



Auszug

Mensch und Maschine SE

aus

**GBC Best of
Software/IT/Medien I.2009**

Stand: 21.09.2009

mensch  **maschine**
CAD as CAD can

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III. ff

Vorwort zur Studie GBC Best of Software/IT/Medien I.2009

„Die Zeit der immatriellen Werte ist da!“

Liebe Investoren,

die Börsen haben sich in den vergangenen Monaten deutlich erholt und sind damit den sich weiter aufhellenden Konjunkturprognosen positiv gefolgt.

So hat sich z.B. die Stimmung im deutschen Mittelstand im August deutlich verbessert. Der zentrale Indikator im KfW-ifo-Mittelstandsbarometer stieg im Vergleich zu Juli um 5,5 Prozent. So einen deutlichen Zuwachs gab es fast 20 Jahre nicht mehr.

Getragen wird die Verbesserung vor allem von einem Rekordanstieg der Geschäftserwartungen. Sie stiegen zuletzt um 8,2 Zähler, fast das Vierfache der durchschnittlichen Veränderung in einem Monat, und erreichten minus 1,4 Saldenpunkte. Zum zweiten Mal in Folge stieg auch die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage (plus 3,2 Zähler auf minus 11,9 Saldenpunkte).

Im Zuge der generellen Erholung an den Börsen waren in den letzten Wochen mittlerweile auch wieder teilweise massive Kursanstiege bei einzelnen Aktien zu beobachten, so dass bei Small & MidCaps bereits wieder hohe Renditen erzielbar waren.

Diese positive Entwicklung hat unsere Einschätzung (siehe hierzu auch Studie GBC Best of SDAX I.2009, Mai 2009), dass sowohl die Stimmung und die Erwartungen viel zu pessimistisch und damit die Aktienbewertungen Anfang bis Mitte des Jahres 2009 deutlich zu niedrig waren, voll bestätigt.

Wir hatten im laufenden Jahr 2009 auf diese beobachtbaren historischen Unterbewertungen mit der Veröffentlichung folgender Themenstudien erfolgreich reagiert:

- GBC Best of Buchwerte (Juni 2009)
- GBC Best of SDAX I.2009 (Mai 2009)
- GBC Best of Deutsche Bestandshalter I.2009 (April 2009)
- GBC Best of M:access I.2009 (März 2009)

Diese Researchserie setzen wir nun mit der vorliegenden Themensstudie „GBC Best of Software/IT/Medien“ fort und erwarten, dass sich mit diesem Branchenthema in den nächsten Monaten erneut sehr attraktive und überdurchschnittliche Renditen erzielen lassen.

Denn die Software/IT/Medien-Branche hat sich im schwierigen Konjunkturmilieu sehr stabil präsentiert. Während zahlreiche Branchen mit massiven zweistelligen Einbrüchen bei Neuaufträgen und Umsätzen zu kämpfen hatten und teilweise noch haben, erwartet der IT-Branchenverband Bitkom im laufenden Jahr 2009 mit – 2,5 % einen nur kleinen Umsatzrückgang für diese Branche.

Weitere Erholung in Sicht – Branchenstimmung hat sich deutlich aufgehellt

Und es zeichnet sich zudem bereits wieder weitere Besserung ab. Die Unternehmen der ITK-Branche schauen bereits wieder zuversichtlicher in die Zukunft. So erwarten nur noch 21 Prozent der Unternehmen Auswirkungen der Rezession auf ihr Geschäft. Bei der letzten Umfrage im April hatte dieser Wert noch bei 45 Prozent gelegen. "Wir glauben, dass wir Licht am Ende des Tunnels sehen", so Bitkom-Präsident August-Wilhelm Scheer zuletzt in einem Interview mit dem Handelsblatt.

Im Herbst vergangenen Jahres hatte das Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft zu einer Art Schockstarre in vielen Industrien geführt. Zahlreiche IT-Projekte wurden damals ausgesetzt oder Entscheidungen darüber verschoben. Dieser Investitionsstau scheint sich allmählich zu lösen.

Und das wirkt sich auch auf die Stimmung der High-Tech-Branche aus. So glauben rund 71 Prozent der befragten Unternehmen, dass es mit der Nachfrage spätestens 2010 wieder bergauf gehen wird. Ein großer Teil rechnet sogar schon in den ersten sechs Monaten des kommenden Jahres mit einer Erholung. Nur noch neun Prozent gehen davon aus, dass dies erst 2011 der Fall sein wird.

