

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 4,50** (alt: 4,50)

**Kurs** EUR 3,81  
**Bloomberg** MUM GR  
**Reuters** MUMG  
**Branche** Software

**Softwarevertriebsunternehmen für CAD/CAM Software mit umfangreichem Angebot eigener Produkte.**



Aktien Daten: 23.07.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 55,6 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 68,0 Mio.  
**Buchwert:** EUR 24,4 Mio.  
**Aktienanzahl:** 14,6 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 13,0 Tsd.

**Aktionäre:**  
Freefloat 53,1 %  
Adi Drotleff 41,2 %  
Werner Schwenkert 5,7 %  
**Termine:**  
Zahlen Q3 25.10.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	180	0	188	0	197	0
<b>EBIT</b>	3,4	0	6,6	0	8,9	0
<b>EPS</b>	0,07	0	0,21	0	0,32	0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 26.07.2010  
Analyst: Felix Ellmann  
+49 (0)40-309537-120  
ellmann@ses.de

## Gutes Q2 - Zweites Halbjahr entscheidend

Am 26.07.10 legte die Mensch und Maschine SE die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2010 vor. **Umsatz und Ergebnis konnten die Erwartungen übertreffen.** Auch der operative Cash-Flow fiel mit EUR 2,7 Mio. im ersten Halbjahr sehr gut aus.

### Mensch und Maschine - Q2 2010

Angaben in Mio. EUR	Q2/10	Q2/10e	Q2/09	yoy	6M/10	6M/10e	6M/09	yoy
<b>Umsatz</b>	45,6	36,2	37,2	22,7%	97,4	88,0	85,1	14,5%
<b>EBITDA</b>	0,7	0,0	0,4	53,8%	2,9	2,2	2,4	21,5%
<i>Marge</i>	1,4%	-0,1%	1,1%		3,0%	2,5%	2,8%	
<b>EBITA</b>	0,3	-0,2	0,2	78,9%	2,3	1,8	1,9	17,3%
<i>Marge</i>	0,7%	-0,5%	0,5%		2,3%	2,0%	2,3%	
<b>EBIT</b>	-0,2	-0,7	-0,3	-27,7%	1,3	0,8	1,2	8,9%
<i>Marge</i>	-0,5%	-1,8%	-0,8%		1,3%	0,9%	1,4%	
<b>EPS in EUR</b>	-0,01	-0,03	-0,01	0,0%	0,04	0,02	0,05	-20,0%

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Neben einer generell besseren Konjunktur konnte insbesondere das hochmarginige **Softwaregeschäft im zweiten Quartal deutlich zulegen (+17%)**. Die Ertragsauswirkung eines Umsatzzuwachses ist in diesem Segment aufgrund des hohen Rohertrags besonders deutlich. Rund 13% des Umsatzes stammten aus dem Bereich Software, dabei wurden 1/3 des Konzern-Rohertrags in diesem Segment erwirtschaftet.

Trotz des guten Halbjahres ist ein zweites Halbjahr auf ähnlichem Niveau für die Ergebnisentwicklung bedeutend. Vornehmlich das Q4 zählt bei Mensch und Maschine zu den starken Quartalen und sollte somit einen maßgeblichen Beitrag zum Erreichen der Ertragsziele liefern. Insbesondere im Softwarebereich besteht bei einer Fortsetzung des erfreulichen Umsatzrends und einer Rückkehr zum typischen Investitionsverhalten der Kunden das Potenzial wieder zu alten Margen aufzuschließen.

**Die Prognosen (SES) werden nicht angepasst.** Das Unternehmen avisiert für 2010 bei einem Umsatz zwischen EUR 185 – 190 Mio. (vorherige Guidance um EUR 5 Mio. angehoben) ein EBITDA zwischen EUR 4,5 – 6,5 Mio.

Am 25.10.10 wird die Gesellschaft über das Q3 berichten. Dieses sollte positiv ausfallen und etwa auf dem Niveau des Q2 liegen.

