

Datum **13.12.2012**

Halten (alt: Halten)

PT: € 5,70 (alt: 8,45)

Änderungen -

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Umsatz	39,0	-11 %	39,2	-23 %
EBIT	3,41	-32 %	3,85	+17 %
EPS	-0,01	- 102%	0,42	-45 %
EPS*	0,32	- 44%	0,42	-45%
DPS	-	- %	-	- %

*bereinigt

Homepage: www.mut.ag
 Branche: Optik/ Messtechnik

ISIN: DE000A0MSN11
 Bloomberg: M7U GR
 Reuters: M7UG.DE
 Preis (12.12.12): € 3,52
 Marktkapitalisierung: € 15,3 Mio.
 Enterprise Value: € 32,13 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage): € 23.016
 52W Hoch: € 6,42
 52W Tief: € 3,25
 Streubesitz: >38 %

Finanzkalender

Bis 30.03.2013 Vorl. Zahlen 2012
 Bis 30.06.2013 HV

Aktionärsstruktur

Management/Gründer 33 %
 Institutionelle Investoren 28 %
 (>5 % Anteil)
 -
 Streubesitz >38 %

Kursentwicklung



Thomas Schießle
 +49 (0)69 - 2561 285 13
schiessle@vararesearch.de

m-u-t AG

2012 droht negatives EPS – Restrukturierung belastet - 2013 Übergangsjahr - Zielkursreduktion

m-u-t- AG erfreut sich robust wachsender Kundennachfrage, der außerplanmäßige Umsatz- und kräftige Ergebnismrückgang im Q3/12 war umso überraschender und internen Prozessfraktionen geschuldet. Prozess- und Personalanpassungen wurden ergriffen, die Serienstarts sind nun für 2013 avisiert. Wir passen unsere Schätzreihen und den Zielkurs an. Durch das hohe Kurspotential bleibt das VARA-Anlageurteil bei Halten.

Grundsätzliche Probleme in der Projektsteuerung sind zur Jahresmitte offenbar geworden und haben Vertrauen gekostet. Operativ weiterhin gewinnträchtig, könnte u.E. für 2012 durch die noch genauer zu bestimmenden Restrukturierungsaufwendungen ein Fehlbetrag entstehen. Wie schnell und nachhaltig die Verbesserungsmaßnahmen wirken, wird entscheiden, ob m-u-t über das Ausrollen eigener Produktfamilien künftig wieder zügig und kräftig wächst oder in die entwicklerorientierte Nische zurückfällt.

Investment Highlights

- Grundsätzliche Fehleinschätzungen im Management sorgten für Friktionen in der Projektbearbeitung; höhere Entwicklungskosten als budgetiert, fehlende Produkterlöse und schließlich - erstmals seit 13 Quartalen - für einen Quartalsverlust. Die Kundennachfrage blieb unterdessen erfreulich (adj. +12% ggü. Vj.). Der Ordereingang bis und der Auftragsbestand zum September litt unter dem rückläufigen EVAC-Geschäft und den verzögerten Serienstarts und erreichte nicht die hohen Vorjahreswerte.
- Es gilt die Profitabilität zurückzugewinnen, während Großakquisitionen hintangestellt sind. Die Rahmenbedingungen bleiben vorteilhaft, unterdessen dürfte das Toplinewachstum u.E. für ca. 9 Monate stocken; Wir sind also grundsätzlich noch optimistisch und halten eine Wachstumsbewertung für adäquat. Jetzt gilt es das Investorenvertrauen durch Nachrichten über den Erfolg der eingeleiteten Maßnahmen zurückzugewinnen.
- Im Schlussquartal sind Erlöse von knapp € 9 Mio. nötig und u.E. auch erreichbar, um die jüngst angepasste Umsatz-Guidance für 2012 zu erreichen. Zum Jahres-EBIT-Ziel von „unter € 2 Mio.“ werden noch Restrukturierungskosten hinzutreten. Nach Anteilen Dritter ist u.E. ein EPS-Verlust nicht ausgeschlossen.
- Das Ziel Jahreserlöse von € 100 Mio. zu erreichen, rückt in weitere Ferne - offiziell spricht das Management jetzt auch von einer „mittel- und langfristigen“ Zielsetzung. Eine schnelle Rückkehr der Profitabilität scheint uns wichtiger, die Fähigkeit Cash-Generierung muss verbessert werden. Die Eigenkapitalquote liegt mit rund 35% und eingedenk der Goodwillverrechnung noch im „tolerablen“ Bereich. Akquisitionen machen u.E. erst Sinn, wenn die internen Prozesse stabil skalierbar gemacht sind - d.h. nach 2013.

