

Akt. Kurs (10.05.2010, 10:28, Xetra): 3,46 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,90 (3,70) EUR**

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

Kurzporträt

Die Mensch und Maschine Software SE 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 das Unternehmen seine Tätigkeitsfelder mit dem Systemhausgeschäft um eine dritte Sparte erweitert.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,15 €	3,12 €
Aktueller Kurs:	3,46 €	
Aktienzahl ges.:	14.587.875	
Streubesitz:	53,1%	
Marktkapitalis.:	50,5 Mio. €	

Anlagekriterien

Endgültige Zahlen fallen gegenüber vorläufigen Kennziffern schlechter aus

Nachdem die Erwartungshaltung der Marktbeobachter im Vorfeld der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes der Mensch und Maschine Software SE für 2009 nicht sehr hoch war, hielt sich auch die negative Reaktion der Marktteilnehmer auf die gegenüber den vorläufigen Zahlen nochmals reduzierten Kennziffern in Grenzen.



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Erwartungsgemäß sank der Umsatz um etwas mehr als ein Viertel auf 163,3 (Vj. 223,1) Mio. Euro, was der bereits bekannten vorläufigen Größe von 164 Mio. Euro entsprach. Größere Abweichungen gegenüber den vorläufigen Zahlen (siehe unsere Research-Note vom 03.02.2010) ergaben sich hingegen bei allen Ergebniskennziffern. Nach unserem Eindruck hat das Unternehmen hier alle bilanziellen Möglichkeiten genutzt, um sämtliche Risikoaufwendungen in das ohnehin nicht mehr zu rettende Geschäftsjahr 2009 zu packen, um dann unbelastet in 2010 durchstarten zu können.

Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	223	163	186	210
<i>bisher</i>	---	164	---	---
EBIT	10,3	-2,5	3,0	8,1
<i>bisher</i>	---	-0,7	---	---
Jahresüb.	5,8	-4,8	1,1	4,7
<i>bisher</i>	---	-3,2	---	---
Erg./Akte	0,43	-0,34	0,07	0,32
<i>bisher</i>	---	-0,23	---	---
Dividende	0,20	0,00	0,10	0,15
<i>bisher</i>	---	---	0,00	0,10
KGv	8,1	n.a.	47,8	11,0
Div.rendite	5,8%	0,0%	2,9%	4,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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

Das Betriebsergebnis (EBITDA) brach um fast 90 Prozent auf 1,4 (13,0) Mio. Euro ein und lag damit um 0,4 Mio. Euro unter unserer Schätzung von 1,8 Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter drehte mit minus 4,8 (+5,8) Mio. Euro ins negative Terrain. Die Gründe hierfür lagen in der konsequenten Abschreibungspolitik des Unternehmens und einer trotz des Verlustes sehr konservativen Bewertung der latenten Steuern.

Die Mensch und Maschine Software SE hatte bei der Vorlage der vorläufigen Zahlen keine konkrete Angabe zum Jahresüberschuss gemacht, die Anleger jedoch mit der Formulierung, dass dieser „klar negativ“ ausfallen werde, schon einmal auf das jetzt gemeldete Szenario vorbereitet. Wir hatten den Jahresüberschuss auf minus 3,2 Mio. Euro geschätzt und gehen davon aus, dass die Lücke zu den jetzt gemeldeten Zahlen durch sehr konservativ bemessene Firmenwertabschreibungen und Bewertungen der latenten Steuern entstanden ist.

Das Ergebnis je Aktie betrug minus 0,34 (+0,42) Euro. Einziger positiver Aspekt des Jahresabschlusses 2009 ist sowohl aus unserer als auch Unternehmenssicht der starke operative Cash Flow, der mit plus 5,7 (+9,3) Mio. Euro sogar um 0,7 Mio. höher ausfiel als der im Februar gemeldete Wert von circa 5 Mio. Euro. An dieser Kennziffer zeigt sich, dass die Mensch und Maschine Software SE trotz der schlechten Ergebniskennzahlen im abgelaufenen Geschäftsjahr jederzeit handlungsfähig und aufgrund einer nach wie vor zufriedenstellenden Cash-Position niemals auch nur im Ansatz in ihrer Existenz gefährdet war.

