

Mensch und Maschine SE

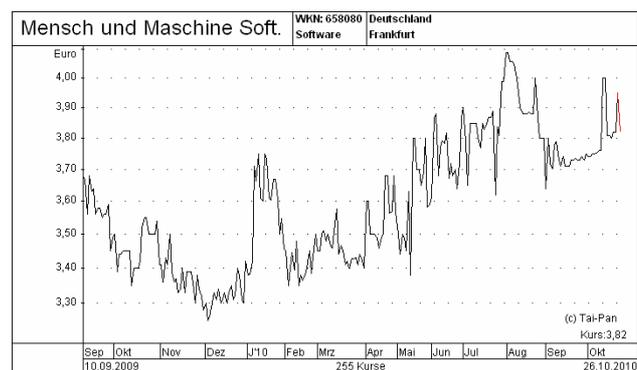
Zusammenfassung

- **Umsatzwachstum beschleunigt sich:** Nachdem der Spezialist für CAD- und CAM-Software bereits im Schlussquartal des letzten Geschäftsjahres wieder auf den Wachstumskurs einschwenken konnte, hat die Expansionsdynamik in der laufenden Periode von Quartal zu Quartal zugelegt. In den Sommermonaten lag das Plus gegenüber dem Vorjahr bei 23,7 Prozent, wobei alle drei Segmente zweistellige Zuwächse verzeichneten.
- **Anlaufkosten im Systemhaus belasten:** Demgegenüber konnte beim Ergebnis keine vergleichbare Dynamik erreicht werden. Hier wirkt sich insbesondere die Integration der im letzten Jahr zugekauften Unternehmen belastend aus, weswegen das neue Segment das Konzern-EBIT mit einem Fehlbetrag von -2,4 Mio. Euro belastete. In Summe wurden nach neun Monaten vor Steuern und Zinsen 0,96 Mio. Euro erwirtschaftet.
- **Nettoverschuldung deutlich reduziert:** Dank des hohen operativen Cashflow-Überschusses konnten erneut Darlehen zurückgeführt werden, inzwischen liegen die Netto-Bankverbindlichkeiten unter 10 Prozent der Bilanzsumme.
- **Einschätzung bestätigt:** Auf Basis unserer Schätzungen sehen wir für die MuM-Aktie weiterhin ein hohes Kurspotenzial von rund 130 Prozent.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	223,1	163,3	190,0	209,0	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-2,2%
Umsatzwachstum	4,8%	-26,8%	16,4%	10,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-17,2%
EBIT (Mio. Euro)	10,3	-2,5	2,5	5,8	CAGR EpS 08-11 (e)	-14,0%
EBIT-Marge	4,6%	-1,6%	1,3%	2,8%		
EpS	0,39	-0,33	0,07	0,25	Enterprise Value (Mio. Euro)	68,9
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,10	0,20	Buchwert (Mio. Euro)	23,9
KUV	0,26	0,35	0,30	0,28	EV / Umsatz 10 (e)	0,4
KGV	10,0	-12,1	56,4	15,7	EV / EBIT 10 (e)	28,0
Dividendenrendite	5,1%	0,0%	2,5%	5,1%	Kurs / Buchwert	2,4

Kaufen (unverändert)

Kursziel **9,03 Euro**
Aktueller Kurs 3,95 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,979	4,10	4,10
Tief (Euro)	3,752	3,71	3,12
Performance	+1,3%	-0,5%	+12,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	14.530	16.782	18.801

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	57,7 Mio. Euro
Free Float	18,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Wachstumsdynamik nimmt zu

In den ersten neun Monaten des aktuellen Geschäftsjahres hat Mensch und Maschine 142,1 Mio. Euro Erlös und damit den Vorjahreswert um 17,2 Prozent übertroffen. Dabei konnten die Bayern im Jahresverlauf kontinuierlich zulegen und die Wachstumsraten von 8,1 Prozent im ersten, über 22,7 Prozent im zweiten auf 23,7 Prozent im dritten Quartal steigern. Und während zum Jahresanfang die Expansion vor allem durch die Zuwächse in dem neuen Segment Systemhaus ermöglicht wurde, haben zuletzt alle drei Sparten mit zweistelligen Raten zugelegt. Doch besonders dynamisch zeigt sich nach wie vor das Systemhaus, das, teilweise allerdings auch durch Konsolidierungseffekte, zwischen Juli und September 51 Prozent mehr umsetzte als vor Jahresfrist. In Summe der ersten drei Quartale liegt das Plus sogar bei 68,5 Prozent, gleichbedeutend mit einem Segmentsumsatz von 41,0 Mio. Euro. Erfreulicherweise weist aber auch das Distributionssegment, das 2009 sowohl krisenbedingt als auch wegen der Umstellung des Geschäftsmodells den stärksten Rückgang zu verzeichnen hatte, seit dem zweiten Quartal wieder positive Wachstumsraten auf. Nach neun Monaten wurden hier 83,0 Mio. Euro umgesetzt, ein Plus von drei Prozent.