Kennzahlen

Kennzahlen	Umsatz	JÜ	EPS	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT	ROE
2010	32,33	1,38	0,32	23,17	0,90	7,10	12,65%	11,66%
2011	40,22	2,24	0,52	14,05	0,79	6,98	11,34%	22,90%
2012e	39,01	-0,06	0,32	10,98	0,82	9,42	8,74%	-0,58%
2013e	39,21	1,82	0,42	8,43	0,67	6,81	9,83%	15,72%
2014e	43,91	2,35	0,54	6,53	0,47	4,42	10,73%	16,87%

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

**Projektmanagement mit
Prozessrisiken - schnelles
Handeln unumgänglich**

Neuer Wachstumspfad!?

Zielkurs erneut reduziert

**Europa: Wie lange
dauert die Rezession?**

Handlungsbedarf

Die seit Monaten nicht adäquat gelösten internen Prozessfraktionen zeigen u.E. deutlich die grundsätzlichen Herausforderungen und Richtungsentscheidungen vor denen das Unternehmen und nicht zuletzt das Top-Management stehen. Massive Probleme in der Projektsteuerung sind zur Jahresmitte offenbar geworden, der Übergang zur Serienproduktion bei zwei bedeutenden OEM-Projekten gelang bis heute nicht planmäßig und kostete viel Geld und Vertrauen. Die Serienstarts sind nun für 2013 avisiert und Prozess- und Personalanpassungen wurden eingeleitet bzw. ergriffen.

Wie schnell und nachhaltig diese wirken, wird entscheiden ob m-u-t über das Ausrollen eigener Produktfamilien eine stabile Skalierungsfähigkeit erlangt und künftig wieder kräftig wachsen kann oder in die entwicklerorientierte Nische (individuelle Projekte für OEM`s) zurückzufallen droht, wo ein hohes Clusterrisiko hinzukommt.

Die Überleitung zur Plattformstrategie (eigene m-u-t-Serien, die an eine Vielzahl von Kundenspezifikationen angepasst werden kann) muss u.E. das Ziel der Maßnahmen sein. Produktion und Vertrieb gilt es dafür zu ertüchtigen. Das Toplinewachstum könnte unterdessen für u.E. ca. 9 Monate stocken; es gilt vordringlich die Profitabilität zurückzugewinnen.

Das kommunizierte Wachstumsziel eines Jahresumsatzes von € 100 Mio. dürfte damit erst später erreicht werden, zumal die dafür nötigen Unternehmenszukäufe erst sinnvoll erscheinen, sobald die interne Struktur stabil skalierbar ist.

Gelänge die Rückkehr auf den stabilen Expansionspfad, wäre prinzipiell weiterhin eine Wachstumsbewertung für die Aktien adäquat, denn die Rahmenbedingungen und Aussichten für Sensoriklösungen bleiben erfreulich. Diesen grundsätzlichen Optimismus gilt es u.E. durch zügige, konsequente und umfassende Maßnahmen zu rechtfertigen. Nur so dürfte das Vertrauen der Märkte wieder zurückzugewinnen sein.

Zweite Zielkursreduktion in 2012

Nach den jüngsten Erfahrungen bewerten wir bis auf Weiteres das Geschäftsmodell konservativer und reduzieren den im Juli 2012 abgesenkten VARA-Zielkurs nochmals von € 8,45/Aktie auf € 5,70/Aktie. Unsere seither zurückhaltende Einschätzung behalten wir bei!

