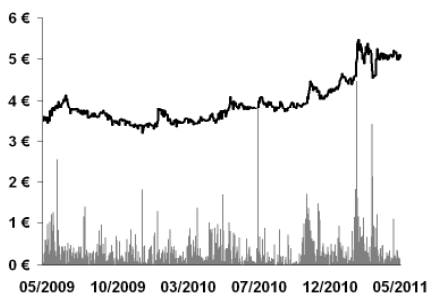


Akt. Kurs (16.05.2011, 10:27, Xetra): 5,09 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **5,30 (4,30) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,65 €	3,56 €
Aktueller Kurs:	5,09 €	
Aktienzahl ges.:	14.637.875	
Streubesitz:	48,8%	
Marktkapitalis.:	74,5 Mio. €	



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	163	196	220	244
<i>bisher</i>	---	194	218	229
EBIT	-2,5	2,8	7,3	9,6
<i>bisher</i>	---	2,6	5,9	8,5
Jahresüb.	-4,8	-0,5	4,3	5,8
<i>bisher</i>	---	1,3	3,6	5,4
Erg./Aktie	-0,34	-0,03	0,29	0,40
<i>bisher</i>	---	0,09	0,25	0,36
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	0,10	0,20
KGV	neg.	neg.	17,4	12,8
Div.rendite	0,0%	2,0%	3,9%	5,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Kurzporträt

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist nach eigenen Angaben einer der führenden europäischen Anbieter von CAD-Software. Das Unternehmen vertreibt sowohl eigene als auch Fremdsoftware. Seit Jahresbeginn 2009 hat die Gesellschaft ihre Tätigkeitsfelder mit dem Systemhaus-Geschäft um eine dritte Sparte erweitert.

Anlagekriterien

Ergebnis 2010 zeigt nachhaltigen Aufwärtstrend

Der von uns erwartete positive Trend hat sich mit den vorgelegten Zahlen für 2010 bestätigt; das prozentuale Wachstum wuchs mit jedem Quartal weiter an. Im Gesamtjahr 2010 stiegen die Umsätze um 19,7 Prozent auf 195,6 (Vj. 163,3) Mio. Euro. Das vierte Quartal legte dabei mit einem Wachstum von 27 Prozent auf 53,5 (42,1) Mio. Euro um stärksten zu. Das operative Ergebnis (EBITDA) vervierfachte sich auf 6,1 (1,4) Mio. Euro. Das vierte Quartal zeigte auch hier seine Stärke mit einem Anstieg auf gut 2,5 (-0,2) Mio. Euro.

Unter Berücksichtigung der planmäßigen Abschreibungen auf die Verteilung der Akquisitionskosten aus den Käufen der Systemhäuser sanken die Abschreibungen auf 3,3 (3,9) Mio. Euro. Das EBIT drehte mit 2,8 (-2,5) Mio. Euro wieder zurück ins Plus. Auch das Finanzergebnis verbesserte sich spürbar auf minus 0,7 (-1,6) Mio. Euro.

Allerdings hat sich die Steuerlast für 2010 unerwartet deutlich erhöht. Grund hierfür ist, dass der Konzerngewinn im vergangenen Jahr vor allem aus Tochterfirmen stammte, die nicht über steuerliche Verlustvorträge verfügen. Unter Berücksichtigung der Ertragssteuern in Höhe von 2,3 (0,7) Mio. Euro und Anteilen Dritter in Höhe von 0,2 (0,0) Mio. Euro ergab sich mit einem Nachsteuerverlust von 0,5 (4,8) Mio. Euro somit eine „rote Null“.

Trotz des leicht negativen Nettoergebnisses generierte MuM jedoch einen positiven operativen Cash Flow von 3,9 (5,7) Mio. Euro. Daher wird der Hauptversammlung am 24.5. eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung in Höhe von 10 Cent je Aktie vorgeschlagen werden.

Segmentbericht: starkes Wachstum in allen Segmenten

Im Segment Distribution konnte MuM den Umsatz mit einem starken vierten Quartal auf 112,3 (106,2) Mio. Euro steigern. Der Anteil des Segments am Betriebsergebnis (EBITDA) hat sich auf 3,8 (0,9) Mio. Euro überproportional erhöht. Das Segment Software mit den beiden wesentlichen Produktreihen Data Flor und Open Mind wuchs mit ähnlicher Dynamik wie der Konzern um 19,5 Prozent auf 26,1 (21,8) Mio. Euro. Das EBITDA Ergebnis verbesserte sich um gut 80 Prozent auf 2,8 (1,5) Mio. Euro.

