

Akt. Kurs (27.02.08, 09:21, Xetra): 5,55 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **8,10 (8,60) 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) Software. Das Unternehmen vertreibt sowohl eigene als auch Fremdsoftware.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	7,00 €	4,12 €
Aktueller Kurs:	5,55 €	
Aktienzahl ges.:	13.576.464	
Streubesitz:	50,6%	
Marktkapitalis.:	75,3 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Vorläufige Zahlen im Rahmen unserer ambitionierten Erwartungen

Mensch und Maschine veröffentlichte am 25. Februar die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2007. Demnach legte MuM beim Umsatz um ein Viertel auf 212,9 (Vj. 170,3) Mio. Euro zu. Auf Ergebnisebene konnte MuM dank eines disziplinierten Kostenmanagements im Bereich der Betriebskosten überproportionale Zuwächse generieren. So wuchs das Betriebsergebnis (EBITA vor Sondereffekten) nahezu um die Hälfte auf 10,0 (6,8) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern, aber vor Anteilen Dritter verdoppelte sich nahezu auf 6,1 (3,2) Mio. Euro, was nach Abzug der Anteile Dritter ein Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,47 (0,24) Euro nach sich zog. Die auf 0,20 Euro je Anteilsschein angehobene Dividende hatten wir im Vorfeld erwartet.

Betrachtet man das vierte Quartal alleine, so musste Mensch und Maschine den hohen Steigerungsraten der ersten drei Quartale Tribut zollen und vermeldete „nur“ noch ein Wachstum von 10 Prozent auf 53,6 (Vj. 48,8) Mio. Euro, nachdem die Wachstumsraten im Jahresverlauf bislang deutlich über dieser Marke gelegen haben. Aufgrund eines guten Branchenmixes mit unseren Erachtens hohen Anteilen an margenstarker Eigensoftware gelang es MuM dennoch, das Betriebsergebnis (EBITA) überproportional um 40 Prozent auf 2,8 (2,0) Mio. Euro zu steigern.

Insgesamt fielen die Zahlen beim Umsatz einen Tick besser als von uns geschätzt aus, während die Ergebniskennziffern leicht unter unseren sehr ambitionierten Erwartungen blieben, was wir jedoch nicht als dramatisch bewerten. Nennenswerte Abweichungen gegenüber unseren Schätzungen ergaben sich lediglich im Verhältnis der Materialkosten zu dem Block aus Vertriebs-, Verwaltungs- und Forschungskosten. Letzteren Kostenblock hatten wir etwas zu hoch angesetzt, während wir die Materialkosten zu niedrig geschätzt hatten.

Auf Ebene des EBITA glichen sich beide Entwicklungen aus, so dass MuM unsere Schätzung von 10,6 Mio. Euro nur um 0,6 Mio. Euro verfehlte, was wir innerhalb der Toleranzschwelle sehen.

Kennzahlen

	2006	2007e	2008	2009
Umsatz	170	213	242	260
<i>bisher</i>	---	212	---	---
EBIT	7,2	9,8	14,1	15,8
<i>bisher</i>	---	10,6	---	---
Jahresüb.	3,0	6,0	9,8	10,2
<i>bisher</i>	---	6,5	---	---
Erg./Aktie	0,24	0,47	0,72	0,75
<i>bisher</i>	---	0,51	---	---
Dividende	0,15	0,20	0,25	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	23,1	11,8	7,7	7,4
Div.rendite	2,7%	3,6%	4,5%	5,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Unterschiedliche Entwicklungen auf Segmentebene

Auf Segmentebene überzeugte vor allem der Handelsbereich mit Software des Marktführers für CAD-Software Autodesk. Dort steigerte MuM die Erlöse um über ein Viertel sowie das Betriebsergebnis mit 63 Prozent noch deutlicher. Aber auch der Bereich der eigenen Software enttäuschte nicht und wuchs um 12 Prozent beim Umsatz sowie mit 27 Prozent ebenfalls überproportional beim Betriebsergebnis.

