

Mensch und Maschine SE

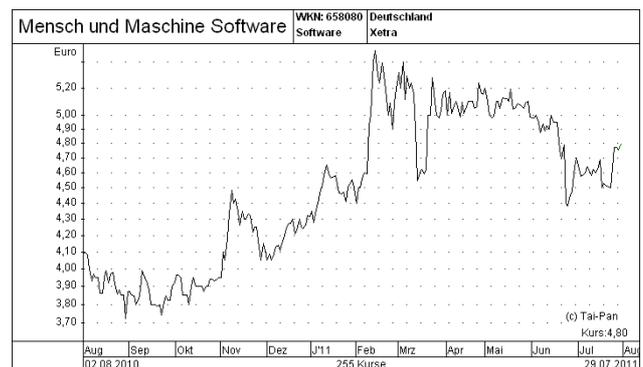
Zusammenfassung

- **Umsatzwachstum fortgesetzt:** Im zweiten Quartal konnte MuM den Umsatz um 7,6 Prozent auf 49,1 Mio. Euro steigern. Dafür verantwortlich waren die beiden Sparten Systemhaus und MuM-Software, während das (noch) umsatzstärkste Segment Distribution einen geringen Erlösrückgang verzeichnete.
- **Deutliche Gewinnverbesserung:** Insbesondere dank der sehr starken Performance der Sparte MuM-Software konnte das Konzern-EBITDA im zweiten Quartal um über 200 Prozent auf 2 Mio. Euro verbessert werden. Das Quartals-EBIT und der Periodenüberschuss, im Vorjahr noch im Minus, drehten nun deutlich ins Plus. Dementsprechend liegt auch das Halbjahresergebnis mit 1,4 Mio. Euro um 125 Prozent höher als vor zwölf Monaten.
- **Weitere Akquisition:** Um das Systemhausgeschäft zu stärken, hat MuM ein Unternehmen mit elf Standorten und 8 Mio. Euro Jahresumsatz erworben.
- **Systemhaus mit EBIT-Fehlbetrag:** Nachdem das jüngste Geschäftssegment im ersten Quartal erstmalig einen Überschuss vor Steuern und Zinsen ausweisen konnte, brachte die saisonübliche Abkühlung des Geschäfts im zweiten Vierteljahr das EBIT wieder in die roten Zahlen. Der nachhaltige Breakeven steht hier damit noch aus.

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	-0,32	-0,03	0,25	0,39	Enterprise Value (Mio. Euro)	89,2
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,20	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	23,7
KUV	0,43	0,36	0,32	0,29	EV / Umsatz 11 (e)	0,4
KGV	-	-	19,0	12,3	EV / EBT 11 (e)	14,8
Dividendenrendite	0,0%	2,1%	4,2%	6,3%	Kurs / Buchwert	3,0

Kaufen (unverändert)

Kursziel 10,31 Euro
Aktueller Kurs 4,77 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	4,929	5,20	5,65
Tief (Euro)	4,32	4,31	3,71
Performance	+2,4%	-8,3%	+16,5%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	29.307	28.588	29.521

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,9 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	m:access, München
Marktkapitalisierung	70,9 Mio. Euro
Free Float	48,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Systemhaus als Wachstumsträger

