

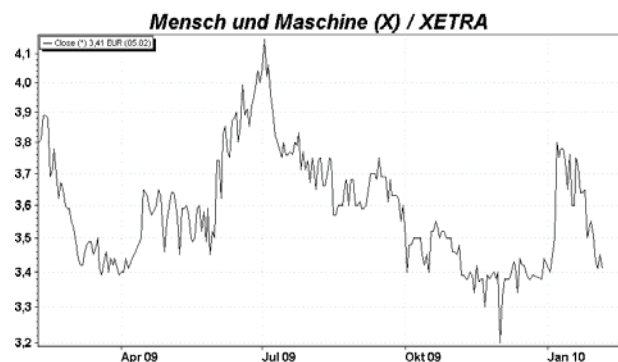
Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Umsatz wächst wieder:** Nach mehreren Quartalen mit krisenbedingt rückläufigen Erlösen konnte der Spezialist für CAD- und CAM-Software zwischen Oktober und Dezember endlich wieder zulegen. Mit 43 Mio. Euro lagen die Umsätze um 19 Prozent über dem dritten Quartal und nur noch 18 Prozent unter dem Vorjahreswert.
- **Rohermargen gesteigert:** Durch die Erweiterung des Geschäftsmodells um das Segment Systemhaus hat sich die Umsatzzusammensetzung zugunsten margenstärkerer Geschäftsfelder verschoben. Dadurch konnte der Rückgang des Rohertrages im Gesamtjahr auf 9 Prozent begrenzt werden, im vierten Quartal lag diese Kennzahl mit 13,7 Mio. Euro sogar um eine halbe Million Euro über dem Vorjahreswert.
- **Gewinnentwicklung enttäuschend:** Trotz dieser Fortschritte verbesserte sich das EBITA nur unterproportional, so dass im Gesamtjahr rund 1 Mio. Euro erzielt wurde. Besonders schwach blieb hier das Systemhaussegment, in dem zwischen Oktober und Dezember ein operativer Verlust von 0,7 Mio. Euro angefallen ist.
- **Einschätzung bestätigt:** Wir sehen für die MuM-Aktie nach wie vor eine deutliche Unterbewertung, der von uns ermittelte faire Wert liegt rund 170 Prozent über dem aktuellen Kurs.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 9,11 Euro
Aktueller Kurs 3,39 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,80	3,80	4,15
Tief (Euro)	3,41	3,20	3,20
Performance	1,4%	0,0%	-8,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	19.973	17.616	19.025

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Wessling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	49,5 Mio. Euro
Free Float	53,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009e	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	223,1	164,0	186,5	205,2	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-2,8%
Umsatzwachstum	4,8%	-26,5%	13,7%	10,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-2,0%
EBIT (Mio. Euro)	10,3	-0,8	6,6	9,7	CAGR EpS 08-11 (e)	-15,3%
EBIT-Marge	4,6%	-0,5%	3,5%	4,7%		
EpS	0,39	-0,8	0,07	0,24	Enterprise Value (Mio. Euro)	63,8
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,03	0,10	Buchwert (Mio. Euro)	27,6
KUV	0,22	0,30	0,27	0,24	EV / Umsatz 10 (e)	0,3
KGV	8,6	-	48,3	14,1	EV / EBIT 10 (e)	9,7
Dividendenrendite	5,9%	0,0%	0,8%	2,8%	Kurs / Buchwert	1,8

Jüngste Geschäftsentwicklung

Spürbare Belebung im vierten Quartal

Nach vorläufigen Zahlen hat Mensch und Maschine im Schlussquartal des letzten Jahres eine Belebung in der Geschäftsentwicklung verzeichnet, die sich in einem Umsatzwachstum gegenüber dem Vorquartal um 19 Prozent auf 43 Mio. Euro bemerkbar machte. Der Rückgang zum Vorjahreswert reduzierte sich infolgedessen auf nur noch 18 Prozent, nach fast 30 Prozent in den ersten neun Monaten. Im Gesamtjahr erzielte der Spezialist für CAD / CAM-Software damit Erlöse von 164 Mio. Euro, 27 Prozent weniger als im Rekordjahr 2008.