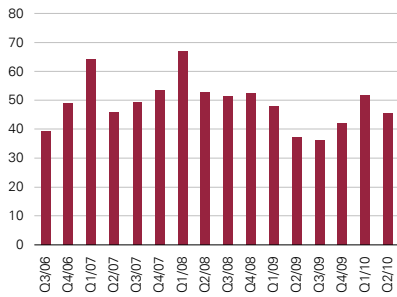
**Vor dem Hintergrund der unveränderten Prognosen bleibt die Einschätzung (Kaufen) für das Unternehmen unverändert. Das Kursziel liegt bei EUR 4,50.**

### Geschäftsjahresende:

31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<i>in EUR Mio</i>							
<b>Umsatz</b>	170	213	223	163	180	188	197
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	15,7 %	25,0 %	4,8 %	-26,8 %	10,5 %	4,0 %	5,0 %
<b>Rohertrag</b>	170	53,6	55,9	51,0	58,6	61,9	67,0
<i>Rohertragsmarge</i>	100,0 %	25,2 %	25,1 %	31,2 %	32,5 %	33,0 %	34,0 %
<b>EBITDA</b>	8,1	10,7	13,0	1,4	6,3	9,4	11,8
<i>EBITDA-Marge</i>	4,8 %	5,0 %	5,8 %	0,8 %	3,5 %	5,0 %	6,0 %
<b>EBIT</b>	7,3	9,8	10,3	-2,5	3,4	6,6	8,9
<i>EBIT-Marge</i>	4,3 %	4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,9 %	3,5 %	4,5 %
<b>Jahresüberschuss</b>	3,0	6,0	5,8	-4,8	1,0	3,2	4,8
<b>EPS</b>	0,24	0,47	0,42	-0,34	0,07	0,21	0,32
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,30	0,22	0,62	0,33	0,09	0,23	0,43
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,20	0,00	0,10	0,13	0,19
<i>Dividendenrendite</i>	3,9 %	5,2 %	5,2 %	n.a.	2,6 %	3,3 %	5,0 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	8,5	6,5	5,3	50,3	10,8	7,0	5,2
<b>EV/EBIT</b>	9,5	7,0	6,7	n.m.	19,8	10,1	6,9
<b>KGV</b>	15,9	8,1	9,1	n.m.	54,4	18,1	11,9
<b>ROCE</b>	19,7 %	21,9 %	22,0 %	-5,3 %	6,8 %	12,6 %	16,2 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	11,5 %	15,3 %	19,1 %	2,0 %	9,0 %	13,9 %	18,9 %

## Entwicklung Umsatz

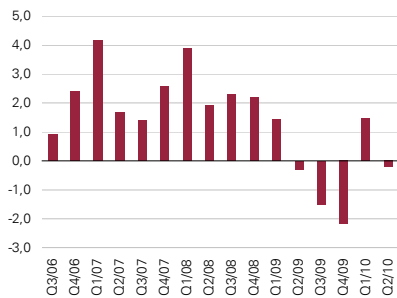
in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

## Entwicklung EBIT

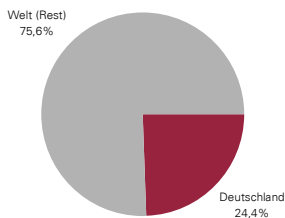
in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

## Umsatz nach Regionen

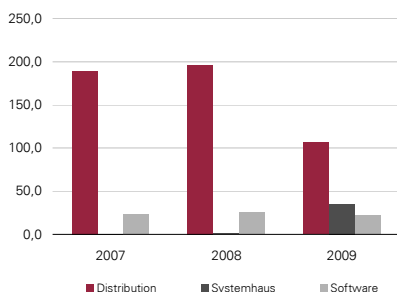
2009



Quelle: Mensch und Maschine

## Umsatzaufteilung nach Bereichen

in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

## Unternehmenshintergrund

Die 1984 gegründete Mensch und Maschine ist Anbieter und Vertriebsunternehmen von Computer Aided Design / Manufacturing (CAD/CAM) Software. Nach der Gründung konzentrierte sich das Unternehmen primär auf den „veredelnden Großhandel“ von CAD-Basissoftware des US-Anbieters Autodesk.

## Wettbewerbsqualität

Im sehr fragmentierten Markt für CAD/CAM-Lösungen ist MuM eines der größten Unternehmen und positioniert sich mit einigen klaren Wettbewerbsvorteilen:

