

Akt. Kurs (03.02.2010, 14:22, Xetra): 3,49 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,70 (3,70) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,15 €	3,12 €
Aktueller Kurs:	3,49 €	
Aktienzahl ges.:	14.587.875	
Streubesitz:	53,1%	
Marktkapitalis.:	50,9 Mio. €	



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	213	223	164	186
<i>bisher</i>	---	---	172	202
EBIT	9,8	10,3	-0,7	3,0
<i>bisher</i>	---	---	1,9	8,9
Jahresüb.	6,0	5,8	-3,2	1,1
<i>bisher</i>	---	---	0,6	5,7
Erg./Aktie	0,47	0,43	-0,23	0,07
<i>bisher</i>	---	---	0,04	0,38
Dividende	0,15	0,20	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	0,20
KGV	7,4	8,2	neg.	48,2
Div.rendite	4,3%	5,7%	0,0%	0,0%

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

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. Seit Jahresbeginn 2009 hat MuM den Geschäftsumfang mit dem Systemhausgeschäft um eine dritte Sparte erweitert.

Anlagekriterien

Rote Zahlen in 2009 – Kennziffern unter Erwartungen des Unternehmens

Am 1.2. meldete die Mensch und Maschine Software SE vorläufige Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009. Demnach bildete sich der Umsatz um über ein Viertel auf 164 (Vj. 223) Mio. Euro zurück.

Das Betriebsergebnis in der Definition des Unternehmens (EBITA, d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) erreichte mit einem Wert von knapp 1,0 (10,9) Mio. Euro noch das positive Terrain. Das Nettoergebnis kann die Gesellschaft im gegenwärtigen Stadium der Abschlussarbeiten noch nicht beziffern. Im Gegensatz zur bisherigen Unternehmensprognose (-0,5 bis +1,0 Mio. Euro) geht Vorstand Adi Drotleff jedoch jetzt von einem deutlich negativen Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter aus.

Diese Aussagen können wir im Rahmen unserer eigenen Berechnungen (siehe Schätzungstableau auf Seite 5) nachvollziehen. Mensch und Maschine beziffert nach derzeitigem Stand alleine die Belastungen aus planmäßigen Firmenwertabschreibungen und dem Finanzergebnis auf 3,0 bis 3,5 Mio. Euro. Hierin sind jedoch noch nicht eventuelle zusätzliche Abschreibungen aus Impairment-Tests enthalten.

Insgesamt werten wir die Zahlen in Übereinstimmung mit dem Unternehmen als enttäuschend. Lediglich der positive operative Cash Flow von 5 (Vj. 9,3) Mio. Euro überzeugte angesichts der konjunkturellen Ausnahmesituation im Rezessionsjahr 2009. Wir waren etwas optimistischer als die jetzt gemeldeten Zahlen und hatten eine „schwarze Null“ beim Jahresüberschuss erwartet.

Viertes Quartal 2009 zeigte erste Stabilisierungstendenzen

Leider reichten die ersten positiven Impulse des vierten Quartals 2009 nicht mehr, um das abgelaufene Geschäftsjahr insgesamt auf ein zufriedenstellendes Niveau zu hieven. Dennoch lohnt sich ein Blick auf diese Quartalszahlen, da sie unseres Erachtens die Einschätzung des Managements unterstreichen, dass die Talsohle im dritten Quartal durchschritten wurde.

So legte der Umsatz im Abschlussquartal 2009 gegenüber dem Vorquartal um fast ein Viertel auf 43 (Q3: 36,1) Mio. Euro zu. Das Betriebsergebnis in der Unternehmensdefinition (EBITA, d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) blieb knapp im Plus, was gegenüber dem Vorquartal eine Verbesserung um mehr als 1 Mio. Euro bedeutete.

Zudem verlangsamten sich die Rückgänge dieser Kennziffern gegenüber den vergleichbaren Vorjahreszeiträumen, so dass unseres Erachtens zweifelsohne erste Stabilisierungstendenzen im MuM-Geschäft zu konstatieren sind.