in Mio. Euro	Q3 2009	Q3 2010	Änderung	9M 2009	9M 2010	Änderung
Umsatz	36,11	44,65	23,7%	121,23	142,08	17,2%
- Distribution	21,99	25,02	13,8%	80,60	83,04	3,0%
- Systemhaus	9,14	13,80	51,1%	24,36	41,03	68,5%
- M+M Software	4,98	5,82	17,0%	16,27	18,01	10,6%
Rohrertrag	11,37	15,25	34,1%	37,46	47,18	25,9%
EBIT	-1,51	-0,30	-	-0,36	0,96	-
- Distribution	-0,79	0,27	-	-0,28	1,71	-
- Systemhaus	-0,98	-0,97	-	-1,29	-2,37	-
- M+M Software	0,26	0,40	53,0%	1,21	1,62	33,4%
Periodenergebnis	-1,36	-0,42	-	-0,73	0,20	-

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

Ergebnisentwicklung durch Anlaufkosten belastet

Noch stärker als der Umsatz hat der Rohertrag zugelegt, auf den sich die seit dem Einstieg ins Systemhaus-Geschäft veränderte Umsatzzusammensetzung positiv auswirkte. Eine divergierende Entwicklung gab es hingegen bei den übrigen Gewinnkennzahlen. Während die beiden „alten“ Sparten Distribution und eigene Software sehr deutliche Ergebnisverbesserungen erzielten, musste im Systemhaus ein im Vorjahresvergleich von 1,3 auf 2,4 Mio. Euro ausgeweiteter EBIT-Fehlbetrag hingenommen werden, den das Unternehmen mit vorübergehenden Anlaufverlusten im Zusammenhang mit der Etablierung des neuen Geschäftsfeldes und der Integration der übernommenen Einheiten in die Konzernstruktur begründete. Dementsprechend hat sich hier vor allem der deutlich überproportional gestiegene Personalaufwand belastend ausgewirkt. Allerdings gibt die Tat-

sache, dass im dritten Quartal mit einem Spartenverlust von 0,97 Mio. Euro erstmalig ein (wenn auch nur minimal) besseres Segmentergebnis erzielt werden konnte als im Vergleichszeitraum des Vorjahres, Anlass zu Hoffnung, dass diese Anlaufphase bald abgeschlossen sein wird.

**Finanzverbindlichkeiten
kräftig reduziert**

Uneingeschränkt positiv bewerten wir hingegen die jüngste Entwicklung der Verschuldungssituation. Dank eines kräftigen operativen Cashflows, der sich in den ersten neun Monaten auf 5,6 Mio. Euro belief (nach 4,8 Mio. Euro im Vorjahr), konnten erneut Darlehen in Höhe von 5,7 Mio. Euro zurückgeführt werden, so dass die Netto-Bankverschuldung auf nur noch 8,3 Mio. Euro und damit auf weniger als 10 Prozent der Bilanzsumme zurückging. Aufgrund der grundsoliden Bilanz hat das Unternehmen nun angekündigt, im nächsten Jahr die Zahlung von Dividenden wieder aufnehmen zu wollen und bei Erreichung der kommunizierten Ziele rund 10 Cent je Aktie auszuschütten.

Ausblick

Umsatzprognose angehoben

Neben der Dividendenankündigung hat das MuM-Management in Reaktion auf die Zahlen des dritten Quartals auch die eigene Gesamtjahresprognose aktualisiert. Dabei wurde der Zielkorridor für den Umsatz, wie schon nach den Halbjahreszahlen, um 5 Mio. Euro angehoben, so dass die Gesellschaft nun mit Erlösen zwischen 185 und 195 Mio. Euro rechnet. Die Ergebnisprognose hingegen wurde unverändert gelassen. Dies ist zwar hauptsächlich der Tatsache geschuldet, dass diese mit einer Spanne von 0,5 bis 2 Mio. Euro (Nettoergebnis) bereits im Frühjahr sehr weit gefasst wurde, dürfte aber auch die noch schwache Gewinnentwicklung im Systemhaus widerspiegeln.

