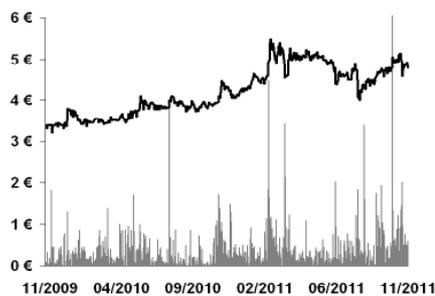


Akt. Kurs (15.11.2011, 15:08, Xetra): 4,81 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **5,30 (5,30) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,65 €	3,56 €
Aktueller Kurs:	4,81 €	
Aktienzahl ges.:	14.637.875	
Streubesitz:	48,8%	
Marktkapitalis.:	70,4 Mio. €	



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	163	196	183	149
<i>bisher</i>	---	---	218	244
EBIT	-2,5	2,8	12,3	10,2
<i>bisher</i>	---	---	7,3	9,6
Jahresüb.	-4,8	-0,5	7,2	6,6
<i>bisher</i>	---	---	4,3	5,8
Erg./Aktie	-0,34	-0,03	0,49	0,45
<i>bisher</i>	---	---	0,29	0,40
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	neg.	9,7	10,6
Div.rendite	0,0%	2,1%	4,2%	6,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

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

MuM verkauft Distributionsgeschäft

Im dritten Quartal ergaben sich gravierende Veränderungen bei der MuM SE. Die Gesellschaft stellt nun nach der in 2009 gestarteten Marktoffensive auch in allen Ländern Europas von der Distribution auf das Systemhausgeschäft um. Damit erfolgt zukünftig der Vertrieb auch außerhalb des DACH-Bereichs auf direktem Weg. Überdies hat MuM mit der Tech Data-Gruppe einen Kaufvertrag zur Übernahme des gesamten Distributionsgeschäfts geschlossen. Der Kaufpreis beläuft sich auf rund 25 Mio. Euro, wovon zwei Drittel fix in 2011 und 2012 sowie ein Drittel in Abhängigkeit der Geschäftsentwicklung der kommenden drei Jahre geleistet werden.

Nach dem Verkauf verbleiben noch die Auslandstöchter in Italien, Frankreich, England, Polen, Belgien und Rumänien. Diese bilden das Grundgerüst für das „Systemhaus Europa“. Das Systemhausgeschäft soll künftig durch die Akquisition bisheriger Vertriebspartner erweitert werden. Für das kommende Jahr plant MuM in diesem Segment einen Umsatz zwischen 30 und 40 Mio. Euro. Inklusive der Akquisitionen soll dabei die Mitarbeiterzahl von rund 70 auf etwa 150 ausgebaut werden.

Durch den Verkauf erzielt MuM einen Sonderertrag von rund 0,20 Euro je Aktie, womit auch die vorgesehene Dividendenverdopplung auf 0,20 Euro gesichert sein sollte. Mittlerweile hat auch die EU-Kommission als Kartellbehörde dem Verkauf zugestimmt. Zukünftig gliedert sich das Geschäft von MuM in die Bereiche Software, Systemhaus DACH und Systemhaus Europa. Damit verfolgt das Unternehmen konsequent den bereits eingeschlagenen Weg, das Geschäftsmodell in Richtung höhere Wertschöpfung auszurichten.

MuM mit dynamischem Gewinnwachstum

Nach neun Monaten wies MuM ein Umsatzwachstum von 8,9 Prozent auf 154,7 (Vj. 142,1) Mio. Euro aus. Dabei verbesserte sich die Rohertragsmarge auf 34,4 (33,2) Prozent. Durch die geringere Bedeutung des Großhandels und eine degressive Kostenentwicklung kam das EBITDA um 77 Prozent auf 6,21 (3,52) Mio. Euro voran. Da die Abschreibungen in etwa auf Vorjahresniveau verharrten, kletterte das EBIT um 284 Prozent auf 3,68 (0,96) Mio. Euro. Beim Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter realisierte die Gesellschaft einen Sprung auf 1,36 (0,20) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,09 (0,01) Euro entsprach.