Segmente mit unterschiedlicher Entwicklung – Stabilisierung in Q4

In einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld gingen in 2009 die Umsätze mit eigener Software lediglich um 13 Prozent und somit unterproportional auf 22,0 (Vj. 25,2) Mio. Euro zurück. Der EBITA-Beitrag dieses aufgrund der vergleichsweise hohen Margen nach wie vor unverzichtbaren Segmentes betrug circa 1,5 (3,9) Mio. Euro.

Sehr dynamisch und aus Sicht von Vorstand Adi Drotleff positiv entwickelte sich das neu im Unternehmensverbund etablierte Systemhausgeschäft, welches aus dem Stand Umsätze von über 35 Mio. Euro erzielte. Fast ein Drittel davon wurde alleine im Abschlussquartal 2009 erzielt. Unterdurchschnittlich entwickelte sich hingegen das klassische Distributionsgeschäft, dessen Volumen sich mit 107 (196,5) Mio. Euro fast halbierte. Das Betriebsergebnis brach hier auf 0,6 (6,1) Mio. Euro ein, lag aber immer noch im Plus.

Der in Anbetracht der konjunkturellen Begleiterscheinungen positive Verlauf der margenstärkeren Segmente Eigensoftware und Systemhausgeschäft zu Lasten des margenschwächeren Vertriebs von Fremdsoftware hielt den Rückgang des Rohertrags in Grenzen. Dieser sank lediglich um 9 Prozent auf 51,0 (55,9) Mio. Euro. Die Rohertragsmarge stieg sogar im Zuge der skizzierten Entwicklung auf 31 (25) Prozent, was wir als positiv werten und was für die eingeschlagene Strategie von Mensch und Maschine spricht.

Vorstand Adi Drotleff ergänzte unsere Einschätzung mit der Feststellung, dass im Schlussquartal 2009 der Rohertrag auf absoluter Basis erstmals seit fünf Quartalen wieder über dem vergleichbaren Vorjahreswert gelegen habe. Er wertete diese Entwicklung als den berühmten „Silberstreif am Horizont“.

Schätzungen überarbeitet und an Unternehmensprognose angepasst

Die jetzt vorgelegten Zahlen haben unsere Einschätzungen von der Tendenz her bestätigt. Wir hatten allerdings im vierten Quartal mit einer deutlicheren Erholung gerechnet. Da diese nach Unternehmensaussage zwar im laufenden Geschäftsjahr kommen, aber nicht mit der bisher erwarteten Dynamik stattfinden wird, haben wir unsere Schätzungen überarbeitet und teilweise deutlich nach unten korrigiert.

Für 2010 rechnen wir jetzt mit einem Umsatz von 186,0 (bisher 202,0) Mio. Euro. Die Guidance von Mensch und Maschine beträgt hier 180 bis 185 Mio. Euro, was etwas unter unserer Schätzung liegt. Das Betriebsergebnis (EBIT) sehen wir nun bei 3,0 (8,9) Mio. Euro. Die dem MuM-Berichtsformat entsprechende Kennziffer EBITA (d.h. ohne Firmenwertabschreibungen) schätzen wir jetzt auf 5,0 (10,5) Mio. Euro., was einer Marge von 2,7 Prozent entspricht. Mensch und Maschine veröffentlichte hier einen Prognosekorridor von 2 bis 3 Prozent.

Unseren Ansatz für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter haben wir auf 1,1 (5,7) Mio. Euro deutlich nach unten gesetzt. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 0,07 (0,38) Euro belaufen. Eine Aussage zur Dividendenpolitik für 2010 ist natürlich zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch schwer zu treffen, wir gehen jedoch momentan von einem Ausfall der Ausschüttung für das laufende Geschäftsjahr aus.

Für 2011 rechnen wir mit einer deutlichen Geschäftserholung, wenngleich das Rekordniveau des Jahres 2008 (siehe Schätzungstableau auf Seite 5) noch nicht wieder erreicht werden dürfte. Hier stufen wir die Unternehmensaussage als realistisch ein, dass dies wohl erst wieder in 2012 der Fall sein wird.

