

Datum **25.11.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**PT: € 9,15** (alt: € 9,15)

**Änderungen -**

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Sales	39,8	+1,0%	44,1	-0,3 %
EBIT	4,9	- 4,7%	5,3	-5,4 %
EPS	0,59	+1,7%	0,76	-1,3 %
EPS*	0,59	+1,7%	0,76	-1,3 %
DPS	0,00	-	0,00	-

\*bereinigt

Homepage: [www.mut.ag](http://www.mut.ag)

Branche: Optik/ Messtechnik

ISIN: DE000A0MSN11

Bloomberg: M7U GR

Reuters: M7UG.DE

Preis (22.11.11): € 5,10

Marktkapitalisierung: € 22,3 Mio.

Enterprise Value: € 15,9 Mio.

Ø-Volumen (100 Tage): € 42.090

52W Hoch: € 7,25

52W Tief: € 4,16

Streubesitz: >38 %

**Finanzkalender**

Bis 30.03.2012 Vorl. Zahlen 11

Bis 30.06.2012 Geschäftsber. 11

**Aktionärsstruktur**

Management/Gründer 33 %

Institutionelle Investoren (>5 % Anteil) 28 %

**Kursentwicklung**



**Thomas Schießle**  
 +49 (0)69 - 66 36 80 71  
[schiessle@vararesearch.de](mailto:schiessle@vararesearch.de)

**m-u-t AG**

**2012 Wachstum trotz Belastungen - Akquisition?**

m-u-t- AG bleibt mit seiner dokumentierten Erlösdynamik in der Spitzengruppe der Sensorik-Unternehmen. Das Q3/11 traf unsere Erwartung bezüglich Umsatz, der Ertrag ist jedoch etwas „schmäler“ als in den Vorquartalen ausgefallen; dennoch dürfte die gezeigte Orderlage zu einer Planübererfüllung der VARA-Schätzung für 2011 führen. Die VARA-EPS-Reihe wird leicht angehoben, hierbei sind Akquisitionen nicht berücksichtigt, denn diese scheinen aktuell schwer realisierbar zu sein und stehen jetzt für das Geschäftsjahr 2012 auf der Agenda. Die Aktienbewertung scheint uns mit einer 2011er EV/EBITDA von nur 3,7 sehr günstig und wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

**Investment Highlights**

- Die durch konjunkturelle Nachholeffekte hohe Nachfragedynamik ist inzwischen ausgelaufen. Die Umsatz- wie auch die Ergebnisentwicklung haben sich (wie von uns erwartet) im Q3 verlangsamt, so dass Umsatz und EBIT im 9-Monatszeitraum 2011 um fast 35% auf € 32 Mio. bzw. 26% auf € 3,8 Mio. (EBIT-Marge: -90 BP auf 12,14%) zum Vorjahreszeitraum stiegen. Der Ordereingang bis September schloss an den hohen Vorjahreswert an, was für einen unverändert hohen Produktionsvorrat (Q3/2011: € 26,2 Mio.) sorgte. Im Schlußquartal sind u.E. Erlöse von knapp € 8 Mio. möglich, weshalb wir die Umsatzerwartung für das Gesamtjahr um € 0,5 Mio. auf € 39,8 Mio. anheben.
- Das kurzfristige Ziel lautet weiterhin die € 50 Mio. Umsatzmarke zu überspringen, wofür internes Wachstum und Zukäufe nötig sind. Im Q3/11 zog sich die m-u-t AG von einem größeren Akquisitionsvorhaben zurück und hat sich anderen Zielunternehmen auf der „short list“ zugewandt. Wir erwarten 2012 entsprechende Erfolgsmeldungen.
- Die mögliche konjunkturelle Abkühlung wird u.E. durch Erweiterung der Kundenbasis überkompensiert, weshalb nachhaltig in Aufbau- und Ablauforganisation investiert wird. Dieses spiegelt sich bereits in den gestiegenen Kosten des dritten Quartals wider. 2012 wird u.E. die Umsatzausweitung mit einem leichten EBIT-Margenrückgang einhergehen. Das EPS dagegen wird steigen, denn die Gewinnanteile Dritter dürften sinken.
- Zu den internen Maßnahmen zählt auch ein Überleitungsvertrag mit der IG Metall, der die Angleichung der haustariflichen Bedingungen der Vergangenheit an das flächentarifliche Rahmenwerk in mehreren Schritten vorsieht. Dabei sind performanceabhängige Komponenten festgelegt worden, die dem Vernehmen nach auf das Wachstum der Unternehmensgruppe abgestimmt sein sollen.

