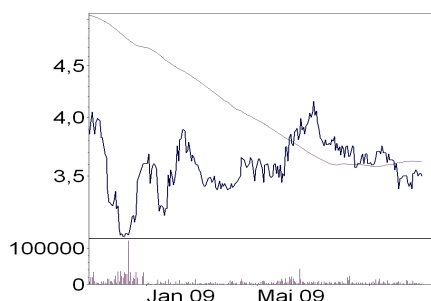


Akt. Kurs (30.10.09, 9:23, Xetra): 3,40 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,70 (3,90) EUR**

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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	4,15 €	3,00 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	3,40 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	14.587.875	
<b>Streubesitz:</b>	53,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	49,6 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

#### Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	213	223	172	202
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	9,8	10,3	1,9	8,9
<i>bisher</i>	---	---	2,6	9,1
<b>Jahresüb.</b>	6,0	5,8	0,6	5,7
<i>bisher</i>	---	---	1,6	6,0
<b>Erg./Aktie</b>	0,47	0,43	0,04	0,38
<i>bisher</i>	---	---	0,12	0,40
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,00	0,20
<i>bisher</i>	---	---	0,20	---
<b>KGV</b>	7,3	8,0	75,9	8,9
<b>Div.rendite</b>	4,4%	5,9%	0,0%	5,9%

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 Jahresbeginn 2009 hat MuM den Geschäftsumfang mit dem Systemhausgeschäft um eine dritte Sparte erweitert.

#### Anlagekriterien

##### Rote Zahlen im dritten Quartal 2009, aber erste Stabilisierungstendenzen

Das dritte Quartal 2009 setzte die Tendenz der bisherigen Interimsberichte fort. Der Umsatz sank um etwas über ein Viertel auf 36,1 (Vj. 51,2) Mio. Euro. Der Materialaufwand ermäßigte sich aufgrund von Erlösverlagerungen in das Systemhausgeschäft um 35 Prozent auf 24,7 (38,2) Mio. Euro überproportional, so dass sich der Rohertrag nur um 12 Prozent auf 11,4 (13,0) Mio. Euro zurückbildete.

Das Betriebsergebnis in der Definition von Mensch und Maschine (EBITA, d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) drehte mit minus 1,1 (+1,7) Mio. Euro aufgrund zweier Faktoren ins negative Terrain. Zum einen fehlten konjunkturbedingt Umsätze, um eine optimale Fixkostendegression zu erreichen, zum anderen verursachte der weitere Aufbau des Systemhausgeschäftes mit 8,2 (6,5) Mio. Euro um ein Viertel höhere Personalkosten, denen noch nicht die im Endausbau des neuen Geschäftsmodells geplanten Umsätze gegenüberstanden.

Das Betriebsergebnis (EBIT) unter Berücksichtigung der Firmenwertabschreibungen rutschte mit minus 1,5 (+1,6) Mio. Euro aufgrund der mit der Übernahme der Systemhäuser verbundenen Abschreibungen von 0,4 (0,1) Mio. Euro noch etwas höher in die roten Zahlen.

Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter profitierte im dritten Quartal von einer Steuergutschrift von 0,6 (Vj. Aufwand 0,3) Mio. Euro, fiel mit minus 1,4 (+0,9) Mio. Euro aber ebenfalls negativ aus. Insgesamt sind die Zahlen für uns nachvollziehbar, konnten jedoch auf Ergebnisebene trotz vorsichtiger Schätzungen unseren Erwartungen nicht ganz genügen.

##### Neunmonatszahlen für 2009 noch unter dem Einfluss der Rezession

Auch wenn die Mensch und Maschine Software SE (MuM) im Neunmonatsbericht von ersten Tendenzen einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau spricht, machte sich der extrem schwache Jahresauftakt in den jetzt veröffentlichten Zahlen immer noch stark bemerkbar. Unglücklicherweise fiel der Tiefpunkt der Rezession und die damit einher gehende Zurückhaltung der für MuM wichtigen Zielbranchen ausgerechnet in das traditionell sehr wichtige Auftaktquartal. Im Wesentlichen treffen die bei der Kommentierung der Zahlen zum dritten Quartal getroffenen Aussagen auch auf die Neunmonatszahlen zu.

So sank der Umsatz nach neun Monaten um über ein Viertel auf 121,2 (Vj. 170,8) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis in der Definition von MuM (EBITA, d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) verschlechterte sich hauptsächlich aufgrund des auf 24,1 (19,8) Mio. Euro angestiegenen Personalaufwands

deutlich auf 0,8 (Vj. 7,8) Mio. Euro. Das EBIT rutschte mit minus 0,4 (+7,4) Mio. Euro leicht in die roten Zahlen. Das Neunmonatsergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter stellte sich mit minus 0,7 (4,6) Mio. Euro ebenfalls deutlich unter dem Vorjahresniveau ein, was mit einem Ergebnis je Aktie von minus 0,05 (+0,34) Euro einher ging.

