

Akt. Kurs (23.06.08, 11:27, Xetra): 5,44 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **7,50 (8,10) 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:	5,44 €	
Aktienzahl ges.:	13.576.464	
Streubesitz:	50,6%	
Marktkapitalis.:	73,9 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Guter Start von MuM in das Geschäftsjahr 2008

Mensch und Maschine ist nach eigenen Angaben vielversprechend in das laufende Geschäftsjahr 2008 gestartet. Der Umsatz legte um 4,4 Prozent auf 67,0 (Vj. 64,2) Mio. Euro zu. Im Zuge überproportional gestiegener Forschungs- und Entwicklungskosten bildete sich hingegen das Betriebsergebnis (EBIT) um 6,8 Prozent auf 3,9 (4,1) Mio. Euro zurück. Die Ursache lag laut Unternehmensangaben in einem unter Ertragsgesichtspunkten für MuM günstigeren Anteil der margenstärkeren Eigensoftware im ersten Quartal 2007.

Im Zuge eines leicht verbesserten Finanzergebnisses und eines marginal niedrigeren Steueraufwandes verharrte der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter dennoch auf dem hohen Vorjahresniveau von 2,7 Mio. Euro. Insgesamt werten wir die jetzt gemeldeten Zahlen als zufriedenstellend, da die Vergleichsbasis des Vorjahres außerordentlich hoch war.



Quelle: Market-Maker

### Wachstum basiert im ersten Quartal auf Fremdsoftware

Die auf Konzernebene beschriebenen Ertragsauswirkungen haben ihre Ursache im Umsatzmix. Das hohe Niveau bei der margenstarken Eigensoftware konnte zwar beim Umsatz mit 7,0 (7,0) Mio. gehalten werden, aufgrund buchungstechnischer Faktoren bildete sich zwar aber das Betriebsergebnis des Segmentes Eigenprodukte auf 1,6 (1,9) Mio. Euro zurück. MuM geht jedoch aufgrund umfangreicher bereits vorliegender Aufträge für die kommenden neun Monate davon aus, diesen Rückstand bis zum Jahresende mehr als auszugleichen und auch hier ein Plus zu erzielen.

Der Bereich Handelsprodukte, der hauptsächlich den Vertrieb und die Wartung von Produkten des Marktführers für CAD-Software Autodesk umfasst, legte beim Umsatz um 5 Prozent auf knapp 60 (57,2) Mio. Euro zu. Das Betriebsergebnis (EBIT) konnte hier mit 2,3 (2,4) Mio. Euro im Zuge höherer Einkaufspreise der Fremdsoftware nicht ganz gehalten werden. Nichtsdestotrotz behauptete sich Mensch und Maschine in einem wettbewerbsintensiven Markt nach unserem Eindruck recht gut.

## Kennzahlen

	2006	2007	2008	2009
<b>Umsatz</b>	170	213	242	260
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	7,2	9,8	13,0	13,5
<i>bisher</i>	---	---	14,1	15,8
<b>Jahresüb.</b>	3,0	6,0	8,7	8,8
<i>bisher</i>	---	---	9,8	10,2
<b>Erg./Aktie</b>	0,24	0,47	0,64	0,65
<i>bisher</i>	---	---	0,72	0,75
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,25	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	22,7	11,6	8,4	8,4
<b>Div.rendite</b>	2,8%	3,7%	4,6%	5,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

### Anpassung unserer Schätzungen an die veränderte Kostenstruktur

Im Rahmen des Berichtes zum Auftaktquartal konkretisierte MuM seine im Herbst 2007 erstmals formulierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2008. Die Umsatzprognose blieb mit 240 Mio. Euro identisch. Leichte Abstriche wurden beim EBIT gemacht, dass man nunmehr bei 13,0 (bisher „ungefähr 13,5“) Mio. Euro erwartet. Den Jahresüberschuss sieht MuM jetzt bei 8,6 („ungefähr 9,0“) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,62 (0,70) Euro einher ging.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Wir haben in Einklang mit der Prognose von MuM unsere Schätzungen für die Kostenquoten etwas nach oben gesetzt. In Verbindung mit unserer unverändert belassenen Umsatzschätzung ergeben sich niedrigere Ergebniskennziffern, die in etwa auf dem Niveau der Prognose des Unternehmens liegen. Diese halten vor dem Hintergrund der konjunkturellen Unsicherheiten und möglicher Auswirkungen auf den CAD-Markt für bewusst vorsichtig.

