

Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Umsatz erneut gesteigert:** Im dritten Quartal hat der Spezialist für CAD- und CAM-Software den bisherigen Wachstumskurs fortgesetzt und den Umsatz um 4 Prozent gesteigert. Nach neun Monaten liegen die Erlöse somit bei 170,8 Mio. Euro, rund 7 Prozent über dem Vorjahr.
- **Gewinn legt überproportional zu:** Dank der starken Zuwächse im Geschäft mit Eigenprodukten erhöhte sich der Gewinn überproportional, um knapp 26 Prozent auf 0,9 Mio. Euro. Damit wurde der positive Trend aus dem zweiten Quartal fortgesetzt und die Schwäche vom Jahresanfang kompensiert.
- **Sondergewinn durch Softwareverkauf:** Der Verkauf einer Softwarelösung an Autodesk bringt einen zusätzlichen Gewinn in Millionenhöhe, weswegen die diesjährige Gewinnprognose trotz einer operativen Abkühlung übertroffen werden dürfte.
- **Kurs mit 180 Prozent Potenzial:** Nach unseren Schätzungen ist die Aktie deutlich unterbewertet und wäre erst bei einem Kurs von 10,75 Euro fair gepreist.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **3,85 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	52,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 50,1 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	6,97 Euro / 3,10 Euro
Performance (12 Monate)	-39,8 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 119,4 Tsd. Euro / Tag

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz (Mio. Euro)	170,3	212,9	238,0	262,3
Umsatzwachstum		25,0%	11,8%	10,2%
EpS (Euro)*	0,22	0,44	0,66	0,70
Gewinnwachstum		99,0%	48,0%	5,8%
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30
KGV	17,3	8,7	5,9	5,5
KUV	0,31	0,25	0,22	0,20
Dividendenrendite	3,9%	5,2%	6,5%	7,8%

* alle Jahre einheitlich mit 13,6 Mio. Aktien

Jüngste Geschäftsentwicklung

Wachstum hält an

Ungeachtet der konjunkturellen Eintrübung hat Mensch und Maschine auch im dritten Quartal den bisherigen Wachstumstrend fortgesetzt und dabei, wie schon im zweiten Vierteljahr, die Gewinne überproportional gesteigert. Demnach hat der Spezialist für CAD- und CAM-Software zwischen Juli und September 51,2 Mio. Euro Erlöst, 4 Prozent mehr als vor Jahresfrist. Kumuliert über die ersten neun Monate betrug der Umsatz 170,9 Mio. Euro, womit die Vorjahresmarke um 7,2 Prozent übertroffen wurde. Allerdings wurden die Zahlen in Euro diesmal durch Währungseffekte negativ beeinflusst: nach Unternehmensangaben schmälerte vor allem die Schwäche des britischen Pfunds die ausgewiesenen Erlöse um etwa 4,5 Mio. Euro. Ohne diesen Effekt hätte sich der Zuwachs in den ersten neun Monaten auf rund 10 Prozent belaufen. Herunter gebrochen auf die einzelnen Segmente hat sich im dritten Quartal erneut das Geschäft mit Eigenprodukten als überdurchschnittlich wachstumsstark erwiesen. Während im Vertrieb der Autodesk-Software lediglich eine Steigerungsrate von 2,3 Prozent erzielt werden konnte (wobei die Währungseffekte gerade hier spürbar wurden), legten die Umsätze mit eigenen Softwarelösungen um über 18 Prozent zu, auf 6,2 Mio. Euro. Damit hat dieser margenstarke Bereich 12 Prozent zu den Konzerneinnahmen beigetragen, nach 10,6 Prozent im Vorjahr.

<i>(Mio. Euro)</i>	<i>1-3. Quartal 2007</i>	<i>1-3. Quartal 2008</i>	<i>Änderung</i>
Umsatz	159,35	170,79	+7,2%
Rohertrag	39,54	42,65	+7,8%
EBITA	7,24	7,73	+6,7%
EBT	5,68	6,25	+10,0%
Periodenüberschuss	4,19	4,62	+10,5%