Allerdings konnte MuM auch auf Neunmonatsebene im Gegensatz zum Vergleichszeitraum von einer entlastenden Steuerbuchung von 0,4 (Vj. Aufwand 1,6) Mio. Euro profitieren, was die Vergleichbarkeit des Neunmonatsergebnisses etwas erschwert.

Insgesamt konnten die Zahlen natürlich auf absoluter Ebene erneut nicht überzeugen. Allerdings zeigt die auf 30,9 (25,0) Prozent verbesserte Rohertragsmarge, dass das neue Geschäftsmodell sinnvoll ist und in einem wirtschaftlich besseren Umfeld sowohl die vom Unternehmen als auch von uns erwarteten Renditen erwirtschaften dürfte.

### **Neunmonats-Segmentbericht zeigt erneut differenzierte Entwicklung**

Bei der Beurteilung des Segmentberichts ist zu beachten, dass Teile des bisher im Bereich Distribution verbuchten Umsatzes jetzt in der neuen Systemhaussparte ausgewiesen werden. Eine hundertprozentige Vergleichbarkeit wird somit nach Aussage von MuM-Vorstandssprecher Adi Drotleff erst bei der Berichterstattung für 2010 gewährleistet sein, wenn die jetzt gemeldeten Zahlen für 2009 die Vorjahreszahlen repräsentieren. Aus diesen Gründen haben wir nachfolgend erneut die Vorjahreszahlen im Systemhausgeschäft nicht angegeben, da das Segment zu diesem Zeitpunkt noch nicht existierte und der hier für 2008 ausgewiesene Umsatz somit nur aus IFRS-induzierten nachträglichen Umbuchungen resultiert.

Bei den einzelnen Umsatzzahlen fehlten dem Segment Distribution somit neben umbuchungsbedingten Erlösen auch konjunkturbedingt Umsätze. Insofern ist der Erlösrückgang auf 80,6 (Vj. 150,9) Mio. Euro hier zwar drastisch, aber erklärbar. Der Rohertrag brach im gleichen Umfang auf 13,7 (24,4) Mio. Euro ein. Das Betriebsergebnis in der MuM-Definition (EBITA, d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) brach ebenfalls deutlich ein und erreichte mit 37 Tausend (4,5 Mio.) Euro gerade noch eine „schwarze Null“.

Die Systemhaussparte übertraf mit 24,4 Mio. Euro bereits jetzt die MuM-Eigensoftware. Dabei wurde ein Rohertrag von 9,3 Mio. Euro erzielt, was einer Marge von 38,3 Prozent entsprach und somit das von Vorstandssprecher Adi Drotleff geplante Niveau von 35 Prozent bereits jetzt übertraf. Im Zuge der noch anfallenden Anlaufkosten wurden beim Segmentergebnis mit minus 0,4 Mio. Euro noch rote Zahlen geschrieben. Herr Drotleff geht er nach derzeitigem Erkenntnisstand jedoch davon aus, dass die Systemhaussparte schon im vierten Quartal 2009 ein positives Betriebsergebnis ausweisen wird.

Zwar ist das Segment Eigensoftware nach dem massiven Ausbau des Systemhausgeschäftes auf der Umsatzseite inzwischen nur noch die drittgrößte Sparte, jedoch für das Ertragsniveau des Unternehmens nach wie vor unverzichtbar. Der Umsatz hielt sich hier mit einem Rückgang von 13 Prozent auf 16,3 (18,8) Mio. Euro noch vergleichsweise gut. Der Rohertrag bildete sich um ein Fünftel auf 14,5 (17,6) Mio. Euro zurück, was einer Marge von 88,9 (93,8) Prozent entsprach. Das Betriebsergebnis wurde mit 1,2 (3,0) Mio. Euro ausgewiesen, was zwar auf Konzernebene rote Zahlen nicht verhindern konnte, diese aber zumindest in Grenzen hielt.

Auf geografischer Ebene fiel der Erlösrückgang in Deutschland mit fast einem Drittel auf 30,2 (Vj. 45,4) Mio. Euro deutlicher aus als im Ausland, wo das Unternehmen 27 Prozent weniger Umsatz generierte und auf 91,0 (125,4) Mio. Euro kam.

Insgesamt sind wir der Meinung, dass der Segmentbericht dem Anleger trotz des auf absoluter Ebene unbefriedigenden Umsatz- und Ertragsniveaus interessante Details des neuen Zuschnitts der Mensch und Maschine Software SE vermittelt hat. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft bei einer konjunkturellen Normalisierung und einer besseren Fixkostendegression auch wieder zufriedenstellende Ergebnisse unterhalb der Kennziffer Rohertrag ausweisen wird.