Sehr erfolgreich entwickelte sich das Segment Systemhaus, das in den ersten drei Quartalen ein Umsatzplus von 19 Prozent auf 48,9 (41,0) Mio. Euro verzeichnete. Auch ergebnisseitig ging es weiter voran, denn der Bereich konnte bereits das vierte profitable Quartal in Folge vermelden. Gegenüber dem Vor-

jahr zeigte sich so eine Verbesserung beim EBITDA um rund 2 Mio. Euro auf 1,37 (-0,75) Mio. Euro. In diesen Zahlen war die übernommene acadGraph noch nicht enthalten, da die Gesellschaft erst ab dem vierten Quartal konsolidiert wird. Positiv zu werten war die Bekanntgabe von Autodesk, dass MuM zum Platinum-Partner ernannt wurde. Neben dem Imagegewinn bringt dies MuM auch bessere Einkaufskonditionen.

Überdurchschnittliches Wachstum lieferte auch das Segment Software mit einem Umsatzanstieg von 17 Prozent auf 21,0 (18,0) Mio. Euro. Bei einem Anstieg des EBITDA von 41 Prozent auf 2,78 (1,97) Mio. Euro unterstrich das Segment die hohe Profitabilität. Nur einen leichten Umsatzanstieg um 2,1 Prozent verzeichnete der Bereich Distribution. Hier erzielte MuM bei einem Umsatz von 84,8 (83,0) Mio. Euro ein EBITDA von 2,07 (2,30) Mio. Euro.

Der Verkauf des Distributionsgeschäfts führt zu einer weiteren Verbesserung der Bilanzrelationen. Die Eigenkapitalquote wird sich von 28,9 Prozent auf rund 40 Prozent erhöhen. Im Gegenzug kann MuM die Nettoverschuldung von knapp 11 Mio. Euro zum Quartalsende komplett abbauen.

Schätzungen nach dem Verkauf angepasst

Die rein operative Geschäftsentwicklung von MuM lag nach drei Quartalen im Rahmen unserer Erwartungen. Nach dem Verkauf des Distributionsgeschäfts haben wir jedoch unsere Schätzungen an die veränderte Unternehmenssituation angepasst. Der Verkauf führt zwar zu geringeren Umsätzen, die Ergebnismargen werden sich aber zukünftig deutlich verbessern.

So erwarten wir im Gesamtjahr verkaufsbedingt nur noch einen Umsatz von 183 (bisher 218) Mio. Euro, was einem Rückgang von 6,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr entspricht. Durch den Sonderertrag aus dem Verkauf sehen wir das EBITDA bei 15,8 Mio. Euro und damit am oberen Ende der Guidance. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter prognostizieren wir bei 7,2 Mio. Euro, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,49 Euro. Aufgrund der äußerst soliden Bilanzsituation und dem Verkaufserlös gehen wir nach wie vor von einer Verdopplung der Dividende auf 0,20 Euro aus.

Im kommenden Jahr rechnen wir mit einer Geschäftsausweitung der jetzt noch bestehenden Bereiche. Das neue Segment Systemhaus Europa soll rund 30 bis 40 Mio. Euro zum Gesamtumsatz beisteuern. Trotzdem erwarten wir einen Umsatzrückgang auf 149 (bisher 244) Mio. Euro. Das EBITDA prognostizieren wir auf 12,5 (13,2) Mio. Euro, was gegenüber 2011 ein Minus von 21 Prozent bedeutet. Allerdings beeinflusst der Verkauf des Distributionsgeschäfts das EBITDA in 2011 mit ca. 5 Mio. Euro positiv.

Unsere Prognose für den Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter erhöhen wir demnach leicht auf 6,6 (5,8) Mio. Euro bzw. 0,45 (0,40) Euro je Aktie. Bei der Dividende rechnen wir weiterhin mit einer Anhebung auf 0,30 Euro.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen der ersten neun Monate unterstreichen die Richtigkeit des eingeschlagenen Geschäftsmodells. Mit dem Verkauf des Distributionsgeschäfts setzt MuM nun noch stärker auf Umsätze mit hoher Wertschöpfung. Nach dem Aufbau der Systemhaussegmente will die Gesellschaft in den kommenden Jahren nachhaltig eine zweistellige EBITDA-Marge erwirtschaften. Dementsprechend werden sich diese Effekte in den Folgejahren positiv in den Zahlen niederschlagen.