Erstes Quartal markiert guten Start in das Geschäftsjahr 2010

Nach dem Einbruch der Ergebniskennziffern in 2009 erwarteten alle Marktteilnehmer mit Spannung den gewohnt ausführlichen Bericht der Mensch und Maschine Software SE für das Auftaktquartal 2010. Dies brachte eine leichte Erholung sowohl bei den Erlösen als auch auf der Ergebnisseite.

Der Umsatz legte um 8,1 Prozent auf 51,8 (Vj. 48,0) Mio. Euro zu. Die Rohertragsmarge (Umsatz minus Materialaufwand) verbesserte sich durch das zunehmend an Bedeutung gewinnende dritte Konzernstandbein Systemhausgeschäft um 2,4 Punkte auf 31,3 (28,9) Prozent.

Als Folge des sich aufgrund der Umsatzzuwächse jetzt wieder positiv auswirkenden Trends der Fixkostendegression erhöhte sich das operative Ergebnis (EBITDA) überproportional um 14 Prozent auf 2,2 (2,0) Mio. Euro. Das EBIT verbesserte sich hingegen nur leicht um 1,6 Prozent auf 1,5 (1,4) Mio. Euro. Der Grund hierfür lag in den um knapp die Hälfte auf 0,8 (0,5) Mio. Euro erhöhten Abschreibungen. Diese teilten sich auf in 0,3 (0,2) Mio. Euro planmäßige und 0,5 (0,3) Mio. Euro kaufpreisbedingte Abschreibungen.

Da sich das Finanzergebnis mit minus 0,3 (-0,3) Mio. Euro stabil entwickelte, verbesserte sich auch der Jahresüberschuss vor Steuern leicht um 3,7 Prozent auf 1,2 (1,1) Mio. Euro. Aufgrund eines mit 0,4 (0,3) Mio. Euro etwas höheren Steueraufwandes stagnierte hingegen der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mit 0,75 (0,77) Mio. Euro nahezu.

Insgesamt werten wir vor allem die operative Entwicklung im ersten Quartal positiv. Da die Wirtschaftskrise die Mensch und Maschine Software SE erst ab dem zweiten Quartal 2009 mit voller Wucht traf, lag die Messlatte im Gegensatz zu den kommenden Zwischenergebnissen noch vergleichsweise hoch. Wir sehen deshalb im Auftaktquartal vielversprechende Ansätze, dass 2010 für das Unternehmen besser verlaufen sollte als das vergangene Rezessionsjahr. Dazu wird nach unserer Einschätzung auch die noch vergleichsweise neue Säule Systemhausgeschäft beitragen.

Segmentbericht: Systemhausgeschäft gewinnt planmäßig an Fahrt

Auch wenn die Zahlen des ersten Quartals gerade in der momentanen Wirtschaftslage des leichten Aufschwungs nicht überinterpretiert werden sollten, zeigt der Segmentbericht unseres Erachtens die richtigen Tendenzen. Hier gewann die Systemhaussparte weitere Bedeutung im Konzern, auch wenn sie naturgemäß auf der Ertragebene wegen des noch laufenden Aufbauprozesses noch nicht das geplante Niveau erreichte.

Im Einzelnen bildeten sich die Erlöse des nach wie vor größten Segments Distribution (von Fremdsoftware) um 5 Prozent auf 32,2 (Vj. 34,0) Mio. Euro zurück. Der Vorstandsvorsitzende Adi Drotleff erläuterte dazu, dass hier jedoch der konjunkturelle Umsatzrückgang zunehmend kleiner werde und der Hauptteil plangemäß an das Systemhausgeschäft abgegeben wurde, ohne dass er hier konkrete Zahlen nennen wollte. Auf der Ergebnisebene profitierte das Distributionsgeschäft von einer teilweisen Verlagerung der Personalkosten in die Systemhaussparte, so dass sich das Segmentergebnis (EBITDA) auf 1,6 (0,8) Mio. Euro verdoppelte.

Das bereits angesprochene Systemhausgeschäft verzeichnete einen um fast drei Viertel auf 13,6 (7,9) Mio. Euro erhöhten Umsatz. Hier sei jedoch auch auf die niedrige Ausgangsbasis verwiesen. Das Segmentergebnis (EBITDA) rutschte mit minus 0,2 (+0,3) Mio. Euro zwar in die roten Zahlen, ist aber wegen

der noch laufenden Aufbauphase der Sparte noch nicht aussagekräftig. Hier liefert das mit plus 5,2 (Vj. +2,7) Mio. Euro nahezu verdoppelte Rohergebnis eine interessante Indikation für das mögliche zukünftige Ertragsniveau dieses Bereichs. Dieses sieht der Vorstandsvorsitzende Adi Drotleff bei einer EBIT-DA-Rendite von circa 10 Prozent.

