge von 10 Prozent des Umsatzes als Zielgröße an.

Die Sparte Eigensoftware konnte sich mit einem Umsatzrückgang von 13,8 Prozent auf 11,3 (Vj. 13,1) Mio. Euro zwar nicht dem wirtschaftlichen Umfeld gänzlich entziehen, blieb aber von einem drastischen Einbruch verschont. Nach unserem Eindruck liegt dies am kundenspezifischen Zuschnitt der dort erstellten Softwarelösungen, die die Hemmschwelle für ein Streichen oder ein Verschieben der Aufträge höher legen als dies bei Standard- bzw. Fremdsoftware der Fall ist.

Auf der Ertragsseite zeigte die Eigensoftware mit einem EBIT von 0,9 (2,2) Mio. Euro ihre weiterhin hohe Bedeutung für das Ergebnis des MuM-Konzerns und steuerte somit fast 80 (37) Prozent zum Konzern-EBIT in Höhe von 1,2 (5,8) Mio. Euro bei. Obwohl natürlich auch hier das absolute Ertragsniveau derzeit unbefriedigend ist, gehen wir davon aus, dass wegen ihrer ertragsstabilisierenden Wirkung das Segment Eigensoftware weiterhin eine feste Größe im MuM-Konzern darstellen wird.

Auf geografischer Ebene fiel der Umsatzrückgang in Deutschland mit fast einem Drittel auf 21,2 (31,4) Mio. Euro deutlicher aus als im Ausland, wo MuM 27 Prozent weniger Umsatz generierte und auf 63,9 (88,2) Mio. Euro kam. Insgesamt sind wir der Meinung, dass der Segmentbericht trotz des auf absoluter Ebene unbefriedigenden Umsatz- und Ertragsniveaus interessante Details des neuen Zuschnitts der Mensch und Maschine SE dem Anleger vermittelt hat.

### **Zunächst Akquisitionspause - MuM aber bereit für weitere Übernahmen**

Das Thema der jüngsten Zeit in der Softwarebranche war die Übernahme des drittgrößten deutschen Softwarefirma IDS Scheer AG durch die Nummer zwei, der Darmstädter Software AG. Vorstand Adi Drotleff sieht sich hier aufgrund der jetzt erreichten guten Aufstellung mit den drei skizzierten Säulen jedoch gut aufgestellt. Er geht zwar von weiteren Übernahmen durch Mensch und Maschine aus, sieht diese aber auf einem gänzlich anderen Niveau. Kurzfristig steht jedoch nach der Übernahme einiger Systemhäuser zu Jahresbeginn die Integration der erworbenen Unternehmen in den MuM-Konzern im Vordergrund der Management-Aktivitäten.

In der umgekehrten Richtung sieht Vorstand Adi Drotleff den MuM-Konzern trotz des derzeit niedrigen Aktienkurses nicht als Übernahmekandidat. Als größter Aktionär habe er im Gegenteil die seiner Meinung nach zu niedrigen Kurse wiederholt für die Ausweitung seines Engagements genutzt. Wir könnten uns hier nur eine Übernahme durch den Kooperationspartner Autodesk in ähnlicher Weise wie z.B. bei Kyocera / Triumph Adler vorstellen, halten dies jedoch derzeit für unwahrscheinlich. Autodesk übernimmt als indirekter Vertrieber nach Expertenmeinung grundsätzlich keine Vertriebsfirmen.

### **Schätzungen überarbeitet und an Konjunkturlage angeglichen**

Die von uns bereits zum ersten Quartal skizzierten Tendenzen der „neuen“ Mensch und Maschine Software SE haben sich auch im Halbjahr fortgesetzt, so dass wir unsere Schätzungen lediglich auf absoluter Ebene etwas nach unten korrigiert haben. Die qualitativen Aussagen behalten wir hingegen bei. Wir gehen allerdings jetzt erst von einer nennenswerten Erholung im vierten Quartal aus.

Das neue Systemhausgeschäft weist demnach in der Summe einen niedrigeren Materialaufwand als das Distributionsgeschäft auf, in dem Fremdsoftware des Marktführers Autodesk vertrieben wird, was tendenziell der Rohmarge zugute kommt. Ein Teil des Ertrages wird jedoch von den höheren Personalkosten aufgezehrt.

Insgesamt rechnen wir für das Geschäftsjahr 2009 nunmehr mit einem Umsatz von 172 (bisher 202) Mio. Euro, was einen Umsatzrückgang von einem Viertel gegenüber 2008 bedeuten würde. Damit liegen wir in der Mitte des von MuM kommunizierten Korridors, der je nach Konjunkturlage jetzt einen Umsatz von 160 bis 180 (bisher 180 bis 220) Mio. Euro vorsieht.

