

Mensch und Maschine SE

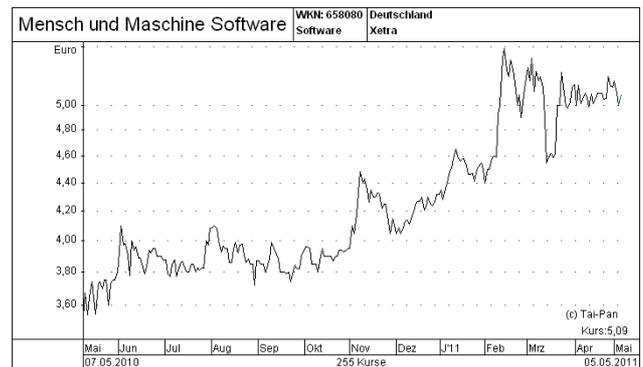
Zusammenfassung

- **Umsatz gesteigert:** In den ersten drei Monaten 2011 erzielte Mensch und Maschine 59,1 Mio. Euro Umsatz und damit 13,9 Prozent mehr als vor Jahresfrist. Als Wachstumstreiber erwies sich erneut das neue Geschäftssegment Systemhaus, dessen Erlöse – teilweise immer noch akquisitionsbedingt – um fast 30 Prozent auf 17,5 Mio. Euro zulegten.
- **Systemhaus im Plus:** Den Verbesserungen in der neuen Sparte war hauptsächlich zu verdanken, dass die operativen Gewinnkennzahlen sogar überdurchschnittlich gesteigert werden konnten. So ermöglichte die EBIT-Steigerung in diesem Bereich um 0,9 Mio. Euro eine Verbesserung des Konzern-EBIT um 0,5 Mio. auf 2,0 Mio. Euro, das EBITDA liegt mit einer Marge von 4,8 Prozent bereits am oberen Ende des für dieses Jahr ausgegebenen Zielkorridors.
- **Distribution mit Gewinnrückgang:** Demgegenüber musste das umsatzstärkste Segment Distribution trotz eines positiven Erlöswachstums einen Ergebnismrückgang hinnehmen, der allerdings hauptsächlich einem positiven Sondereffekt im Vorjahr geschuldet war.
- **Aktie mit hohem Potenzial:** Wir halten die Aktie für unterbewertet, was auch die hohe Dividendenrendite dokumentiert. Diese würde sich bei Zielerreichung nächstes Jahr auf 5,8 Prozent belaufen.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	163,3	195,6	220,0	242,0	CAGR Umsatz 09-12 (e)	14,0%
Umsatzwachstum	-26,8%	19,8%	12,5%	10,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-2,5	2,8	6,0	8,9	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-1,5%	1,4%	2,7%	3,7%		
EpS	-0,33	-0,03	0,26	0,40	Enterprise Value (Mio. Euro)	97,8
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,20	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	24,8
KUV	0,46	0,38	0,34	0,31	EV / Umsatz 11 (e)	0,4
KGV	-	-	20,1	13,0	EV / EBT 11 (e)	16,2
Dividendenrendite	0,0%	1,9%	3,9%	5,8%	Kurs / Buchwert	3,0

Kaufen (unverändert)

Kursziel **9,58 Euro**
Aktueller Kurs 5,14 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,26	5,65	5,65
Tief (Euro)	4,98	4,26	3,40
Performance	-0,4%	+8,9%	+41,4%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	20.991	38.986	29.744

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	m:access, München
Marktkapitalisierung	75,0 Mio. Euro
Free Float	48,5 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzwachstum fortgesetzt

Mit den Zahlen zum ersten Quartal hat Mensch und Maschine den Wachstumstrend der letzten Quartale bestätigt und zum fünften Mal hintereinander die Erlöse im Vorjahresvergleich gesteigert. Konzernweit wurden 59,1 Mio. Euro Erlöst, fast 14 Prozent mehr als vor einem Jahr. Besonders dynamisch zeigte sich erneut das jüngste Segment Systemhaus, dessen Umsatz sich um fast 30 Prozent auf 17,5 Mio. Euro erhöhte. Mit einem leicht überdurchschnittlich gesteigerten Rohertrag von 6,8 Mio. Euro (+30,1 Prozent) trägt die Sparte nun klar den größten Anteil zur Konzernwertschöpfung (36,5 Prozent) bei. Aber auch die anderen beiden Segmente konnten sowohl beim Umsatz als auch beim Rohertrag zulegen: die Distribution um 7,6 Prozent auf 34,7 Mio. Euro resp. um 0,7 Prozent auf 5,6 Mio. Euro und die M+M Software um 12,9 Prozent auf 6,8 Mio. Euro bzw. um 14,3 Prozent auf 6,2 Mio. Euro. In Summe erhöhte sich der Konzernrohertrag um 14,7 Prozent auf 18,6 Mio. Euro, womit sich die Rohertragsmarge um 0,3 Prozentpunkte auf 31,6 Prozent verbesserte.