- Enorme Vertriebsstärke: MuM verfügt über einen exzellenten Marktzugang. Das Unternehmen betreibt mehrere Standorte in verschiedenen europäischen Ländern. Darüber hinaus gibt es Vertriebsniederlassungen in den USA, in der APAC-Region und in Japan.
- Hohe installierte Basis: Die Anzahl installierter Arbeitsplätze ist sehr hoch. Aus dieser installierten Basis entstehen jährlich erhebliche neue Installationen, hinzu kommen Wartungseinnahmen.
- Als größter Autodesk-Partner ist Mensch und Maschine aber exzellent positioniert: Autodesk gilt als technologischer Marktführer für CAD-Anwendungen in Bereichen wie Bau und Architektur, Geodateninformationssysteme und Tiefbau, Mechanik und Maschinenbau, Media und Entertainment sowie mobile Datendienste. Autodesk hat ein diversifiziertes Software-Portfolio, das Lösungen für die Erstellung, Verwaltung und gemeinsame Nutzung digitaler Datenbestände anbietet (PDM). Von weltweit 2.500 Entwicklern von Zusatzanwendungen ist Mensch und Maschine einer der größten.
- Eigenprodukte als wichtiges Stellscheidungsmerkmal: Einen beträchtlichen Teil des Umsatzes erwirtschaftet Mensch und Maschine mit Eigenprodukten. Diese Eigenprodukte sind in ihren Nischen führend und grenzen MuM in bestimmten Gebieten als Branchenspezialist vom Wettbewerb ab.

**Gewinn- und Verlustrechnung Mensch und Maschine**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>170</b>	<b>213</b>	<b>223</b>	<b>163</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>197</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>170</b>	<b>213</b>	<b>223</b>	<b>163</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>197</b>
Materialaufwand	0,0	159	167	112	122	126	130
<b>Rohertrag</b>	<b>170</b>	<b>53,6</b>	<b>55,9</b>	<b>51,0</b>	<b>58,6</b>	<b>61,9</b>	<b>67,0</b>
Personalaufwendungen	0,0	23,6	26,8	32,9	30,7	31,9	33,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	1,9	5,4	3,9	1,8	1,9	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	21,2	21,4	20,6	23,5	22,5	23,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8,1</b>	<b>10,7</b>	<b>13,0</b>	<b>1,4</b>	<b>6,3</b>	<b>9,4</b>	<b>11,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0
<b>EBITA</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>12,3</b>	<b>0,4</b>	<b>5,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,8</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	2,0	2,2	2,0	1,9	2,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>7,3</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,9</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,7	1,8	1,9	1,1	1,7	1,7	1,7
Finanzergebnis	-2,2	-2,1	-2,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>1,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,2</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>1,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,2</b>
Steuern gesamt	1,9	1,6	2,7	0,7	0,5	1,5	2,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>
Minority interest	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Mensch und Maschine**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	0,0 %	74,8 %	75,0 %	68,8 %	67,5 %	67,0 %	66,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>100,0 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,1 %</b>	<b>31,2 %</b>	<b>32,5 %</b>	<b>33,0 %</b>	<b>34,0 %</b>
Personalaufwendungen	0,0 %	11,1 %	12,0 %	20,1 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,0 %	0,9 %	2,4 %	2,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0 %	9,9 %	9,6 %	12,6 %	13,0 %	12,0 %	12,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,2 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>6,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
<b>EBITA</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>5,5 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,4 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>-1,6 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,5 %</b>
Zinserträge	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	0,9 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
Finanzergebnis	-1,3 %	-1,0 %	-0,9 %	-1,0 %	-0,9 %	-0,9 %	-0,9 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-2,5 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,6 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-2,5 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,6 %</b>
Steuern gesamt	1,1 %	0,7 %	1,2 %	0,4 %	0,3 %	0,8 %	1,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,9 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,6 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,9 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,6 %</b>
Minority interest	0,1 %	0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,6 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2,4 %</b>