Wir gehen weiterhin 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 in einer Bandbreite von 10 bis 20 Prozent, wobei man momentan eher das Touchieren der 20 Prozent-Marke als wahrscheinlich ansieht.

Nach dem Vorliegen der Halbjahreszahlen haben wir erneut unsere Aufwandsquoten an das neue Geschäftsmodell angeglichen. Wir haben deshalb die Materialaufwandsquote nochmals auf 69,4 (bisher 70,7) Prozent gesenkt, so dass sich mit 30,6 (29,3) Prozent eine höhere Rohertragsmarge ergeben sollte.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir wegen der nochmals nach unten gesenkten Umsatzprognose bei größtenteils stabilen Kosten nur noch bei 2,6 (7,1) Mio. Euro. MuM selbst geht von einem EBITA (ohne Firmenwertabschreibungen) in einer Bandbreite von 2 bis 6 Mio. Euro aus, was gemäß unseren Schätzungen mit einem EBIT von 0,3 bis 4,3 Mio. korrespondieren würde.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf einem Niveau von 1,6 (3,6) Mio. Euro bewegen. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 0,12 (0,25) Euro belaufen. Unsere Dividendenschätzung haben wir mit 0,20 Euro je Anteilsschein trotzdem unverändert gelassen, da wir hier von einer Fortsetzung der stets aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik von MuM ausgehen.

Unsere Schätzungen für 2010 implizieren jetzt einen deutlicheren Umsatzzuwachs auf 202 (210) Mio. Euro. Wir erwarten, dass die wirtschaftliche Erholung in das traditionell starke erste Quartal fällt und insofern die Basis für ein gutes Gesamtjahr 2010 legt.

Das Ergebnis je Aktie haben wir in Fortschreibung der für 2009 ausführlich skizzierten Entwicklungen auf 0,40 (0,34) Euro etwas nach oben korrigiert, da wir davon ausgehen, dass MuM durch den neuen Unternehmenszuschnitt von der wirtschaftlichen Erholung in 2010 etwas mehr als bisher von uns geschätzt auch auf der Ertragsseite profitieren dürfte. In 2011 sollte dann das Vorkrisenniveau wieder übertroffen werden.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2009er-Durchschnitts-KGV von 11,3 (bisher 10,2) unserer Peer Group von Firmen aus der CAD- bzw. PLM-Branche und Vertriebsunternehmen heran. Diese besteht weiterhin aus den Unternehmen CENIT, ComputerLinks, Bechtle, itelligence, Nemetschek (alle D), DASSAULT (F) und Autodesk (USA).

Unter Berücksichtigung unseres geschätzten MuM-Gewinns von 0,12 (0,25) 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 Zwischenergebnis von 1,17 Euro für die MuM-Aktie. Dieses vergleichsweise niedrige Niveau resultiert aus unserer deutlichen Rücknahme der Gewinnschätzungen für das laufende Geschäftsjahr.

Ergänzend nehmen wir eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,96%, Positiver Ausgangs-Cash-Flow 3,7 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem zweiten Zwischenergebnis von 6,62 (4,88) Euro. Dieser deutlich höhere Wert resultiert aus einer Rücknahme einiger liquiditätswirksamer Parameter, die wir bislang sehr vorsichtig angesetzt hatten.

Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 3,89 (4,01) Euro für die MuM-Aktie als Durchschnitt aus beiden Werten, den wir auf unser nochmals leicht reduziertes Kursziel von 3,90 (4,00) Euro runden. Daher stufen wir die Aktie weiterhin als solide Halteposition ein.

**Fazit**

Die Halbjahreszahlen der Mensch und Maschine Software SE (MuM) fielen unseres Erachtens auf absoluter Ebene unbefriedigend aus. Auf der anderen Seite zeigten sich mit der gestiegenen Rohertragsmarge die erwarteten operativen Ergebnisse des Einstiegs in das Systemhausgeschäft. Diese sollte langfristig dann auch eine zwischen den Segmenten Vertrieb von Fremdsoftware und Eigensoftware liegende Marge generieren.

Momentan dämpft die aktuell in die Peer-Group-Bewertung einfließende Gewinnsituation des Unternehmens den Kursspielraum nach oben. Auf der anderen Seite zeigt das DCF-Modell die mit der Drei-Segment-Strategie verbundenen Gewinn- und Kursspielräume für das Unternehmen bzw. die Aktie auf. Insofern überraschte es uns nicht, dass die Börse vergleichsweise gelassen auf das „durchwachsene“ Zahlenwerk von Mensch und Maschine reagierte und die Aktie im Schleptau der Veröffentlichung nicht unter Druck geriet.