### **Schätzungen modifiziert und an Unternehmensprognose angepasst**

Die von uns bereits zum ersten Quartal und zum Halbjahr skizzierten Tendenzen der „neuen“ Mensch und Maschine Software SE (MuM) haben sich auch auf Neunmonatebene fortgesetzt, so dass wir unsere Schätzungen lediglich bei einigen Kostenpositionen auf absoluter Ebene etwas nach unten korrigiert haben. Die qualitativen Aussagen behalten wir hingegen bei.

Wir gehen nach den im Neunmonatsbericht getroffenen Aussagen weiterhin von einer Erholung des Geschäftes im vierten Quartal aus. Insbesondere erwarten wir, dass die Zielbranchen des Unternehmens ihre Ausgaben für neue Software jetzt wieder auf ein normales Niveau hochfahren werden. An erster Stelle sei hier der Maschinenbau genannt, dessen Umsatzanteil bei MuM circa die Hälfte beträgt. Vor diesen Hintergründen behalten wir unsere Umsatzschätzung für 2009 bei.

Das neue Systemhausgeschäft weist in der Summe einen niedrigeren Materialaufwand als die Distributionssparte auf, in der Fremdsoftware des Marktführers Autodesk vertrieben wird, was tendenziell der Rohertragsmarge zugutekommt. Ein Teil dieses Ertrages wird jedoch von den höheren Personalkosten aufgezehrt.

Insgesamt rechnen wir für das Geschäftsjahr 2009 unverändert mit einem Umsatz von 172 Mio. Euro, was einen Rückgang von knapp einem Viertel gegenüber 2008 bedeuten würde. Damit liegen wir leicht über der jetzt von MuM korrigierten Prognose, die Erlöse in einem Korridor von 163 bis 171 (bisher 160 bis 180) Mio. Euro vorsieht.

Unsere Aufwandsprognosen im Personalbereich haben wir an den Geschäftsverlauf angepasst. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir bei einer unveränderten Umsatzschätzung bei mit Ausnahme der Personalaufwendungen größtenteils stabilen Kosten nur noch bei 1,9 (2,6) Mio. Euro. Das Unternehmen geht von einem EBITA (ohne Firmenwertabschreibungen) in einer Bandbreite von 2 bis 4 (bisher 6) Mio. Euro aus. Wir schätzen das EBITA auf 3,5 (4,2) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf einem Niveau von 0,6 (1,6) Mio. Euro bewegen. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 0,04 (0,12) Euro belaufen. Unsere Dividendenschätzung haben wir folgerichtig auf 0,00 (0,20) Euro je Anteilsschein gesenkt. Vorstandssprecher Adi Drotleff wollte sich verständlicherweise zur Dividendenthematik zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht äußern.

Unsere Umsatzschätzungen für 2010 haben wir mit 202 Mio. Euro beibehalten. Wir erwarten, dass sich die wirtschaftliche Erholung im traditionell starken

ersten Quartal fortsetzt und insofern die Basis für ein gutes Gesamtjahr 2010 legt.

Das Ergebnis je Aktie haben wir in Fortschreibung der für 2009 skizzierten Entwicklungen aufgrund leicht höherer Personalkostenansätze geringfügig auf 0,38 (bisher 0,40) Euro zurück genommen, da wir davon ausgehen, dass MuM durch den neuen Unternehmenszuschnitt von der wirtschaftlichen Erholung in 2010 auch auf der Ertragsseite profitieren dürfte. In 2011 sollte deshalb das Vorkrisenniveau wieder übertroffen werden.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2009er-Durchschnitts-KGV von 12,5 (bisher 12,5) unserer Peer Group von Firmen aus der CAD- bzw. PLM- (Product Lifecycle Management) Branche und Vertriebsunternehmen heran. Diese besteht weiterhin aus den Unternehmen CENIT, Bechtle, Intelligence, Nemetschek (alle D), DASSAULT (F) und Autodesk (USA).

Unter Berücksichtigung unseres geschätzten MuM-Gewinns von 0,04 (0,12) 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 0,50 (1,17) Euro für die MuM-Aktie. Dieses vergleichsweise niedrige Niveau resultiert aus unserer nochmaligen Rücknahme der Gewinnschätzungen für das laufende Geschäftsjahr.

Eine Umstellung auf die Gewinnerwartung für 2010 von 0,38 Euro je Aktie halten wir angesichts der unsicheren Wirtschaftsprognosen für das kommende Jahr und einer naturgemäß noch fehlenden Unternehmens-Guidance zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch für zu früh. Der sich hier ergebende Wert von 4,31 Euro liefert dem Anleger jedoch eine interessante Indikation.

