

Akt. Kurs (27.02.07, 15:26, Xetra.): 5,01 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **7,76 (---) EUR**

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

Kurzporträt

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist nach eigenen Angaben einer der führenden europäischen Anbieter von Computer Aided Design (CAD).

Anlagekriterien

Restrukturierung abgeschlossen und operativ gut aufgestellt

Nachdem das Unternehmen in 2003 und 2004 eine tiefgreifende Umstrukturierung erlebte und sich danach in 2005 von Randaktivitäten getrennt hat, ist Mensch und Maschine (MuM) jetzt wieder gut aufgestellt. Das Unternehmen ist hauptsächlich in Europa tätig und zählt hier zu den Marktführern im Bereich der CAD-Lösungen.

Den Branchenschwerpunkt bei den verkauften Lösungen bilden mit einem Umsatzanteil von circa 50 Prozent CAD-Anwendungen für den Maschinenbau. Die anderen Branchenlösungen verteilen sich auf die Bereiche Architektur/Bauwesen (25% Umsatzanteil), Garten- & Landschaftsbau und Geographie (15%) und Elektrotechnik (10%).

Das Geschäftsmodell von MuM ruht auf den Säulen Eigen- und Fremdsoftware. Obwohl der Verkauf von Eigensoftware höhere EBIT-Margen generiert (bis zu 25%), ist der Verkauf von Fremdsoftware trotz der weitaus niedrigeren Marge von 5 Prozent unverzichtbar für die Marktstellung des Unternehmens. In diesem Segment konzentriert sich MuM auf Software des CAD-Marktführers Autodesk.

Derzeit stammen 57 Prozent des Rohertrags aus der Fremdsoftware. Auf Dauer soll die bewährte Mischung aus Eigen- und Fremdsoftware erhalten bleiben, um die Margen durch Skaleneffekte zu steigern.

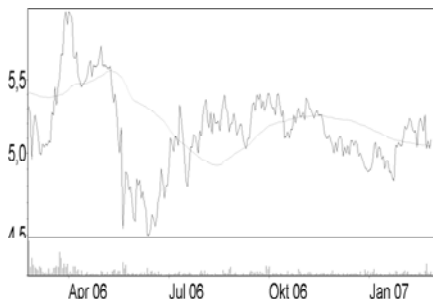
Verdoppeltes operatives Ergebnis in 2006 ...

Mensch und Maschine (MuM) veröffentlichte am 21. Februar die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2006. Demnach steigerte MuM seinen Umsatz um 16 Prozent auf 170,3 (Vj. 147,2) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis EBITA (Gewinn vor Steuern, Zinsen, Firmenwertabschreibungen und Sondereffekten) verdoppelte sich auf 6,8 Mio. Euro. Damit blieb MuM jedoch am unteren Ende der eignen Prognose, die einen Wert von 6,5 bis 8 Mio. Euro vorhergesagt hatte.

Das Ergebnis vor Steuern und Anteilen Dritter ging auf 4,7 (7,3) Mio. Euro zurück. Bei Herausrechnung der Sondereffekte es Vorjahres aus Restrukturierungen und Desinvestitionen in Höhe von 6,3 Mio. Euro ergäbe sich auch hier ein erheblicher Zuwachs. Der Jahresüberschuss betrug aus demselben Grund „nur“ 3,2 (4,6) Mio. Euro, was mit einem Gewinn je Aktie von 0,24 Euro einhergeht.

Das gut verlaufene vierte Quartal trug substantiell zu diesen Zahlen bei. MuM steigerte hier die Umsätze um 26 Prozent auf 48,8 (38,9) Mio. Euro bei einem verdreifachten operativen Ergebnis in Höhe von 1,9 (0,6) Mio. Euro.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,44 €	4,13 €
Aktueller Kurs:	5,01 €	
Aktienzahl ges.:	12.610.822	
Streubesitz:	50,6%	
Marktkapitalis.:	63,2 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	147	170	198	225
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	9,7	6,9	10,5	14,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	5,5	3,1	5,9	7,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,45	0,24	0,47	0,63
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,10	0,15	0,20	0,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	11,1	20,9	10,7	8,0
Div.rendite	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

... ist „unter dem Strich“ mit 2005 nicht zu vergleichen

Während die Zahlen auf operativer Ebene uns überzeugten, wichen sie beim Ergebnis vor Steuern nach unten ab. Ursache war das mit -2,2 Mio. Euro leicht unter den Prognosen liegende Finanzergebnis, das seine Ursache in einem erhöhten Zinsniveau und der Finanzierung des Wachstums hatte.