Insofern ist es für einen breiten Einstieg in die Aktie aufgrund der kurzfristigen Gewinnentwicklung noch zu früh. Auf der anderen Seite können spekulative Investoren, die bereits jetzt auf die auch von uns erwartete deutliche Erholung des Geschäftes im nächsten Jahr setzen wollen, bei Kursrücksetzern erste Stücke der MuM-Aktie vergleichsweise preiswert einsammeln.

Insgesamt ist die MuM-Aktie somit für uns momentan eine solide Halteposition.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Mensch und Maschine Software SE</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>212,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>223,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>172,0</b>	<b>100%</b>	<b>202,0</b>	<b>100%</b>	<b>228,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-22,9%		17,4%		12,9%	
Materialaufwand	159,3	74,8%	167,2	74,9%	119,4	69,4%	140,8	69,7%	159,4	69,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-28,6%		17,9%		13,2%	
<b>Rohertrag</b>	<b>53,6</b>	<b>25,2%</b>	<b>55,9</b>	<b>25,1%</b>	<b>52,6</b>	<b>30,6%</b>	<b>61,2</b>	<b>30,3%</b>	<b>68,6</b>	<b>30,1%</b>
Personalaufwand	23,6	11,1%	26,8	12,0%	31,3	18,2%	32,3	16,0%	33,3	14,6%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		16,8%		3,2%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-19,3	-9,1%	-17,3	-7,8%	-16,2	-9,4%	-17,2	-8,5%	-18,5	-8,1%
Veränderung zum Vorjahr			-10,4%		-6,5%		6,2%		7,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>10,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>11,8</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2</b>	<b>3,0%</b>	<b>11,7</b>	<b>5,8%</b>	<b>16,9</b>	<b>7,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,3%		-56,3%		127,1%		44,0%	
Gesamte Abschreibungen	0,9	0,4%	1,5	0,7%	2,6	1,5%	2,6	1,3%	2,7	1,2%
Veränderung zum Vorjahr			66,7%		72,0%		1,8%		4,2%	
<i>nachrichtlich: Firmenwertabschreibungen</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,6</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,6</i>	<i>0,7%</i>
<i>nachrichtlich: EBITA gem. Berichtsformat</i>	<i>9,9</i>	<i>4,7%</i>	<i>10,9</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,2</i>	<i>2,4%</i>	<i>10,7</i>	<i>5,3%</i>	<i>15,7</i>	<i>6,9%</i>
<b>EBIT</b>	<b>9,8</b>	<b>4,6%</b>	<b>10,3</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>9,1</b>	<b>4,5%</b>	<b>14,1</b>	<b>6,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-75,0%		252,3%		55,5%	
Finanzergebnis	-2,1	-1,0%	-2,0	-0,9%	-0,7	-0,4%	-0,8	-0,4%	-0,8	-0,3%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		65,6%		-17,4%		1,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>7,7</b>	<b>3,6%</b>	<b>8,3</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1%</b>	<b>8,3</b>	<b>4,1%</b>	<b>13,3</b>	<b>5,8%</b>
Steuerquote	20,8%		32,5%		10,0%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	1,6	0,8%	2,7	1,2%	0,2	0,1%	2,3	1,1%	3,7	1,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,1</b>	<b>2,9%</b>	<b>5,6</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0%</b>	<b>6,0</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,6</b>	<b>4,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,2%		-69,6%		250,2%		61,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		-0,2		0,1		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>6,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>5,8</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9%</b>	<b>6,0</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,6</b>	<b>4,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-72,4%		272,0%		61,0%	
Anzahl der Aktien	12,800		13,570		13,900		14,800		14,800	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,47</b>		<b>0,43</b>		<b>0,12</b>		<b>0,40</b>		<b>0,65</b>	

**Aktionärsstruktur**

Herr Adi Drotleff	43,2%
Herr Werner Schwenkert	6,0%
Eigene Anteile	1,2%
Streubesitz	50,4%

**Termine**

26.10.2009	Quartalsbericht Q3/2009
15.03.2010	Geschäftsbericht 2009
26.04.2010	Quartalsbericht Q1/2010
20.05.2010	Hauptversammlung
26.07.2010	Halbjahresbericht 2010

**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 „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkauf“ 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
04.05.2009	3,58 €	Halten	4,00 €
11.02.2009	3,89 €	Kaufen	5,20 €
29.10.2008	3,60 €	Kaufen	6,80 €
29.07.2008	5,10 €	Kaufen	7,50 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,2%	55,6%
Halten	27,8%	27,6%
Verkaufen	19,0%	14,8%

### 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.