Geschäftszahlen	Q1 2010	Q1 2011	Änderung
Umsatz	51,8	59,1	13,9%
- Distribution	32,2	34,7	7,6%
- Systemhaus	13,6	17,5	29,5%
- M+M Software	6,0	6,8	12,9%
Rohertrag	16,2	18,6	14,7%
- Distribution	5,6	5,6	0,7%
- Systemhaus	5,2	6,8	30,1%
- M+M Software	5,5	6,2	14,3%
EBITDA	2,2	2,8	26,7%
- Distribution	1,6	1,2	-26,3%
- Systemhaus	-0,2	0,8	-
- M+M Software	0,8	0,9	7,9%
EBIT	1,5	2,0	39,8%
EBT	1,2	1,3	7,0%
Periodenergebnis	0,7	0,8	2,4%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Starke Verbesserung beim operativen Ergebnis

Dank der Umsatzausweitung und der Verbesserung der Rohertragsmarge verzeichnete MuM beim EBITDA wie auch beim EBIT deutlich überproportionale Steigerungen. Das operative Ergebnis erhöhte sich um 26,7 Prozent auf 2,8 Mio. Euro. Die daraus resultierende EBITDA-Marge liegt mit 4,8 Prozent bereits am oberen Ende des für dieses Jahr ausgegebenen Korridors von 4 bis 5 Prozent und damit deutlich über unserem konservativen Ansatz von 4,2 Prozent. Dasselbe gilt für das Ergebnis vor Steuern und Zinsen, das dank der weitgehend konstanten Abschreibungen und Amortisationen kräftig von der Umsatzsteigerung profi-

tierte und um annähernd 40 Prozent (auf 2,0 Mio. Euro) zulegte. Einen Wertminderungstropfen stellt hingegen das Finanzergebnis dar, das infolge der schwachen Euroentwicklung von negativen Währungseffekten belastet wurde, weswegen sich das Vorsteuerergebnis lediglich um 7 Prozent auf 1,3 Mio. Euro verbesserte. Da von dem Anstieg ein überdurchschnittlicher Anteil zudem den Minderheitsaktionären zuzurechnen ist, blieb von der hervorragenden operativen Performance unter dem Strich kaum was übrig, das Konzernergebnis erhöhte sich nur minimal um 2,4 Prozent auf 0,8 Mio. Euro.

	Q1 2010	Q1 2011
Rohertragsmarge	31,3%	31,6%
- Distribution	17,2%	16,1%
- Systemhaus	38,6%	38,8%
- M+M Software	90,5%	91,6%
EBITDA-Marge	4,3%	4,8%
- Distribution	4,9%	3,4%
- Systemhaus	-1,2%	4,5%
- M+M Software	13,7%	13,1%
EBIT-Marge	2,8%	3,5%
- Distribution	4,3%	2,8%
- Systemhaus	-4,7%	1,7%
- M+M Software	11,8%	11,2%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Systemhaus mit deutlichen Fortschritten

Da jedoch der Währungseffekt schon im zweiten Quartal eine umgekehrte Wirkung entfalten dürfte, überwiegt bei uns der positive Eindruck der operativen Performance. Auch wenn das erste Quartal traditionell überdurchschnittlich stark ausfällt und deswegen die erzielten Verbesserungen noch in den kommenden Monaten bestätigt werden müssen, zeigt insbesondere das neue Segment Systemhaus einen erfreulichen Trend, der die Richtigkeit der im Jahr 2009 vollzogenen Geschäftsmodellerweiterung zu bestätigen scheint. So konnte hier nach dem EBITDA-Breakeven nun auch beim EBIT ein Überschuss erwirtschaftet werden, die EBITDA-Marge liegt nun mit 4,5 Prozent bereits in etwa bei der Hälfte des mittelfristig angepeilten Wertes. Da zudem das Ergebnis im Distributionssegment im ersten Quartal trotz der Umsatzausweitung schwächer ausfiel, war die konzernweite Verbesserung des EBITDA und des EBIT fast ausschließlich dem Systemhaus geschuldet.