**Kennzahlen**

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE
2009	24,4	-4,6	-1,26	n.m.	0,79	31,8	2,5	n.m.
2010	32,3	1,4	0,32	14,2	0,63	5,0	12,6	31,5
2011e	39,8	2,6	0,59	8,7	0,58	4,7	12,3	25,5
2012e	44,1	3,3	0,76	6,7	0,52	4,4	12,0	21,7
2013e	50,7	4,7	1,08	4,7	0,45	3,4	13,3	22,0

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH/EQUI.TS GmbH

**Weltkonjunktur trübt sich ein - Nachfrage der optischen Sensoren scheint davon kaum betroffen**

Nach der Abkühlung der Weltkonjunktur im 2. Halbjahr 2011 deutet vieles darauf hin, dass das globale Wachstum im kommenden Jahr niedriger ausfallen wird, als noch vor einigen Monaten erwartet. Zentrale Fragen kreisen um die Ankurbelung der US-Wirtschaft und die Sanierung der öffentlichen Haushalte dort wie hier. Kann der Finanzsektor stabilisiert werden ohne dass die Realwirtschaft grundlegend Schaden nimmt?

Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostizierte jüngst für das Jahr 2012 einen (eher optimistischen) realen Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung um 4,0 %, damit wäre das Wachstum genau so stark wie im laufenden Jahr. Dabei sollte die Wachstumsdynamik mit einem Zuwachs von 6,6% in Asien im Jahr 2012 als „globale Lokomotive“ stabil bleiben.

Für die Halbleiterindustrie sagen die Branchenexperten der Gartner Group für 2012 nach einem schwachen 1. Quartal eine leichte saisonale Belebung zur Jahresmitte voraus, die im Gesamtjahr zu einem Anstieg der weltweit verkauften Waferfläche um 3,4 % führen soll. Die bisherigen Erwartungen für 2011, die von einem Wachstum von 4,2 % ausgingen, haben sich nicht realisiert; die Marktexperten halten gegenwärtig eine Stagnation für 2011 für wahrscheinlich; nachdem im 1. Halbjahr noch ein Zuwachs von knapp 4% registriert wurde.

Wir halten die Risiken für die m-u-t Gruppe aus dem Halbleiterbereich für überschaubar, da wir davon ausgehen, dass der Halbleitermarkt lediglich ca. 10% des Gesamtumsatzes ausmacht.

Tabelle 1: Kennzahlen 1. – 9.2011

	1.-9.11	1.-9.10.	+/-
<b>Neuer Umsatzrekord</b> (Europa schneller – USA langsamer)	31,701	23,474	+35,1 %
<b>Bruttomarge</b> (Noch positive Mix-Effekte)	60,41 %	59,89 %	+52 Basispunkte
<b>EBIT</b> (steigt langsamer; Mehr Mitarbeiter für die Zukunft)	3,850	3,063	+25,7 %
<b>Cashflow</b> (mehr Pufferlager; Avantès-Auszahlung von € 2,6 Mio.)	-1,745	1,923	-
<b>Auftragsbestand</b> (Book-to-Bill in Q3/11 wieder höher als in Q2/11)	26,60	25,50	+3,9 %

Quelle: m-u-t AG

**Normalisierung beim Ordereingang - Keine Stornos**

Der Sensorik- und Messtechnikspezialist aus Wedel konnte sich auch im jüngsten Quartal gut behaupten und ist nach 9 Monaten weiterhin deutlich über dem Vorjahreszeitraum. Mehr noch: auch

das Orderbuch zeigt keinen bevorstehenden Trendwechsel an! Der angestrebte Firmenkauf wurde nicht realisiert, stattdessen sind die Investitionen in das künftige Wachstum - Stichwörter: Personalaufbau, Anpassung der Ablauforganisation - vorangebracht worden, was zu einem (von uns grundsätzlich einkalkulierten) Margenrückgang im Q3/11 geführt hat.