Die Gewichtung von Auslands- zu Inlandsumsatz blieb mit gerundeten 75 Prozent nahezu unverändert. Lediglich eine „Fußnote“ in der Berichterstattung stellt für uns der Sachverhalt dar, dass erstmals seit Beginn der Auslandsakti-

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

vitäten die Inlandsumsätze mit 26,1 Prozent stärker wuchsen als die Erlöse im Ausland, die um 24,3 Prozent zulegten. Absolute Zahlen veröffentlichte MuM im Rahmen der vorläufigen Segmentberichtserstattung noch nicht.

Bestätigung unserer Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr

Im Rahmen der vorläufigen Zahlen machte MuM keine neuen Aussagen zur Prognose, so dass wir davon ausgehen, dass die anlässlich der Neunmonatszahlen geäußerte Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2008 noch gültig ist. Diese sah eine Umsatzsteigerung um circa 15 Prozent auf 240 Mio. Euro und ein EBIT von ungefähr 13,5 Mio. Euro vor. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter soll sich demnach bei 9,0 Mio. Euro einstellen, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,70 Euro einher gehen würde.

Wir trauen MuM ein leichtes Übertreffen dieser Marken zu und bekräftigen an dieser Stelle unsere Schätzungen. Wir rechnen weiterhin mit einem Umsatz von 242 Mio. Euro sowie einem EBIT von 14,1 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir bei 9,8 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,72 Euro bedeuten würde.

Bewertung

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2008er-Durchschnitts-KGV von 13,3 (bisher 15,2) unserer Peer Group aus Unternehmen aus der CAD bzw. PLM-Branche und Vertriebsunternehmen) heran. Unter Berücksichtigung eines Bewertungsabschlags von 10 Prozent aufgrund der deutlich geringeren Größe von MuM gegenüber einigen Peer-Group-Werten ergibt sich hieraus ein „fairer Wert“ von 8,59 (9,79) Euro für die MuM-Aktie.

Ergänzend nehmen wir eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,23 (7,5)%, Ausgangs-Cash-Flow 6,0 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wg. vergangener Umstrukturierung) führt zu einem Ergebnis von 7,61 (7,38) Euro.

Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 8,10 (8,58) Euro für die MuM-Aktie als Durchschnitt aus beiden Werten. Der Rückgang liegt dabei ausschließlich an den im Zuge der allgemeinen Börsenentwicklung gesunkenen Kursen der Vergleichsaktien und kann vom zurückgegangenen Zinsniveau im Rahmen des DCF-Modells nur partiell aufgefangen werden.

Fazit

Mensch und Maschine erfüllte mit den jetzt bekannt gegebenen vorläufigen Zahlen im Großen und Ganzen unsere sehr ambitionierten Erwartungen. Sehr zufrieden sind wir mit der auf 0,20 Euro angehobenen Dividende, was der MuM-Aktie eine für die Software-Branche ungewöhnlich hohe Dividendenrendite von 3,6 Prozent beschert.

Somit sehen wir die MuM-Aktie nach wie vor als sehr gutes Investment für Anleger, die trotz Wachstums- und Technologie-Appeal einer Aktie nicht auf eine ausreichende Ausschüttung verzichten wollen. Wir nehmen zwar im Zuge der gesunkenen Bewertung der Peer Group unser Kursziel von 8,60 auf 8,10 Euro zurück, bekräftigen jedoch unsere substantielle Kaufempfehlung.

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	43,3%
Herr Werner Schwenkert	6,1%
Streubesitz	50,6%

Termine

17. März 2008	Geschäftsbericht 2007
28. April 2008	Quartalsbericht Q1/2008
29. Mai 2008	Hauptversammlung
28. Juli 2008	Halbjahresbericht
27. Oktober 2008	Quartalsbericht Q3/2008

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

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
31.10.2007	6,41 €	Kaufen	8,60 €
01.08.2007	6,20 €	Kaufen	8,60 €
30.04.2007	5,56 €	Kaufen	8,60 €
20.03.2007	5,10 €	Kaufen	7,60 €
27.02.2007	5,01 €	Kaufen	7,76 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
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. Nach Kenntnis von GSC Research halten 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), 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, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.