Bewertung

Für die Bewertung der MuM-Aktie ziehen wir das 2010er-Durchschnitts-KGV von 14,2 (bisher 12,5 auf Basis 2009) unserer Peer Group von Firmen aus der CAD- bzw. PLM- (Product Lifecycle Management) Branche und Vertriebsunternehmen heran. Diese besteht weiterhin aus den Unternehmen CENIT, Bechtle, Itelligence, Nemetschek (alle D), DASSAULT (F) und Autodesk (USA). Das Branchen-KGV einer breiten Auswahl von Firmen aus dem Bereich Spezialsoftware bestätigt mit einem Wert von 14,9 unsere Unternehmensauswahl.

Unter Berücksichtigung unseres geschätzten MuM-Gewinns von 0,07 (bisher 0,38) Euro je Aktie und eines Bewertungsabschlags von 10 Prozent aufgrund der deutlich geringeren Größe von MuM gegenüber einigen Peer Group-Werten ergibt sich ein erstes Zwischenergebnis von 0,92 (0,50) Euro. Dieses vergleichsweise niedrige Niveau resultiert aus unserer nochmaligen Rücknahme der Gewinnschätzungen für das laufende Geschäftsjahr.

Für eine Umstellung auf die Gewinnerwartung für 2011 von 0,32 (0,64) Euro je Aktie ist es unseres Erachtens naturgemäß zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch zu früh. Der sich hier ergebende Wert von 4,02 Euro liefert dem Anleger jedoch eine interessante Indikation und unterstreicht das Kurspotenzial der MuM-Aktie bei einer Normalisierung der Wirtschaftslage, die wir ab Mitte des Jahres in Deutschland erwarten.

Ergänzend nehmen wir weiterhin eine DCF-Bewertung vor. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,88%, normalisierter Ausgangs-Cash Flow ~5,4 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem zweiten Zwischenergebnis von 6,43 (6,94) Euro. Auf Basis des Durchschnitts aus beiden Ergebnissen errechnen wir einen fairen Wert von 3,68 (3,72) Euro für die MuM-Aktie, den wir auf unser unverändertes Kursziel von 3,70 Euro aufrunden. Daher stufen wir die Aktie weiterhin als solide Halteposition ein.

Kursperspektiven ergeben sich unseres Erachtens erst, wenn unsere Schätzungen für 2011 von Unternehmens- und Konjunkturseite nachhaltige Unterstützung erfahren und somit als belastbarer als zum gegenwärtigen Zeitpunkt angesehen werden können. Dann sehen wir auch Kurse über 5 Euro wieder als realistisch an.

Fazit

Obwohl die vorläufigen Zahlen der Mensch und Maschine Software SE sowohl aus Investoren- als auch aus Unternehmenssicht enttäuschend ausfielen, zeigte diese Veröffentlichung auch erste Signale einer Bodenbildung und einer Besserung der Geschäftsaussichten. Insbesondere der Aufbau der neuen Systemhaussparte verläuft nach unserem Eindruck gut, was sich z.B. in der Rohertragsmarge positiv bemerkbar macht. Hier haben wir auch unsere Prognoseansätze für diese relative Kennziffer nach oben gesetzt.

Da jedoch nach wie vor noch konjunkturbedingt Umsatz fehlt, um eine optimale Fixkostendegression der absoluten Werte zu erreichen, haben wir ansonsten unsere Schätzungen für fast alle GuV-Kennziffern nochmals reduziert. Wir gehen momentan in Übereinstimmung mit Vorstand Adi Drotleff davon aus, dass erst in 2012 die Rekordwerte aus 2008 wieder erreicht werden.

Aus Kapitalmarktsicht bedeutet diese Gemengelage unseres Erachtens, dass sich die Mensch und Maschine-Aktie derzeit in einer Warteschleife befindet. Höhere Bewertungen würde demnach nur eine Umstellung unseres Bewer-

tungsmodells auf den von uns geschätzten MuM-Gewinn je Aktie für 2011 rechtfertigen, was wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch noch für zu früh halten. Leider fällt auch die oft an dieser Stelle unserer Analysen erwähnte Dividendenrendite momentan als Anlageargument für die Mensch und Maschine-Aktie aus.