Fazit: die gezeigte Geschäftsentwicklung und -perspektiven lassen uns unsere Planzahlen für 2011 - wenn auch nur leicht - anheben. Für das kommende Jahr stehen die Zeichen weiter auf (deutlich langsamerem) Wachstum. Denn die breite Kundenbasis und die effizienzsteigernden Einsatzmöglichkeiten der m-u-t-Sensoren lassen nicht auf einen Nachfrageeinbruch schließen. Bereits Ende September waren für die künftigen Geschäftsjahre Bestellungen in Höhe von € 18,2 Mio. in Wedel eingegangen.

**Book-to-Bill-Ratio per  
30.9.11 wieder gestiegen**

Binnen drei Monaten kamen etwas unter € 11 Mio. neue Orders ins Buch und erhöhten damit den kumulierten Wert per 30.9.2011 auf knapp € 31 Mio.; die ziemlich genau € 0,5 Mio. unter dem Vorjahreswert lagen. Gleichzeitig hat sich der Auftragsbestand binnen der zurückliegenden drei Monate bei € 26,2 Mio. (1.-9.10: € 25,5 Mio.) stabilisiert, denn zeitgleich wurden in der m-u-t Gruppe (wie bereits im Q2/11) Rechnungen in Höhe von knapp € 11 Mio. verschickt.

Für die vielbeachtete Kennzahl „Book-to-bill-Ratio“ war damit die Veränderungsrichtung klar: per September 2011 stieg der Wert um 13 Basispunkte zum Q2/11 auf 97,6%.

Von einem befürchteten Konjunkturunbruch ist in den für m-u-t wichtigen Kundengruppen kaum etwas zu spüren; die wichtigen OEM-Entwicklungsprojekte entwickeln sich nach Plan und ein genereller Käuferstreik ist nicht auszumachen. Allerdings gibt es durchaus „Problemzonen“ im Kundenportfolio der m-u-t Gruppe. Das künftige Nachfrageverhalten der Sensorikanwender aus der Halbleiterindustrie, oder Großabnehmer in der (Eisenbahn-) Verkehrstechnik wird aktuell genauer analysiert.

**Unter Beobachtung:  
Sensorenachfrage für  
die Halbleiterfertigung**

Grundsätzlich betrachtet, sind die optoelektronischen Komponenten effizienzsteigernd im Systemauftritt der Kunden, was erst recht in Zeiten schrumpfender Märkte von hoher Bedeutung ist. Dagegen zeigten erst kürzlich die Consumermärkte, etwa die Unterhaltungselektronik, deutliche Rückgänge. Das zeigt auch ein Blick in die Verkaufsstatistik; die eine deutliche Schere zwischen der Entwicklung der Halbleiterindustrie und der Sensorik offenbart. Vergleicht man die Ergebnisse des 1. Halbjahres 2010 mit denen des 1. Halbjahres 2011, so ergibt sich für die Sensorik ein Plus von 20 % und für die Halbleiterindustrie global ein Plus von 3,7%.

**Tarifvertrag mit der IG  
Metall - mehrjährige  
Übergangsphase**

Der laufende personelle Ausbau und die Veränderungen in der Organisation sind deshalb von zentraler Bedeutung. In diesem Zusammenhang beginnt mit der Etablierung eines Betriebsrates und dem Abschluß eines Überleitungs-Tarifvertrages eine neue Ära in der Unternehmensgeschichte. Eine ca. zehnjährige Übergangsphase ist vereinbart. Die mit der IG Metall vereinbarten Regelungen werden zu Mehrbelastungen führen, deren Ausmaß aber recht eng an Effizienz- und Produktionsfortschritte geknüpft sein soll und so die Interessen der Kapitalgeber wie auch der Arbeitnehmer berücksichtigt.