Systemhaus mit zunehmender Dynamik

Separat betrachtet war vor allem das Distributionsgeschäft von dem Rückgang betroffen, hier gingen die Einnahmen um 46 Prozent auf 107 Mio. Euro zurück. Allerdings wird das Ausmaß durch den Wechsel des Geschäftsmodells verzerrt, in dessen Rahmen der Konzern im deutschsprachigen Raum den Großhandel mit der Software zugunsten des Systemhausgeschäfts (Einzelhandel und Service) aufgegeben hat. Zudem wurden die Aktivitäten außerhalb des Euro-Raumes durch ungünstige Währungsentwicklungen (vor allem die Abwertung des britischen Pfund) belastet, das Unternehmen beziffert den Effekt auf 6 Mio. Euro. Bereinigt um diesen Einfluss sind die Distributionserlöse außerhalb von Deutschland, Österreich und der Schweiz „lediglich“ um 25 Prozent geschrumpft. Auf der anderen Seite hat das neue Segment Systemhaus vom Stand weg einen hohen Umsatzzuwachs verzeichnet, im Gesamtjahr lagen die Einnahmen bei 35 Mio. Euro (Vorjahr 1,5 Mio. Euro). Bemerkenswerterweise wurde mit 11 Mio. Euro fast ein Drittel dieser Summe allein im vierten Quartal Erlöst, wodurch das Systemhausgeschäft maßgeblich zu der kommunizierten Belebung beigetragen hat.

Geschäftszahlen (Mio. Euro)*	GJ 2008	GJ 2009	Änderung
Umsatz	223,0	164	-26%
- Distribution	196,5	107	-46%
- Systemhaus	1,5	35	2233%
- M+M Software	25,0	22	-12%
Rohertrag	55,9	51	-9%
EBITA	7,4	1,0	-86%
- Distribution	6,1	0,6	-90%
- Systemhaus	0,2	-1,1	-624%
- M+M Software	3,9	1,5	-62%

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Mensch und Maschine; * vorläufige Zahlen; Quelle: Unternehmen

Ergebnisverbesserung unterproportional

Damit lagen die Umsätze innerhalb der vom Unternehmen kommunizierten Prognosespanne und nur minimal unterhalb unserer Schätzung. Und auch die Rohertragsentwicklung konnte die Richtigkeit der Geschäftsmodellerweiterung bestätigen, lag dieser doch trotz des 26-prozentigen Umsatzrückgangs lediglich 9

Prozent unter dem Vorjahreswert. Die Rohertragsmarge erhöhte sich infolgedessen auf 31 Prozent (Vorjahr 25 Prozent). Doch dieser Fortschritt wurde durch den negativen Degressionseffekt der gesunkenen Auslastung mehr als kompensiert, weswegen das EBITA in sämtlichen Segmenten hinter unseren Erwartungen blieb. Besonders ernüchternd war für uns die Ergebnisentwicklung im Systemhausgeschäft, wo im vierten Quartal trotz der dynamischen Umsatzentwicklung ein operativer Fehlbetrag in Höhe von 0,7 Mio. Euro anfiel. Dadurch blieb das EBITA auch auf Konzernebene mit 1 Mio. Euro unterhalb unserer Schätzung, unter Berücksichtigung der Amortisation von Firmenübernahmen und des Finanzergebnisses dürfte deswegen unter dem Strich statt der von erwarteten schwarzen Null ein deutlicher Verlust angefallen sein.

Ausblick

Zurück auf dem Wachstumskurs

Dies umso mehr, als die Gesellschaft in der Pressemitteilung auf die noch laufenden Impairment-Tests für Firmenwerte und Steuerberechnungen verweist. Da wir davon ausgehen, dass das erfahrene Management diesen Hinweis nicht ohne Grund einbaut, dürften hieraus weitere Ergebnisbelastungen resultieren. Offensichtlich soll das „verlorene“ Geschäftsjahr 2009 genutzt werden, um sämtliche potenziellen Gefahrenherde innerhalb der Bilanz zu bereinigen und damit die künftige Wahrscheinlichkeit von negativen Überraschungen zu minimieren. Operativ dürfte hingegen die Talsohle bereits durchschritten sein, für das laufende Jahr stellt der Vorstand eine Fortsetzung der Erholungsbewegung aus dem vierten Quartal in Aussicht und rechnet mit einem Umsatz zwischen 180 und 185 Mio. Euro. Spätestens 2012 sollen dann wieder die Werte aus dem Rekordjahr 2008 erreicht werden, allerdings dank der Geschäftsmodellerweiterung bei einer dann deutlich höheren Profitabilität, es wird eine EBITA-Marge von 6 bis 7 Prozent angestrebt.