Neunmonatsresultate im Vorjahresvergleich; Quelle: Mensch und Maschine

Überdurchschnittliches Gewinnwachstum

Dank dieser überproportionalen Zunahme des Eigenprodukte-Segments sowie der hier im Vergleich mit dem Vorjahresquartal um einen Prozentpunkt verbesserten Rohmarge konnten zwischen Juli und September die Gewinnkennzahlen deutlich überdurchschnittlich gesteigert werden. So erhöhte sich der Quartalsrohertrag um 7 Prozent, das EBITA legte sogar um 20 Prozent zu. Da zudem die Verschuldung und in deren Folge auch die Zinsbelastung weiter reduziert wurden, stieg der Nettoüberschuss um 25,9 Prozent auf 0,91 Mio. Euro. Damit hat MuM die positive Tendenz aus dem zweiten Quartal fortgesetzt und die schwache Entwicklung vom Jahresanfang kompensiert, so dass nun auf Neunmonatsbasis ein leicht überdurchschnittliches Gewinnwachstum in den Büchern steht. Unter dem Strich konnte die Gesellschaft so zwischen Januar und September einen Überschuss von 4,62 Mio. Euro ausweisen, 10,5 Prozent mehr als im Vorjahr und damit das beste Neunmonatsergebnis der Firmengeschichte.

Software-Verkauf an Autodesk

Erst nach dem Stichtag ist der im August angekündigte Verkauf der von der MuM-Tochter ECS entwickelten Software eccad an den Partner Autodesk abgeschlossen worden, so dass der hieraus zu erwartende einmalige Gewinn in Höhe von rund 2 Mio. Euro vor Steuern im laufenden vierten Quartal ertragswirksam wird. Der Anwendungsschwerpunkt von eccad liegt bei großen Elektroprojekten wie Eisenbahnen, Energieversorgungssystemen oder Fernsehstationen. Anders als viele herkömmliche CAD-Produkte ist die Software exakt auf die Abbildung der extrem komplexen elektrischen Schaltpläne solcher Projekte zugeschnitten. Aus dieser Einzigartigkeit heraus wird dieses ohnehin auf dem Autodesk-Standard aufbauende und bereits rund 20.000-mal installierte Produkt nun in das Autodesk-Standardprogramm aufgenommen, so dass MuM für den Vertrieb im Vertragsgebiet weiterhin verantwortlich bleiben wird. Mit dieser Transaktion erhöht sich die Anzahl der Softwaremodule, die von den Bayern entwickelt, im Markt eingeführt und anschließend an die Amerikaner veräußert wurden, auf vier. Die bisher letzte Transaktion dieser Art stellte der Verkauf von RoCAD, einer Lösung für die Haustechnik (Heizung, Klima, Sanitär, Elektro), im Oktober 2006 dar, die seitdem von Autodesk unter dem Namen Autodesk Building Systems weltweit vertrieben wird. Für MuM bedeuten diese Verkäufe nicht nur zusätzliche Einnahmen, sondern auch eine Bestätigung für die hohe Qualität der eigenen Produkte.

Ausblick

Gewinnprognose angehoben

Dank des eccad-Verkaufs hat das Management ein Übertreffen des bisherigen Gewinnziels von 8,6 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Allerdings dürfte die Differenz kleiner ausfallen als der Gewinn aus dieser Transaktion, weil operativ – nicht zuletzt wegen der Währungseffekte – nun ein etwas schwächerer Umsatzzuwachs und in dessen Folge auch eine kleinere Gewinnsteigerung erwartet werden. So rechnet die Geschäftsführung nun damit, den Jahresumsatz um etwa 10 Prozent auf 235 Mio. Euro steigern zu können (Prognose zuvor: 240 Mio. Euro), beim EBITA liegt die Erwartung nun bei 12 Mio. Euro (+20 Prozent), eine Million Euro weniger als zunächst angenommen. Konsequenterweise wurden auch die Projektionen für 2009 überarbeitet und das Umsatzziel um 5 Mio. Euro auf 270 Mio. Euro reduziert. Beim Gewinn liegt die Erwartung statt bei 11,6 nun bei 10,5 Mio. Euro.

Geringfügige Modifikationen der Schätzungen

Da wir bereits im Rahmen unserer Folgestudie vom 20.08.2008 die Abkühlung der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten zum Anlass genommen haben, unsere Schätzungen für 2009 und die Folgejahre noch vorsichtiger zu gestalten bzw. sie vorsichtig zu belassen, sehen wir uns von der jüngsten Entwicklung im Großen und Ganzen bestätigt und behalten die bisherigen Schätzansätze weitgehend bei. Die einzigen Änderungen, die wir vornehmen, betreffen das aktuelle Jahr, wo wir