**Vara-EPS-Schätzung für 2011 wird leicht angehoben, für 2012 bleibt sie unverändert**

**Von Perspektiv- und Problem-Kunden Potential zum Ausgleich**

Mit dem jetzt dokumentierten Orderbuch besteht die u. E. durchaus realistische Chance das bestehende VARA-Umsatzziel für das laufende Jahr in Höhe von knapp € 40 Mio. zu übertreffen, sofern im Schlußquartal nicht doch überraschende Stornierungen vorgenommen würden.

Wir erhöhen also die Vara-Schätzung, die ohne Akquisition nun von einem Umsatz- und EBIT-Zuwachs für 2011 von 23% und 20% auf knapp € 40 Mio. bzw. € 4,9 Mio. ausgeht.

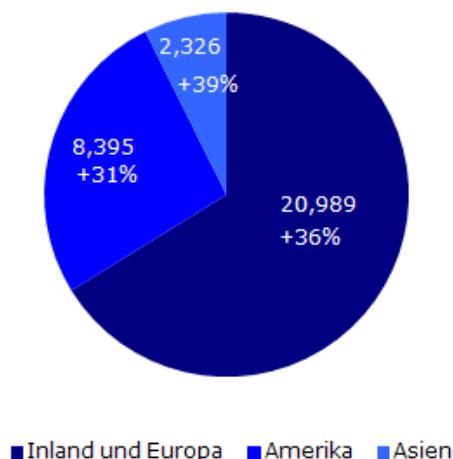
Für den EPS-Zielwert bedeutet dies eine leichte Anhebung gegenüber der alten Schätzung auf € 0,59/Aktie.

In gleichem Atemzug erhöhen wir die Umsatz-Schätzung im „Basis Szenario“ für 2012, die ohne Zukäufe gerechnet auf einem Erlösniveau von gut € 44 Mio. (+10%) basiert. Die EBIT-Prognose bleibt unterdessen unverändert, denn wir sehen durchaus einige Problemzonen in einigen Segmenten der Sensorik und der Pre-/Postanalytik & Medizintechnik, wie z.B. bei bestimmten Bahnprojekten oder (anlässlich der aktuellen Turbulenzen) beim Kunden Olympus, mit dem man einen Jahresumsatz von über 4 Mio. abwickelt.

Andererseits sind neue Rahmenverträge mit der Energiewirtschaft abgeschlossen und auch in der Agrarwirtschaft ist man in „interessanten“ Gesprächen.

Unsere EBIT-Schätzung 2012 bleibt somit bei ca. € 5,3 Mio. – was ein abgeleitetes EPS von € 0,75/Aktie entspräche.

Grafik 1: Gruppenumsatz nach Regionen – 1. – 9.2011  
(Angaben in Euro Mio. bzw. in Prozent gegenüber Vorjahr)



Quelle: m-u-t AG

Das Nordamerikageschäft war in den zurückliegenden 9 Monaten mit € 8,4 Mio. und +31% Zuwachs zum Vorjahreszeitraum in dem

**Kunden in den USA  
verschaffen - Europa  
übernimmt**

**Randgeschäft wird  
diskutiert**

**Q3/11 über Erwartung  
was Umsatzwachstum  
und Kostenentwicklung  
betrifft**

jüngsten Quartal nicht mehr ganz so lebhaft wie in den außerordentlich erfreulichen drei Vorquartalen; doch läßt die erreichte Marktpräsenz und die Projektliste in der Zukunft weiterhin Steigerungen erwarten.

Asien als Absatzregion steuerte Erlöse von € 2,3 Mio. bei und wächst seit einiger Zeit kontinuierlich mit etwa € 0,2 bis € 0,3 Mio. pro Quartal. Mit verstärkten Vertriebsanstrengungen auch der Tochtergesellschaften wird in den kommenden Jahren eine kräftige Umsatzausweitung angestrebt.

Weiterhin wichtigstes Verkaufsgebiet ist Europa, wo inzwischen ein Quartalerlösniveau von € 7 Mio. erreicht wurde und dessen Wachstum bis September auf € 20,9 Mio. 36% ausmachte. Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass nicht wenige Lieferungen an europäische Kunden schließlich ihrerseits exportiert werden.