Ausblick

Konjunkturaufschwung beflügelt

Nachdem bereits im ersten Quartal die gute Konjunktur in Deutschland für eine mit 23 Prozent deutlich überdurchschnittliche Steigerung der Inlandsumsätze gesorgt hatte, ist eine ähnliche Entwicklung auch für die kommenden Monate zu erwarten. So hat der deutsche Branchenverband Bitkom in seiner jüngsten Konjunkturumfrage ein Rekordhoch im Geschäftsklima der hiesigen Hightech-Industrie ermittelt. Von den befragten Softwareunternehmen erwarten 90 Prozent steigende Umsätze in 2011, die Bitkom selbst geht von einem Wachstum des deutschen Softwaremarktes um 4,5 Prozent aus, für 2012 werden sogar 4,9 Prozent prognostiziert. Vor diesem Hintergrund und angesichts der guten Jahresstarts halten wir die MuM-eigene Zielsetzung, das laufende Jahr mit einem Umsatz von 220 Mio. Euro, einem EBITDA von bis zu 11 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 2,9 bis 4,4 Mio. Euro zu beenden, für gut fundiert.

Schätzung unverändert

Insofern hat sich an unserer Einschätzung nichts geändert. Die Zahlen des ersten Quartals lagen zwar mehrheitlich leicht über unseren Erwartungen, doch halten wir es aufgrund der ausgeprägten Saisonalität des Geschäfts noch für verfrüht, unsere Prognosen entsprechend anzuheben. Auch wollen wir noch abwarten, wie sich die Margen, insb. im Distributionssegment, weiter entwickeln werden. In Summe bleibt der von uns unterstellte modellhafte Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre gegenüber unserer letzten Studie unverändert:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse (Mio. Euro)	220,0	242,0	266,2	292,8	322,1	351,1	379,2	405,7
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Nettorendite	1,7%	2,4%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. Euro)	3,74	5,77	8,51	9,65	10,90	12,14	13,27	14,20
Gewinnwachstum		54,5%	47,4%	13,4%	12,9%	11,3%	9,4%	7,0%

Fairer Wert: 9,58 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 3,0 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,3) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 139,9 Mio. Euro oder 9,58 Euro je Aktie. Die – geringe – Änderung gegenüber unserer letzten Veröffentlichung ist vor allem dem zwischenzeitlichen leichten Zinsrückgang geschuldet. Gegenüber dem aktuellen Kurs weist die MuM-Aktie demnach immer noch ein hohes Aufwärtspotenzial von 86 Prozent auf. Doch selbst bei Annahme deutlich restriktiverer Werte für den Diskontierungsfaktor und das ewige Wachstum bliebe die Aktie nach unseren Schätzungen erheblich unterbewertet, der faire Wert liegt selbst in dem vorsichtigsten Szenario mit 7,82 Euro rund 50 Prozent über dem aktuellen Kurs.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9%	10,11 EUR	10,59 EUR	11,14 EUR	11,77 EUR	12,51 EUR
	9,4%	9,43 EUR	9,84 EUR	10,30 EUR	10,84 EUR	11,45 EUR
	9,9%	8,83 EUR	9,18 EUR	9,58 EUR	10,03 EUR	10,55 EUR
	10,4%	8,30 EUR	8,60 EUR	8,94 EUR	9,33 EUR	9,77 EUR
	10,9%	7,82 EUR	8,09 EUR	8,38 EUR	8,71 EUR	9,09 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Für das erste Quartal hat Mensch und Maschine überzeugende Zahlen vorgelegt und damit unsere positive Einschätzung gerechtfertigt. Bei einer Umsatzsteigerung um 13,9 Prozent konnten sowohl das EBITDA als auch das EBIT deutlich überproportional erhöht werden, lediglich das Finanzergebnis blieb aufgrund von negativen Währungseffekten enttäuschend. Vor dem Hintergrund der weiterhin dynamischen Konjunktur rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstumstrends, die sich auch in den kommenden Quartalen in einer überproportionalen Verbesserung der Ergebniskennzahlen niederschlagen dürfte. Auf der Grundlage dieser Erwartung und der Annahme, dass es sich bei der zuletzt zu beobachtenden Margenverschlechterung im Distributionssegment um ein vorübergehendes Phänomen handelt, sehen wir den fairen Wert der Aktie weiterhin deutlich oberhalb des aktuellen Kurses und empfehlen Mensch und Maschine deswegen unverändert zum Kauf.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen.

Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.

Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
30.03.2011	4,98 Euro	Kaufen
02.11.2010	3,95 Euro	Kaufen
19.05.2010	3,55 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrage-

schwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de