Die auf Umsatzebene mit 6,0 (6,1) Mio. Euro jetzt kleinste Sparte Eigensoftware lieferte hingegen ihren gewohnt soliden Ergebnisbeitrag zum Abschneiden des Gesamtkonzerns. Das Segmentergebnis (EBITDA) entwickelte sich hier mit 0,8 (0,9) Mio. Euro weitgehend stabil.

Auf geografischer Ebene meldete die Mensch und Maschine Software SE für uns etwas überraschend in Deutschland einen Umsatzrückgang von knapp einem Viertel auf 11,6 (15,1) Mio. Euro. Dieser wurde jedoch durch das gute Auslandsgeschäft überkompensiert. Hier meldete das Unternehmen einen deutlichen Umsatzzuwachs um über 20 Prozent auf 40,2 (32,9) Mio. Euro.

Vorstandsvorsitzender Adi Drotleff merkte dazu an, dass dies ein Nebeneffekt der Umstellung auf das volumenschwächere, aber wertschöpfungsstärkere Systemhausgeschäft in Deutschland sei. Segmentergebnisse im sog. „sekundären Berichtsformat“ nach IFRS müssen von dem Unternehmen nicht veröffentlicht werden.

Schätzungen nur im Bereich der Dividendenprognose verändert

Nach den aus unserer Sicht durchaus zufriedenstellenden Quartalszahlen haben wir unsere Schätzungen unverändert belassen. Positiv haben wir auch die bestätigte Unternehmensprognose für die Kennziffern Umsatz und EBIT-DA zur Kenntnis genommen. Diese Guidance hat die Mensch und Maschine Software SE nun um die Kennziffer des Jahresüberschusses bzw. des Ergebnisses je Aktie ergänzt. Nachfolgend erörtern wir unsere Erwartungen und ordnen die unternehmenseigene Prognose diesbezüglich ein.

Für 2010 rechnen wir weiterhin mit einem Umsatz von 186,0 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einen knapp 14prozentigen Zuwachs bedeuten würde. Die Unternehmens-Guidance beträgt hier unverändert 180 bis 185 Mio. Euro, was leicht unter unserer Schätzung liegt. Hier sind wir demzufolge etwas optimistischer als die Gesellschaft selbst.

Das Betriebsergebnis (EBITDA) sehen wir unverändert bei 5,8 Mio. Euro, was eine Verdreifachung gegenüber dem Rezessionsjahr 2009 bedeuten würde. Wir bewegen uns hier am oberen Ende der vom Unternehmen veröffentlichten Bandbreite von 4,5 bis 6,5 Mio. Euro. Nach dem schwierigen Vorjahr gehen wir davon aus, dass der Konzern hier sehr vorsichtig gerechnet haben dürfte.

Unseren Ansatz für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter haben wir mit unverändert 1,1 Mio. Euro sehr vorsichtig belassen. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 0,07 Euro belaufen. Wir bewegen uns mit dieser Einschätzung in der Mitte des jetzt erstmals veröffentlichten Unternehmens-Prognosekorridors, der von 0,5 bis 2,0 Mio. Euro bzw. 3 bis 14 Cent je Aktie reicht.

Neu und von uns wohlwollend zur Kenntnis genommen ist die Aussage, dass man sich bei Erreichen der angesprochenen Werte wieder eine Dividendenzahlung im Bereich von 10 Cent je Anteilsschein vorstellen könne. Daraus resultiert auch die einzige Änderung unserer Schätzungen, da wir hier aus Vorsichtsgründen bislang nicht von einer Ausschüttung für 2010 ausgegangen waren.

Für 2011 rechnen wir mit einer deutlichen Geschäftserholung, wenngleich das Rekordniveau des Jahres 2008 (siehe GuV-Schätzungstableau auf Seite 6) noch nicht wieder erreicht werden dürfte. Hier stufen wir die Unternehmensaussage als realistisch ein, dass dies wohl erst wieder in 2012 der Fall sein wird. Wir haben für 2011 lediglich unsere Dividendenprognose mit 0,15 (bisher 0,10) Euro an den Basiseffekt aus dem Vorjahr angepasst.