Im zweiten Quartal hat Mensch und Maschine den inzwischen seit anderthalb Jahren anhaltenden Wachstumstrend fortgesetzt und die Erlöse im Vorjahresvergleich erneut gesteigert. Mit 7,6 Prozent fiel der Zuwachs diesmal allerdings schwächer aus als in den Vorquartalen, wobei aber der Wert der ersten drei Monate (+13,9 Prozent) durch Konsolidierungseffekte aus den letztjährigen Akquisitionen etwas überzeichnet gewesen ist. Diese betreffen das neue Segment Systemhaus, das deswegen zwischen Januar und März noch um knapp 30 Prozent und nun „nur“ um 15,9 Prozent zulegte. Das Distributionssegment musste im Vorjahresvergleich sogar einen minimalen Umsatzrückgang hinnehmen, während das Geschäft mit der eigenen Software zwischen April und Juni den größten prozentualen Zuwachs verzeichnete. Bezogen auf den Sechsmonatszeitraum zwischen Januar und Juni ergibt sich hieraus ein Konzernwachstum um 11 Prozent auf 108,1 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	Q2 2010	Q2 2011		HJ 2010	HJ 2011	
Umsatz	45,6	49,1	7,6%	97,4	108,1	11,0%
- Distribution	25,8	25,7	-0,4%	58,0	60,4	4,0%
- Systemhaus	13,7	15,8	15,9%	27,2	33,4	22,7%
- M+M Software	6,2	7,6	23,1%	12,2	14,4	18,1%
Rohertrag	15,7	18,1	15,3%	31,9	36,7	15,0%
- Distribution	4,5	4,7	3,8%	10,0	10,3	2,1%
- Systemhaus	5,7	6,6	14,8%	11,0	13,4	22,1%
- M+M Software	5,5	6,9	25,2%	10,9	13,1	19,8%
EBITDA	0,7	2,0	208,7%	2,9	4,9	67,8%
- Distribution	0,3	0,5	92,9%	1,8	1,7	-9,7%
- Systemhaus	-0,2	0,2	-	-0,4	1,0	-
- M+M Software	0,6	1,4	122,6%	1,4	2,3	56,8%
EBIT	-0,2	1,2	-	1,3	3,2	156,9%
EBT	-0,2	1,0	-	1,0	2,2	124,7%
Periodenergebnis	-0,1	0,6	-	0,6	1,4	125,3%

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

Eigene Software als Gewinnstreiber

Der hohe Umsatzanstieg im Segment MuM-Software korrespondierte mit entsprechenden Ergebniseffekten. Sowohl auf der Rohertrags- als auch auf der EBITDA und der EBIT-Ebene konnte die umsatzkleinste Sparte absolut den größten Gewinnanstieg ausweisen. Das Spartenergebnis vor Steuern und Zinsen erhöhte sich infolgedessen um knapp 150 Prozent auf 1,2 Mio. Euro. Hiervon profitierte auch der Gesamtkonzern, dessen Quartalsüberschuss von -0,1 auf 0,6 Mio. Euro ins Plus drehte. Für den gesamten Sechsmonatszeitraum resultiert hieraus eine Gewinnverbesserung um 125 Prozent auf 1,4 Mio. Euro.

Saisonale Zykliz im Systemhaus-Ergebnis

Den größten Beitrag dazu leistete das neue Segment Systemhaus, dessen EBITDA binnen Jahresfrist von -0,4 auf 1 Mio. Euro verbessert werden konnte. Ähnlich stark fiel dort auch die Zunahme des EBIT aus, das jedoch aufgrund eines geringen Fehlbetrags im zweiten Quartal auch zum Halbjahr noch leicht negativ blieb. Nach dem deutlich positiven EBIT zum Jahresbeginn wirkte sich hier die geringere Umsatzbasis in dem traditionell schwächeren zweiten Vierteljahr aus, die bei gegebenem Personalbestand überproportional auf das Ergebnis durchschlägt. Umgekehrt ist im weiteren Jahresverlauf bei wieder anziehenden Erlösen mit überproportional steigenden Ergebnisbeiträgen des Segments zu rechnen.

Erneute Akquisition

Für zusätzlich steigende Erlöse des Segments wird ab August zudem die Neuerwerbung acadGraph sorgen, die als Spezialist für Autodesk-Software im Architektur- und Infrastrukturbereich deutschlandweit elf Standorte unterhält und mit rund 50 Mitarbeitern ca. 8 Mio. Euro im Jahr umsetzt. Mit dieser Akquisition erhöht sich die Anzahl der MuM-Standorte in deutschsprachigen Raum auf über 40, sodass das Management nun von weitgehender Flächendeckung spricht. Der Konzernumsatz in dem Architektur- und Infrastrukturbereich steigt durch die Übernahme auf etwa 30 Mio. Euro, was MuM zum klaren Marktführer unter den europäischen Systemhäusern in diesem Bereich macht.

Ausblick

Prognosen bestätigt

Zeitgleich mit der Bekanntgabe der Halbjahresergebnisse hat MuM die bisherige Umsatz- und Gewinnprognose bestätigt. Demnach erwartet das Management weiterhin einen Jahresumsatz von 220 Mio. Euro, ein EBITDA von 9 bis 11 Mio. Euro und einen Nettogewinn von 3 bis 4,5 Mio. Euro. Auf eine Anhebung der Zielgrößen infolge der acadGraph-Übernahme hat die Unternehmensleitung explizit verzichtet und dies mit der geringen Relevanz des vier- oder fünfmonatigen Umsatzbeitrags begründet. Da zudem der Ergebnisbeitrag neu akquirierter Gesellschaften in der Regel über einen Zeitraum von ein bis zwei Quartalen vernachlässigbar oder gar geringfügig negativ ist, sieht das Management auch diesbezüglich keinen Bedarf, die eigene Prognose für 2011 anzuheben.