Die sehr lebhaft (US-)Nachfrage nach Spektroskopie/Sensorik Produkten beruhigte sich in den letzten drei Monaten spürbar (+13% zum Q3/10). Mit 9-Monatserlösen von € 24,9 Mio. prägt dieses Segment die betriebswirtschaftlichen Statistiken gleichwohl, denn das entspricht einem Gewicht von 79% an den gruppenweiten Erlösen. Die Brutto-Marge verschlechterte (auch aufgrund von Einmaleffekten, wie dem Umzug von Avantes) sich jüngst auf 58,5%, was den Deckungsbeitrag von € 10,7 im Vorjahreszeitraum auf nun € 14,6 Mio. ausweitete. Das Orderbuch ist gut gefüllt.

Die Deckungsbeiträge des Segments Prä-/Postanalytik liegen mit > 65% traditionell höher. Die Projektarbeiten mit Schlüsselkunden beschäftigten die Mitarbeiter in hohem Maße, so dass der Eigenmarkenverkauf noch niedrig war. Von Meilensteinzahlungen profitierte das Segment, was Erlöse und Bruttoergebnis betrifft, per 30.09.11 ganz besonders. Der Umsatz stieg auf € 6,4 Mio. (+29 %) und das Ergebnis auf € 4,3 Mio. (+37 %). Bis Jahresende wird eine erfreuliche Erlösentwicklung prognostiziert.

Die Randgeschäfte im Segment Brandfrüherkennung/Aviation zeigte auf geringem Niveau erfreuliche Erlös- und Ergebniszuwächse. Im Dreivierteljahr stiegen die Einnahmen um 7% auf € 0,38 Mio. (Bruttoergebnis: +10% auf € 0,24 Mio.). Der Auftragsbestand von ca. € 1 Mio. läßt in den kommenden Quartalen weitere Zuwächse erwarten. In der Vergangenheit wurde dieses Randgeschäft bereits mehrfach kritisch diskutiert, denn die mittelfristigen Aussichten scheinen im Quervergleich in der Unternehmensgruppe nicht ertragsstark genug zu sein. Fokussierungsschritte wären also u.E. nicht überraschend.

In der gruppenweiten Sicht stiegen die Erlöse in den letzten drei Monaten um 28% oder € 10,8 Mio. auf zusammengenommen € 31,7 Mio. (+35%). Die hohe Auslastung des Stammwerks war prägend. Die betrieblichen Kosten expandierten inzwischen etwas schneller als die Erlöse, so dass die operative Marge mit 12,14% (-90 BP) sowohl zum sehr erfreulichen Vorjahreswert als auch zum Vergleich mit dem Halbjahreswert 2011 doch sank.

Dabei blieb die Materialkostenquote mit 39,59% noch unter Vorjahresvergleich, was auch für die Personalkostenquote galt. Die Skaleneffekte wirkten also weiterhin! Doch Pufferlager und Personaleinstellungen waren jüngst spürbar. Die EBITDA-Marge verfehlte mit 15,49% und ca. 70 BP den hohen Wert des Vorjahres. Rückstellungen und Abschreibungen stiegen kräftig und

**Cash-Flow wieder  
gedreht: € 0,85 Mio.  
davon € 2,6 Mio. für  
Avantes B.V.  
Anteilserwerb**

**Unternehmenskauf für  
2012 in der Planung**

drückten das EBIT-Wachstum auf 25,7%. Das traditionell negative Finanzergebnis band im Dreivierteljahr weniger Mittel und so übertraf das 9-Monats-Vorsteuerergebnis per 30.9.11 den Vorjahreswert von € 2,74 Mio. um € 1 Mio., was einem Zuwachs von 34% entsprach.