Wir rechnen demnach für 2008 weiterhin mit einem Umsatz von 242 Mio. Euro. Im Zuge höherer Materialkosten sehen wir das EBIT nunmehr bei 13,0 (bisher 14,1) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf 8,7 (9,8) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,64 (0,72) Euro bedeuten würde. Da sich mit dem Maschinenbau eine wichtige Abnehmerbranche für CAD-Software als sehr robust erweist, betrachten wir unsere Schätzungen zum derzeitigen Zeitpunkt als belastbar.

Auch für 2009 haben wir bei einer unveränderten Umsatzprognose unsere Kostenquoten an den Basiseffekt aus 2008 angepasst und gehen somit nur noch von einem Gewinn je Aktie auf einem Niveau von 0,65 (0,75) Euro aus. Unsere Dividendenschätzungen behalten wir für beide Jahre konstant bei.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2008er-Durchschnitts-KGV von 11,9 (bisher 13,3) unserer Peer Group (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 6,90 (8,59) Euro für die MuM-Aktie.

Ergänzend nehmen wir eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,88%, Ausgangs-Cash-Flow 7,0 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wg. vergangener Umstrukturierung) führt zu einem Ergebnis von 8,07 (7,61) Euro. Die Erhöhung ergibt sich aus unseren reduzierten Schätzungen für die Investitionen bei MuM aufgrund des relativ gesehen künftig wieder höheren Anteils an Fremdsoftware.

Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 7,50 (8,10) Euro für die MuM-Aktie als Durchschnitt aus beiden Werten. Der Rückgang resultiert dabei im Wesentlichen auf dem reduzierten Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

### **Fazit**

Mensch und Maschine veröffentlichte vor dem Hintergrund hoher Vergleichszahlen im vergangenen Jahr unseres Erachtens zufriedenstellende Zahlen für das erste Quartal. Die jetzt bekannt gegebene konkretisierte Prognose für das Gesamtjahr lag allerdings leicht unter den bislang kommunizierten Circa-Werten. Im Zuge dessen haben wir unsere Schätzungen überarbeitet und die Gewinnschätzungen bei unveränderten Umsatzprognosen aufgrund höherer Kostenquoten auf Ertragebene leicht nach unten gesetzt.

Mit einem KGV von 8,5 ist MuM dennoch weiterhin moderat bewertet. Nach wie spricht für ein Investment in die MuM-Aktie zudem die für die Software-Branche ungewöhnlich hohe Dividendenrendite von 4,6 Prozent für das laufende Geschäftsjahr. Wir behalten folgerichtig unsere Kaufempfehlung bei, senken jedoch aus bewertungstechnischen Gründen unser Kursziel um 60 Cent auf 7,50 Euro.

**Aktionärsstruktur**

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

**Termine**

28.07.2008	Halbjahresbericht
27.10.2008	Quartalsbericht Q3/2008
16.03.2009	Geschäftsbericht 2008
27.04.2009	Quartalsbericht Q1/2009

**Kontaktadresse**

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

Email: [info@mum.de](mailto:info@mum.de)

Internet: [www.mum.de](http://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](mailto: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 „Kauf“ 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
27.02.2008	5,55 €	Kaufen	8,10 €
31.10.2007	6,41 €	Kaufen	8,60 €
01.08.2007	6,20 €	Kaufen	8,60 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	64,0%
Halten	29,5%	28,0%
Verkaufen	8,2%	8,0%

## 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](http://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.