beim Umsatz voraussichtlich etwas zu optimistisch und beim Gewinn zu konservativ gewesen sind. Das Ergebnis wird zwar nicht aufgrund des laufenden Geschäfts, sondern durch den escad-Verkauf über das von uns unterstellte Niveau hinaus klettern, doch handelt es sich hierbei um keinen Einmalertrag im strengen Wortsinne, weswegen wir diesen Effekt in unserem Modell berücksichtigen. Wie die wiederholten Softwareverkäufe an Autodesk belegen, gehört die Entwicklung, Etablierung und im Erfolgsfall auch die Veräußerung von branchenspezifischen Modulen integral zum Geschäftskonzept von MuM, so dass es sich bei solchen Erträgen zwar um stark schwankende, aber doch wiederkehrende Effekte handelt. In Summe rechnen wir deswegen für das laufende Jahr mit einem Gewinn von 8,9 Mio. Euro, bei einem Umsatz von 238 Mio. Euro. Für die nächsten acht Jahre stellt sich der von uns unterstellte Geschäftsverlauf somit wie folgt dar:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz (Mio. EUR)	238,0	262,3	279,8	297,8	315,9	333,3	350,0	367,5
Umsatzwachstum		10,2%	6,7%	6,4%	6,1%	5,5%	5,0%	5,0%
Nettorendite	3,8%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%
Gewinn (Mio. EUR)	8,93	9,44	10,35	11,02	11,69	12,33	12,60	12,86
Gewinnwachstum		5,8%	9,7%	6,4%	6,1%	5,5%	2,2%	2,1%

Fairer Wert 10,75 Euro je Aktie

Unter Zugrundelegung eines ab 2016 einsetzenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent resultiert hieraus ein Unternehmenswert von 146,1 Mio. Euro bzw. 10,75 Euro je Aktie. Die Erhöhung gegenüber dem im August errechneten Wert ist dabei zum Teil auf die Anhebung des diesjährigen Gewinnziels zurückzuführen, vor allem aber ist sie der Reduktion des angenommenen Diskontierungssatzes geschuldet, der durch den Rückgang der Umlaufrendite in Deutschland nun nur noch mit 10 Prozent angesetzt wurde. Da gleichzeitig die MuM-Aktie im Zuge der dramatischen Börsenentwicklung weiter an Boden verloren hat, beträgt die von uns konstatierte Differenz zwischen dem aktuellen Kurs und dem fairen Wert nun knapp 180 Prozent.

Hohe Dividendenrendite und Aktienrückkaufprogramm

Die damit sichtbare Unterbewertung lässt sich aber auch an anderen Kennzahlen festmachen. So liegt das für 2008 erwartete, auf Basis des Neunmonatsergebnisses und des escad-Verkaufs bereits weitgehend realisierte KGV, bei gerade mal 5,9. Und die Dividendenrendite beträgt auf der Grundlage der angestrebten Ausschüttungshöhe von 0,25 Euro je Aktie 6,5 Prozent. Gleichzeitig hat das Unternehmen angekündigt, die hohen Cash-Überschüsse für einen Aktienrückkauf zu nutzen und bis zu 10 Prozent der eigenen Aktien zu erwerben. Dass dahinter eine feste Überzeugung von der Unterbewertung des eigenen Unternehmens steht, zeigt nicht zuletzt die Tatsache, dass auch der Vorstand privat nach wie vor kontinuierlich Aktien zukaufte. So hat der Gründer und Vorstandschef Adi Drotleff allein seit Anfang August mehr als eine Viertelmillion Euro investiert.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

Mensch und Maschine bleibt auch in einem turbulenteren Umfeld auf Kurs und hat im dritten Quartal Umsatz und Gewinn gesteigert. Zusammen mit dem Ertrag aus dem Verkauf einer selbstentwickelten Software an den Partner Autodesk dürfte damit das bisherige Gewinnziel des Unternehmens übertroffen werden. Operativ blieben die Zuwächse allerdings unterhalb der Planansätze, weswegen das Management die Prognosen für 2009 geringfügig reduziert hat. Doch auch auf dieser Basis ist die Aktie drastisch unterbewertet. So signalisiert unser Bewertungsmodell, das für nächstes Jahr ohnehin auf Annahmen basiert, die unterhalb der reduzierten Unternehmensprojektionen liegen, ein Kurspotenzial von 180 Prozent. Aber auch die statischen Kennzahlen wie KGV (5,9) oder Dividendenrendite (6,5 Prozent) erklären, warum das Management seit Monaten privat Aktien zukaufte. Angesichts dieser Fülle an überzeugenden Argumenten bekräftigen wir unsere bisherige Einschätzung und sehen die Aktie von Mensch und Maschine weiterhin als einen „Kauf“.

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 Meinungsäußerungen 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
20.08.08	5,00 Euro	Kaufen
17.03.08	5,04 Euro	Kaufen
06.11.07	6,35 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“ eine 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 Studiererstellung 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.