Operativ weiterhin gewinnträchtig, könnte u.E. für 2012 durch die noch genauer zu bestimmenden Restrukturierungsaufwendungen sogar ein auszuweisender Fehlbetrag entstehen. Damit ergibt sich auch kurzfristig ein Anpassungsbedarf für die Jahre 2012 und 2013. Wir passen unsere Schätzreihen an, die Wachstumsrate sinkt auf reichlich 10%. Letzteres und unsere noch vorsichtiger gewordene Grundeinschätzung senken den Zielkurs ab.

2013 – Wachstumsaussichten aber auch Fragezeichen

Die Branche hofft am aktuellen Rand auf ein leicht anziehendes Q4/12 und prognostiziert laut AMA Fachverband ein Umsatzplus von reichlich 1%. Für das Q3/12 ermittelte der Verband für Sensorik unter seinen etwa 470 Mitgliedsunternehmen einen Erlösrückgang von 2,8% zum Vorjahresquartal. Die Sensorik und Messtechnik-Branche schraubte im Herbst ihre mittelfristigen Erwartungen zurück, bleibt aber insgesamt für das kommende Jahr zuversichtlich, denn die Ordereingänge entwickelten sich stabil.

BRIC Staaten und VR China vor Aufschwung?

Die offiziellen Prognosen verdüstern sich zwar aktuell, doch scheint dies im Wesentlichen auf der erwarteten Entwicklung in Europa und Asien zu beruhen.

Die Eurozone steckt im 2. Halbjahr 2012 in einer Rezession und hat die globale Konjunktur angesteckt. Auch Japan scheint – trotz erneutem Stimulusprogramm - auf eine ausgewachsene Rezession zu zusteuern. Außerhalb dieser zwei wirtschaftlichen Schwergewichte sieht die Zukunft schon wieder - zumindest etwas - besser aus.

Die Stimmung hat sich zuletzt nicht nur in den USA, sondern auch in bedeutenden BRIC-Staaten und nicht zuletzt in der VR China verbessert. Ihre PMI-Indexwerte schoben sich im Verlaufe des Q3/12 an die Wachstums-Trennlinie „50“ und überschritten diese sogar, signalisieren also zukünftiges Wirtschaftswachstum. Damit signalisieren diese Länderindizes künftiges Wachstum. Diese Staaten stehen für rund 40% der globalen Wirtschaftsleistung; während rund 60% der Leistungsträger noch im „Schrumpfmodus“ sind. Im Sommer waren es aber noch 80%! Steht also der Abschwung der Weltkonjunktur vor seinem Ende?

In den USA dagegen stieg der PMI binnen 4 Wochen von 51,5 auf 51,7 im Oktober, um im November wieder auf 49,5 zu sinken. Tatsächlich noch kein robuster Aufschwung und nach Einschätzung der Konjunkturforscher von Bedenken hinsichtlich der Lösung des „Fiscal Cliff“ geprägt.

Während in Europa die Molltöne jüngst zunahmen, könnte bereits bald die Konsumgüternachfrage im Fernen Osten wieder anziehen. Die Marschrichtung der neuen Führung in Peking passt also sehr gut ins Bild. Bis 2020 will man das BSP verdoppeln, wovon sich rein statistisch ein Wirtschaftswachstum von rund 7% p.a. ableitet. Laut IWF soll das BIP dort 2013 um gut 8% wachsen. Zusätzlich zur erwarteten Rückkehr der klassischen Elektronikmärkte bis Jahresmitte 2013 wachsen neue Anwendungsgebiete heran.

Zusammengefasst deutet einiges darauf hin, dass nach der Abkühlung der Weltkonjunktur im 2. Halbjahr 2012 das globale Wachstum im kommenden Jahr wieder dynamischer ausfallen könnte, wenn die wichtigen politischen Entscheidungen und Weichenstellungen in den kommenden Monaten das zulassen.

2013 – Wechsel zur Plattformstrategie muss gelingen

Wir erwarten einen Jahresumsatz 2013, der an den des laufenden Jahres anschließt; dabei wird sich das Startquartal 2013 gegen eine sehr hohe Vergleichsbasis messen lassen müssen. Das Wiedererstarken der Marge insbesondere in Wedel ist zentrale Aufgabe. Dies ist umso wichtiger, als das das sehr erfreuliche US-Halbleitergeschäft von tec5 nicht mit einer „Fortsetzungsgarantie“ versehen ist. Wir schätzen eine Konzern-Jahres EBIT 2013 von € 3,9 Mio. für erreichbar. Das EPS könnte somit (auch durch geringer Drittanteile von Tec5) auf € 0,42/Aktie steigen können.