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Bilanz Mensch und Maschine

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	18,3	21,7	23,1	41,2	39,2	37,4	35,4
davon übrige imm. VG	0,9	2,5	2,9	11,1	9,1	7,2	5,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,3	19,2	20,2	30,1	30,1	30,1	30,1
Sachanlagen	2,9	2,8	2,5	3,1	3,1	3,1	3,1
Finanzanlagen	3,4	3,5	3,4	2,9	2,9	2,9	2,9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>24,6</b>	<b>28,0</b>	<b>29,1</b>	<b>47,3</b>	<b>45,3</b>	<b>43,4</b>	<b>41,4</b>
Vorräte	6,0	7,3	9,9	8,2	6,0	6,2	6,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,9	34,5	33,4	30,5	27,2	28,3	29,7
Sonstige Vermögensgegenstände	8,5	8,9	8,6	8,2	8,2	8,2	8,2
Liquide Mittel	2,8	1,7	4,0	6,9	8,2	10,1	14,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>47,2</b>	<b>52,3</b>	<b>55,9</b>	<b>53,9</b>	<b>49,6</b>	<b>52,8</b>	<b>59,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>71,8</b>	<b>80,3</b>	<b>85,0</b>	<b>101</b>	<b>94,9</b>	<b>96,2</b>	<b>101</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	12,6	13,6	13,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Kapitalrücklage	5,5	9,6	9,8	14,1	14,1	14,1	14,1
Gewinnrücklagen	-4,5	-0,3	2,7	-4,8	-3,8	-2,0	0,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,3	0,1	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1
Buchwert	13,9	22,9	25,3	23,2	24,4	26,3	29,4
Anteile Dritter	1,0	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Eigenkapital</b>	<b>14,9</b>	<b>24,4</b>	<b>26,4</b>	<b>24,2</b>	<b>25,4</b>	<b>27,4</b>	<b>30,5</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Rückstellungen gesamt	4,0	4,4	4,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	23,2	18,7	15,2	19,3	19,3	19,3	19,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	23,1	27,0	30,1	31,2	23,7	23,1	24,3
Sonstige Verbindlichkeiten	6,7	5,8	8,9	20,1	20,1	20,1	20,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>56,9</b>	<b>56,0</b>	<b>58,6</b>	<b>76,9</b>	<b>69,5</b>	<b>68,9</b>	<b>70,1</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>71,8</b>	<b>80,3</b>	<b>85,0</b>	<b>101</b>	<b>94,9</b>	<b>96,2</b>	<b>101</b>

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Bilanz Mensch und Maschine

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	25,4 %	27,0 %	27,2 %	40,7 %	41,4 %	38,9 %	35,2 %
davon übrige imm. VG	1,3 %	3,1 %	3,4 %	11,0 %	9,6 %	7,5 %	5,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	24,2 %	23,9 %	23,8 %	29,8 %	31,8 %	31,3 %	30,0 %
Sachanlagen	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,1 %	3,3 %	3,3 %	3,1 %
Finanzanlagen	4,8 %	4,3 %	4,0 %	2,9 %	3,1 %	3,0 %	2,9 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>34,3 %</b>	<b>34,9 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>46,7 %</b>	<b>47,7 %</b>	<b>45,1 %</b>	<b>41,2 %</b>
Vorräte	8,4 %	9,1 %	11,6 %	8,1 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	41,6 %	42,9 %	39,3 %	30,2 %	28,7 %	29,4 %	29,5 %
Sonstige Vermögensgegenstände	11,9 %	11,0 %	10,1 %	8,1 %	8,6 %	8,5 %	8,2 %
Liquide Mittel	3,9 %	2,1 %	4,7 %	6,8 %	8,6 %	10,5 %	14,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>65,8 %</b>	<b>65,2 %</b>	<b>65,8 %</b>	<b>53,2 %</b>	<b>52,3 %</b>	<b>54,9 %</b>	<b>58,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	17,6 %	16,9 %	16,0 %	14,4 %	15,4 %	15,2 %	14,5 %
Kapitalrücklage	7,6 %	11,9 %	11,6 %	13,9 %	14,8 %	14,6 %	14,0 %
Gewinnrücklagen	-6,2 %	-0,4 %	3,2 %	-4,7 %	-4,0 %	-2,1 %	0,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,4 %	0,1 %	-1,0 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,4 %	-0,1 %
Buchwert	19,4 %	28,5 %	29,8 %	22,9 %	25,7 %	27,4 %	29,3 %
Anteile Dritter	1,4 %	1,9 %	1,3 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>20,8 %</b>	<b>30,4 %</b>	<b>31,1 %</b>	<b>23,9 %</b>	<b>26,8 %</b>	<b>28,5 %</b>	<b>30,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,6 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	5,5 %	5,5 %	5,2 %	6,3 %	6,8 %	6,7 %	6,4 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	32,3 %	23,3 %	17,9 %	19,1 %	20,3 %	20,1 %	19,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	32,2 %	33,6 %	35,4 %	30,8 %	25,0 %	24,0 %	24,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	9,3 %	7,2 %	10,4 %	19,8 %	21,2 %	20,9 %	20,0 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>79,3 %</b>	<b>69,7 %</b>	<b>68,9 %</b>	<b>76,0 %</b>	<b>73,2 %</b>	<b>71,6 %</b>	<b>69,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Mensch und Maschine**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,2	6,1	5,6	-4,8	1,2	3,4	5,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	2,0	2,2	2,0	1,9	2,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,5	0,4	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	-0,2	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	-1,1	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,5	-0,6	1,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-6,1	-3,2	1,7	5,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-6,1	-3,2	1,7	5,3	-1,9	-1,9	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>9,3</b>	<b>5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>7,5</b>
CAPEX	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	-2,1	0,2	-2,7	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,5	-4,8	-3,6	3,9	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,2	-1,9	-2,7	-2,7	0,0	-1,5	-1,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	2,3	4,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>5,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>
Veränderung liquide Mittel	1,7	-1,0	2,3	2,7	1,3	1,9	4,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>8,2</b>	<b>10,1</b>	<b>14,7</b>