Erneut blieb die Entwicklung des operativen Cash-Flows hinter ihren Möglichkeiten zurück; das hohe Produktionstempo und der erhöhte Pufferbestand wichtiger Teile und Komponenten band Finanzmittel, bzw. Rückstellungen wurden (wg. u.a. Projektgeschäft) spürbar aufgestockt. Rechnet man noch die Schlusszahlung im Q2/11 für die Übernahme der Anteile an Avantes B.V. in Höhe von € 2,6 Mio. dazu, flossen aus dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb € 0,85 Mio. (1.-9.10: € +1,92 Mio.) zu. Die Bilanzsumme und -struktur veränderte sich zum Halbjahresstichtag 2011 kaum, genauso wie der Kassenbestand, der bei ca. € 9,6 Mio. verharrte.

Wie bereits vor Monaten angedeutet, erwarten wir im laufenden Jahr keinen Unternehmenskauf mehr. Vielmehr wird 2012 neben einem „soliden“ organären Plus auch externes Wachstum angestrebt, schließlich hatte man vor nicht allzu langer Zeit kurzfristig das Jahresumsatzziel von € 50 Mio. ausgerufen, das aus unserer heutigen Sicht eine Erweiterung der „m-u-t-Familie“ nötig macht.

## Gewinn- und Verlustrechnung

in Euro Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>26,50</b>	<b>24,39</b>	<b>32,33</b>	<b>39,76</b>	<b>44,06</b>	<b>50,67</b>
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,40	-0,27	1,04	0,00	0,00	0,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,45	0,63	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	1,30	0,80	1,25	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>29,65</b>	<b>25,54</b>	<b>34,62</b>	<b>39,76</b>	<b>44,06</b>	<b>50,67</b>
Herstellungskosten	-11,25	-9,00	-13,57	-15,59	-17,27	-19,86
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>18,40</b>	<b>16,54</b>	<b>21,06</b>	<b>24,17</b>	<b>26,79</b>	<b>30,81</b>
Personalaufwand	-9,08	-9,02	-9,60	-10,39	-11,65	-12,57
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-5,89	-5,59	-5,99	-7,60	-8,42	-9,68
<b>EBITDA</b>	<b>3,42</b>	<b>1,93</b>	<b>5,47</b>	<b>6,18</b>	<b>6,72</b>	<b>8,55</b>
Abschreibungen	-0,77	-1,32	-1,38	-1,27	-1,44	-1,82
<b>EBIT</b>	<b>2,65</b>	<b>0,60</b>	<b>4,09</b>	<b>4,91</b>	<b>5,28</b>	<b>6,73</b>
Finanzergebnis	-0,27	-0,41	-0,38	-0,30	-0,30	-0,28
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>2,39</b>	<b>0,19</b>	<b>3,71</b>	<b>4,61</b>	<b>4,98</b>	<b>6,45</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,00	-4,14	0,00	0,00	0,00	0,00
Ertragssteuern	-0,55	-0,31	-0,72	-1,15	-1,27	-1,74
Anteile Fremder	-0,76	-0,32	-1,61	-0,89	-0,39	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,07</b>	<b>-4,58</b>	<b>1,38</b>	<b>2,56</b>	<b>3,32</b>	<b>4,70</b>
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>1,07</b>	<b>-4,58</b>	<b>1,38</b>	<b>2,56</b>	<b>3,32</b>	<b>4,70</b>
Gewichtete Anzahl Aktien	3,63	3,63	4,35	4,35	4,35	4,35
<b>EPS (in Euro Mio.)</b>	<b>0,30</b>	<b>-1,26</b>	<b>0,32</b>	<b>0,59</b>	<b>0,76</b>	<b>1,08</b>
<b>EPS bereinigt (in Euro Mio.)</b>	<b>0,30</b>	<b>-1,26</b>	<b>0,32</b>	<b>0,59</b>	<b>0,76</b>	<b>1,08</b>
<b>DPS (in Euro Mio.)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