2013e: Umsatz bei € 39
Mio. - EBIT € 3,9 Mio. -
EPS € 0,42

Tabelle 1: Kennzahlen 1. – 9. 2012

in Mio. EURO	1.-9.12	1.-9.11	+/-
Wachstum trotz Schrumpfung (um EVAC Produktumsätze bereinigt: +12% ggü. Vj.)	30,152	31,701	-4,9 %
Bruttomarge (in den letzten 3 Monaten Vorjahresabstand halbiert)	58,86 %	60,41 %	-172 Basis- punkte
EBIT (operative Mehrkosten + a.o. Mehraufwand bei Avantès etc.)	1,593	3,850	-58,6 %
Cashflow (operativ € +1,2 Mio.; tec5-Auszahlung von € 6 Mio.)	-6,411	-1,745	+260 %
Auftragsbestand (Book-to-Bill in Q3/12 wieder höher als in Q2/12)	22,00	26,60	-17,3 %

Quelle: m-u-t AG

Erfolg am Markt – hauseigene Probleme

Auf die m-u-t Gruppe wirkten in den ersten neun Monaten 2012 sehr unterschiedliche Entwicklungen ein. Die generell wachsende Kundennachfrage nach Spektroskopielösungen hielt an, wurde aber durch m-u-t-spezifische Ereignisse in den letzten Monaten überdeckt.

Der Sensorik- und Messtechnikspezialist aus Wedel konnte sich auch im jüngsten Quartal gut behaupten und liegt nach 9 Monaten noch rund 12% über dem Vorjahreszeitraum, wenn man den absehbaren Erlösrückgang beim ehemaligen Top-Kunden EVAC in Höhe von ca. € 4,5 Mio. ausklammert. Dem Vernehmen nach lag der realisierte Umsatz von € 30,15 Mio. noch über der internen Planung. Von einem Nachfrageeinbruch ist in den für m-u-t wichtigen Kundengruppen also nichts zu spüren, eher war das Gegenteil der Fall.

Binnen drei Monaten kamen etwa € 6,5 Mio. neue Orders ins Buch und reduzierten bei einem Drei-Monats-Umsatz auf Gruppenebene von € 8,6 Mio. den Auftragsbestand per 30.9.2012 auf knapp € 22 Mio.; was die ziemlich genau € 2 Mio. unter dem Halbjahreswert 2012 und € 4 Mio. unter dem Vorjahreswert lag.

Auslöser hierfür war das rückläufige EVAC-Produktgeschäft. Da historisch EVAC große Rahmenverträge platzierte, litten die Statistiken der Ordereingänge und der Orderbestände entsprechend.

Für die vielbeachtete Kennzahl „Book-to-bill-Ratio“ war damit die Veränderungsrichtung (auf sehr niedrigem Ausgangsniveau) positiv: per September 2012 stieg der Wert um 152 Basispunkte zum Q2/12 auf 52,8%, während er zum Vorjahr noch sank. Es ist insbesondere im Q1/13 ggü. dem sehr starken Q1/12 also von rückläufigen Umsätzen auszugehen. In den Folgemonaten sollten die anvisierten Großserienstarts für neue Verkaufsdynamik sorgen. Wir rechnen für 2013 mit einem zum Jahr 2012 unveränderten

Fehlentscheidungen im
Projektmanagement

Tiefpunkt im Q3/12
erreicht? 2013?

Jahresumsatz und einer wiedererstarkten EBIT-Marge, was im Umkehrschluss auch Personalanpassungen zur Voraussetzung hat.