Bewertung

Für die Bewertung der Mensch und Maschine-Aktie ziehen wir das 2010er-Durchschnitts-KGV von 17,2 (bisher 14,2) unserer Peer Group von Firmen aus der CAD- bzw. PLM- (Product Lifecycle Management) Branche und Vertriebsunternehmen heran. Diese besteht weiterhin aus den Firmen CENIT, Bechtle, itelligence, Nemetschek (alle D), DASSAULT (F) und Autodesk (USA). Das Branchen-KGV einer breiten Auswahl von Firmen aus dem Bereich Spezialsoftware bestätigt mit einem Wert von 17,3 (14,9) unsere Unternehmensauswahl.

Unter Berücksichtigung des Mensch und Maschine-EPS für 2010 in Höhe von unverändert 7 Cent je Aktie und eines Bewertungsabschlags von 10 Prozent aufgrund der deutlich geringeren Größe gegenüber einigen Peer Group-Werten erhalten wir aus diesem Bewertungsansatz ein erstes Zwischenergebnis von 1,12 (0,92) Euro.

Für eine Umstellung der Bewertung auf das 2011er-EPS in Höhe von unverändert 0,32 Euro je Aktie ist es unseres Erachtens zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch zu früh. Der sich hier ergebende Wert von 4,87 (4,02) Euro liefert dem Anleger jedoch eine interessante Indikation und unterstreicht das Kurspotenzial der Aktie bei einer Normalisierung der Wirtschaftslage, die unseres Erachtens gegen Ende des Jahres an Fahrt gewinnen wird.

Ergänzend nehmen wir weiterhin eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,45%, normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~6,8 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem zweiten Zwischenergebnis von 6,75 (6,43) Euro. Der höhere Wert resultiert bei unveränderten Schätzungen aus dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau.

Auf Basis des Durchschnitts aus beiden Ergebnissen errechnen wir einen fairen Wert von 3,93 (3,68) Euro für die Aktie der Mensch und Maschine Software SE, den wir auf unser leicht erhöhtes Kursziel von 3,90 (3,70) Euro abrunden. Daher stufen wir die Aktie weiterhin als solide Halteposition ein.

Kursperspektiven ergeben sich unseres Erachtens erst, wenn unsere Schätzungen für 2011 von Unternehmens- und Konjunkturseite nachhaltige Unterstützung erfahren und somit als belastbarer als zum gegenwärtigen Zeitpunkt angesehen werden können. Dann sehen wir auch Kurse von deutlich über 5 Euro wieder als realistisch an.

Spekulative Investoren, die sich bereits jetzt für das kommende Geschäftsjahr positionieren wollen, können unseres Erachtens nach dem positiven Grundtenor des Berichtes zum Auftaktquartal 2010 mit dem Aufbau erster Positionen beginnen.

Fazit

Nachdem die Mensch und Maschine Software SE bereits ausführliche vorläufige Zahlen für 2009 veröffentlicht hatte, war die Erwartungshaltung im Vorfeld

der Publikation der endgültigen Zahlen nicht sehr hoch. Insofern halten wir es für wahrscheinlich, dass das Unternehmen alle vertretbaren Risikoaufwendungen in die Bilanz für das Rezessionsjahr 2009 gepackt hat, um dann in 2010 unbelastet durchstarten zu können.

Auch wenn das absolute Niveau der Zahlen zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres noch ausbaufähig ist, haben wir dennoch den positiven Grundtenor der Publikation wohlwollend zur Kenntnis genommen. Zudem werten wir es als erfreulich, dass die bereits bekannten Teile der Unternehmensprognose für 2010 bestätigt wurden.

Eine positive Überraschung markierte für uns die Aussage zur Dividende. Die Mensch und Maschine Software SE kann sich nach eigenen Worten bei Erreichen der prognostizierten Zahlen durchaus eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung auf einem Niveau von circa 10 Cent für das Geschäftsjahr 2010 vorstellen.

Insgesamt sehen wir die Aktie der Mensch und Maschine Software SE im Zuge der leichten Besserung der Geschäftslage weiterhin als solide Halteposition mit einem aus kapitalmarkttechnischen Gründen leicht um 20 Cent auf 3,90 Euro erhöhten Kursziel. Hier könnte sich unseres Erachtens erst bei einer Umstellung des Bewertungsmodells auf das Ergebnis je Aktie für 2011 hinreichendes Kurspotenzial bis in den Bereich über 5 Euro ergeben.

