performaxx® Research

Research-Update
17. März 2008
Mensch und Maschine SE

Mensch und Maschine SE

Kaufen *(unverändert)*

Zusammenfassung

- Geschäftsjahr mit Rekordwerten abgeschlossen: Wie erwartet, hat der Softwarespezialist das letzte Jahr mit neuen Höchstwerten bei Umsatz und Gewinn abgeschlossen. Insgesamt wurden 212,9 Mio. Euro eingenommen und 6,1 Mio. Euro netto verdient. Nach dem Vorschlag des Managements soll die Dividende auf 0,2 Euro je Aktie erhöht werden.

- Einstieg in den rumänischen Markt: Mitte Februar wurden der Geschäftsbetrieb und die Mitarbeiter des rumänischen Autodesk-Distributors A&C übernommen, wodurch Mensch und Maschine in dem ehemaligen Ostblockstaat nun als alleiniger Vertriebspartner der Amerikaner fungiert. Das Unternehmen rechnet mit einem diesjährigen Umsatzbeitrag in Höhe von 8 Mio. Euro, bei überdurchschnittlicher Profitabilität.

- Gravierende Unterbewertung: Durch die Übernahme und den Zinsrückgang hat sich der von uns ermittelte faire Wert erhöht. Er liegt trotz reduzierter Margenannahmen nun bei 9,91 Euro je Aktie und impliziert somit nahezu ein Verdopplungspotenzial für die Aktie.

Aktueller Kurs	**5,04 Euro**
ISIN	DE0006580806
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Wessling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	13,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	68,4 Mio. Euro
Free Float	ca. 50,6 %

Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	6,97 Euro / 4,60 Euro
Performance (12 Monate)	0,8 %
∅-Umsatz (30 Tage)	ca. 98 Tsd. Euro / Tag

	2006	*2007*	*2008e*	*2009e*
Umsatz (Mio. Euro)	**170,3**	**212,9**	**245,2**	**262,4**
Umsatzwachstum		25,0%	15,2%	7,0%
EpS (Euro)*	**0,22**	**0,45**	**0,58**	**0,70**
Gewinnwachstum		101,3%	28,6%	20,4%
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,22	0,25
KGV	**22,6**	**11,2**	**8,7**	**7,2**
KUV	**0,40**	**0,32**	**0,28**	**0,26**
Dividendenrendite	3,0%	4,0%	4,4%	5,0%

* *alle Jahre einheitlich mit 13,6 Mio. Aktien.*

Analyse: Performaxx Research GmbH Dr. A. Jakubowski 089/447716-0 kontakt@performaxx.de
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzrekord aufgestellt

Wie es bereits nach neun Monaten abzusehen war, hat der Wesslinger Software-Spezialist das Jahr 2007 mit einem neuen Umsatzrekord abgeschlossen. Nach einem Zuwachs von 25 Prozent überstiegen die Einnahmen erstmalig die 200 Mio. Euro-Marke und erreichten 212,9 Mio. Euro. Entscheidend hierfür war das Handelssegment, in dem Mensch und Maschine als Distributor der CAD-Software des amerikanischen Weltmarktführers Autodesk fungiert. Der Zuwachs betrug hier 27 Prozent auf 187,6 Mio. Euro, womit dieses Geschäft für rund 88 Prozent der Erlöse sorgte (Vorjahr: 86,7 Prozent). Mit eigenen Softwarelösungen wurden hingegen 25,3 Mio. Euro eingenommen, fast 12 Prozent mehr als 2006. Einen kleinen Wermutstropfen stellt allerdings das vierte Quartal dar, in dem lediglich ein einstelliges Wachstum erzielt werden konnte. Dadurch hat sich unsere erst im November angehobene Umsatzprognose nun doch als zu optimistisch erwiesen; demgegenüber wurde unsere ursprüngliche Schätzung punktgenau erfüllt.