In der gruppenweiten Sicht sanken die Erlöse in den letzten drei Monaten um 21% zum Vorjahresquartal auf € 8,6 Mio. auf zusammengenommen € 30,2 Mio. (-4,9%). Größten Einfluss auf die Umsatzentwicklung hatte der Erlösrückgang im Produktgeschäft eines wichtigen Großkunden im Bereich Sensoriklösungen für Vakuumtoiletten. Absehbar hatte sich der Produktumsatz im Vorjahresvergleich um mehr als 70% reduziert! Die Auslastung des Stammwerks war gesunken. Während die betrieblichen (insbesondere Personal-) Kosten aufgrund der intensiven und anhaltenden Entwicklungsarbeiten erneut schneller als die Erlöse expandierten, so dass die operative Marge mit 5,29% (-686 BP) sowohl zum sehr erfreulichen Vorjahreswert als auch zum Vergleich mit dem Halbjahreswert 2012 (9,10%) sank.

Serienstarts in Wedel nicht termingerecht

Deutlich hinter den Erwartungen fiel das Ergebnis der m-u-t AG in Wedel zurück. Ursache hierfür waren, dass die Serienreife in einigen Projekten wider Erwarten noch nicht erreicht wurde und damit das Ausbleiben von abrechnungsfähigen Entwicklungsaufwendungen. Damit verbunden war das Verschieben des Serienstarts und ausgebliebene Planumsätze. Zusammengenommen dürften diese Prozessfraktionen unserer Schätzung nach reichlich € 1 Mio. „gekostet“ haben. Die Serienstarts sind nun für 2013 geplant.

Probleme bei Avantes

Bei Avantes zeigte sich ebenfalls eine Unterauslastung der Produktion zu der eine einmalige Neubewertung einer Lagerposition kam, was nach unserer Schätzung Mindereinnahmen und Sonderbelastungen von deutlich über € 0,5 Mio. ausgemacht haben könnte.

Rohmarge im Jahresverlauf gehalten - erstmals seit 13 Quartalen EBIT-Verlust

Konzernweit weitete sich die Materialkostenquote mit 41,32% im Vorjahresvergleich aus, blieb aber seit Jahresbeginn etwa unverändert und wettbewerbsfähig. Das galt nicht für die Projektarbeiten und die Personalkostenquote. Personaleinstellungen waren in höherem Umfang und länger als geplant nötig um die Serienstarts vorzubereiten und neue Projekte zu betreuen. Die EBITDA-Marge verfehlte mit 7,9% und ca. 750 BP den hohen Wert des Vorjahres. Sonstige Kosten und Abschreibungen stiegen langsamer und drückten die EBIT-Marge um 686BP auf 5,29% oder € 1,59 Mio. Das traditionell negative Finanzergebnis band im Dreivierteljahr mehr Mittel und so verfehlte das 9-Monats-Vorsteuerergebnis per 30.9.12 den Vorjahreswert von € 3,84 Mio. um € 2,2 Mio., was einem Rückgang von 63% entsprach.

Konsequenzen für Strukturen, Prozesse und Personal

Fazit: Zum Einen setzte sich, wie erwartet, der massive Umsatzrückgang in dem Produktsegment Sensorlösungen für Bahnsysteme auch im Q3/12 weiter fort. Hierüber hatten wir Übrigens bereits im Halbjahresbericht berichtet. Zum Anderen wurden wir aber von der länger als geplant nötigen Entwicklungstätigkeit bei zwei Großprojekten überrascht. Das führte zu erhöhten Kosten und ausbleibenden Erlösen und erklärt den größten Teil der Planverfehlung im Q3/12. Es wurden umgehend und teils drastische Maßnahmen eingeleitet, um die Schwachstellen in den Strukturen, den Prozessen und auch beim Personal zu beheben. Schließlich waren bei Avantes B.V. einmalige Wertkorrekturen im Umlaufvermögen zu buchen, die nicht zu Liquiditätsabfluss, aber unter anderem zu Personalveränderungen bei der niederländischen Tochter führten.

Cash-Flow operativ positiv, aber €6 Mio. für tec5 AG Anteilserwerb

Der operative Cash-Flow in der Gesamtgruppe war mit € 1,2 Mio. positiv, stark gestiegenen Lager- und Forderungsbestände waren zu finanzieren. Ausgewiesen wurden € -6,41 Mio.; denn die vorsichtige Kaufpreiserückstellung für tec5 AG erwies sich als zu konservativ. Der Mittelabfluss in den zurückliegenden neun Monaten war durch diese € 7,6 Mio. Rückstellungsauflösung im Zusammenhang mit der Zahlung für die Übernahme der Anteile an der tec5 AG in Höhe von rund € 6 Mio. verursacht.

