

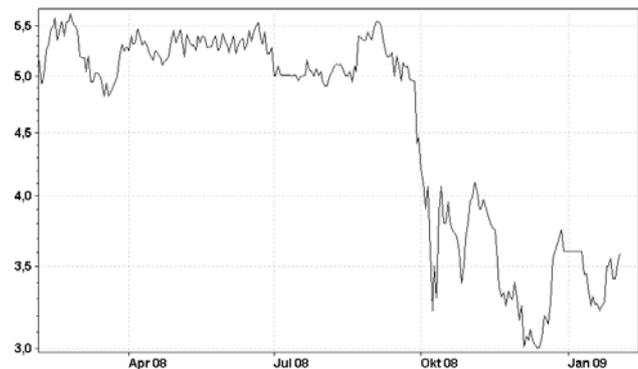
Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Geschäftsmodell erweitert:** Mit der angekündigten Übernahme von fünf Vertriebspartnern expandiert der Spezialist für CAD/CAM-Software im deutschsprachigen Raum in den Endkundenvertrieb. Neben weiteren Wachstumspotenzialen verspricht sich das Management von diesem Schritt auch eine verbesserte Rentabilität des Gesamtkonzerns.
- **Weitere Übernahmen angekündigt:** Zur Fortsetzung des neuen Kurses wurden bereits weitere Akquisitionen angekündigt, mit denen das neue Modell auch auf die CAD-Software für Architekten übertragen werden soll. Nach Abschluss dieser Phase soll das neue Segment Unternehmensprojektionen zufolge rund ein Drittel zum Konzernrohertrag beitragen.
- **Krise nun spürbar:** Das Softwarehaus musste ab November der dramatischen konjunkturellen Abkühlung Tribut zollen und im vierten Quartal einen Umsatzrückgang ausweisen. Im Gesamtjahr wurden nun 223 Mio. Euro (+ 5 Prozent) umgesetzt, der Gewinn konnte um 0,3 auf 6,3 Mio. Euro verbessert werden.
- **Fairer Wert erhöht:** In Reaktion auf diese beiden Entwicklungen haben wir unser Schätzmodell grundlegend überarbeitet. Den fairen Wert sehen wir nun bei 10,23 Euro je Aktie, fast 190 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 10,23 Euro
Aktueller Kurs 3,53 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,68	4,05	5,60
Tief (Euro)	3,20	3,05	3,05
Performance	-1,7%	-10,6%	-34,1%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	26.086	62.775	48.860

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Wessling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,26 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	50,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 49,7 %
Rechnungslegung	IFRS

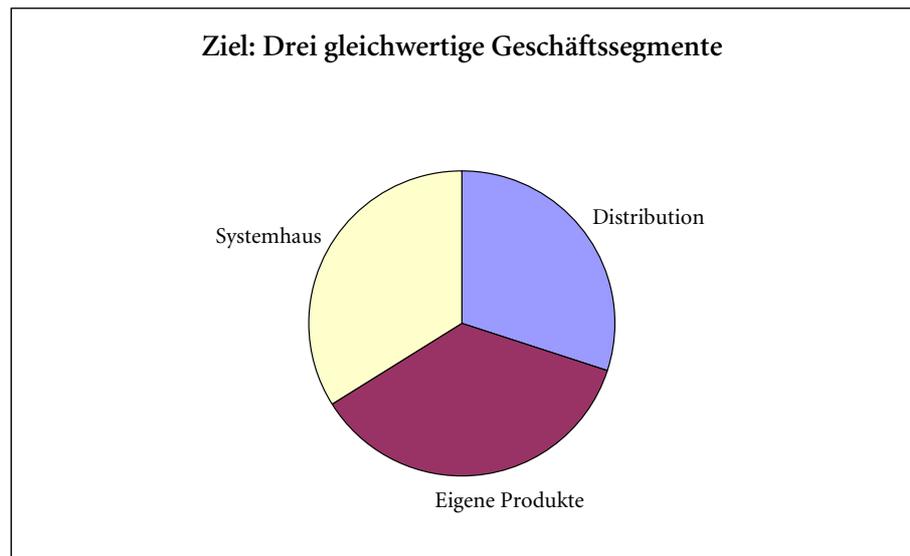
Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008e	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	212,9	223,2	220,0	224,0	CAGR Umsatz 07-10 (e)	1,7%
Umsatzwachstum	25,0%	4,8%	-1,4%	1,8%	CAGR EBIT 07-10 (e)	1,9%
EBIT (Mio. Euro)	9,8	9,3	9,5	10,4	CAGR EpS 07-10 (e)	0,0%
EBIT-Marge	4,6%	4,2%	4,3%	4,6%		
EpS*	0,43	0,44	0,39	0,43	Enterprise Value (Mio. Euro)	64,1
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,15	0,15	Buchwert (Mio. Euro)	25,1
KUV*	0,24	0,23	0,23	0,22	EV / Umsatz 09 (e)	0,3
KGV*	8,2	8,0	9,0	8,2	EV / EBIT 09 (e)	6,7
Dividendenrendite	5,7%	5,7%	4,2%	4,2%	Kurs / Buchwert	2,0