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Kennzahlen Mensch und Maschine

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	23,4 %	95,0 %	94,2 %	99,2 %	96,5 %	95,0 %	94,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	567.793	651.177	574.997	314.089	340.377	353.993	371.692
EBITDA je Mitarbeiter	27.140	32.700	33.608	2.650	11.913	17.700	22.302
EBIT-Marge	4,3 %	4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,9 %	3,5 %	4,5 %
EBITDA / Operating Assets	51,9 %	60,7 %	82,9 %	12,8 %	50,0 %	64,6 %	78,7 %
ROA	12,3 %	21,5 %	19,8 %	-10,1 %	2,2 %	7,4 %	11,6 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	59,0	75,7	87,5	52,3	57,8	60,1	63,1
Operating Assets Turnover	10,9	12,1	14,2	15,2	14,3	12,9	13,1
Capital Employed Turnover	4,1	4,5	4,8	3,3	3,5	3,5	3,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	19,7 %	21,9 %	22,0 %	-5,3 %	6,8 %	12,6 %	16,2 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	22,1 %	23,9 %	27,9 %	2,9 %	12,5 %	18,0 %	21,6 %
ROE	20,3 %	24,7 %	21,8 %	-19,7 %	4,0 %	11,7 %	15,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	24,3 %	30,7 %	22,7 %	-18,9 %	4,1 %	12,1 %	16,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	25,7 %	31,3 %	21,9 %	-18,8 %	4,9 %	12,9 %	17,3 %
ROIC	7,6 %	12,8 %	11,8 %	-9,0 %	2,2 %	6,1 %	8,5 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	20,4	17,0	11,2	12,4	11,1	9,2	4,6
Net Gearing	136,7 %	69,9 %	42,3 %	51,2 %	43,6 %	33,5 %	15,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	64,3 %	130,0 %	173,9 %	125,6 %	131,9 %	142,0 %	158,2 %
Current ratio	1,0	1,1	1,1	0,8	0,8	0,9	1,0
Acid Test Ratio	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8
EBITDA / Zinsaufwand	4,7	5,8	6,9	1,3	3,7	5,5	7,0
Netto Zinsdeckung	4,3	5,6	6,0	n.a.	2,0	3,9	5,2
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-3,7	2,9	8,4	4,6	1,3	3,4	6,5
Free Cash Flow / Umsatz	-2,2 %	1,4 %	3,8 %	2,8 %	0,7 %	1,8 %	3,3 %
Adj. Free Cash Flow	8,0	10,6	13,2	1,4	6,1	9,2	11,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,2 %	2,9 %	3,7 %	-1,2 %	1,8 %	2,8 %	3,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-123,3 %	47,7 %	146,1 %	-96,4 %	129,5 %	105,5 %	134,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,0 %	3,7 %	6,4 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,6 %	8,7 %	11,2 %	6,2 %	8,8 %	8,8 %	8,8 %
Ausschüttungsquote	58,4 %	41,6 %	48,7 %	0,0 %	120,6 %	55,5 %	57,4 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Maint. Capex / Umsatz	0,5 %	0,4 %	0,3 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	86,9 %	89,1 %	32,6 %	26,8 %	31,3 %	33,3 %	33,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,5 %	6,5 %	6,3 %	6,4 %	4,7 %	5,6 %	5,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	129,4 %	127,8 %	111,0 %	98,0 %	114,8 %	122,5 %	122,2 %
Inventory processing period (Tage)	12,9	12,5	16,1	18,4	12,1	12,1	12,1
Receivables collection period (Tage)	64,0	59,1	54,7	68,3	55,0	55,0	55,0
Payables payment period (Tage)	49,5	46,2	49,3	69,6	48,0	45,0	45,0
Cash conversion cycle (Tage)	27,4	25,4	21,6	17,0	19,1	22,1	22,1
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	3,9 %	5,2 %	5,2 %	n.a.	2,6 %	3,3 %	5,0 %
P/B	3,7	2,3	2,1	2,3	2,2	2,0	1,8
EV/sales	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	8,5	6,5	5,3	50,3	10,8	7,0	5,2
EV/EBIT	9,5	7,0	6,7	n.m.	19,8	10,1	6,9
EV/FCF	n.m.	24,1	8,2	15,0	52,0	19,5	9,5
P/E	15,9	8,1	9,1	n.m.	54,4	18,1	11,9
P/CF	17,8	8,1	7,3	140,4	13,6	8,9	7,0
Adj. Free Cash Flow Yield	4,5 %	9,9 %	10,9 %	0,6 %	6,0 %	9,4 %	13,0 %