Neben unserer Hauptempfehlung „Halten“ für konservative Investoren können spekulative Anleger, die sich bereits jetzt für 2011 positionieren wollen, mit dem Kauf erster Mensch und Maschine-Aktien beginnen. Für einen breiten Einstieg in den Titel ist es unseres Erachtens jedoch noch zu früh. Hierfür bedarf es unserer Ansicht nach einer weiteren Bestätigung der positiven Tendenz des Berichtes zum ersten Quartal 2010 durch gute Halbjahres- und Neunmonatszahlen, was wir jedoch für wahrscheinlich halten.

Gewinn- und Verlustrechnung

Mensch und Maschine Software SE										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
Umsatzerlöse	223,1	100,0%	163,3	100%	186,0	100%	210,0	100%	229,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			-26,8%		13,9%		12,9%		9,0%	
Materialaufwand	167,2	74,9%	112,3	68,8%	127,0	68,3%	142,8	68,0%	156,2	68,2%
Veränderung zum Vorjahr			-32,8%		13,1%		12,4%		9,4%	
Rohertrag	55,9	25,1%	51,0	31,2%	59,0	31,7%	67,2	32,0%	72,8	31,8%
Veränderung zum Vorjahr			-8,8%		15,6%		14,0%		8,4%	
Personalaufwand	26,8	12,0%	32,9	20,1%	33,9	18,2%	35,7	17,0%	37,9	16,6%
Veränderung zum Vorjahr			22,6%		3,0%		5,5%		6,2%	
Sonstiges Ergebnis	-17,3	-7,8%	-16,7	-10,2%	-19,3	-10,4%	-20,4	-9,7%	-22,0	-9,6%
Veränderung zum Vorjahr			3,5%		-15,8%		-5,5%		-7,8%	
EBITDA	11,8	5,3%	1,4	0,9%	5,8	3,1%	11,1	5,3%	12,9	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			-87,8%		300,1%		92,5%		16,6%	
Gesamte Abschreibungen	1,5	0,7%	3,9	2,4%	2,8	1,5%	3,0	1,5%	3,1	1,3%
Veränderung zum Vorjahr			160,0%		-28,5%		9,1%		0,8%	
EBIT	10,3	4,6%	-2,5	-1,5%	3,0	1,6%	8,1	3,8%	9,9	4,3%
Veränderung zum Vorjahr			-123,9%		221,0%		170,7%		22,5%	
Finanzergebnis	-2,0	-0,9%	-1,6	-1,0%	-1,5	-0,8%	-1,6	-0,8%	-1,7	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			20,0%		7,0%		-5,8%		-9,0%	
<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>	
Ergebnis vor Steuern	8,3	3,7%	-4,1	-2,5%	1,5	0,8%	6,5	3,1%	8,2	3,6%
Steuerquote	32,5%		-17,2%		28,0%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	2,7	1,2%	0,7	0,4%	0,4	0,2%	1,8	0,9%	2,3	1,0%
Jahresüberschuss	5,6	2,5%	-4,8	-2,9%	1,1	0,6%	4,7	2,2%	5,9	2,6%
Veränderung zum Vorjahr			-185,0%		122,5%		335,5%		25,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	-0,2		0,0 *		0,0 *		0,0 *		0,0 *	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,8	2,6%	-4,8	-2,9%	1,1	0,6%	4,7	2,2%	5,9	2,6%
Veränderung zum Vorjahr			-182,1%		122,5%		335,5%		25,8%	
Anzahl der Aktien	13,570		13,900		14,800		14,800		14,800	
Gewinn je Aktie	0,43		-0,34		0,07		0,32		0,40	

* Anteile Dritter vorhanden, aber unter Ausweisgrenze

Aktionärsstruktur

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

Termine

20.05.2010	Hauptversammlung
26.07.2010	Halbjahresbericht 2010
25.10.2010	Quartalsbericht Q3/2010
21.03.2011	Geschäftsbericht 2010
25.04.2011	Quartalsbericht Q1/2011

Kontaktadresse

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

Email: info@mum.de

Internet: 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

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
03.02.2010	3,49 €	Halten	3,70 €
30.10.2009	3,40 €	Halten	3,70 €
29.07.2009	3,68 €	Halten	3,90 €
04.05.2009	3,58 €	Halten	4,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,0%	60,7%
Halten	37,3%	35,7%
Verkaufen	15,7%	3,6%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Mensch und Maschine Software 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), 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.