*sämtliche Berechnungen auf Basis der aktuellen Aktienzahl von 14,26 Mio.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Erweiterung des Geschäftsmodells

Angesichts des sich wandelnden Marktumfelds und mit dem Ziel, die eigenen Wachstumspotenziale zu erweitern, hat Mensch und Maschine (MuM) das Jahr mit einem Paukenschlag begonnen. Der Spezialist für CAD- und CAM-Software übernimmt fünf seiner bisherigen Vertriebspartner und expandiert damit in den Endkundenvertrieb. Der Schritt ist nach MuM-Angaben mit dem Hauptlieferanten Autodesk abgesprochen und beschränkt sich zunächst auf den deutschsprachigen Raum und hier auf die Branchen Maschinenbau, Elektro und Infrastruktur. Bis Anfang nächsten Jahres soll das neue Geschäftsfeld „Systemhaus“ durch weitere Übernahmen dann auch auf die Architektur-Software übertragen werden. Als Zielgröße für 2010 nennt MuM rund ein Drittel der Konzernwertschöpfung, die in dem erweiterten Endkundengeschäft erzielt werden soll, jeweils zur Hälfte aus Lizeinnehmungen und Dienstleistungen wie Schulungen, Systeminstallationen und kundenspezifischen Anpassungen.



Herkunft des Rohertrages, ab 2010; Quelle: Mensch und Maschine

Deutliche Margenverbesserung angestrebt

Mit diesem Schritt wird aber nicht nur das Geschäftsvolumen deutlich ausgeweitet, sondern auch die Margensituation spürbar verbessert. Insbesondere gegenüber dem bisher dominierenden reinen Distributionsmodell, in dem zuletzt lediglich eine Rohertragsmarge von rund 16 Prozent erzielt werden konnte, stellt das Systemhausgeschäft eine deutliche Margenverbesserung dar. Mit Hinweis auf die eigene Branchenerfahrung nennt MuM einen Rohertrag von etwa 35 Prozent des Umsatzes als realistisches Ziel, womit das neue Segment zwischen dem äußerst renditestarken Vertrieb von eigenen Produkten und dem volumenstarken aber margenschwachen Distributionsgeschäft anzusiedeln wäre.

Liquiditätsschonende Abwicklung

In der aktuellen Wirtschaftslage ebenfalls nicht unwichtig ist die Tatsache, dass MuM zur Finanzierung der Übernahmen mit etwa 3 Mio. Euro nur begrenzt Barmittel einsetzt und stattdessen den Grossteil der Transaktion über einen Aktientausch abwickelt. Hierzu sollen im ersten Schritt die rund 0,2 Mio. Stücke verwendet werden, die das Unternehmen im Herbst im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms erworben hat. Der Rest wird mittels einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage realisiert, die sich auf 5 Prozent des bisherigen Grundkapitals belaufen soll. Hinzu kommen weitere Aktienpakete, die in einem Zeitraum von zwei bis vier Jahren – erfolgsabhängig – an die bisherigen Eigentümer der übernommenen Gesellschaften transferiert werden. In Summe geht MuM davon aus, beim Kaufpreis die bereits bei früheren Akquisitionen verfolgte Zielgröße von einem Sechsfachen des operativen Ergebnisses zu bezahlen.

Schwaches Jahresendgeschäft

Aus dem operativen Geschäft musste MuM zuletzt hingegen mit enttäuschenden Meldungen aufwarten. Bedingt durch eine drastische Beruhigung der Bestellungen ab November hat sich das Jahresendgeschäft deutlich schwächer entwickelt als noch im Herbst angenommen. Vorläufigen Zahlen zufolge wurden beim Umsatz – statt wie zuvor angekündigt 235 Mio. Euro – nun lediglich 223,2 Mio. erzielt, separat betrachtet und ohne eine Bereinigung um den nachteiligen Wechselkurseffekt musste im vierten Quartal sogar ein minimaler Umsatzrückgang ausgewiesen werden. Dementsprechend blieb auch das Ergebnis sowohl unter unseren Schätzungen als auch hinter den Prognosen des Managements: das EBITA, das noch im September um knapp sieben Prozent über dem Vorjahr lag, konnte im Gesamtjahr nun lediglich um drei Prozent auf 10,3 Prozent gesteigert werden. Auch das Nettoergebnis lag mit 6,3 Mio. Euro (+ 5 Prozent) deutlich unter unseren Erwartungen. Allerdings hat sich mit der vollständigen Abschreibung der erst im Vorjahr erworbenen 88,5-prozentigen Beteiligung an dem Potsdamer Software-Entwickler creaTa GmbH hier auch ein Sondereffekt ausgewirkt, der für die Gewinnentwicklung der Folgejahre nun positiv sein dürfte. Denn das Softwarehaus mit dem Fokus auf Kabelbetreiber arbeitet immer noch hochdefizitär, allein im abgelaufenen Geschäftsjahr belief sich der Verlust auf 1,35 Mio. Euro. Mit der Sofortabschreibung in Höhe von knapp einer Mio. Euro beendet MuM sein Engagement und sichert sich somit gegen weitere Belastungen ab.