Die Etablierung des Systemhaus-Geschäftes als drittem Standbein neben der Eigensoftware und der Distribution von CAD-Software des US-amerikanischen Marktführers Autodesk ist MuM hervorragend gelungen. Die Systemhaus-Sparte wuchs um 62 Prozent auf 57,3 (35,3) Mio. Euro. Zum positiven Gesamtergebnis trug die neue Sparte allerdings in 2010 noch nichts bei. Während die ersten drei Quartale noch negativ waren, konnte im vierten Quartal aber immerhin der operative Break-Even erzielt werden.

Somit ist die Distribution weiterhin der mit Abstand größte Umsatzlieferant. Der Systemhaus-Bereich nimmt den zweiten Platz ein, während die Software-Sparte das kleinste Segment ist. Betrachtet man jedoch den Ergebnisbeitrag, so sieht das Verhältnis ganz anders aus, wie die nachfolgende Tabelle zeigt:

	Umsatz-anteil	Anteil Rohertrag	EBITDA-Anteil	Umsatzrendite
Distribution	57,4%	30,0%	62,3%	3,4%
Systemhaus	29,3%	35,3%	-8,9%	-0,9%
Software	13,3%	34,7%	46,6%	10,8%

Obwohl die Sparte Software mit Abstand der kleinste Bereich ist, erzielt sie die höchste Umsatzrendite. Nachdem die neue Sparte Systemhaus noch keine Ergebnisbeiträge liefert, bleibt der margenstarke Bereich MuM-Eigensoftware für das Ertragsniveau des Gesamtkonzerns unverzichtbar.

Interessant ist auch ein Blick auf den Rohertrag des Konzerns in Höhe von 66,2 Mio. Euro. Dieser verteilt sich in etwa gleichmäßig auf die Segmente. Für einen reinen Händler ist die Rohertragsmarge eine ganz zentrale Kennziffer, gibt sie doch die Spanne zwischen Ein- und Verkauf wieder. Für die Bereiche Systemhaus und Software ist diese jedoch nicht von vorrangiger Bedeutung, da in diesen Sparten ein wesentlich höherer Personalaufwand notwendig ist.

Somit halten wir die Kennziffern EBITDA für wesentlich aussagekräftiger zur Beurteilung der Ertragskraft des MuM-Konzerns. Wir konzentrieren uns daher auch bei unseren Schätzungen auf die Prognose dieses Wertes.

Guter Start ins Geschäftsjahr 2011

Mit den vor wenigen Tagen vorgelegten Zahlen für das erste Quartal 2011 hat MuM den positiven Trend noch einmal unterstrichen. So legte der Umsatz um 14 Prozent auf 59,1 (51,8) Mio. Euro zu, das EBITDA erhöhte sich um 27 Prozent auf 2,85 (2,25) Mio. Euro.

Maßgeblich zu den guten Zahlen beigetragen hat dabei das Systemhausgeschäft mit einem Umsatzsprung um fast 30 Prozent auf 17,5 (13,6) Mio. Euro und einem von minus 0,2 auf plus 0,8 Mio. Euro verbesserten EBITDA. Die Eigensoftware und das Wartungsgeschäft entwickelten sich gewohnt solide. Auf den ersten Blick unterdurchschnittlich entwickelte sich dagegen das Segment Distribution. Hier stieg der Umsatz „nur“ um 7,6 Prozent auf 34,7 (32,2) Mio. Euro, das EBITDA lag mit 1,2 (1,6) Mio. Euro unter dem Vorjahreswert.

Dies ist allerdings auf einen positiven Ausreißer im letzten Jahr zurückzuführen. Im ersten Quartal 2010 hatte Autodesk den Kunden letztmals eine günstige Einstiegsmöglichkeit in Software-Wartungsverträge angeboten. Dies zog natürlich überproportional Geschäft an, was bei MuM in Q1/2010 zu einer ungewöhnlich hohen EBITDA-Marge von 4,9 Prozent führte (Gesamtjahr und Q1/2011: 3,4%). Dieser positive Einmaleffekt ließ sich in diesem Jahr natürlich nicht wiederholen.

Per Saldo stieg das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im ersten Quartal um 40 Prozent auf 2,04 (1,46) Mio. Euro. Aufgrund negativer Währungseffekte fiel das Finanzergebnis allerdings um 0,5 Mio. Euro schlechter als im Vorjahr aus, so dass der Nettogewinn nach Anteilen Dritter mit 0,76 (0,75) Mio. Euro bzw. 0,05 Euro pro Aktie auf dem Vorjahresniveau lag.

Wir gehen davon aus, dass sich die Währungseffekte im Jahresverlauf weitgehend ausgleichen werden. Das starke Wachstum sollte damit auf Gesamtbasis auch im Nettoergebnis „ankommen“.

