

Akt. Kurs (04.08.2011, 10:24, Xetra): 4,58 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **5,30 (4,30) EUR**

Branche: Spezialsoftware (CAD)
Land: Deutschland
ISIN: DE0006580806
Reuters: MUMG.DE
Bloomberg: MUM:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,65 €	3,71 €
Aktueller Kurs:	4,58 €	
Aktienzahl ges.:	14.637.875	
Streubesitz:	48,8%	
Marktkapitalis.:	67,0 Mio. €	



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	163	196	220	244
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	-2,5	2,8	7,3	9,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	-4,8	-0,5	4,3	5,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	-0,34	-0,03	0,29	0,40
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	neg.	15,7	11,6
Div.rendite	0,0%	2,2%	4,4%	6,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Kurzporträt

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist nach eigenen Angaben einer der führenden europäischen Anbieter von CAD-Software. Das Unternehmen vertreibt sowohl eigene als auch Fremdsoftware. Seit Jahresbeginn 2009 hat die Gesellschaft ihre Tätigkeitsfelder mit dem Systemhaus-Geschäft um eine dritte Sparte erweitert.

Anlagekriterien

Positiver Trend setzt sich in 2011 fort

Mit den vorgelegten Halbjahreszahlen hat MuM den positiven Trend der ersten drei Monate erfolgreich fortgesetzt. So verbesserte sich der Umsatz um 11 Prozent auf 108,1 (Vj. 97,4) Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBITDA) vollzog sogar einen Sprung von 68 Prozent auf 4,9 (2,9) Mio. Euro. Allein im zweiten Quartal wurde das EBITDA auf 2,0 (0,7) Mio. Euro mehr als verdreifacht. Besonders auf der Ergebnisseite profitiert MuM immer stärker vom Umbau des Geschäftsmodells hin zu den Segmenten Software und Systemhaus.

So wuchs die Systemhaus-Sparte überdurchschnittlich, auch wenn sich die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal abschwächte. Trotzdem stieg der Umsatz um 23 Prozent auf 33,4 (27,2) Mio. Euro. Das Segment-EBITDA stellte sich auf 1,0 (-0,4) Mio. Euro und war damit das dritte Quartal in Folge profitabel. Positiv verlief auch die Entwicklung im Bereich Software. Bei einem Umsatzplus von 18 Prozent auf 14,4 (12,2) Mio. Euro stieg das EBITDA um 57 Prozent auf 2,3 (1,4) Mio. Euro. Mit einer operativen Marge von 15,7 Prozent schloss MuM hier an frühere Erfolgswerte an. Damit hat sich die Strategie als richtig erwiesen, stärker in die Entwicklung zu investieren.

Lediglich um 4,0 Prozent auf 60,4 (58,0) Mio. Euro legte der Umsatz im Segment Distribution zu. Dabei blieb das EBITDA mit 1,7 (1,8) Mio. Euro leicht hinter dem Vorjahresniveau zurück. Dies ist allerdings auf einen positiven Ausreißer zurückzuführen, da Autodesk den Kunden im ersten Quartal 2010 letztmals eine günstige Einstiegsmöglichkeit in Software-Wartungsverträge angeboten hatte. Dies zog natürlich überproportional Geschäft an, was bei MuM im ersten Quartal 2010 zu einer ungewöhnlich hohen EBITDA-Marge von 4,9 Prozent führte, die sich im laufenden Jahr nicht wiederholen lässt.

Deutlicher Ergebnissprung und weiter verbesserter Cashflow

In Summe sprang das EBIT bei unveränderten Abschreibungen um 157 Prozent auf 3,2 (1,3) Mio. Euro. Belastend wirkten sich im ersten Halbjahr noch negative Währungseffekte aus, die sich im zweiten Quartal jedoch deutlich abschwächten. Entsprechend stieg der Nettogewinn nach Anteilen Dritter um 125 Prozent auf 1,4 (0,6) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie erhöhte sich auf 0,09 Euro auf unverwässerter Basis.