in % des Umsatzes	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	1,5	-1,1	3,2	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	4,9	3,3	3,9	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>111,9</b>	<b>104,7</b>	<b>107,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Herstellungskosten	-42,5	-36,9	-42,0	-39,2	-39,2	-39,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>69,4</b>	<b>67,8</b>	<b>65,1</b>	<b>60,8</b>	<b>60,8</b>	<b>60,8</b>
Personalaufwand	-34,3	-37,0	-29,7	-26,1	-26,4	-24,8
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-22,2	-22,9	-18,5	-19,1	-19,1	-19,1
<b>EBITDA</b>	<b>12,9</b>	<b>7,9</b>	<b>16,9</b>	<b>15,5</b>	<b>15,3</b>	<b>16,9</b>
Abschreibungen	-2,9	-5,4	-4,3	-3,2	-3,3	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>10,0</b>	<b>2,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,3</b>
Finanzergebnis	-1,0	-1,7	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>9,0</b>	<b>0,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	-17,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-2,1	-1,3	-2,2	-2,9	-2,9	-3,4
Anteile Fremder	-2,9	-1,3	-5,0	-2,2	-0,9	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,0</b>	<b>-18,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,3</b>
Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>4,0</b>	<b>-18,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,3</b>

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

## Bilanz

in Euro Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>7,77</b>	<b>4,80</b>	<b>4,02</b>	<b>4,27</b>	<b>4,52</b>	<b>4,65</b>
Immaterielle	0,43	0,42	0,40	0,40	0,40	0,40
Sachanlagen	7,17	4,36	3,59	3,85	4,10	4,23
Finanzanlagen	0,16	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,84</b>	<b>14,03</b>	<b>20,87</b>	<b>23,70</b>	<b>28,29</b>	<b>33,06</b>
Vorräte	4,89	4,43	5,13	6,08	6,73	7,74
Forderungen aus LuL	5,43	5,33	4,41	5,22	5,79	6,66
Sonstige Forderungen	0,33	0,28	0,22	0,22	0,22	0,22
Kasse und Wertpapiere	4,20	3,99	11,10	12,19	15,55	18,45
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,20</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>22,80</b>	<b>18,86</b>	<b>24,99</b>	<b>28,08</b>	<b>32,92</b>	<b>37,82</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,06</b>	<b>7,14</b>	<b>11,82</b>	<b>15,27</b>	<b>18,99</b>	<b>23,69</b>
Rücklagen	9,12	4,94	8,00	10,56	13,88	18,59
Anteile Dritter	1,94	2,20	3,82	4,71	5,10	5,10
<b>Rückstellungen</b>	<b>2,75</b>	<b>1,29</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>8,52</b>	<b>10,25</b>	<b>8,22</b>	<b>7,86</b>	<b>7,99</b>	<b>8,18</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,97	7,70	5,84	6,30	6,30	6,30
Verbindlichkeiten aus LuL	0,67	1,63	0,98	1,16	1,28	1,48
Sonstige nichtzinstragende	0,88	0,92	1,40	0,40	0,40	0,40
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>0,47</b>	<b>0,19</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>22,80</b>	<b>18,86</b>	<b>24,99</b>	<b>28,08</b>	<b>31,92</b>	<b>36,82</b>

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

in % der Bilanzsumme	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>34,1</b>	<b>25,4</b>	<b>16,1</b>	<b>15,2</b>	<b>13,7</b>	<b>12,3</b>
Immaterielle	1,9	2,2	1,6	1,4	1,2	1,1
Sachanlagen	31,5	23,1	14,4	13,7	12,5	11,2
Finanzanlagen	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>65,1</b>	<b>74,4</b>	<b>83,5</b>	<b>84,4</b>	<b>85,9</b>	<b>87,4</b>
Vorräte	21,4	23,5	20,5	21,6	20,5	20,5
Forderungen aus LuL	23,8	28,3	17,7	18,6	17,6	17,6
Sonstige Forderungen	1,4	1,5	0,9	0,8	0,7	0,6
Kasse und Wertpapiere	18,4	21,2	44,4	43,4	47,2	48,8
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>48,5</b>	<b>37,8</b>	<b>47,3</b>	<b>54,4</b>	<b>57,7</b>	<b>62,6</b>
Rücklagen	40,0	26,2	32,0	37,6	42,2	49,1
Anteile Dritter	8,5	11,6	15,3	16,8	15,5	13,5
<b>Rückstellungen</b>	<b>12,1</b>	<b>6,8</b>	<b>19,0</b>	<b>16,9</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>37,4</b>	<b>54,3</b>	<b>32,9</b>	<b>28,0</b>	<b>24,3</b>	<b>21,6</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	30,6	40,8	23,4	22,4	19,1	16,7
Verbindlichkeiten aus LuL	2,9	8,6	3,9	4,1	3,9	3,9
Sonstige nichtzinstragende	3,9	4,9	5,6	1,4	1,2	1,1
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>97,0</b>	<b>97,4</b>

