

## Mensch und Maschine SE

### Zusammenfassung

- **Deutlicher Umsatzrückgang:** Krisenbedingt sowie infolge der Umstellung des Geschäftsmodells in Deutschland und dem deutschsprachigen Ausland sind die Erlöse des Spezialisten für CAD- und CAM-Software in den ersten neun Monaten um insgesamt fast 30 Prozent zurückgegangen. Auch das dritte Quartal hat noch keine Erholung gebracht.
- **Systemhaussparte mit negativem Ergebnisbeitrag:** Infolge des Umsatzrückgangs rutschte auch das Neunmonatsergebnis ins Minus, vor Steuern lag der Konzernfehlbetrag bei -1,1 Mio. Euro. Einen überdurchschnittlichen Anteil hieran hatte das neue Segment Systemhaus, in dem vor allem durch die Amortisation der Übernahmen ein negatives EBT von 1,4 Mio. Euro anfiel.
- **Weiterhin komfortable Reserven:** Da der operative Cashflow trotz des Verlustes deutlich positiv blieb, verfügt der Konzern nach wie vor über ausreichende Reserven, um die Krise gut zu überstehen.
- **Viertes Quartal wieder mit Plus:** Für die letzten drei Monate des Jahres hat die Gesellschaft die Rückkehr in die Gewinnzone in Aussicht gestellt.
- **Aktie unterbewertet:** Obwohl wir unsere Schätzungen in Reaktion auf die enttäuschenden Neunmonatszahlen kräftig reduziert haben, sehen wir nach wie vor eine deutliche Unterbewertung.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	212,9	223,1	165,0	189,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	-3,8%
Umsatzwachstum	25,0%	4,8%	-26,0%	15,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-21,8%
EBIT (Mio. Euro)	9,8	10,3	1,0	4,7	CAGR EpS 07-10 (e)	-22,6%
EBIT-Marge	4,6%	4,6%	0,6%	2,5%		
EpS	0,42	0,39	0,00	0,19	Enterprise Value (Mio. Euro)	65,7
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,00	0,10	Buchwert (Mio. Euro)	27,6
KUV	0,24	0,23	0,31	0,27	EV / Umsatz 09 (e)	0,4
KGV	8,4	8,9	-	18,1	EV / EBIT 09 (e)	65,7
Dividendenrendite	5,7%	5,7%	-	2,8%	Kurs / Buchwert	1,9

### Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **9,20 Euro**  
**Aktueller Kurs** 3,52 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,62	3,77	4,15
Tief (Euro)	3,40	3,40	3,05
Performance	-3,0%	-5,1%	2,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	15.045	22.543	26.766

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Wessling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	51,4 Mio. Euro
Free Float	53,1 %
Rechnungslegung	IFRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Distributionssparte schrumpft stark*

Bedingt durch den tiefen konjunkturellen Einbruch hat Mensch und Maschine im bisherigen Jahresverlauf einen deutlichen Umsatzrückgang hinnehmen müssen. Nach neun Monaten summierten sich die Erlöse auf 121,2 Mio. Euro und lagen damit rund 29 Prozent unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Entgegen den zwischenzeitlichen Hoffnungen brachte auch das dritte Quartal noch keine deutliche Wende, die Umsätze der Sommermonate lagen mit 36,1 Mio. Euro ebenfalls um 29 Prozent unter Vorjahr. Besonders kräftig ist der Einbruch im Distributionssegment ausgefallen, dessen Neunmonatseinnahmen sich mit 80,6 Mio. Euro fast halbiert haben. Allerdings spielt hier auch ein negativer Währungseffekt (Abwertung des britischen Pfunds) hinein, ohne den der Rückgang um zwei Prozentpunkte schwächer ausgefallen wäre. Und vor allem verzerrt hier der seit Jahresanfang im deutschsprachigen Raum vollzogene Umstieg auf das Systemhausgeschäft den Vergleich mit dem Vorjahr. Im Ausland, wo es diesen Effekt nicht gab, schrumpfte der Distributionserlös deswegen mit – währungsbereinigt – etwa -26 Prozent deutlich weniger.

### *Bruttomarge gesteigert*

Spiegelbildlich zu dem letztgenannten Effekt erhöhten sich die Einnahmen des neuen Geschäftssegments von (rechnerischen) 1,1 Mio. Euro auf 24,4 Mio. Euro. Damit ist die neue Sparte auf Anhieb zum zweitgrößten Segment aufgestiegen, noch vor dem Geschäft mit MuM-Software, das mit 16,3 Mio. Euro ebenfalls einen – wenn auch mit -13,4 Prozent deutlich geringeren – Rückgang zu verkraften hatte. Da damit die margenstärkeren Geschäftsbereiche entweder nur unterproportional geschrumpft sind bzw. gar ihren Beitrag zum Konzernumsatz erhöht haben, fiel der Einbruch beim Rohertrag deutlich schwächer aus. In Summe der ersten drei Quartale konnte MuM 37,5 Mio. Euro erwirtschaften, lediglich 12,2 Prozent weniger als vor Jahresfrist. Die Rohertragsmarge erhöhte sich infolgedessen sogar auf 30,9 Prozent (nach 25,0 Prozent).