Ein Mix von guten Vorzeichen also für eine gute Performanceentwicklung von Unternehmen aus der Branche. Zwar haben sich die Aktienkurse einiger Unternehmen aus dem Software/IT/Medien-Umfeld im

Vorwort zur Studie GBC Best of Software/IT/Medien I.2009

laufenden Jahr bereits wieder deutlich erholt, die Bewertungen sind aber unserer Ansicht nach noch immer sehr attraktiv.

Bestätigt sehen wir unsere Einschätzung auch durch eine zunehmende Übernahmeaktivität im Sektor in den vergangenen zwei Jahren, wie folgende Tabelle zeigt.

Unternehmen	ISIN	Branche	Käufer	Übernahmeangebot	Ankündigungsdatum
Itelligence	DE0007300402	IT-Dienstleistungen	NTT Data	6,20 €	13.11.2007
Computerlinks AG	DE0005448807	IT-Sicherheit	CSS Erwerbs GmbH	15,50 €	17.06.2008
Utimaco	DE0007572406	IT-Sicherheit	Sophos	14,75 €	28.07.2008
primion Technology AG	DE0005117006	Netzwerktechnik	Azkoyen S.A.	6,00 €	11.09.2008
Beko Holding AG	AT0000908603	IT-Dienstleistungen	Cross Industries AG	4,00 €	01.10.2008
PC Ware	DE0006910904	IT-Dienstleistungen	PERUNI Holding GmbH	16,50 €	13.10.2008
SoftM AG	DE0007249104	Standardsoftware	ComArch Software AG	3,45 €	14.11.2008
Nextevolution	DE000A0JC0A2	IT-Dienstleistungen	fentus GmbH	7,00 €	30.12.2008
Integralis	DE0005155030	IT-Sicherheit	NTT Communications	6,75 €	30.06.2009
Secunet	DE0007276503	IT-Sicherheit	Giesecke & Devrient	5,70 €	09.07.2009
IDS Scheer	DE0006257009	Software	Software AG	15,00 €	14.07.2009
SAF Simulation	CH0024848738	Standardsoftware	SAP	10,50 €	20.07.2009
Net Mobile	DE0008137852	IT/ Telekommunikation	NTT DOCOMO	6,35 €	11.09.2009

Quelle: GBC Research

Und auch im laufenden Jahr 2009 waren bereits einige Übernahmen zu beobachten. Dabei bezahlten die Übernehmer stets zweistellige Prämien auf den Kurs bei Ankündigung, was wir als gutes Indiz für eine weiterhin vorhandene Unterbewertung werten. Im Jahr 2009 lag die durchschnittliche Prämie bei 33 %, im Durchschnitt der vergangenen 2 Jahre bei ca. 29 %. Die Übernehmer waren im Jahr 2009 zudem keine Finanzinvestoren sondern allesamt Strategen aus der Branche, die also auch über ein sehr gutes Branchen-KnowHow verfügen und damit stark frühzyklisch agieren.

Mit vorliegender Studie „GBC Best of Software/IT/Medien“ haben wir uns vor den oben genannten positiven Rahmenbedingungen einem Sektor gewidmet, in dem wir derzeit weiterhin sehr attraktive Investmentchancen sehen. Bei den in der Studie selektierten Werten handelt es sich erneut um unsere „GBC Best of Auswahl“, bei der wir uns ein besonders interessantes Chance/Risiko-Verhältnis für ein Investment erwarten. Insgesamt haben wir 25 Unternehmen aus der Branche identifiziert.

Und auch das Thema Übernahme (entweder aktiv als Übernehmer oder passiv als übernommenes Unternehmen) könnte bei einigen Gesellschaften unserer Auswahl in den nächsten 12 -18 Monaten auf der Agenda stehen und die Kurse beflügeln.

Hinweis: Nachfolgende Einzelanalyse ist ein Auszug aus der Gesamtstudie. Die Gesamtstudie kann bei der GBC AG kostenpflichtig angefordert werden.

Manuel Hölzle, Dipl.Kfm.