(Mio. Euro)	***Geschäftsjahr 2006***	***Geschäftsjahr 2007***	***Änderung***
Umsatz	170,3	212,9	+25,0%
Rohertrag	46,7	53,6	+14,7%
EBITA	6,8	10,0	+48,1%
Jahresüberschuss	3,2	6,1	+91,8%
Rohmarge	27,42%	25,18%	
Nettomarge	1,88%	2,87%	

Ergebniskennzahlen im Vorjahresvergleich; Quelle: Mensch und Maschine, eigene Berechnungen

Ergebnisanstieg überproportional

Erfreulicherweise ist das Ergebnis deutlich überdurchschnittlich gestiegen. Beim Nettoüberschuss betrug der Zuwachs fast 92 Prozent, von 3,2 auf 6,1 Mio. Euro. Damit konnte die Nettomarge um einen ganzen Prozentpunkt auf 2,9 Prozent verbessert werden. Dazu beigetragen haben vor allem deutliche Degressionseffekte bei den Vertriebs- und Verwaltungskosten sowie die infolge der optimierten Nutzung bestehender Verlustvorträge auf 20 Prozent reduzierte Steuerquote. Demgegenüber ist die Bruttomarge um 2 Prozentpunkte gesunken. Ursächlich dafür war vor allem das höhere Gewicht des niedrigmargigen Handelsgeschäfts. Allerdings nicht nur – hinzugekommen ist auch ein Rückgang der Rohertragsmarge im Handelsgeschäft selbst, der gerade im vierten Quartal etwas stärker ausgefallen ist. Durch diesen überraschenden Effekt ist unsere Gewinnprognose etwas unterschritten worden.

Übernahme erschließt den rumänischen Markt

Neben dem organischen Wachstum hat Mensch und Maschine zuletzt auch die eigene Akquisitionstätigkeit deutlich intensiviert. Nachdem im Oktober der Erwerb der Potsdamer Softwarefirma Creata bekannt gegeben worden war, wurden im Februar der Geschäftsbetrieb und die Mitarbeiter des rumänischen Au-

todesk-Distributors A&C übernommen und in die neu gegründete Tochtergesellschaft Man and Machine Romania SRL transferiert. Damit hat sich der Konzern eine alleinige Lizenz in einem attraktiven Markt gesichert. Denn das neue EU-Mitglied gehört mit den zuletzt erreichten Wachstumsraten zwischen 4,1 und 8,5 Prozent zu den dynamischsten Volkswirtschaften Europas (Quelle: IWF). Einen wichtigen Beitrag hierzu leistet die Bauwirtschaft, die allein 2006 ihre Leistung um 19,4 Prozent auf rund 7 Mrd. Euro ausweiten konnte (Quelle: Bfai). Da dem Bausektor immer noch eine gewichtige Rolle als Anwender von CAD-Software zukommt, ist das Branchenumfeld in Rumänien ausgesprochen positiv. Nach Angaben von Mensch und Maschine sollte die neue Tochter deswegen schon im laufenden Jahr 8 Mio. Euro zum Konzernumsatz beitragen, bei einer im Vergleich mit den westlichen Märkten deutlich überdurchschnittlichen EBIT-Marge von bis zu 7,5 Prozent.

Ausblick

Auf Wachstumskurs

Mensch und Maschine hat in den vergangenen Jahren eine beeindruckende Performance vorgelegt: Der Umsatz ist seit 2004 um fast 60 Prozent gestiegen, der Gewinn ist im gleichen Zeitraum von -9 auf 6 Mio. Euro hochgeschossen und die Verschuldung wurde nachhaltig reduziert. Angesichts der starken Stellung in den abgedeckten Märkten ist ein Ende dieser Entwicklung nicht absehbar. Dabei profitiert das Unternehmen gleich von mehreren Faktoren. Neben der gerade in Deutschland freundlichen Branchenkonjunktur – Bitkom geht für den Softwarebereich für 2008 von einer Wachstumsbeschleunigung auf 5,3 Prozent aus – zählt dazu insbesondere die zunehmende Akzeptanz der CAD-Programme in immer weiteren Anwendungsfeldern. Darüber hinaus zahlt sich die breite Kundenbasis inzwischen in einem hohen Anteil (rund ein Drittel) der Erlöse aus, die mit Bestandskunden erzielt werden. Durch die letzten Akquisitionen hat sich die Gesellschaft zudem zwei attraktive Expansionsfelder erschlossen, die nicht nur für steigende Umsätze, sondern auch für eine Verbesserung der Margen sorgen dürften.