**Schätzungen geringfügig
modifiziert**

Auch wir nehmen die neusten Zahlen zum Anlass, unser Schätzgerüst zu aktualisieren. In Erwartung, dass dieses Jahr erneut das bekannte saisonale Muster mit einem starken vierten Quartal aufweisen wird, erhöhen wir unsere Umsatzerwartung von bisher 186,5 auf 190 Mio. Euro. Beim Ergebnis nehmen wir hingegen eine geringe Reduktion vor und unterstellen nun einen Jahresüberschuss von 1 Mio. Euro. Dies ist gleichbedeutend mit der Erwartung, dass MuM zwischen Oktober und Dezember rund 0,8 Mio. Euro erwirtschaften und damit das hervorragende Resultat vom Jahresanfang übertreffen wird. Die Reduktion gegenüber unserem bisherigen Ansatz ist ausschließlich der Entwicklung in dem Segment Systemhaus geschuldet, dessen Anlaufkosten nun doch etwas stärker ins Gewicht schlagen als von uns zunächst angenommen. Wir halten diesen Aspekt aber für vorübergehend und sind nach wie vor davon überzeugt, dass die vollzogene Erweiterung des Geschäftsmodells richtig war und dass sie sich, wenn auch mit einer kleinen Verzögerung, wie angenommen in einer nachhaltigen Verbesserung der Margensituation auszahlen wird. Aus diesem Grund halten wir wei-

terhin an unseren Annahmen bezüglich der operativen Marge für die Jahre ab 2011 fest. In Verbindung mit dem nun etwas höheren Umsatzpfad und einer geringen Anpassung unserer Schätzungen für die Abschreibungen (Reduktion) und das Finanzergebnis (Verbesserung) resultiert hieraus eine minimale Erhöhung der unterstellten Gewinnreihe. In Summe basiert unsere Wertermittlung somit auf dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	190,0	209,0	229,9	252,9	278,2	303,2	327,5	350,4
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Nettorendite	0,5%	1,8%	2,7%	3,5%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. Euro)	1,02	3,67	6,20	8,81	9,91	10,99	11,46	12,26
Gewinnwachstum		259%	68,9%	42,2%	12,4%	10,9%	4,3%	7,0%

Fairer Wert 9,03 Euro je Aktie

Unter Zugrundelegung eines Diskontierungszinssatzes von 9,4 Prozent (bestehend aus einem risikolosen Zins von 2,5 Prozent, einem Aktienmarktpremium von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3) und eines sich ab 2018 anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent p.a. führen diese Annahmen zu einem Ertragswert von 131,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem fairen Wert von 9,03 Euro, rund 130 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Die Zahlen zum dritten Quartal haben die Trends der letzten 12 Monate bestätigt: Mensch und Maschine befindet sich auf einem klaren Erholungskurs, doch die Gewinnentwicklung wird durch die Integration der im letzten Jahr übernommenen Gesellschaften sowie durch die Anlaufkosten der neuen Sparte noch belastet. Auch wenn diese Herausforderung absehbar war, ist die hieraus resultierende Ergebnisbelastung stärker und hartnäckiger als von uns zunächst erwartet. Als Hoffnungszeichen, dass die Phase bald vorüber sein könnte, werten wir allerdings, dass im dritten Quartal das Segmentergebnis erstmalig in diesem Jahr besser ausfiel als vor zwölf Monaten. Nun bleibt abzuwarten, ob dies in den Monaten bis zum Jahresende bestätigt wird und ob dann das Systemhausgeschäft den ihm zugeordneten positiven Beitrag zur der ansonsten überzeugenden Gesamtentwicklung beisteuern wird. Auf Basis unsere Überzeugung, dass dies passiert, sind wir für die Aktie weiterhin positiv gestimmt und sehen ein Kurspotenzial von rund 130 Prozent. 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

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>
19.05.2010	3,55 Euro	Kaufen
08.02.2010	3,39 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 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: 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 Taipan (www.lp-software.de) erstellt.