Geschäftszahlen (Mio. Euro)	9 Monate 2008	9 Monate 2009	Änderung
Umsatz	170,79	121,23	-29,0%
- Distribution	150,88	80,60	-46,6%
- Systemhaus	1,10	24,36	2.106,2%
- M+M Software	18,80	16,27	-13,4%
Rohertrag	42,65	37,46	-12,2%
EBIT	7,38	-0,36	-
- Distribution	4,31	-0,28	-
- Systemhaus	0,19	-1,29	-
- M+M Software	2,89	1,21	-58,0%
Konzernergebnis	4,62	-0,73	-

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Mensch und Maschine; Quelle: Unternehmen

### *Gesunkene Auslastung belastet*

Die relative Stabilität beim Rohertrag fand allerdings keine adäquate Entsprechung in den anderen Gewinnkennzahlen. Insbesondere durch den im Zuge der Marktoffensive deutlich aufgestockten Mitarbeiterbestand (529 nach 391 im Vorjahr) in Verbindung mit dem Umsatzrückgang erhöhte sich der Personalaufwand auf fast 20 Prozent vom Umsatz, nach 11,6 Prozent vor 12 Monaten. Dadurch rutschte das EBITA im dritten Quartal mit -1,1 Mio. Euro ins Minus, in Summe der ersten neun Monate blieb es noch positiv, doch erreichte es mit 0,85 Mio. Euro nur noch 11 Prozent des Vorjahreswertes. Nach Berücksichtigung von Firmenwertabschreibungen und Zinsen resultierte hieraus ein EBIT-bzw. Vorsteuerverlust von -0,36 resp. -1,1 Mio. Euro. Besonders schwach war in diesem Zusammenhang das dritte Quartal mit einem Vorsteuerverlust von 1,9 Mio. Euro, der zu einem großen Teil durch den Fehlbetrag in dem neuen Segment Systemhaus verursacht wurde (1,2 Mio. Euro). Hier wirkten sich insbesondere die erhöhten Firmenwertabschreibungen infolge der vollzogenen Übernahmen belastend aus.

### **Ausblick**

#### *Ziele nicht mehr haltbar*

Die Entwicklung der letzten Quartale und insbesondere die entgegen so mancher Erwartung (auch unserer) ausgebliebene Belebung im dritten Quartal ist zweifelsohne eine Enttäuschung. In ihrer Tiefe hat die Krise auch das erfahrene Management überrascht, das ansonsten durch eher konservative Projektionen und deren regelmäßiges Übertreffen auffiel. So musste die Jahreszielsetzung nach der Veröffentlichung der Zahlen zum dritten Quartal revidiert werden. Während beim Umsatz die bisherige – weite – Prognosespanne auf den unteren Rand konkretisiert wurde, wird unter dem Strich inzwischen auch ein Verlust nicht mehr ausgeschlossen. Konkret erwartet die Gesellschaft Erlöse zwischen 163 und 171 Mio. Euro, was nach Steuern mit einem Ergebnis von -0,5 und +1,0 Mio. Euro korrespondieren würde.

#### *Talsole erreicht*

Selbst am unteren Ende würde dies bedeuten, dass MuM im vierten Quartal in die Gewinnzone zurückkehrt, der positive Verlauf würde eine 38-prozentige Umsatzsteigerung gegenüber dem dritten Vierteljahr und ein EBITA von 3,2 Mio. Euro bedeuten. Vor diesem Hintergrund und angesichts des zuletzt sogar deutlich positiven Cashflows (4,8 Mio. Euro) und der dadurch nach wie vor ausreichenden bilanziellen und finanziellen Reserven scheint das Schlimmste überstanden zu sein. Dies umso mehr, als die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Indikatoren inzwischen eine Erholung für 2010 signalisieren. Dies gilt auch für die Softwareindustrie, die beispielsweise in Deutschland im nächsten Jahr um 0,5 Prozent expandieren soll, nach einer Schrumpfung um 3,2 Prozent in 2009 (Quelle: Bitkom). Aber auch der für MuM als Abnehmersektor so wichtige Maschinenbau sendet inzwischen erste Stabilisierungszeichen, nach einem nahezu

halbierten Auftragseingang und einem erwarteten 20-prozentigen Produktionsrückgang soll 2010 zumindest eine Stagnation möglich sein.