Die Tec5-Anteilsaufstockung hatte auch eine Auswirkung auf das ausgewiesene Eigenkapital, weil ein Teil des Goodwills mit der Eigenkapitalposition verrechnet wurde und somit die Eigenkapitalquote auf 35% absenkte.

Die Bilanzsumme und -struktur veränderte sich ansonsten zum Halbjahresstichtag 2012 kaum, genauso wie der Kassenbestand, der auf ca. € 6,7 Mio. leicht fiel.

Anpassung der Guidance und der VARA-Schätzung

Mit der massiven Planverfehlung im Q3/12 kann die Gesamtjahresprognose nicht mehr erreicht werden. Die offizielle Guidance für 2012 wurde also reduziert. Jahreserlöse von ca. € 39 Mio. und ein EBIT von „unter € 2,0 Mio.“ werden nun erwartet. Ferner werden bis Jahresende Restrukturierungsaufwendungen konkretisiert.

Die VARA Schätzung 2012 unterstellt nun ein negatives EPS in Höhe von € -0,01. Für 2013 erwarten wir einen EPS-Swing auf € 0,42.

Amerikageschäft nochmals sehr erfreulich

Das Nordamerikageschäft war in den zurückliegenden 9 Monaten mit € 9,0 Mio. und +7% Zuwachs zum Vorjahreszeitraum noch über Erwarten expansiv. Das US-Halbleitergeschäft verlief sehr erfreulich; was allerdings nicht zwingend so bleiben muss!

Asien als Absatzregion erreichte ein Erlösniveau von € 2,1 Mio. (-10% zum Vj.) und konnte nicht wie üblich mit etwa € 0,2 bis € 0,3 Mio. pro Quartal wachsen. Die Vertriebsanstrengungen waren unverändert rege.

Weiterhin wichtigstes Verkaufsgebiet ist Europa, wo bis September Rechnungen in Höhe von € 19,0 Mio. versandt wurden. Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass die Minderlieferungen an EVAC in diese Region fallen, so dass das bereinigte Wachstum zweistellig war und deutlich über Branchendurchschnitt und auch über der m-u-t-Planung lag.

Gute Bruttomargen zeigen intaktes laufendes Geschäft

Die sehr lebhaft (US-)Nachfrage nach Spektroskopie/Sensorik Produkten lag deutlich über Plan. Mit 9-Monats Erlösen von € 22,5 Mio. prägt dieses Segment die betriebswirtschaftlichen Statistiken weiterhin, denn das entspricht einem Gewicht von 75% an den gruppenweiten Erlösen. Die Brutto-Marge bewegte sich somit im üblichen Rahmen (auf 57,8%, was den Deckungsbeitrag von € 14,6 im Vorjahreszeitraum auf nun € 13,0 Mio. verkürzte. Das Orderbuch verkürzte sich, denn die Serienstarts verzögerten sich.

Die Deckungsbeiträge des Segments Prä-/Postanalytik lagen mit rund 65% traditionell am höchsten. Die Projektarbeiten mit Schlüsselkunden forderten die Mitarbeiter in hohem Maße. Der Umsatz stieg auf € 6,9 Mio. (+9 %) und das Ergebnis auf € 4,5

Europa lebhaft, wenn man um fehlende EVAC-Erlöse bereinigt

Mio. (+4 %). Offensichtlich verzögerten sich einige Auslieferungen und Entwicklungsausgaben belasteten außerordentlich.

Die Randgeschäfte im Segment Brandfrüherkennung zeigte auf geringem Niveau erfreuliche Erlös- und Ergebniszuwächse. Im Dreivierteljahr stiegen die Einnahmen um 16% auf € 0,73 Mio. (Bruttoergebnis: +58% auf € 0,38 Mio.).