Ausblick

Unsicheres Umfeld

Mit dieser unerwartet deutlichen Abkühlung der Geschäftsdynamik ist MuM nicht allein, vielmehr wurde das Unternehmen noch relativ spät von dem beispiellosen Einbruch erwischt. Dies gilt auch für die Softwarebranche als Ganzes, der noch im September von den Experten des European Information Technology Observatory (EITO) für das laufende Jahr europaweit ein Wachstum von 4,9

Prozent prognostiziert und der von gleicher Stelle bereits im Dezember nur noch eine Expansion um 2 Prozent zugetraut wurde. Wie sich die Nachfrage auf den Absatzmärkten des CAD/CAM-Sektors tatsächlich entwickelt, ist somit derzeit kaum absehbar. Bislang konnte das Management auf den Rationalisierungscharakter der Software verweisen, wegen dem die Abnehmer in früheren konjunkturellen Schwächephasen ihre Investitionen kaum reduziert hätten. Ob das in dem außerordentlich starken aktuellen Einbruch noch seine Gültigkeit hat, bleibt abzuwarten. Die Tatsache, dass selbst das erfahrene MuM-Management auf eine konkrete Prognose verzichtet hat, spricht klar für die Einmaligkeit der Lage. Als erste Einschätzung wurde lediglich angekündigt, im ersten Quartal auf dem Niveau der letzten drei Monate des Vorjahrs bleiben zu wollen und für das folgende Vierteljahr eine weitere Abschwächung zu erwarten. Mittelfristig möchte das Unternehmen jedoch seine Expansionsgeschwindigkeit von durchschnittlich 15 Prozent p.a. wieder aufnehmen und die Margen sukzessive ausweiten.

Schätzungen mit vielen Unbekannten

Für die Aktualisierung unseres Schätzmodells stellt sich nun die Aufgabe, in einem äußerst unsicheren Umfeld, in dem selbst das Unternehmen von einer Prognose absieht, nicht nur die Entwicklung des bisherigen Konzerns modellieren zu müssen, sondern gleichzeitig auch einen völlig neuen Geschäftsbereich zu integrieren. Dabei sind sowohl dessen zusätzliche Umsätze und Gewinne zu berücksichtigen als auch die Erlöse zu bereinigen, die schon bisher mit den nun übernommenen Partnern erzielt wurden. Zudem verzichtet das Unternehmen auch auf Distributionsumsätze mit denjenigen Händlern in deutschsprachigen Raum, die bisher beliefert wurden, die aber nicht akquiriert werden sollen und ihre Software deswegen künftig entweder von anderen Großhändlern oder von Autodesk selbst beziehen werden. Schließlich dürften die Aufstockung des Personalbestandes sowie die erhöhten Overheadkosten eine Modifizierung der unterstellten GuV-Struktur erforderlich machen. Insofern sehen wir unsere Schätzungen zum jetzigen Zeitpunkt betont als eine vorsichtige erste Annäherung an den möglichen neuen Entwicklungspfad, wobei wir uns bei der Festlegung unserer Annahmen um eine konservative Vorgehensweise bemüht haben.

Umsatzwachstum durch Zukäufe

So gehen wir für das aktuelle Jahr von einem minimalen Umsatzrückgang auf 220 Mio. Euro aus. Dies impliziert die Annahme, dass der geringe positive Nettoeffekt der Marktoffensive (neuer Systemhaus-Umsatz und Wegfall von Distributionsumsätzen) nicht ausreicht, um die unterstellte operative Kontraktion der beiden bisherigen Segmente, für die wir ein Minus von zwei bis drei Prozent unterstellen, auszugleichen. Gleichzeitig haben wir zur Berücksichtigung der Krise sowohl für beide Altsegmente die Rohertragsmargen abgesenkt als auch konzernweit die Quoten für die wichtigsten Kostenarten erhöht. In Summe erwarten wir deswegen einen Nettogewinn von 5,6 Mio. Euro.