Anpassung unserer Prognosen

Gerade der letztgenannte Punkt stellt nach unserer Einschätzung die zentrale Herausforderung dar. Auch wenn die strikte Kostenpolitik und die Entschuldung im letzten Jahr einen signifikanten Anstieg der Nettorendite ermöglicht haben, ist eine nachhaltig höhere Profitabilität nur über eine Ausweitung der Bruttomarge zu erzielen. Insofern erscheint der gewählte Weg, die wiedergewonnenen Spielräume für Zukäufe in margenstärkeren Bereichen zu nutzen, überzeugend. Im Hinblick auf unsere Prognosen haben wir uns aber trotzdem dazu entschieden, die angenommene Umsatznettorendite etwas abzusenken und das Modell damit noch konservativer auszugestalten. Demnach unterstellen wir nun ab dem übernächsten Jahr eine Marge von 3,7 Prozent und damit lediglich

0,8 Prozentpunkte mehr als im letzten Geschäftsjahr. In den letzten beiden Perioden des Prognosezeitraums wird zudem eine erneute Absenkung angenommen.

Höherer Umsatz

Auf der anderen Seite erhöhen wir unsere Umsatzschätzung für das laufende Jahr auf 245,2 Mio. Euro. Damit reagieren wir vor allem auf den Einstieg in den rumänischen Markt, der sich nach Unternehmensangaben mit 8 Mio. Euro in den Erlösen niederschlagen sollte. Da die Wachstumsraten für die Folgejahre unverändert bleiben, erhöht sich infolgedessen die gesamte Umsatzreihe. In Summe stellt sich das modifizierte Prognosemodell wie folgt dar:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	*2008*	*2009*	*2010*	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*	*2015*
Umsatz (Mio. EUR)	**245,2**	**262,4**	**279,9**	**297,9**	**316,0**	**333,4**	**350,1**	**367,6**
Umsatzwachstum		7,0%	6,7%	6,4%	6,1%	5,5%	5,0%	5,0%
Nettorendite	3,2%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%
Gewinn (Mio. EUR)	**7,85**	**9,45**	**10,36**	**11,02**	**11,69**	**12,34**	**12,60**	**12,87**
Gewinnwachstum		20,4%	9,7%	6,4%	6,1%	5,5%	2,2%	2,1%

Fairer Wert 9,91 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unseren Schätzungen ein Ertragswert von 134,6 Mio. Euro. Die Erhöhung gegenüber dem letzten Update ist teilweise auf den zwischenzeitlichen deutlichen Rückgang der Umlaufrendite zurückzuführen, in dessen Folge sich unser Diskontierungssatz von 10,6 auf 10,1 Prozent ermäßigt hat. Alle übrigen Modellrahmendaten blieben unverändert. Je Aktie liegt der aktualisierte faire Wert nun bei 9,91 Euro. Aufgrund des marktbedingten Kursverfalls hat sich das von uns konstatierte Aufwärtspotenzial dadurch auf 96 Prozent erhöht. Selbst unter der Annahme, dass es Mensch und Maschine in Zukunft nicht gelingen sollte, die Marge über das im letzten Jahr erreichte Niveau hinaus zu erhöhen, betrüge der Kursspielraum der Aktie immer noch rund 60 Prozent.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mensch und Maschine hat im abgelaufenen Jahr sowohl den Umsatz als auch den Gewinn kräftig gesteigert und damit den seit mehreren Jahren anhaltenden Trend fortgesetzt. Und unter den gegebenen Rahmenbedingungen deutet aktuell wenig auf ein Ende der erfreulichen Entwicklung hin. Ganz im Gegenteil: Die wiedererstarkte Finanzkraft hat die Gesellschaft genutzt, um sich mit zwei Übernahmen neue Wachstumsoptionen zu eröffnen. Wir erwarten insbesondere von der rumänischen Tochter spürbare Umsatz- und Ergebnisbeiträge, die sich – zusammen mit anderen Faktoren – auch in unserem Bewertungsmodell in einem etwas erhöhten fairen Wert niedergeschlagen haben. Dieser liegt trotz nochmals abgesenkter Margenannahmen nun rund 96 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung, die wir deswegen als eine Einstiegschance betrachten. Unser Urteil lautet unverändert „Kaufen“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: http://www.performaxx.de
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
06.11.07	6,35 Euro	Kaufen
23.08.07	5,40 Euro	Kaufen
21.05.07	5,85 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, "Spekulatives Investment" eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: keine

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.