

Akt. Kurs (29.10.08, 17:02, Xetra): 3,60 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **6,80 (7,50) EUR**

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

## 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.

## Anlagekriterien

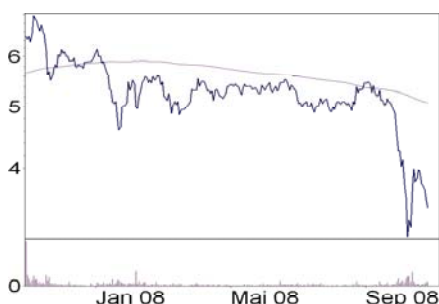
### Verhaltenes drittes Quartal

Mensch und Maschine (MuM) vermeldete im traditionell verhaltenen dritten Quartal ein Umsatzwachstum von 4,0 Prozent auf 51,2 (Vj. 49,2) Mio. Euro. Durch den mit 3,0 Prozent auf 38,2 (37,1) unterproportional gestiegenen Materialaufwandes verbesserte sich der Rohertrag überproportional um 7,0 Prozent auf 13,0 (12,1) Mio. Euro.

Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich um 12,5 Prozent auf 1,6 (1,4) Mio. Euro. Dies geschah, obwohl der Kostenblock für Vertrieb, Verwaltung und Forschung um 10 Prozent auf 12,2 (11,1) Mio. Euro zulegte. Zudem fielen noch einmal 100 TEUR an Restrukturierungskosten an. Entlastung kam hingegen durch die sonstigen Erträge, die sich auf mehr als das Doppelte auf 1,0 (0,4) Mio. Euro verbesserten.

Der Quartalsüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter stieg aufgrund eines auf minus 0,4 (-0,5) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnisses um ein Viertel auf 0,9 (0,7) Mio. Euro oder 6,7 (5,7) Cent je Aktie.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	7,00 €	3,00 €
Aktueller Kurs:	3,60 €	
Aktienzahl ges.:	13.585.458	
Streubesitz:	50,4%	
Marktkapitalis.:	48,9 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	170	213	235	260
<i>bisher</i>	---	---	242	---
<b>EBIT</b>	7,2	9,8	13,4	13,5
<i>bisher</i>	---	---	13,0	---
<b>Jahresüb.</b>	3,0	6,0	8,5	8,8
<i>bisher</i>	---	---	8,7	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,24	0,47	0,63	0,65
<i>bisher</i>	---	---	0,64	---
<b>Dividende</b>	0,15	0,20	0,25	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	15,0	7,7	5,7	5,6
<b>Div.rendite</b>	4,2%	5,6%	6,9%	8,3%

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

## Neunmonatszahlen profitieren von gutem Q2

Auf Neunmonatebene profitierte MuM vor allem von dem sehr guten zweiten Quartal (*siehe unsere Research-Note vom 29.07.2008*). Demnach wuchs der Umsatz um 7,2 Prozent auf 170,8 (159,4) Mio. Euro. Die sonstigen Erträge verdoppelten sich auf 1,8 (0,9) Mio. Euro.

Auf der Ausgabenseite machte sich insbesondere die mit einer Wachstumsrate von 8,9 Prozent auf 22,3 (20,5) Mio. Euro überproportional angestiegenen Vertriebs- und Marketingkosten bemerkbar. Die allgemeinen Verwaltungskosten wiesen mit 11 Prozent auf 8,0 (7,3) Mio. Euro ebenfalls eine überdurchschnittliche Steigerung auf. Noch deutlicher stiegen die Forschungs- und Entwicklungskosten mit 18 Prozent auf 6,4 (5,4) Mio. Euro. Zudem fielen in den ersten neun Monaten 2008 im Gegensatz zum vergleichbaren Vorjahreszeitraum 0,4 Mio. Euro an Restrukturierungskosten an.

Insgesamt verbesserte sich das operative Ergebnis (EBIT) aufgrund der deutlich gestiegenen Kostenbasis nur leicht um knapp 2 Prozent auf 7,4 (7,2) Mio. Euro. Da auf der anderen Seite mit minus 1,1 (-1,6) Mio. Euro ein deutlich verbessertes Finanzergebnis ausgewiesen wurde, kletterte der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mit 11 Prozent auf 4,6 (4,2) Mio. Euro deutlicher als der Umsatz, was auf EPS-Ebene mit einem Wert von 0,34 (0,33) Euro je Aktie einher ging.

Ohne die Betrachtung der Hintergründe wirken die Zahlen zunächst enttäuschend. Allerdings sind massive Währungseffekte zu beachten, die das MuM-Ergebnis massiv beeinträchtigt haben. MuM erlöst circa ein Fünftel seiner

Umsätze in britischen Pfund. Nach Unternehmensangaben hatte dies auf Euro-Basis einen Umsatzschwund von ungefähr 5 Mio. Euro zur Folge.