Ergänzend nehmen wir weiterhin eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,98%, Positiver Ausgangs-Cash-Flow 4,7 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem zweiten Zwischenergebnis von 6,94 (6,62) Euro.

Auf Basis des Durchschnitts aus beiden Ergebnissen errechnen wir einen fairen Wert von 3,72 (3,89) Euro für die MuM-Aktie, den wir auf unser nochmals leicht reduziertes Kursziel von 3,70 (3,90) Euro runden. Daher stufen wir die Aktie weiterhin als solide Halteposition ein. Kursperspektiven ergeben sich demnach erst, wenn unsere Schätzungen für 2010 von Unternehmens- und Konjunkturseite nachhaltige Unterstützung erfahren und somit als belastbarer als zum gegenwärtigen Zeitpunkt angesehen werden können.

### **Fazit**

Auch die Neunmonatszahlen der Mensch und Maschine Software SE (MuM) fielen durchwachsen aus und konnten auf Ertragsebene aufgrund der Fixkostenbelastungen naturgemäß nicht überzeugen. Dennoch zeigt unseres Erachtens vor allem die Segmentberichterstattung, dass sich die neue strategische Aufstellung mit der neben Eigen- und Fremdsoftware dritten Säule Systemhausgeschäft langfristig auszahlen wird und somit die richtige Entscheidung war.

Nach wie vor dämpft die aktuell in unsere Peer Group-Bewertung einfließende Ertragssituation des Unternehmens den Kursspielraum nach oben. Wir halten

allerdings eine Umstellung des Bewertungsmodells auf die 2010er Gewinnerwartungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht für opportun. Unser DCF-Modell zeigt jedoch unverändert die mit der Drei-Segment-Strategie verbundenen Gewinn- und Kursspielräume für das Unternehmen bzw. die Aktie auf. Insofern können wir die vergleichsweise besonnene Reaktion der Börse auf die durchwachsenen Neunmonatszahlen nachvollziehen.

Für einen breiten Einstieg in die Aktie ist es aufgrund der kurzfristigen Ergebniserwartung unseres Erachtens noch zu früh. Spekulative Investoren, die bereits jetzt auf die auch von uns prognostizierte deutliche Geschäftserholung im nächsten Jahr setzen wollen, können jedoch bei Rücksetzern unter das aktuelle Kursniveau erste Stücke der MuM-Aktie vergleichsweise preiswert einsammeln.

Insgesamt ist die MuM-Aktie für uns momentan bei einem Kursziel von 3,70 Euro noch eine Halteposition. Bei einer Untermauerung unserer optimistischen Schätzungen für 2010 auch durch allgemeine Konjunktur- und Branchenprognosen könnte sich jedoch aus den in dieser Research-Note geschilderten Gründen wieder nennenswertes Kurspotenzial ergeben.

## 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>Rohrertrag</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%	32,0	18,6%	32,5	16,1%	33,3	14,6%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		19,4%		1,7%		2,4%	
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>4,5</b>	<b>2,6%</b>	<b>11,5</b>	<b>5,7%</b>	<b>16,9</b>	<b>7,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,3%		-62,1%		157,5%		46,5%	
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>3,5</i>	<i>2,0%</i>	<i>10,5</i>	<i>5,2%</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>1,9</b>	<b>1,1%</b>	<b>8,9</b>	<b>4,4%</b>	<b>14,1</b>	<b>6,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-81,6%		369,8%		59,0%	
Finanzergebnis	-2,1	-1,0%	-2,0	-0,9%	-0,9	-0,5%	-1,0	-0,5%	-1,0	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		57,0%		-17,4%		-1,6%	
<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>1,0</b>	<b>0,6%</b>	<b>7,9</b>	<b>3,9%</b>	<b>13,1</b>	<b>5,8%</b>
Steuerquote	20,8%		32,5%		30,0%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	1,6	0,8%	2,7	1,2%	0,3	0,2%	2,2	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>0,7</b>	<b>0,4%</b>	<b>5,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>9,4</b>	<b>4,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,2%		-87,1%		685,2%		66,4%	
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>0,6</b>	<b>0,4%</b>	<b>5,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>9,4</b>	<b>4,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-89,3%		811,3%		66,4%	
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>0,04</b>		<b>0,38</b>		<b>0,64</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Herr Adi Drotleff	41,2%
Herr Werner Schwenkert	5,7%
Streubesitz	53,1%

## **Termine**

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 „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
29.07.2009	3,68 €	Halten	3,90 €
04.05.2009	3,58 €	Halten	4,00 €
11.02.2009	3,89 €	Kaufen	5,20 €
29.10.2008	3,60 €	Kaufen	6,80 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

## 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.