GSC-Schätzungen für 2011 leicht angehoben

Bereits nach der Vorlage der Jahreszahlen hat MuM seine Prognose für das Jahr 2011 und 2012 nach oben angepasst. Das Unternehmen erwartet jetzt für das laufende Geschäftsjahr etwa 220 Mio. Euro Umsatz und für das kommende Jahr bis zu 250 Mio. Euro.

Das EBITDA sieht MuM für 2011 in einem Zielkorridor von 9 bis 11 Mio. Euro und für 2012 in einem Bereich von bis zu 15 Mio. Euro. Dies würde ein Ergebnis je Aktie von 0,20 bis 0,30 Euro für 2011 und ca. 0,50 Euro für 2012 bedeuten. Bei Zielerreichung ist für 2011 eine Dividendenerhöhung auf 0,20 Euro und für 2012 auf 0,30 Euro geplant

Wir haben unsere Schätzungen für den Umsatz und den Jahresüberschuss auf Basis des aktuellen Jahresabschlusses ebenfalls angepasst. Wir rechnen nun für 2011 mit einem Umsatz von 220 (bisher 218) Mio. Euro, was einen Zuwachs von 12,5 Prozent gegenüber 2010 bedeuten würde. Das Betriebsergebnis (EBITDA) sehen wir jetzt am oberen Rand der Guidance bei 10,8 (9,6) Mio. Euro. Dies entspricht einem Anstieg von 78 Prozent gegenüber 2010.

Daraus leitet sich ein Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter in Höhe von 4,3 (3,7) Mio. Euro ab, was einen Gewinn von 0,29 (0,25) Euro je Aktie bedeutet.

Umsatzerwartung und Ergebnis für 2012 weiter erhöht

Im kommenden Jahr rechnen wir weiterhin mit einer deutlichen Geschäftserholung. Hier stufen wir die Unternehmensaussage als realistisch ein, dass MuM das bisherige Rekordniveau des Jahres 2008 im Geschäftsjahr 2012 übertreffen wird.

Wir erhöhen hier somit unsere Umsatzerwartung von 229 auf 244 Mio. Euro. Unsere Erwartung für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter heben wir auf 5,8 (5,4) Mio. Euro an, was beim Ergebnis je Aktie zu einem Anstieg von 0,36 auf 0,40 Euro je Aktie führt. Gegenüber 2011 sollte sich die Gesamtrohertragsmarge leicht auf 33,6 (33,4) Prozent erhöhen.

Die Chancen sehen wir in einem positiven Ergebnisbeitrag im Segment Systemhaus, Belastungen liegen in der Sparte Distribution. Es wird nach unserer Einschätzung schwierig werden, die Rohertragsmarge in der Distribution in den nächsten Jahren auf dem Niveau von 17 Prozent zu halten. Weiterhin halten wir es als möglich, dass Autodesk in den von MuM bedienten Märkten attraktive Kunden als Hersteller selbst zu gewinnen und zu beliefern versucht.

Gerade vor diesem Hintergrund werten wir es als richtige strategische Entscheidung, die Sparte Systemhaus zu gründen bzw. aufzubauen. Auch wenn die zusätzlichen Personalaufwendungen und die hohen Abschreibungen aus dem Kauf wichtiger Fachhandelspartner erst einmal belasten, so ist das zusätzliche Umsatzpotenzial für MuM hier beträchtlich.

Aus Vorsichtsgründen haben wir dabei keine Personalkostendegression unterstellt. MuM-Chef Adi Drotleff geht jedoch davon aus, nach dem Aufbau des Systemhausgeschäfts 2009/10 noch mehrere Jahre lang sowohl Umsatz als

auch Rohertrag ohne weiteren Personalaufbau nur durch bessere Auslastung der bereits vorhandenen Ressourcen steigern zu können, bis die Zielrendite von >10% beim EBITDA erreicht ist. Sollte sich im Laufe der nächsten Quartale zeigen, dass das Momentum hier anhält, werden wir unsere Prognosen entsprechend erhöhen.

Bewertung und Fazit

Mit einem 2011er-KGV von 17 erscheint die MuM-Aktie auf den ersten Blick nicht billig. Die Story der Aktie liegt allerdings weiterhin in der Etablierung und Steigerung der Ertragsstärke der neuen Sparte Systemhaus. Dies rechtfertigt auch einen Blick auf die Folgejahre. So dürfte das KGV schon für 2012 auf weniger als 13 sinken und im Folgejahr sogar einstellig werden.

Hinzu kommt die bei Erreichen der Prognosen angekündigte Dividendenerhöhung auf 0,20 Euro für 2011, was einer Rendite von immerhin 4 Prozent entspricht. Ferner hat MuM erklärt, dass man Kurse unter 5 Euro für das eigene Aktienrückkaufprogramm nutzen wird. Insgesamt ist die Aktie damit gut nach unten abgesichert.