Da die Kosten größtenteils in lokaler Währung entstehen, fielen die Ergebniseffekte nicht ganz so drastisch aus. MuM gab den negativen Einfluss der Währungsentwicklung auf das EBIT mit ungefähr 0,5 Mio. Euro an. Währungsbereinigt wäre das EBIT somit nach Unternehmensangaben deutlich um 14 Prozent gewachsen.

Insgesamt betrachten wir die Zahlen unter Berücksichtigung der Währungseffekte als mehr als zufriedenstellend.

### **Neun-Monats-Segmentbericht: Eigensoftware mit hoher Dynamik**

Haupt-Wachstumstreiber auf Segmentbasis war die margenstarke Eigensoftware. Hier konnte Mensch und Maschine den Umsatz um 14,1 Prozent auf 20,6 (18,0) Mio. Euro steigern. Im Zuge leicht überproportional zunehmender Kosten wuchs das Betriebsergebnis vor Restrukturierungskosten nur um 8,9 Prozent auf 3,3 (3,0) Mio. Euro. Das reguläre Betriebsergebnis (EBIT) bildete sich hingegen aufgrund von 351 TEUR an Restrukturierungsaufwendungen im Segment Eigensoftware leicht auf 2,9 (3,0) Mio. Euro zurück.

Die Umsatz mit Fremdsoftware des CAD-Marktführers Autodesk legte um 6,2 Prozent auf 150,2 (141,3) Mio. Euro zu. Das operative Ergebnis konnte mit einer Zuwachsrate von 5,1 Prozent auf 4,7 (4,5) Mio. Euro mit dem Umsatz weitgehend Schritt halten.

### **Segmentbericht auf Länderebene von Währungseffekten beeinflusst**

Die Aussagekraft der Segmentberichterstattung auf Länderebene wird durch die bereits angesprochenen vor allem das britische Pfund betreffenden Währungseffekte stark eingeschränkt. Der Auslandsumsatz stieg somit „nur“ um 4,4 Prozent auf 125,4 (120,0) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis legte jedoch als Folge stagnierender Verwaltungskosten überproportional um 10 Prozent auf 4,6 (4,2) Mio. Euro zu.

In Deutschland steigerte MuM den Umsatz mit 14,1 Prozent auf 47,8 (41,9) Mio. Euro deutlich. Aufgrund einer deutlich erhöhten Kostenbasis im Bereich Verwaltung (+48% auf 2,6 Mio. €) sowie Forschung und Entwicklung (+18% auf 6,4 Mio. €) legte das Betriebsergebnis vor Sondereinflüssen nur leicht um 2,2 Prozent auf 3,4 (3,3) Mio. Euro zu.

Unter Berücksichtigung von im Vorjahr nicht angefallen Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 351 TEUR ergab sich sogar ein Rückgang des Betriebsergebnisses (EBIT) um 8,5 Prozent auf 3,0 (3,3) Mio. Euro.

### **MuM passt eigene Prognose an Effekte aus Währungsentwicklung an**

Im Rahmen des Neun-Monats-Berichtes passte Mensch und Maschine seine Prognosen an die Auswirkungen der Pfund-Schwäche an. Die bereits angesprochenen fehlenden 5 Mio. Umsatz auf Euro-Ebene können demnach im vierten Quartal trotz einer von MuM erwarteten guten Geschäftsentwicklung offensichtlich nicht mehr aufgeholt werden. Insgesamt rechnet MuM mit einem Umsatz von 235 (bisher 240) Mio. Euro. MuM geht demnach für Q4 von 64,3 (Vj. 53,6) Mio. Euro Umsatz aus, was aufgrund der schwachen Ausgangsbasis eine hohe Zuwachsrate von einem Fünftel bedeuten würde.

Das Betriebsergebnis vor Sondereffekten (EBITA) wurde auf 12,0 (13,0) Mio. Euro korrigiert. Aufgrund des Verkaufs der Produktlinie ECSCAD dürfte das Ergebnis je Aktie laut Unternehmensangaben aber sogar einen Tick über der bisherigen Prognose in Höhe von 0,62 Euro liegen.

### **Überarbeitung der Schätzungen berücksichtigt Rahmenbedingungen**

Nach Vorliegen des Neun-Monats-Berichtes und der aufgrund der Wechselkurs-Entwicklung beim britischen Pfund modifizierten Prognose haben auch wir unsere Schätzungen überarbeitet.