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Free Cash Flow Yield - Mensch und Maschine

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	
Jahresüberschuss	3,0	6,0	5,8	-4,8	1,0	3,2	4,8	
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	0,9	2,8	3,9	2,9	2,8	3,0	
- Zinsergebnis (netto)	-2,2	-2,1	-2,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	
+ Steuern	1,9	1,6	2,7	0,7	0,5	1,5	2,1	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>8,0</b>	<b>10,6</b>	<b>13,2</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	11,5%	15,3%	19,1%	2,0%	9,0%	13,9%	18,9%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>69,3</b>	<b>69,3</b>	<b>69,3</b>	<b>69,3</b>	<b>68,0</b>	<b>66,0</b>	<b>61,4</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>79,7</b>	<b>105,7</b>	<b>132,3</b>	<b>13,6</b>	<b>61,1</b>	<b>91,8</b>	<b>116,2</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	12,4	12,4	12,4	12,4	11,1	9,2	4,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Sonstige	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>66,0</b>	<b>92,0</b>	<b>118,6</b>	<b>-</b>	<b>48,8</b>	<b>81,4</b>	<b>110,3</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,52</b>	<b>6,31</b>	<b>8,13</b>	<b>-</b>	<b>3,34</b>	<b>5,58</b>	<b>7,56</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	18,7%	65,6%	113,4%	-	-12,3%	46,4%	98,5%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	3,26	4,64	6,04	-	2,38	4,12	5,73
	12,0%	3,61	5,10	6,62	-	2,64	4,53	6,24
Fairer	11,0%	4,03	5,65	7,31	-	2,96	5,00	6,84
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>4,52</b>	<b>6,31</b>	<b>8,13</b>	<b>-</b>	<b>3,34</b>	<b>5,58</b>	<b>7,56</b>
Yield	9,0%	5,13	7,11	9,14	0,10	3,81	6,28	8,45
	8,0%	5,89	8,12	10,40	0,23	4,39	7,15	9,55
	7,0%	6,86	9,42	12,02	0,39	5,14	8,27	10,98

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### DCF Modell - Mensch und Maschine

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	180,4	187,6	197,0	206,8	217,2	228,0	239,5	251,4	264,0	277,2	291,1	305,6	314,8	324,2
Veränderung	10,5%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	3,4	6,6	8,9	10,3	11,9	13,7	14,4	15,1	15,8	16,6	17,5	18,3	18,9	19,5
EBIT-Marge	1,9%	3,5%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Steuerquote	30,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	2,4	4,6	6,2	6,7	7,8	8,9	9,3	9,8	10,3	10,8	11,4	11,9	12,3	12,6
Abschreibungen	2,9	2,8	3,0	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2
in % vom Umsatz	1,6%	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,9	-1,9	-0,5	-3,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7
- Investitionen	-0,9	-0,9	-1,0	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2
Investitionsquote	0,5%	0,5%	0,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Übriges	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,3	4,4	7,5	2,6	6,8	7,8	8,2	8,6	9,1	9,5	10,0	10,5	11,2	11,6

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,94%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	3,45%	Ewiges Wachstum	2,00%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	48,8		
Terminal Value	31,0		
Verbindlichkeiten	-19,5		
Liquide Mittel	6,9	Aktienzahl (Mio.)	15,00
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>67,2</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,48</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