Ab 2010 nur operativ modelliert

Ungeachtet der unternehmensseitigen Ankündigung, bereits im laufenden Jahr weitere Übernahmen folgen zu lassen und damit das Systemhausgeschäft auch auf die Architektursoftware ausweiten zu wollen, berücksichtigen wir zunächst nur den operativen Entwicklungspfad des Konzerns in seiner aktuellen Form. Da für die Berücksichtigung weiterer Übernahmen die hierzu erforderlichen Daten noch gänzlich fehlen, würde deren Integration die Schätzunsicherheit deutlich erhöhen. Operativ nehmen wir eine leichte Erholung auf Jahresbasis an, die in einem Umsatzanstieg auf 224 Mio. Euro und einem Nettoüberschuss von 6,2 Mio. Euro resultieren sollte. Diesen Trend langsam zunehmender Wachstumsdynamik und steigender Margen schreiben wir für die Folgejahre fort, so dass in Summe der folgende modellhafte Geschäftsverlauf unserer Wertermittlung zugrunde liegt.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	220,0	224,0	239,6	261,2	287,3	316,1	347,7	382,4
Erlöswachstum		1,8%	7,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	2,6%	2,8%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gewinn (Mio. Euro)	5,61	6,16	8,87	10,45	11,49	12,64	13,91	15,30
Gewinnwachstum		9,8%	44,0%	17,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Fairer Wert 10,23 Euro je Aktie

Aufgrund der gegenläufigen Effekte der zahlreichen Modifikationen sind deren Auswirkungen auf den von uns ermittelten Unternehmenswert nur marginal, er liegt nahezu unverändert bei 145,9 Mio. Euro. Dabei dürfte die konsequente Umsetzung der bereits angekündigten, in unserem Modell aber noch nicht berücksichtigten Pläne zu einer weiteren Anhebung führen – sollte doch dadurch gerade das margenstärkere Systemhausgeschäft gestärkt werden. Gleichzeitig bedingt dessen Ausweitung unseres Erachtens aber ein etwas erhöhtes Risikoprofil, was vor allem durch die höhere Personalintensität des Dienstleistungsbereiches und somit durch eine gesteigerte Anfälligkeit für Auslastungsschwankungen bedingt ist. Diesen Effekt tragen wir mit einer leichten Anhebung des Beta-Faktors auf 1,3 Rechnung. Damit und unter Zugrundelegung eines risikolosen Zinssatzes von 3,1 Prozent beläuft sich der verwendete Eigenkapitalkostensatz auf 9,9 Prozent. Das sich ab 2017 anschließende „ewige“ Ertragswachstum haben wir unverändert bei 2 Prozent p.a. belassen. Je Aktie entspricht der neue Unternehmenswert damit 10,23 Euro, wobei in diesen Betrag bereits die um 5 Prozent erhöhte Aktienzahl eingeflossen ist. Demnach sehen wir für das MuM-Papier nach den jüngsten Ereignissen ein Kurspotenzial von fast 200 Prozent.

Fazit

**Unser Anlageurteil:
„Kaufen“**

Mit der Erweiterung des Geschäftsmodells auf den Endkundenvertrieb hat Mensch und Maschine eine nach eigenen Angaben seit längerem vorbereitete

Option realisiert und sich damit weiteres Wachstumspotenzial erschlossen. Positiv an dem Zug sehen wir nicht nur die erhöhte Wertschöpfung und die Stärkung eines renditeträchtigeren Geschäftsbereiches, sondern auch die weiter gestiegene Bedeutung als Partner von Autodesk, wodurch das bestehende Abhängigkeitsverhältnis nun noch ausgewogener sein dürfte. Dank der zusätzlichen Umsätze und Ergebnisbeiträge aus der fünffachen Akquisition dürfte das laufende Jahr trotz einer möglichen, konjunkturell bedingten Schwäche im operativen Geschäft mit weitgehend stabilen Umsatz- und Gewinnzahlen abgeschlossen werden. Nach unserem Schätzmodell ist der faire Wert nun bei rund 145,9 Mio. Euro bzw. bei 10,23 Euro je Aktie anzusetzen – fast 200 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung. An der grundsätzlich positiven Einschätzung des Unternehmens hat sich auch in der Krise nichts geändert, wir halten das gegenwärtige Kursniveau für eine aussichtsreiche Einstiegsgelegenheit und bekräftigen unser bisheriges Kaufurteil.

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

Telefon: + 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

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. A. 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 pro Jahr 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
04.11.2008	3,85 Euro	Kaufen
20.08.2008	5,00 Euro	Kaufen
17.03.2008	5,04 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: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.