Zudem fiel die Steuerlast mit 1,4 Mio. Euro höher als erwartet aus, da das operative Ergebnis überwiegend in Tochtergesellschaften ohne Verlustvortrag erwirtschaftet wurde. Insofern sind auch Nettogewinn (5,5 Mio. €) und Ergebnis je Aktie (0,45 €) aus 2005 nicht mit den Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres zu vergleichen.

Ambitionierte Prognose für 2007 erreichbar

Anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für 2007 präzisierte MuM seine Prognose für 2007. Das Unternehmen rechnet mit einem 15-prozentigen Zuwachs auf 196 Mio. Die EBIT-Marge soll auf mindestens 5 Prozent steigen, was mit einer absoluten EBIT-Zahl in Höhe von circa 10 Mio. Euro korrespondieren würde. Die Ziele halten wir für realistisch und sehen durchaus Spielraum für ein Übertreffen dieser Zahlen, da die Gesellschaft operativ nach den Umstrukturierungen weiter zulegen sollte. Im Einzelnen rechnen wir mit einem Umsatz von 198 Mio. Euro und einem EBIT von 10,5 Mio. Euro.

Die geplante Reduktion des Finanzergebnisses auf -1,5 Mio. Euro halten wir in Anbetracht des steigenden Zinsniveaus für ambitioniert und rechnen hier mit -1,8 Mio. Euro mit einem gegenüber dem Niveau von 2006 (-2,2 Mio.) weniger stark verbesserten Wert. Auch bei der vom Unternehmen geschätzten Steuerlast von 2 Mio. Euro setzen wir nach den Erfahrungen von 2006 mit 2,5 Mio. Euro vorsichtshalber einen höheren Wert an.

Aufgrund der von uns erwarteten Steigerungen im operativen Geschäft sehen wir den Gewinn trotz der geschilderten Einschränkungen mit 0,47 Euro je Aktie nahezu auf dem von MuM geschilderten Niveau.

Bewertung

Für die Bewertung der MuM-Aktie haben wir einen gewichteten Durchschnitt aus einer KGV-Peer-Group (Unternehmen aus der CAD bzw. PLM-Branche sowie Vertriebsunternehmen) sowie einem DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,37%, Ausgangs-Cash-Flow 4,9 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%) gebildet. Aus der Peer Group ergibt sich dabei ein „fairer Wert“ von 7,54 Euro für die MuM-Aktie, das DCF-Modell zu einem Ergebnis von 8,44 Euro je Aktie.

In Anbetracht der durch die Restrukturierung bedingten schwierigen Prognose des zukünftigen Cash Flows haben wir den Wert der Peer Group mit 75 Prozent und den des DCF-Modells mit 25 Prozent gewichtet. Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 7,76 Euro für die MuM-Aktie.

Fazit

Nach der erfolgreichen Restrukturierung sehen wir Mensch und Maschine auf einem guten Weg und empfehlen die Aktie mit Kursziel 7,76 Euro zum Kauf. Die für die Branche ungewöhnlich aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik mit einer Dividendenrendite von 3 Prozent für das abgelaufene Geschäftsjahr sollte den Kurs nach unten weitgehend absichern.

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	42,9%
Herr Werner Schwenkert	6,5%
Streubesitz	50,6%

Termine

19.03.2007	Geschäftsbericht 2006 und Analystenkonferenz
27.04.2007	Zahlen zum 1. Quartal
24. Mai 2007	Hauptversammlung
30. Juli 2007	Halbjahreszahlen
26. Oktober 2007	Zahlen zum 3. Quartal

Kontaktadresse

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

Email: info@mum.de
Internet: www.mum.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Michael Endres

Tel.: +49 (0) 8153 / 933 - 261
Fax: +49 (0) 8153 / 933 - 104
Email: investor-relations@mum.de

Disclosures

Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir 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 der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

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

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.06):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	---	---
Halten	---	---
Verkaufen	---	---

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Mensch und Maschine SE	1, 4

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 Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.