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	24,39	32,33	40,22	39,01	39,21	43,91
Bestandsveränd./Akt. Eigenleistungen	0,35	1,04	1,42	1,38	0,83	0,00
Gesamtleistung	24,74	33,37	41,64	40,39	40,04	43,91
Materialaufwand	9,00	13,57	16,86	16,19	16,43	18,04
Rohergebnis	15,74	19,81	24,78	24,20	23,61	25,87
Personalaufwand	9,02	9,60	11,11	11,86	10,77	11,52
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-4,76	-4,74	-7,74	-7,81	-7,85	-8,39
EBITDA	1,96	5,47	5,93	4,54	4,98	5,96
Abschreibungen/Amortisation	1,32	1,38	1,37	1,13	1,13	1,24
EBIT	0,64	4,09	4,56	3,41	3,85	4,71
Finanzergebnis	-0,41	-0,38	-0,31	-0,45	-0,54	-0,48
A.o. Ergebnis vor Steuern	-4,14	0,00	0,00	-1,45	0,00	0,00
EBT	-3,92	3,71	4,25	1,51	3,31	4,23
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,31	0,72	1,04	0,86	0,93	1,18
Anteile Dritter	0,32	1,61	0,97	0,71	0,57	0,70
Nettoergebnis	-4,55	1,38	2,24	-0,06	1,82	2,35
Bereinigungen	4,83	0,00	0,00	1,45	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	0,28	1,38	2,24	1,39	1,82	2,35
Gewichtete Anzahl Aktien	3,63	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
EPS	-1,25	0,32	0,52	-0,01	0,42	0,54
EPS bereinigt	0,08	0,32	0,52	0,32	0,42	0,54
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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

in % des Umsatzes	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	101,4	103,2	103,5	103,5	102,1	100,0
Materialaufwand	36,9	42,0	41,9	41,5	41,9	41,1
Bruttoergebnis	64,5	61,3	61,6	62,0	60,2	58,9
Personalaufwand	37,0	29,7	27,6	30,4	27,5	26,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 19,5	- 14,7	- 19,2	- 20,0	- 20,0	- 19,1
EBITDA	8,0	16,9	14,7	11,6	12,7	13,6
Abschreibungen/Amortisation	5,4	4,3	3,4	2,9	2,9	2,8
EBIT	2,6	12,6	11,3	8,7	9,8	10,7
Finanzergebnis	- 1,7	- 1,2	- 0,8	- 1,1	- 1,4	- 1,1
A.o. Ergebnis vor Steuern	- 17,0	-	-	- 3,7	-	-
EBT	- 16,1	11,5	10,6	3,9	8,4	9,6
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	1,3	2,2	2,6	2,2	2,4	2,7
Anteile Dritter	1,3	5,0	2,4	1,8	1,4	1,6
Nettoergebnis	- 18,6	4,3	5,6	- 0,1	4,6	5,3
Bereinigungen	19,8	-	-	3,7	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	1,1	4,3	5,6	3,6	4,6	5,3

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

Bilanz

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	4,81	4,02	5,86	8,18	9,25	11,59
Immaterielles Vermögen	0,42	0,40	2,37	3,30	3,73	4,68
Sachanlagen	4,36	3,59	3,48	4,85	5,48	6,88
Finanzanlagen (Beteiligungen)	0,02	0,19	0,02	0,03	0,03	0,04
sonstiges Anlagevermögen	0,01	-0,17	0,00	0,00	0,00	0,00
Umlaufvermögen	13,75	20,65	22,14	31,17	35,26	44,21
Vorräte	4,43	5,13	6,58	15,76	14,89	15,69
Forderungen L. u. L.	4,81	3,64	5,93	14,20	13,42	14,14
sonst. Forderungen	0,52	0,77	0,00	0,00	0,00	0,00
Kasse u. liquide Mittel	3,99	11,10	9,01	1,21	6,95	14,38
sonstiges Umlaufvermögen	0,00	0,00	0,63	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Aktiva	0,31	0,32	0,22	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	18,86	24,99	28,22	39,34	44,51	55,80
Eigenkapital	4,94	11,82	9,80	9,74	11,56	13,91
Rücklagen	0,00	0,93	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteile Dritter	2,20	3,82	3,18	4,44	5,02	6,29
kurzfr. Rückstellungen	1,31	4,74	8,81	9,83	7,78	7,81
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,70	5,84	6,85	9,54	8,64	8,66
Verbindlichkeiten L.u.L.	1,63	0,98	1,32	1,83	2,07	2,60
Sonstige Passiva	3,28	1,61	1,45	8,39	14,45	22,83
Summe Passiva	18,86	24,99	28,22	39,34	44,51	55,80