Chefanalyst GBC AG

Mensch und Maschine Software SE

Kurspotenzial: >20 %

aktueller Kurs: 3,68
15.9.2009 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006580806

WKN: 658080

Börsenkürzel: MUM

Aktienanzahl³: 14,441

Marketcap³: 53,14
EnterpriseValue³: 59,15
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 52,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

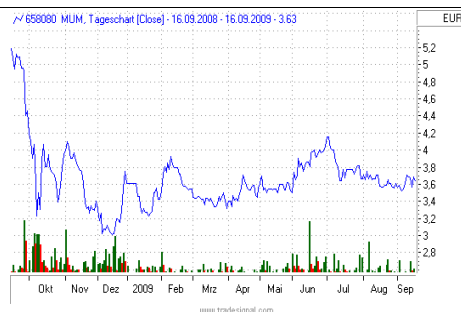
Fokus: CAD/CAM-Lösungen

Mitarbeiter: 503 Stand: 30.6.2009

Gründung: 1984

Firmensitz: Wessling

Vorstand: Adi Drotleff



Quelle: BIS

Die Mensch und Maschine Software SE (kurz MuM) ist eigenen Angaben zufolge einer der führenden Anbieter von computergestützter Konstruktions-Software (Computer Aided Design / Manufacturing CAD/CAM) in Europa. Standorte in 10 europäischen Ländern unterstützen dabei die breite internationale Fokussierung der Gesellschaft. Zusätzlich bestehen Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan und Südost-Asien, die ausschließlich MuM-eigene Technologie vermarkten. Das MuM-Angebotsspektrum ist breit gefächert und umfasst CAD / CAM-Lösungen in verschiedenen Preis- / Leistungsklassen für die wichtigsten Branchen, wie Maschinenbau, Architektur und Geographie. Der Vertrieb im deutschsprachigen Raum wurde durch die Akquisition der wichtigsten Vertriebspartner in Deutschland, Österreich und der Schweiz in das Unternehmen im Systemhaus-Segment integriert. Die MuM unterscheidet zudem zwischen den Umsatzsegmenten Distribution und MuM-Software.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	212,94	223,10	171,79	180,38
EBITDA	10,69	11,77	3,44	6,85
EBIT	9,83	10,28	2,24	5,75
Jahresüberschuss	6,03	5,76	0,89	3,05

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,44	0,42	0,07	0,22
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,05	0,10

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,30	0,27	0,34	0,33
EV/EBITDA	5,96	5,03	17,20	8,64
EV/EBIT	6,48	5,75	26,42	10,29
KGV	8,81	9,23	59,58	17,44
KBV		2,01		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
26.10.2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
08.12.2009: VIII. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Mensch und Maschine Software SE

Geschäftsentwicklung 2009 - Erweiterung der Geschäftsstrategie um Segment „Systemhaus“

Im Rahmen einer Marktoffensive hat die Mensch und Maschine Software SE im laufenden Geschäftsjahr 2009 sein Geschäftsmodell um das Segment „Systemhaus“ erweitert. Neben dem bisherigen Segment „Distribution“ (Großhandel) adressiert das Unternehmen in Form eines Direktgeschäftes auch Endkunden. In diesem Zusammenhang wurde der Endkundenvertrieb im deutschsprachigen Raum durch die Übernahme von Vertriebspartnern in Deutschland, Österreich und der Schweiz verstärkt. Bereits im ersten Halbjahr 2009 trug das neu geschaffene Segment mit Umsätzen in Höhe von 15,22 Mio. € zum Konzernumsatz bei. Demgegenüber stand ein Umsatzminus im Segment „Distribution“ von rund 44,6 % auf 58,60 Mio. € (1.HJ 08: 105,78 Mio. €). Hier muss allerdings beachtet werden, dass sich die Umsätze des Großhandels zu Lasten von Umsätzen mit Endkunden reduzierten. Im Vorjahr wies die „Distribution“ wesentliche Umsatzanteile des Systemhaus-Segmentes auf. Komplettiert werden die Gesamtumsätze des Unternehmens vom Segment „Eigensoftware“, die sich auf 11,30 Mio. € beliefen. Insgesamt erzielte Mensch und Maschine Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2009 in Höhe von 85,12 Mio. €, die damit um 28,8 % unterhalb des Vorjahres ausfielen (1.HJ 08: 119,59 Mio. €).