Sehr positiv hat sich der operative Cashflow entwickelt, der in der ersten Jahreshälfte von 2,7 auf 7,0 Mio. Euro zulegte. Mit den Mitteln konnten sowohl die Investitionen als auch die Ausschüttung gestemmt werden. Darüber hinaus gelang noch eine Reduzierung der Nettobankverschuldung von 11,9 auf 9,9 Mio. Euro.

Systemhausgeschäft verstärkt

Mit der Übernahme von acadGraph hat sich MuM im Systemhausgeschäft verstärkt. Der Architektur/Infrastruktur-Spezialist acadGraph erzielte mit rund 50 Mitarbeitern in Deutschland zuletzt einen Umsatz von gut 8 Mio. Euro. Durch die Transaktion festigt MuM im Bereich Architektur und Infrastruktur die Marktführerschaft unter den Autodesk-basierenden Systemhäusern.

Da die Übernahme mit Wirkung zum 1.8. erfolgt ist, gehen die Zahlen von acadGraph im laufenden Jahr nur mit fünf Monaten bei MuM ein. Erst ab 2012 wird die Gesellschaft ganzjährig konsolidiert.

GSC-Schätzungen unverändert

Die Zahlen für das erste Halbjahr lagen im Rahmen unserer Erwartungen, weshalb wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr unverändert belassen. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem Umsatz von 220 Mio. Euro, entsprechend einem Anstieg von 12,5 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert.

Das EBITDA sehen wir im Rahmen der Unternehmensguidance von 9 bis 11 Mio. Euro eher am oberen Rand bei 10,8 Mio. Euro. Im Vergleich zu 2010 wäre dies eine Verbesserung um stattliche 78 Prozent. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter prognostizieren wir bei 4,3 Mio. Euro, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,29 Euro. Aufgrund der soliden Bilanzsituation rechnen wir analog zur Ankündigung des Vorstands mit einer Verdopplung der Dividende auf 0,20 Euro aus.

Im kommenden Jahr rechnen wir weiterhin mit einer weiteren Geschäftsausweitung. Hierbei gehen wir mit dem Unternehmen konform, dass MuM das bisherige Rekordniveau des Jahres 2008 im Geschäftsjahr 2012 übertreffen wird. Wir hatten bereits nach dem ersten Quartal unsere Umsatzerwartung von 229 auf 244 Mio. Euro angehoben. Unsere Erwartung für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bestätigen wir mit 5,8 Mio. Euro, was beim Ergebnis je Aktie zu einem Anstieg auf 0,40 Euro führt.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen von MuM für das erste Halbjahr unterstreichen eindeutig die Richtigkeit des eingeschlagenen Weges und belegen, dass die Gesellschaft auch in Zukunft profitables Wachstum erzielen kann. Betrachtet man nur das Jahr 2011, so ist die MuM-Aktie mit einem aktuellen KGV von knapp 16 kein Schnäppchen. Allerdings befindet sich das Unternehmen immer noch in der Aufbauphase des Systemhausgeschäfts, das seine positiven Effekte verstärkt erst in den kommenden Jahren ausspielen wird.

Mit den vorgelegten Q2-Ergebnissen erwirtschaftete das Segment jetzt schon das dritte Quartal in Folge positive Zahlen. Hier erwarten wir in den kommenden Jahren noch deutliche Fortschritte. So gehen wir in den kommenden Jahren von kräftigen Ergebnisverbesserungen aus, wodurch das KGV schon für 2012 auf 11,6 sinken wird. Positiv werten wir auch die Dividendenrendite von 4,3 Prozent, die den Kurs gut nach unten absichert, zumal für das Folgejahr eine weitere Dividendenanhebung auf dann 0,30 Euro avisiert ist.

Da der Kurs gegenüber unserem letzten Research gesunken ist, stufen wir die MuM-Aktie unter Beibehaltung unserer Gewinnsschätzungen und des Kursziels von 5,30 Euro auf Kaufen hoch.