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH



## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,46	0,19	5,23	3,15	4,06	4,84
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-4,18	-1,12	-0,60	-1,53	-1,69	-1,95
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	2,90	0,73	2,45	0,46	0,00	0,00
Veränderung der Zahlungsmittel	0,18	-0,21	7,08	2,09	2,36	2,89
Flüssige Mittel am Ende der Periode	4,20	3,99	11,10	13,19	15,55	18,45

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

## Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	23,6	12,3	19,6	22,2	22,2	22,2
Enterprise Value (in Euro Mio.)	34,0	19,2	20,4	23,0	23,0	23,0
EV/Umsatz	1,28	0,79	0,63	0,58	0,52	0,45
EV/EBITDA	9,9	10,0	3,7	3,7	3,4	2,7
EV/EBIT	12,8	31,8	5,0	4,7	4,4	3,4
KGV (berichtet)	22,0	-2,7	14,2	8,7	6,7	4,7
KGV (bereinigt)	22,0	-2,7	14,2	8,7	6,7	4,7
Kurs/Cash-Flow pro Aktie	8,9	-11,7	3,8	5,8	4,7	3,4
Kurs/Buchwert	2,6	2,5	2,4	2,1	1,6	1,2
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
Bruttomarge	69,4%	67,8%	65,1%	60,8%	60,8%	60,8%
EBITDA-Marge	12,9%	7,9%	16,9%	15,5%	15,3%	16,9%
EBIT-Marge	10,0%	2,5%	12,6%	12,3%	12,0%	13,3%
Vorsteueremarge	9,0%	0,8%	11,5%	11,6%	11,3%	12,7%
Nettomarge	4,0%	-18,8%	4,3%	6,4%	7,5%	9,3%
ROE	15,6%	-46,8%	31,5%	25,5%	21,7%	22,0%
ROCE	19,1%	6,7%	34,0%	37,7%	35,9%	41,9%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	114,7	108,4	164,1	163,4	172,7	189,0
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	4,6	-20,4	7,0	10,5	13,0	17,5
Anzahl Mitarbeiter	231	225	197	243	255	268
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	48,5%	37,8%	47,3%	54,4%	59,5%	64,3%
Gearing	25,1%	52,0%	-44,5%	-38,6%	-48,7%	-51,3%
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	0,73	-0,29	1,19	0,88	1,09	1,50
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,18	-0,56	1,08	0,53	0,71	1,05
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	2,9%	5,4%	5,4%	3,2%	3,3%	3,6%
Capex/Umsatz	15,8%	4,6%	1,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Working Capital/Umsatz	36,4%	33,3%	33,3%	25,5%	25,5%	25,5%
Steuerquote	23,1%	162,4%	162,4%	25,0%	25,5%	27,0%

Quelle: m-u-t AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH**  
**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Thomas Schießle, Analyst der**  
**EQUI.TS GmbH.**

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
m-u-t AG	01.08.2011	Kaufen	€ 9,15
m-u-t AG	09.09.2011	Kaufen	€ 9,15

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. **Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:  
(25.11.2011)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von  
Finanzinstrumenten:  
(Schlusskurs vom 22.11.2011)**
5. Aktualisierungen:  
Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten, Wertpapierhandelsbanken und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

**Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.
- Das Geschäftsmodell der EQUI.TS GmbH sieht unter anderem auch kapitalmarktorientierte Kommunikationsberatung vor. EQUI.TS GmbH leistet für die m-u-t AG aktuell Beratung hinsichtlich Gestaltung und Präsentationstechnik (IR-Beratung).

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.