Den vorgenommenen Verkauf werten wir als richtigen Schritt, um in den kommenden Jahren profitables Wachstum zu erwirtschaften. Auf Basis unserer Gewinnschätzungen für 2012 beträgt das KGV lediglich 10,6 und die Dividendenrendite liegt schon für das laufende Jahr bei immerhin 4,1 Prozent. Dies ist angesichts der guten Perspektiven nicht zu teuer.

Wir bestätigen daher unser Kursziel von 5,30 Euro. Unser Anlagevotum reduzieren wir angesichts des gegenüber der letzten Analyse gestiegenen Kursniveaus vor dem Hintergrund des gleichzeitig eingetrübten Marktumfelds und gesunkener Peer-Group-Bewertungen jedoch auf Halten. An schwachen Tagen ist die MuM-Aktie jedoch weiterhin kaufenswert.

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%	183,0	100%	149,0	100%	179,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			19,8%		-6,4%		-18,6%		20,1%	
Materialaufwand	112,3	68,8%	129,4	66,2%	121,1	66,2%	76,6	51,4%	90,2	50,4%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		-6,4%		-36,8%		17,8%	
Rohertrag	51,0	31,2%	66,2	33,8%	61,9	33,8%	72,4	48,6%	88,8	49,6%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		-6,6%		17,1%		22,6%	
Personalaufwand	32,9	20,1%	40,8	20,8%	35,5	19,4%	45,3	30,4%	54,4	30,4%
Veränderung zum Vorjahr			24,1%		-12,9%		27,6%		20,1%	
Sonstiges Ergebnis	-16,7	-10,2%	-19,4	-9,9%	-10,5	-5,7%	-14,6	-9,8%	-17,5	-9,8%
Veränderung zum Vorjahr			-16,0%		45,8%		-39,0%		-20,1%	
EBITDA	1,4	0,9%	6,1	3,1%	15,8	8,7%	12,5	8,4%	16,8	9,4%
Veränderung zum Vorjahr			320,5%		161,5%		-21,0%		34,4%	
Gesamte Abschreibungen	3,9	2,4%	3,3	1,7%	3,5	1,9%	2,3	1,6%	2,3	1,4%
Veränderung zum Vorjahr			-15,2%		6,7%		-34,6%		-0,4%	
EBIT	-2,5	-1,5%	2,8	1,4%	12,3	6,7%	10,2	6,9%	14,5	8,1%
Veränderung zum Vorjahr			-211,9%		347,7%		-17,1%		42,3%	
Finanzergebnis	-1,6	-1,0%	-0,7	-0,4%	-1,7	-0,9%	-0,3	-0,2%	-0,5	-0,3%
Veränderung zum Vorjahr			53,4%		-128,2%		82,4%		-66,7%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>									
Ergebnis vor Steuern	-4,1	-2,5%	2,0	1,0%	10,6	5,8%	9,9	6,6%	14,0	7,8%
Steuerquote	-17,2%		115,8%		29,0%		29,0%		29,0%	
Ertragssteuern	0,7	0,4%	2,3	1,2%	3,1	1,7%	2,9	1,9%	4,1	2,3%
Jahresüberschuss	-4,8	-2,9%	-0,3	-0,2%	7,5	4,1%	7,0	4,7%	10,0	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			-93,4%		-2485,2%		-6,7%		41,6%	
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%	7,2	4,0%	6,6	4,5%	9,5	5,3%
Veränderung zum Vorjahr			-89,5%		-1547,5%		-8,3%		42,6%	
Anzahl der Aktien	13,900		14,590		14,650		14,650		14,650	
Gewinn je Aktie	-0,34		-0,03		0,49		0,45		0,65	

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	40,4%
Übriges Management	11,1%
Eigene Aktien	2,2%
Streubesitz	46,3%

Termine

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
03.08.2011	4,58 €	Kaufen	5,30 €
16.05.2011	5,09 €	Halten	5,30 €
03.11.2010	4,10 €	Halten	4,20 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,1%	68,2%
Halten	42,6%	31,8%
Verkaufen	6,4%	0,0%

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 Auskünfte 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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.