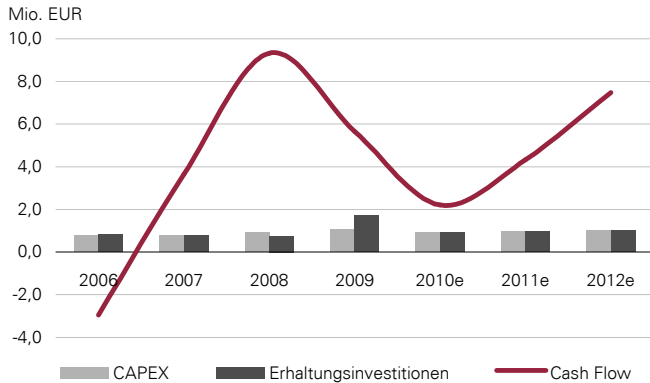
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,94%	3,74	3,78	3,82	3,86	3,90	3,94	3,99
11,44%	4,01	4,06	4,10	4,15	4,20	4,25	4,31
11,19%	4,16	4,21	4,26	4,31	4,36	4,42	4,48
<b>10,94%</b>	4,32	4,37	4,42	<b>4,48</b>	4,54	4,60	4,67
10,69%	4,48	4,54	4,60	4,66	4,72	4,79	4,87
10,44%	4,66	4,72	4,78	4,85	4,92	5,00	5,08
9,94%	5,04	5,11	5,19	5,27	5,35	5,44	5,54

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,94%	2,37	2,86	3,36	3,86	4,35	4,85	5,35
11,44%	2,58	3,10	3,63	4,15	4,67	5,20	5,72
11,19%	2,69	3,23	3,77	4,31	4,85	5,39	5,93
<b>10,94%</b>	2,81	3,37	3,92	<b>4,48</b>	5,03	5,59	6,14
10,69%	2,94	3,52	4,09	4,66	5,23	5,80	6,37
10,44%	3,08	3,67	4,26	4,85	5,44	6,03	6,62
9,94%	3,38	4,01	4,64	5,27	5,89	6,52	7,15

Quelle: SES Research

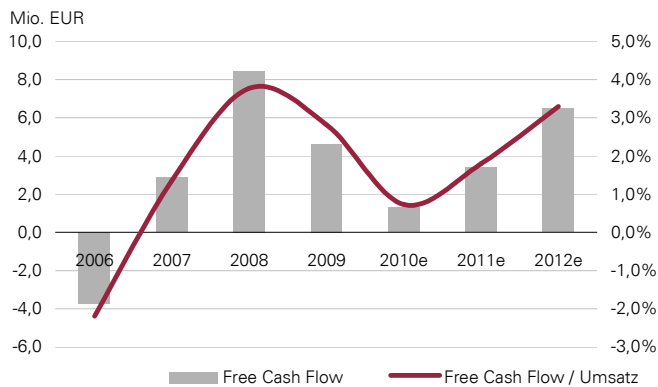
## Investitionen und Cash Flow - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Investitionen und CAPEX seit 2006 sehr niedrig
- Cash-Flow stieg tendenziell deutlich an
- 2009 leichter Rückgang erwartet

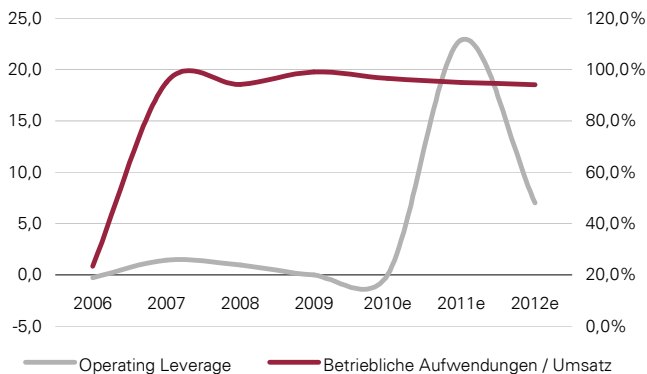
## Free Cash Flow Generation - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF in 2006 durch Sonderfaktoren negativ
- Auch die FCF-Rentabilität sank entsprechend
- Grund war eine deutliche Zunahme des Nettoumlaufvermögens