Die positive Entwicklung des margenstarken Systemhaus-Geschäftes führte zu einem Anstieg der Rohertragsmarge auf 30,7 % (1. HJ 08: 24,8 %), die entsprechend einen Rohertrag von 26,09 Mio. € zur Folge hat. Das EBITDA reduziert sich in erster Linie in Folge höherer Personalaufwendungen auf 2,39 Mio. € (1 HJ 08: 6,44 Mio. €). Unterm Strich erzielte die Mensch und Maschine Software SE einen Periodenüberschuss in Höhe von 0,64 Mio. € und damit ein Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,05 €.

Ausblick und Bewertung - anorganisches Wachstum wird forciert

Insgesamt kann die Mensch und Maschine Software SE nach wie vor solide Bilanzrelationen aufzeigen. Bei einer deutlichen akquisitionsbedingten Ausweitung der Bilanzsumme auf 99,24 Mio. € (GJ 08: 84,99 Mio. €) beläuft sich das Eigenkapital auf 28,10 Mio. €, was eine Eigenkapitalquote von 28,3 % zur Folge hat. Parallel hierzu zeigen die langfristigen Vermögenswerte einen deutlichen Anstieg auf. Hierbei nahmen insbesondere die Geschäfts- und Firmenwerte von 20,21 Mio. € (GJ 08) auf 31,20 Mio. € zu. Diese Größenordnung dürfte durch den weiteren Ausbau des Systemhausbereiches weiter ansteigen. Zuletzt hatte Mensch und Maschine im Rahmen der Fortsetzung seiner Marktoffensive je 50,1 % am Softwareentwickler Impuls-K GmbH und dem Systemhaus MuM Integra GmbH übernommen. Mit den neuen Gesellschaften will Mensch und Maschine in der deutschsprachigen Region einen Marktanteil von 25 - 30 % erreichen und die geplanten Umsatzbeiträge sollen bei etwa 40 - 50 Mio. € liegen. Aufgrund des rentablen Systemhausgeschäftes erwartet die Gesellschaft zudem einen Anstieg der EBIT - Marge auf etwa 7 %.

Unsere Schätzungen berücksichtigen dies, jedoch ohne die derzeit gesamtwirtschaftlich schwierige Lage aus den Augen zu verlieren. Wir erwarten für den Rest des Geschäftsjahres 2009 eine Verbesserung der Umsatz- und Ertragslage, dennoch prognostizieren wir eine im Vergleich zum Vorjahr rückläufige Entwicklung der Umsatzerlöse in Höhe von 23,0 % auf 171,79 Mio. €. Ein EBITDA in Höhe von 3,44 Mio. € erscheint uns in diesem Zusammenhang realistisch. Eine leichte Entspannung erwarten wir im kommenden Jahr, mit Umsatzerlösen in Höhe von 180,38 Mio. € (+ 5,0 %) und einem EBITDA in Höhe von 6,85 Mio. € (+ 99,2 %).

Fazit - Verbesserung der Ergebnisqualität erwartet; mittelfristiges Kursziel 5 Euro

Damit erwarten wir bei Mensch und Maschine Software SE für das zweite Halbjahr eine Stabilisierung der Umsatz- und Ertragslage, wobei eine erwartete Erholung der konjunkturellen Lage als auch das anorganische Wachstum der Gesellschaft zugrunde liegt. Unsere mittel- bis langfristigen Erwartungen werden zudem von positiven Effekten aus der Strategieänderung der Gesellschaft flankiert. Das von der Gesellschaft ausgegebene Ziel eines Umsatzwachstums von 10 -15 % sollte dabei von einer deutlichen Verbesserung der Ergebnisqualität begleitet werden. Hier wirken sich insbesondere die erwarteten hohen Margen des Systemhausgeschäftes positiv auf die Ertragslage der Gesellschaft aus. Mit dem neuen Umsatzmix sollte dann eine EBIT-Marge in Höhe von etwa 7 % möglich werden.

Die derzeitigen Kursniveaus indizieren auf den ersten Blick (2009er KGV: 60; EV/EBITDA: 17,20) keine Unterbewertung der Gesellschaft. Man darf aber nicht außer Acht lassen, dass das laufende Geschäftsjahr eine Ausnahmestellung im sonst stabilen Geschäft der Gesellschaft einnimmt. Wir sind deshalb davon überzeugt, dass der innere Wert des Unternehmens durch die aktuellen Bewertungsniveaus nicht fair wiedergegeben wird und sehen mittelfristig wieder Spielraum Richtung 4,80 € - 5,00 €.