### *Mittelfristig überzeugend*

Für Mensch und Maschine könnte allein schon diese Beruhigung ausreichen, um auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Denn die Produkte der Bayern ermöglichen den Kunden vielfach Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen, was nach Überwindung der derzeitigen Schockstarre eine wieder steigende Nachfrage ermöglichen sollte. Insofern sehen auch wir eher optimistisch in die Zukunft, zumal wir die dieses Jahr eingeschlagene Expansionsstrategie trotz der damit verbundenen Kosten und der inzwischen auch eingetretenen Verluste nach wie vor für richtig halten. Sobald die Auslastung des aufgestockten Mitarbeiterstamms wieder erhöht werden kann, dürften sich diese Investitionen in Form von überproportional steigenden Gewinnen auszahlen und die diesjährigen „Ergebnisopfer“ mehr als kompensieren. Und derzeit verfügt das Unternehmen noch über ausreichend Reserven, um ohne größere Einschnitte bei seinen Wachstumspotenzialen die Durststrecke zu überstehen. Erst wenn die konjunkturelle Krise unerwarteterweise doch deutlich länger anhalten oder durch weitere Schocks eine neue Dramatik erfahren sollte, wäre diese Einschätzung zu revidieren. Auf dem jetzigen Stand halten wir die mittelfristigen Perspektiven aber für ausgezeichnet.

### *Erwartungen reduziert*

Nichtsdestotrotz müssen wir unsere Schätzungen revidieren. Dies gilt insbesondere für das laufende Jahr, für welches unsere bisherigen Annahmen nach der Entwicklung der beiden letzten Quartale viel zu optimistisch sind. Deswegen reduzieren wir die Umsatzerwartung für 2009 nun auf 165 Mio. Euro, bei einem ausgeglichenen Ergebnis. Bedingt durch Basis- und Konsolidierungseffekte halten wir hingegen nächstes Jahr ein Wachstum um bis zu 15 Prozent für möglich, womit wir allerdings trotzdem deutlich unterhalb des bisherigen Expansionspfades bleiben. Auch bei den unterstellten Margen haben für die nächsten drei Jahre Abschlüsse vorgenommen, um damit die in Relation zu der bisher angenommenen Entwicklung schlechtere Auslastung zu berücksichtigen. In Summe stellt sich unser neues Schätzgerüst nun wie folgt dar:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>165,0</b>	<b>189,8</b>	<b>218,2</b>	<b>240,0</b>	<b>264,0</b>	<b>290,4</b>	<b>319,5</b>	<b>351,4</b>
Erlöswachstum		15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	0,0%	1,5%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>0,00</b>	<b>2,85</b>	<b>6,55</b>	<b>9,60</b>	<b>10,56</b>	<b>11,62</b>	<b>12,78</b>	<b>14,06</b>
Gewinnwachstum			130%	46,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

### *Fairer Wert 9,20 Euro je Aktie*

Hieraus resultiert ein Unternehmenswert von 134,7 Mio. Euro, wobei wir einen Diskontierungssatz von 9,9 Prozent unterstellt haben (risikofreier Zins von 3,0 Prozent, langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und

Betafaktor von 1,3). Je Aktie entspricht das einem fairen Wert von 9,20 Euro, rund 160 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Mit den Zahlen zum dritten Quartal ist deutlich geworden, wie sehr Mensch und Maschine von der Krise in Mitleidenschaft gezogen wurde. In dem bisherigen Kerngeschäft, dem Großhandel mit CAD-Software, reduzierten sich die Umsätze selbst nach Korrektur um Währungseffekte und die freiwillige Umsatzaufgabe infolge des Geschäftsmodellwechsels um mehr als ein Viertel, auch die äußerst renditestarke Sparte rund um eigene Produkte musste einen zweistelligen Rückgang ausweisen. Auch wenn auf der anderen Seite das neue Segment Systemhaus vom Stand weg rund 24 Mio. Euro zum Konzernumsatz beigetragen hat, reichte die reduzierte Einnahmenbasis nicht aus, um die im Zuge der vollzogenen Übernahmen deutlich gestiegenen Personalkosten zu kompensieren. Nach dem Neunmonatsverlust ist deswegen auch für das Gesamtjahr ein Fehlbetrag nicht mehr ausgeschlossen – eine Entwicklung, die auch uns überrascht hat. Allerdings gibt es inzwischen mehrere Anzeichen, dass damit der Tiefpunkt der Entwicklung durchschritten sein könnte und dass der Anlegerblick sich nun stärker auf die mittelfristigen Perspektiven richten sollte. Und diese halten wir unverändert für überzeugend, was auch in dem von uns ermittelten fairen Wert zum Ausdruck kommt, der 160 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Wir bestätigen deswegen trotz der diesjährigen Probleme unsere Einstufung und empfehlen Mensch und Maschine weiterhin mit „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

**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](mailto: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>
02.06.2009	3,52 Euro	Kaufen
04.02.2009	3,53 Euro	Kaufen
04.11.2008	3,85 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“ 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 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](http://www.market-maker.de)) erstellt.