Erwartungen reduziert

Wir halten diese Pläne für durchaus realistisch und unterstellen in unseren Schätzungen einen ähnlichen Entwicklungspfad. Allerdings haben die Zahlen zum vierten Quartal bei uns den Eindruck bestärkt, dass die Erholung der Profitabilität nun doch etwas länger dauern wird als von uns bisher angenommen. Gerade die Tatsache, dass ausgerechnet im Systemhaus die Umsatzexpansion noch nicht mit einer entsprechenden Ergebnissteigerung einhergegangen ist, haben wir zum Anlass genommen, unsere Margenannahmen für die nächsten Jahre etwas vorsichtiger zu treffen. Auch haben wir den unterstellten Wachstumspfad des Umsatzes geringfügig abgesenkt und damit das Modell noch konservativer gestaltet. In Summe stellt sich unser neues Schätzgerüst nun wie folgt dar:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	186,5	205,2	225,7	248,2	273,1	300,4	330,4	360,1
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Nettorendite	0,5%	1,7%	2,6%	3,4%	4,2%	4,3%	4,1%	4,0%
Gewinn (Mio. Euro)	1,02	3,50	5,77	8,40	11,44	12,86	13,55	14,41
Gewinnwachstum		242%	64,7%	45,5%	36,3%	12,4%	5,3%	6,3%

**Fairer Wert 9,11 Euro je
Aktie**

Da zugleich der zwischenzeitliche Rückgang der Umlaufrendite eine Absenkung unseres Diskontierungszinssatzes bedingte, ist der Nettoeffekt der Modifikationen auf den von uns ermittelten fairen Wert gering. Wir sehen ihn nun bei 132,9 Mio. Euro bzw. bei 9,11 Euro je Aktie. Damit weist das Papier ein Kurspotenzial von fast 170 Prozent auf.

Fazit

**Unser Anlageurteil:
„Kaufen“**

Mit der Vorlage der vorläufigen Zahlen zum vierten Quartal hat der Spezialist für CAD / CAM-Software die Erwartung bestätigt, dass das konjunkturelle Tief durchschritten ist. Gegenüber dem dritten Quartal konnte sowohl eine deutliche Umsatzsteigerung erzielt als auch eine Ergebnisverbesserung erreicht werden. Allerdings blieb die letztere hinter den Prognosen des Managements wie auch unter unseren Schätzwerten. Unter dem Strich dürfte damit im Gesamtjahr 2009 ein deutlicher Verlust angefallen sein. Setzt sich der wirtschaftliche Aufschwung fort, dürfte dieser aber eine einmalige Episode bleiben. Bereits für das laufende Jahr sehen wir eine Rückkehr auf den Wachstumspfad und in die schwarzen Zahlen. Denn das Unternehmen ist nach wie vor sehr gut aufgestellt und geführt, mit der letztjährigen Erweiterung des Geschäftsmodells wurden zudem neue Wachstums- und Margenpotenziale erschlossen. Hier bleibt es allerdings zunächst bei der Herausforderung, die damit verbundenen Integrationsaufgaben zu bewältigen. Auch wenn wir die Entwicklung dieses Segments im vierten Quartal als ein Signal werten, dass dies kein Selbstläufer ist, trauen wir es dem Management zu, diese Hürde zu meistern. Auf Basis dieser Annahme signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert, der mit 9,11 Euro pro Aktie rund 170 Prozent über dem aktuellen Kurs liegt. Deswegen bestätigen wir unser bisheriges Urteil und stufen die Mensch und Maschine-Aktie weiterhin mit „Kaufen“ ein.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
29.10.2009	3,52 Euro	Kaufen
02.06.2009	3,52 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.