Vor diesem Hintergrund erneuern wir unsere Handlungsempfehlung „Halten“ mit einem unveränderten Kursziel von 3,70 Euro für die MuM-Aktie. Spekulativ eingestellte Investoren können angesichts der für 2011 und 2012 von uns und dem Unternehmen erwarteten Geschäftsbelebung und der daraus erwachsenden neuen Kursperspektiven jedoch bereits jetzt anfangen, erste Mensch und Maschine-Aktien einzusammeln, um für dieses Szenario positioniert zu sein.

Gewinn- und Verlustrechnung

Mensch und Maschine Software SE										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse	212,9	100,0%	223,1	100,0%	164,0	100%	186,0	100%	210,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-26,5%		13,4%		12,9%	
Materialaufwand	159,3	74,8%	167,2	74,9%	113,0	68,9%	127,0	68,3%	142,8	68,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-32,4%		12,4%		12,4%	
Rohhertrag	53,6	25,2%	55,9	25,1%	51,0	31,1%	59,0	31,7%	67,2	32,0%
Personalaufwand	23,6	11,1%	26,8	12,0%	31,2	19,0%	33,9	18,2%	35,7	17,0%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		16,3%		8,6%		5,5%	
Sonstiges Ergebnis	-19,3	-9,1%	-17,3	-7,8%	-18,0	-11,0%	-19,3	-10,4%	-20,4	-9,7%
Veränderung zum Vorjahr			-10,4%		4,3%		7,2%		5,5%	
EBITDA	10,7	5,0%	11,8	5,3%	1,8	1,1%	5,8	3,1%	11,1	5,3%
Veränderung zum Vorjahr			10,3%		-84,7%		219,6%		92,5%	
Gesamte Abschreibungen	0,9	0,4%	1,5	0,7%	2,5	1,5%	2,8	1,5%	3,0	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			66,7%		64,0%		13,4%		9,1%	
<i>nachrichtlich: Firmenwertabschreibungen</i>	0,1	0,0%	0,6	0,3%	1,7	1,0%	2,0	1,1%	2,0	1,0%
<i>nachrichtlich: EBITA gem. Berichtsformat</i>	9,9	4,7%	10,9	4,9%	1,0	0,6%	5,0	2,7%	10,1	4,8%
EBIT	9,8	4,6%	10,3	4,6%	-0,7	-0,4%	3,0	1,6%	8,1	3,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-106,4%		-553,7%		170,7%	
Finanzergebnis	-2,1	-1,0%	-2,0	-0,9%	-1,9	-1,2%	-1,5	-0,8%	-1,6	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		5,0%		21,7%		-5,8%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	7,7	3,6%	8,3	3,7%	-2,6	-1,6%	1,5	0,8%	6,5	3,1%
Steuerquote	20,8%		32,5%		-15,6%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	1,6	0,8%	2,7	1,2%	0,4	0,2%	0,4	0,2%	1,8	0,9%
Jahresüberschuss	6,1	2,9%	5,6	2,5%	-3,0	-1,8%	1,1	0,6%	4,7	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			-8,2%		-152,8%		-136,2%		335,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		-0,2		0,2		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	6,0	2,8%	5,8	2,6%	-3,2	-1,9%	1,1	0,6%	4,7	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-154,4%		-133,9%		335,5%	
Anzahl der Aktien	12,800		13,570		13,900		14,800		14,800	
Gewinn je Aktie	0,47		0,43		-0,23		0,07		0,32	

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	41,2%
Herr Werner Schwenkert	5,7%
Streubesitz	53,1%

Termine

15.03.2010	Geschäftsbericht 2009
26.04.2010	Quartalsbericht Q1/2010
20.05.2010	Hauptversammlung
26.07.2010	Halbjahresbericht 2010

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 „Kaufem“ 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
30.10.2009	3,40 €	Halten	3,70 €
29.07.2009	3,68 €	Halten	3,90 €
04.05.2009	3,58 €	Halten	4,00 €
11.02.2009	3,89 €	Kaufen	5,20 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,8%	51,9%
Halten	36,7%	37,0%
Verkaufen	16,5%	11,1%

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.