Deutliche Kursperspektiven ergeben sich unserer Meinung nach, sobald MuM bewiesen hat, dass die Sparte Systemhausgeschäft den erwarteten Beitrag zum Gesamtergebnis beisteuern und die Rohertragsmarge in der Distribution stabil gehalten werden kann. Die Quartalszahlen deuten insbesondere für das Systemhausgeschäft zwar erkennbar in diese Richtung, noch sehen wir hier jedoch Unwägbarkeiten.

Aus heutiger Sicht sehen wir die MuM-Aktie daher bei einem KGV von 10 auf Basis unserer Schätzungen für 2013 fair bewertet. Daher erhöhen wir unser Kursziel auf 5,30 (bisher 4,30) Euro. Das Papier bleibt daher auch nach dem Anstieg gegenüber unserer letzten Analyse weiterhin eine gute Halteposition.

Gewinn- und Verlustrechnung

Mensch und Maschine Software SE										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Umsatzerlöse	163,3	100%	195,6	100%	220,0	100%	244,0	100%	250,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			19,8%		12,5%		10,9%		2,5%	
Materialaufwand	112,3	68,8%	129,4	66,2%	146,5	66,6%	162,0	66,4%	165,5	66,2%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		13,3%		10,6%		2,2%	
Rohhertrag	51,0	31,2%	66,2	33,8%	73,5	33,4%	82,0	33,6%	84,5	33,8%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		11,0%		11,6%		3,1%	
Personalaufwand	32,9	20,1%	40,8	20,8%	42,7	19,4%	47,3	19,4%	48,5	19,4%
Veränderung zum Vorjahr			24,1%		4,7%		10,9%		2,5%	
Sonstiges Ergebnis	-16,7	-10,2%	-19,4	-9,9%	-20,0	-9,1%	-21,5	-8,8%	-22,0	-8,8%
Veränderung zum Vorjahr			-16,0%		-3,4%		-7,3%		-2,5%	
EBITDA	1,4	0,9%	6,1	3,1%	10,8	4,9%	13,2	5,4%	14,0	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			320,5%		77,9%		22,2%		6,3%	
Gesamte Abschreibungen	3,9	2,4%	3,3	1,7%	3,5	1,6%	3,5	1,5%	1,4	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-15,2%		6,4%		0,5%		-60,4%	
EBIT	-2,5	-1,5%	2,8	1,4%	7,3	3,3%	9,6	3,9%	12,6	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-211,9%		163,9%		32,8%		30,7%	
Finanzergebnis	-1,6	-1,0%	-0,7	-0,4%	-0,8	-0,4%	-0,9	-0,4%	-1,0	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			53,4%		-7,4%		-12,5%		-11,1%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	-4,1	-2,5%	2,0	1,0%	6,5	2,9%	8,7	3,6%	11,6	4,6%
Steuerquote	-17,2%		115,8%		29,0%		29,0%		29,0%	
Ertragssteuern	0,7	0,4%	2,3	1,2%	1,9	0,9%	2,5	1,0%	3,4	1,3%
Jahresüberschuss	-4,8	-2,9%	-0,3	-0,2%	4,6	2,1%	6,2	2,5%	8,2	3,3%
Veränderung zum Vorjahr			-93,4%		-1551,5%		35,3%		32,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,2		0,3		0,4		0,5	
Bereinigter Jahresüberschuss	-4,8	-2,9%	-0,5	-0,3%	4,3	1,9%	5,8	2,4%	7,7	3,1%
Veränderung zum Vorjahr			-89,5%		-957,3%		35,4%		33,3%	
Anzahl der Aktien	13,900		14,590		14,650		14,650		14,650	
Gewinn je Aktie	-0,34		-0,03		0,29		0,40		0,53	

Aktionärsstruktur

Herr Adi Drotleff	41,0%
Übriges Managementt	9,7%
Eigene Aktien	0,5%
Streubesitz	48,8%

Termine

24.05.2011	Hauptversammlung
25.07.2011	Halbjahresbericht 2011
24.10.2011	Quartalsbericht Q3/2011
26.03.2012	Geschäftsbericht 2011
26.03.2012	Analystenkonferenz
23.04.2012	Quartalsbericht Q1/2012

Kontaktadresse

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

Email: info@mum.de

Internet: www.mum.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr 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
03.11.2010	4,10 €	Halten	4,20 €
02.08.2010	4,10 €	Halten	4,20 €
10.05.2010	3,46 €	Halten	3,90 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,7%	54,0%
Halten	40,0%	46,0%
Verkaufen	15,3%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Mensch und Maschine Software SE	1

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 Holding 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 Holding 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.