Gewinn- und Verlustrechnung

Mensch und Maschine Software SE										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Umsatzerlöse	163,3	100%	195,6	100%	220,0	100%	244,0	100%	250,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			19,8%		12,5%		10,9%		2,5%	
Materialaufwand	112,3	68,8%	129,4	66,2%	146,5	66,6%	162,0	66,4%	165,5	66,2%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		13,3%		10,6%		2,2%	
Rohhertrag	51,0	31,2%	66,2	33,8%	73,5	33,4%	82,0	33,6%	84,5	33,8%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		11,0%		11,6%		3,1%	
Personalaufwand	32,9	20,1%	40,8	20,8%	42,7	19,4%	47,3	19,4%	48,5	19,4%
Veränderung zum Vorjahr			24,1%		4,7%		10,9%		2,5%	
Sonstiges Ergebnis	-16,7	-10,2%	-19,4	-9,9%	-20,0	-9,1%	-21,5	-8,8%	-22,0	-8,8%
Veränderung zum Vorjahr			-16,0%		-3,4%		-7,3%		-2,5%	
EBITDA	1,4	0,9%	6,1	3,1%	10,8	4,9%	13,2	5,4%	14,0	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			320,5%		77,9%		22,2%		6,3%	
Gesamte Abschreibungen	3,9	2,4%	3,3	1,7%	3,5	1,6%	3,5	1,5%	1,4	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-15,2%		6,4%		0,5%		-60,4%	
EBIT	-2,5	-1,5%	2,8	1,4%	7,3	3,3%	9,6	3,9%	12,6	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-211,9%		163,9%		32,8%		30,7%	
Finanzergebnis	-1,6	-1,0%	-0,7	-0,4%	-0,8	-0,4%	-0,9	-0,4%	-1,0	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			53,4%		-7,4%		-12,5%		-11,1%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	-4,1	-2,5%	2,0	1,0%	6,5	2,9%	8,7	3,6%	11,6	4,6%
Steuerquote	-17,2%		115,8%		29,0%		29,0%		29,0%	
Ertragssteuern	0,7	0,4%	2,3	1,2%	1,9	0,9%	2,5	1,0%	3,4	1,3%
Jahresüberschuss	-4,8	-2,9%	-0,3	-0,2%	4,6	2,1%	6,2	2,5%	8,2	3,3%
Veränderung zum Vorjahr			-93,4%		-1551,5%		35,3%		32,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,2		0,3		0,4		0,5	
Bereinigter Jahresüberschuss	-4,8	-2,9%	-0,5	-0,3%	4,3	1,9%	5,8	2,4%	7,7	3,1%
Veränderung zum Vorjahr			-89,5%		-957,3%		35,4%		33,3%	
Anzahl der Aktien	13,900		14,590		14,650		14,650		14,650	
Gewinn je Aktie	-0,34		-0,03		0,29		0,40		0,53	

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	41,0%
Übriges Management	9,7%
Eigene Aktien	0,5%
Streubesitz	48,8%

Termine

24.10.2011	Quartalsbericht Q3/2011
26.03.2012	Geschäftsbericht 2011
26.03.2012	Analystenkonferenz
23.04.2012	Quartalsbericht Q1/2012

Kontaktadresse

Mensch und Maschine Software SE
Argelsrieder Feld 5
D-82234 Wessling / München

Email: info@mum.de

Internet: www.mum.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Michael Endres

Tel.: +49 (0) 8153 / 933 - 261

Fax: +49 (0) 8153 / 933 - 104

Email: investor-relations@mum.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
16.05.2011	5,09 €	Halten	5,30 €
03.11.2010	4,10 €	Halten	4,20 €
02.08.2010	4,10 €	Halten	4,20 €
10.05.2010	3,46 €	Halten	3,90 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,2%	60,9%
Halten	42,3%	34,8%
Verkaufen	13,5%	4,3%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Mensch und Maschine Software SE	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünften ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.