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

in % der Bilanzsumme	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	25,5%	16,1%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
Immaterielles Vermögen	2,2%	1,6%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Sachanlagen	23,1%	14,4%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Finanzanlagen (Beteiligungen)	0,1%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
sonstiges Anlagevermögen	0,0%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	72,9%	82,6%	78,5%	79,2%	79,2%	79,2%
Vorräte	23,5%	20,5%	23,3%	40,0%	33,5%	28,1%
Forderungen L. u. L.	25,5%	14,6%	21,0%	36,1%	30,2%	25,3%
sonst. Forderungen	2,8%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kasse u. liquide Mittel	21,1%	44,4%	31,9%	3,1%	15,6%	25,8%
sonstiges Umlaufvermögen	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Aktiva	1,6%	1,3%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	26,2%	47,3%	34,7%	24,8%	26,0%	24,9%
Rücklagen	0,0%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile Dritter	11,6%	15,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
kurzfr. Rückstellungen	7,0%	19,0%	31,2%	25,0%	17,5%	14,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,8%	23,4%	24,3%	24,3%	19,4%	15,5%
Verbindlichkeiten L.u.L.	8,6%	3,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Sonstige Passiva	17,4%	6,4%	5,1%	21,3%	32,5%	40,9%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,19	5,23	0,74	-4,93	3,95	4,59
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-1,12	-0,60	-3,84	-1,00	-1,40	-2,10
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,73	2,45	1,01	-1,90	3,19	4,95
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,21	7,08	-2,09	-7,77	5,73	7,44
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,99	11,07	8,98	1,21	6,95	14,38

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

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	0,89	0,90	0,79	0,82	0,67	0,47
EV/EBITDA	11,07	5,31	5,37	7,08	5,26	3,50
EV/EBIT	34,08	7,10	6,98	9,42	6,81	4,42
KGV berichtet	-3,75	23,17	14,05	-273,27	8,43	6,53
KGV bereinigt	60,85	23,17	14,05	10,98	8,43	6,53
PCPS	92,01	6,11	42,44	-3,11	3,88	3,34
Preis/Buchwert	3,45	2,70	3,22	1,57	1,32	1,10
Rentabilitätskennzahlen in %						
Bruttomarge	64,5%	61,3%	61,6%	62,0%	60,2%	58,9%
EBITDA-Marge	8,0%	16,9%	14,7%	11,6%	12,7%	13,6%
EBIT-Marge	2,6%	12,6%	11,3%	8,7%	9,8%	10,7%
Vorsteueremarge	-16,1%	11,5%	10,6%	3,9%	8,4%	9,6%
Nachsteueremarge	-18,6%	4,3%	5,6%	-0,1%	4,6%	5,3%
ROE	-92,1%	11,7%	22,9%	-0,6%	15,7%	16,9%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tds. Euro)	108,4	164,1	173,4	175,2	174,3	190,5
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tds. Euro)	-20,2	7,0	9,7	-0,3	8,1	10,2
Anzahl Mitarbeiter	225	197	232	223	225	231
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	26,2%	47,3%	34,7%	24,8%	26,0%	25,0%
Gearing	18,7%	10,5%	8,7%	12,2%	11,6%	12,1%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	0,05	1,20	0,17	-1,13	0,91	1,05
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	5,4%	4,3%	3,4%	2,9%	2,9%	2,8%
Personalkosten/Umsatz	37,0%	29,7%	27,6%	30,4%	27,5%	26,2%
Steuerquote	-7,8%	19,5%	24,4%	57,0%	28,0%	28,0%

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
m-u-t AG	25.11.2011	Kaufen	€ 9,15
m-u-t AG	02.05.2012	Kaufen	n.a.
m-u-t AG	04.07.2012	Halten	€ 8,45
m-u-t AG	03.09.2012	Halten	n.a.
m-u-t AG	29.11.2012	Halten	n.a.

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:
(13.12.2012)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Schlusskurs vom 12.12.2012)**
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.