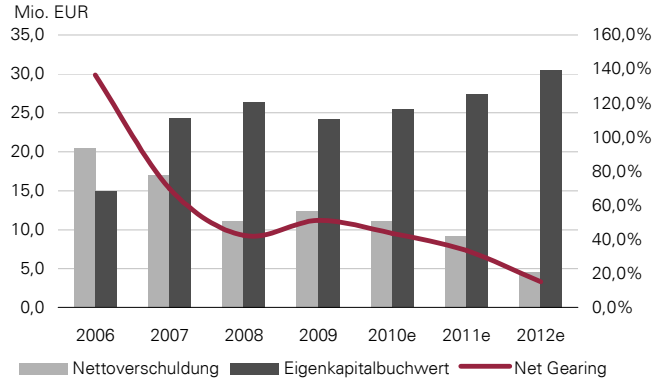
## Operating Leverage - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Betriebliche Aufwendungen bei 20% kaum weiter zu optimieren
- Keine Verringerung der Quote in den kommenden Jahren erwartet
- Operating Leverage in schwachem 2009 voraussichtlich nahe Null

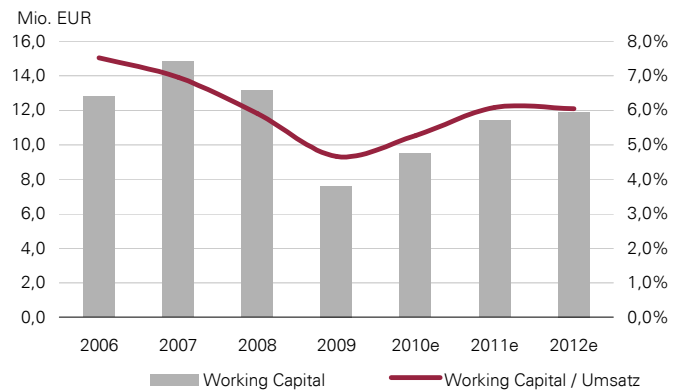
## Bilanzqualität - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nettoverschuldung deutlich reduziert
- Auch das Net Gearing profitierte von guter Unternehmensentwicklung
- 2012 positive Nettoliquidität erwartet

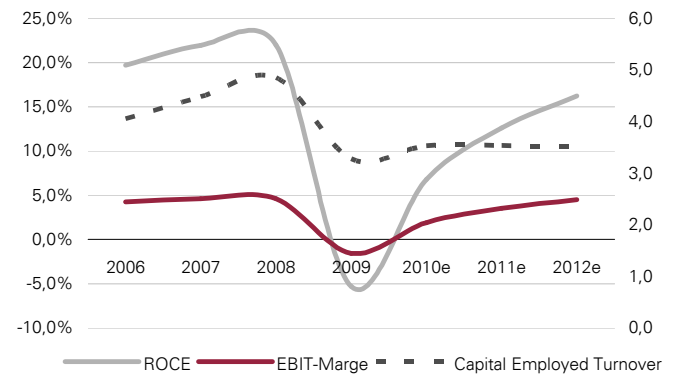
## Working Capital - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Working Capital in 2006 deutlich erhöht
- Steigerungen normalerweise moderater
- Für 2008ff kein deutlicher Zuwachs erwartet

## ROCE Entwicklung - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EBIT-Marge vermutlich langfristig bei 5% stabil
- Optimierungen zeigen sich vor allem beim ROCE
- Dieser konnte deutlich gesteigert werden

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

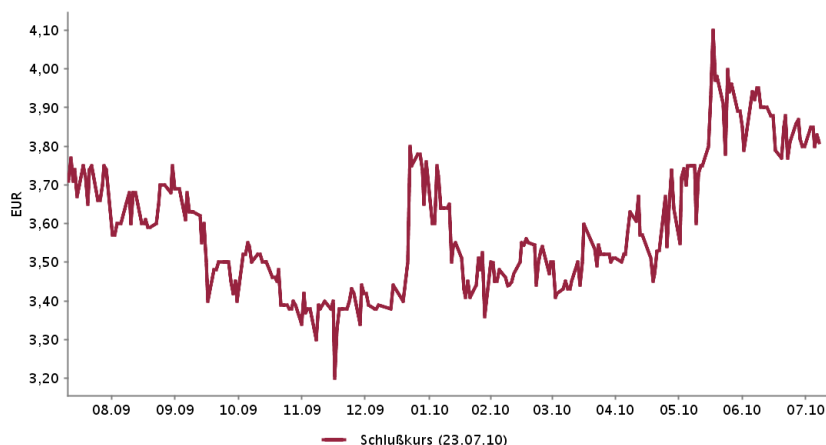
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	60%
Halten	54	28%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>194</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	88	67%
Halten	34	26%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	9	7%
<b>Gesamt</b>	<b>132</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Mensch und Maschine Software SE am 26.07.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemeyer</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com