Kennzahlenüberblick aus der Gesamtstudie

Renditepotenzial		
Unternehmen	ISIN	Renditepotenzial 12-18 Monate
adesso AG	DE000A0Z23Q5	>20 %
ATOSS Software AG	DE0005104400	>20 %
B+S Banksysteme AG	DE0001262152	>20 %
Catalis SE	NL0000233625	>30 %
Cenit AG	DE0005407100	>20 %
EquityStory AG	DE0005494165	>20 %
F24 AG	DE000A0F5WM7	>20 %
GFT Technologies AG	DE0005800601	>20 %
GK Software	DE0007571424	>20 %
GoYellow Media AG	DE0006911902	>10 %
GROUP Business Software AG	DE0005104509	>30 %
KPS AG	DE000A0STZE9	>30 %
m4e AG	DE000A0MSEQ3	>20 %
Mensch und Maschine SE	DE0006580806	>20 %
OPENLIMIT Holding AG	CH0022237009	>30 %
P&I Personal & Informatik AG	DE0006913403	>20 %
PC-Ware AG	DE0006910904	>10 %
PSI AG	DE000A0Z1JH9	>20 %
SEVEN PRINCIPLES AG	DE0005941546	>20 %
SNP AG	DE0007203705	>30 %
SoftM AG	DE0007249104	>30 %
Syzygy AG	DE0005104806	>30 %
update software AG	AT0000747555	>20 %
USU Software AG	DE000A0BVU28	>20 %
vwdgroup AG	DE0005204705	>20 %

EV/Umsatz			
Unternehmen	2008	2009e	2010e
adesso AG	0,23	0,22	0,21
ATOSS Software AG	1,14	1,09	1,01
B+S Banksysteme AG	10,60	6,76	3,07
Catalis SE	0,43	0,46	0,42
Cenit AG	0,28	0,28	0,28
EquityStory AG	2,21	2,20	2,11
F24 AG	4,07	3,01	2,00
GFT Technologies AG	0,13	0,14	0,14
GK Software	1,76	1,43	1,30
GoYellow Media AG	2,41	1,80	1,59
GROUP Business Software AG	0,45	0,43	0,42
KPS AG	0,62	0,58	0,55
m4e AG	0,95	0,82	0,75
Mensch und Maschine SE	0,27	0,34	0,33
OPENLIMIT Holding AG *1	4,22	3,70	2,47
P&I Personal & Informatik AG	1,71	1,69	1,61
PC-Ware AG	0,12	0,12	0,11
PSI AG *2	0,85	0,75	0,63
SEVEN PRINCIPLES AG	0,21	0,20	0,19
SNP AG	0,97	0,97	0,93
SoftM AG	0,28	0,33	0,30
Syzygy AG	0,48	0,50	0,42
update software AG	0,32	0,38	0,37
USU Software AG	0,69	0,66	0,63
vwdgroup AG	1,58	1,45	1,35

*1 Kennzahlen auf Basis CHF

*2 PSI AG wurde am 06.10.2009 aktualisiert

Kennzahlenüberblick aus der Gesamtstudie

EV/EBITDA			
Unternehmen	2008	2009e	2010e
adesso AG	1,89	3,69	2,70
ATOSS Software AG	5,67	5,57	5,08
B+S Bankssysteme AG	neg.	29,29	10,45
Catalis SE	3,63	6,51	4,22
Cenit AG	3,83	4,04	3,45
EquityStory AG	6,20	8,43	7,30
F24 AG	neg.	44,35	7,67
GFT Technologies AG	3,98	4,36	3,88
GK Software	7,57	5,80	5,12
GoYellow Media AG	20,87	6,55	9,61
GROUP Business Software AG	2,36	2,51	2,37
KPS AG	5,64	5,88	5,43
m4e AG	16,54	7,60	4,47
Mensch und Maschine SE	5,03	17,20	8,64
OPENLiMiT Holding AG * ¹	9,53	8,10	5,25
P&I Personal & Informatik AG	6,57	6,67	5,89
PC-Ware AG	5,80	8,53	6,91
PSI AG * ²	12,28	9,11	6,85
SEVEN PRINCIPLES AG	11,49	5,30	3,90
SNP AG	4,11	4,38	4,06
SoftM AG	4,28	23,59	3,83
Syzygy AG	2,59	3,20	2,61
update software AG	2,56	neg.	5,46
USU Software AG	10,27	7,83	7,05
vwdgroup AG	10,62	10,74	9,40