Demnach rechnen wir in Anlehnung an die Prognose von MuM für 2008 nunmehr mit einem Umsatz von 235,4 (bisher 242) Mio. Euro, was leicht über der geänderten Guidance des Unternehmens liegt. Das operative Ergebnis (EBIT) vor Sondereffekten sehen wir jetzt bei 12,4 (13,4) Mio. Euro. Hier macht sich der währungsbedingte Umsatzrückgang ergebnistechnisch bemerkbar. Der Posten Sondereffekte wird aber vom Verkauf der ECSCAD-Produktlinie an den Vermarktungspartner Autodesk profitieren, so dass wir den Ansatz dieses Postens mit plus 1,0 (-0,3) Mio. Euro deutlich verändert haben.

Das reguläre Betriebsergebnis (EBIT) liegt mit 13,4 (13,0) Mio. Euro jetzt sogar einen Tick über unserem bisherigen Ansatz. Daraus sollte sich ein Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 8,5 (8,7) Mio. Euro ergeben, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,63 (0,64) Euro einher gehen würde. Unsere Dividendenschätzung belassen wir mit 0,25 Euro auf dem bisherigen Niveau.

Unsere Schätzungen für 2009 haben wir nur in Nuancen verändert. Wir rechnen demnach unverändert mit einem Umsatz von 260 Mio. Euro und einem Ergebnis je Aktie von 0,65 Euro sowie einer Dividende von 0,30 Euro. Damit bleiben wir vor dem Hintergrund des stark eingetrübten Konjunkturmfeldes aus Vorsichtsgründen unter der Unternehmensguidance von 270 Mio. Euro für den Umsatz und 0,75 für das EPS.

Wir können uns das Erreichen dieser Werte zwar durchaus vorstellen, wollen aber zunächst die Zahlen für das erste Quartal 2009 abwarten, um unsere Schätzungen gegebenenfalls in diese Richtung anzupassen. Auch haben wir dabei im Hinterkopf, dass es nach unserer Einschätzung im Zuge des Verkaufs der Produktlinie ECSCAD Verschiebungen vom Umsatz in Richtung der sonstigen Erträge geben dürfte.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2008er-Durchschnitts-KGV von 9,4 (bisher 11,7) 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 Wert von 5,30 (6,85) Euro für die MuM-Aktie als Zwischenergebnis. Dieser niedrigere Ansatz resultiert aus dem stark zurückgegangenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Ergänzend nehmen wir eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,05%, Ausgangs-Cash-Flow 6,8 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wg. vergangener Umstrukturierung) führt zu einem Ergebnis von 8,36 (8,25) Euro.

Auf dieser Basis errechnen wir einen fairen Wert von 6,83 (7,55) Euro für die MuM-Aktie als Durchschnitt aus beiden Werten, den wir auf unser leicht reduziertes Kursziel in Höhe von 6,80 Euro runden. Folgerichtig bekräftigen wir in diesem Zusammenhang unsere Kaufempfehlung.

#### **Fazit**

Mensch und Maschine legte unter Herausrechnung der Pfund-Schwäche gute Neun-Monats-Zahlen vor. Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Schätzungen für 2008 an die adjustierten Zahlen angepasst, in der Grundaussage jedoch bestätigt.

Positiv überrascht hat uns die optimistische Guidance für das Jahr 2009. Hier geht MuM von einer deutlichen Umsatz- und Ergebnisverbesserung aus, wobei wir vor dem Hintergrund des stark eingetrübten konjunkturellen Klimas bereits einen nur leicht gesteigerten Gewinn für einen Erfolg halten würden. Aus Vorsichtsgründen behalten wir unsere bisherigen niedrigeren Schätzungen vorerst noch bei, um dem allgemeinen Umfeld Rechnung zu tragen.

Selbst auf Basis unserer vorsichtigen Annahme ist die Mensch und Maschine-Aktie mit einem KGV von 5,7 und einer für die Branche weiterhin ungewöhnlich hohen Dividendenrendite von 6,9 Prozent für das laufende Geschäftsjahr weiter für eklatant unterbewertet. Wir erneuern vor diesem Hintergrund unsere Kaufempfehlung mit einem leicht angepassten Kursziel von 6,80 Euro.

## **Aktionärsstruktur**

Herr Adi Drotleff	43,8%
Herr Werner Schwenkert	6,1%
Ratio Asset Management LLP, London	2,9%
Streubesitz	47,2%

## **Termine**

16.03.2009	Geschäftsbericht 2008
27.04.2009	Quartalsbericht Q1/2009
28.05.2009	Hauptversammlung
27.07.2009	Halbjahresbericht 2009
26.10.2009	Quartalsbericht Q3/2009

## **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 „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
29.07.2008	5,10 €	Kaufen	7,50 €
23.06.2008	5,44 €	Kaufen	7,50 €
27.02.2008	5,55 €	Kaufen	8,10 €
31.10.2007	6,41 €	Kaufen	8,60 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

## 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.