Schätzung unverändert

Auch wir lassen unsere Schätzungen unverändert. Nach sechs Monaten befindet sich Mensch und Maschine voll im Plan und dürfte daher, sofern die derzeit spürbar zunehmende Konjunkturskepsis nicht bald in eine handfeste Vollbremsung ausarten sollte, sowohl die eigenen Ziele als auch unsere Schätzwerte dieses Jahr gut erreichen. Dass wir andererseits trotz der guten Halbjahreszahlen und des Zukaufs auf eine Anhebung unsere Schätzungen verzichten, hat neben der Sorge um die Konjunktur auch unternehmensspezifische Gründe. So lagen im zweiten Quartal sowohl der Umsatz des Distributionssegments als auch der Gewinn der Systemhauspartie, wo die Breakevenschwelle noch nicht nachhaltig

überschritten werden konnte, unterhalb unserer Erwartungen. Die Schwankungsfreude des Systemhausergebnisses lässt sich zwar mit der Saisonalität des Geschäfts bei hoher Konstanz der Kostenbasis erklären, doch noch vollzieht sich die gesamte Entwicklung auf einem zu niedrigen Niveau. In den Frühjahrsmonaten konnte die Entwicklung zwar durch die hervorragende Performance des MuM-Software-Segments mehr als kompensiert werden, doch zur Erreichung der mittelfristigen Wachstumsziele müssen auch die beiden anderen Segmente wieder an Fahrt gewinnen. Alles in allem rechnen wir daher weiterhin mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre:

	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: 10,31 Euro je
Aktie**

Aus diesen Annahmen ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,4 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,3) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 153,4 Mio. Euro oder 10,31 Euro je Aktie. Die Änderung gegenüber unserem letzten Update ist hauptsächlich auf den kräftigen Rückgang der Umlaufrendite zurückzuführen. In Verbindung mit der seit Mai in Summe rückläufigen Aktienkursentwicklung hat sich das von uns konstatierte Aufwärtspotenzial für die MuM-Aktie nun auf 116 Prozent erhöht. Damit ist die von unserem Bewertungsmodell signalisierte Unterbewertung so deutlich, dass sie selbst bei Annahme deutlich restriktiverer Werte für den Diskontierungsfaktor und das ewige Wachstum bestehen bleibt.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	10,86 EUR	11,42 EUR	12,07 EUR	12,84 EUR	13,74 EUR
	8,9%	10,10 EUR	10,58 EUR	11,13 EUR	11,76 EUR	12,50 EUR
	9,4%	9,44 EUR	9,85 EUR	10,31 EUR	10,84 EUR	11,45 EUR
	9,9%	8,85 EUR	9,20 EUR	9,60 EUR	10,05 EUR	10,56 EUR
	10,4%	8,33 EUR	8,63 EUR	8,97 EUR	9,36 EUR	9,79 EUR

Fazit

**Unser Anlageurteil:
„Kaufen“**

Im zweiten Quartal konnte der Spezialist für CAD- und CAM-Software bei einem moderaten Umsatzwachstum eine beachtliche Gewinnverbesserung erzie-

len. Getragen wurde die positive Entwicklung dabei vor allem von dem kleinsten Segment MuM-Software, dessen Umsatz um fast ein Viertel und dessen EBIT um knapp 150 Prozent zulegte. Demgegenüber war die Entwicklung der beiden anderen Sparten etwas durchwachsen, wobei das zweite Kalendervierteljahr hier saisontypisch immer schwächer ausfällt. In der Gesamtschau vollzog sich die Entwicklung damit im Rahmen der Erwartungen, weswegen wir unsere Schätzungen unverändert belassen haben. Der von uns ermittelte faire Wert liegt nun bei 10,31 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von mehr als 100 Prozent. Wir bestätigen deswegen unser Urteil und empfehlen Mensch und Maschine 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), 2)

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
10.05.2011	5,14 Euro	Kaufen
30.03.2011	4,98 Euro	Kaufen
02.11.2010	3,95 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 abgezinste 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