*¹ Kennzahlen auf Basis CHF

*² PSI AG wurde am 06.10.2009 aktualisiert

EV/EBIT			
Unternehmen	2008	2009e	2010e
adesso AG	3,38	8,80	4,55
ATOSS Software AG	6,10	5,95	5,39
B+S Bankssysteme AG	neg.	52,72	15,31
Catalis SE	5,58	16,28	6,91
Cenit AG	4,96	5,30	4,41
EquityStory AG	6,51	9,06	7,85
F24 AG	neg.	354,81	8,81
GFT Technologies AG	4,98	5,59	4,82
GK Software	9,54	7,87	7,21
GoYellow Media AG	26,88	6,96	10,57
GROUP Business Software AG	3,99	4,78	4,48
KPS AG	neg.	6,14	5,68
m4e AG	34,00	10,55	5,46
Mensch und Maschine SE	5,75	26,42	10,29
OPENLiMiT Holding AG * ¹	14,77	15,87	7,97
P&I Personal & Informatik AG	7,71	8,47	7,23
PC-Ware AG	8,18	18,95	12,04
PSI AG * ²	17,48	12,17	9,15
SEVEN PRINCIPLES AG	76,86	8,37	5,35
SNP AG	4,56	4,90	4,56
SoftM AG	neg.	neg.	10,84
Syzygy AG	2,94	3,77	3,00
update software AG	2,96	neg.	7,30
USU Software AG	24,29	14,77	11,98
vwdgroup AG	13,98	15,70	12,71

*¹ Kennzahlen auf Basis CHF

*² PSI AG wurde am 06.10.2009 aktualisiert

Kennzahlenüberblick aus der Gesamtstudie

KGV			
Unternehmen	2008	2009e	2010e
adesso AG	7,2	23,3	12,2
ATOSS Software AG	12,4	11,1	10,1
B+S Banksysteme AG	neg.	59,2	14,3
Catalis SE	5,1	21,2	6,0
Cenit AG	10,9	10,6	8,9
EquityStory AG	10,5	15,4	12,7
F24 AG	neg.	neg.	11,2
GFT Technologies AG	11,1	15,4	12,9
GK Software	16,1	13,0	11,8
GoYellow Media AG	36,2	9,4	13,8
GROUP Business Software AG	6,3	7,8	7,3
KPS AG	neg.	6,5	5,8
m4e AG	108,3	20,8	10,4
Mensch und Maschine SE	9,2	59,6	17,4
OPENLiMiT Holding AG * ¹	18,8	17,8	8,4
P&I Personal & Informatik AG	14,3	14,9	13,2
PC-Ware AG	15,6	39,0	24,0
PSI AG * ²	25,5	16,2	11,7
SEVEN PRINCIPLES AG	28,5	9,7	7,4
SNP AG	7,7	8,1	6,8
SoftM AG	neg.	neg.	12,5
Syzygy AG	11,5	10,6	10,0
update software AG	6,8	neg.	19,8
USU Software AG	26,4	20,5	17,3
vwdgroup AG	28,6	29,8	24,4

*¹ Kennzahlen auf Basis CHF

*² PSI AG wurde am 06.10.2009 aktualisiert

KBV	
Unternehmen	2008
adesso AG	1,21
ATOSS Software AG	3,50
B+S Banksysteme AG	1,85
Catalis SE	0,85
Cenit AG	1,44
EquityStory AG	2,25
F24 AG	6,73
GFT Technologies AG	1,06
GK Software	2,79
GoYellow Media AG	9,75
GROUP Business Software AG	0,39
KPS AG	7,69
m4e AG	1,32
Mensch und Maschine SE	2,01
OPENLiMiT Holding AG * ¹	3,49
P&I Personal & Informatik AG	4,31
PC-Ware AG	1,21
PSI AG * ²	3,14
SEVEN PRINCIPLES AG	0,78
SNP AG	2,84
SoftM AG	0,74
Syzygy AG	1,31
update software AG	1,07
USU Software AG	0,74
vwdgroup AG	4,03

*¹ Kennzahlen auf Basis CHF

*² PSI AG wurde am 06.10.2009 aktualisiert

Disclaimer und Risikohinweis

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

Die GBC AG übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:
Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

Offenlegung

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Ermittelten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt. Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen möglichen Interessenskonflikte.

Offenlegung

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen Analysten.

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de