

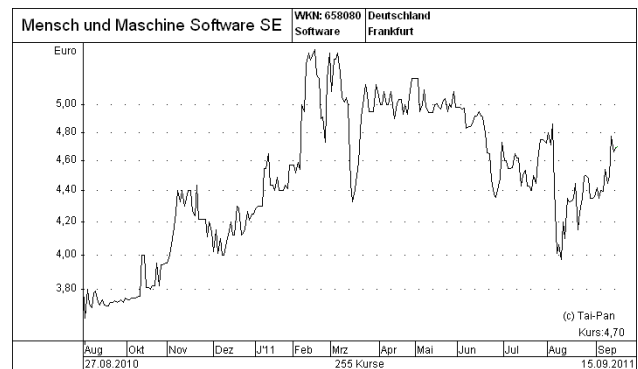
Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Distributionsgeschäft wird verkauft:** Um den Weg in höhermarginige Geschäftsfelder zu öffnen, wird der Großhandel mit der Autodesk-Software an Tech Data verkauft. Der Kaufpreis beträgt rund 25 Mio. Euro, woraus sich allein für das laufende Jahr ein Ertrag von 0,20 Euro pro Aktie ergibt.
- **Einstieg ins Systemhausgeschäft:** Nach Vorbild des im deutschsprachigen Raum bereits vollzogenen Wechsels wird MuM auch im restlichen Europa nun in den Direktvertrieb einsteigen. Hierzu sollen erneut ausgewählte Partner übernommen werden. Mittelfristig plant MuM hier einen Umsatz von bis zu 80 Mio. Euro und eine operative Marge von bis zu 10 Prozent.
- **Bilanz wird entschuldet:** Die Erlöse aus dem Verkauf der Distribution ermöglichen die Rückführung der Nettofinanzverbindlichkeiten auf Null. Dadurch soll der Ausschüttungsspielraum deutlich erhöht werden. Das Unternehmen stellt eine Ausschüttungsquote von über 50 Prozent in Aussicht.
- **Hohes Kurspotenzial:** In Reaktion auf den angekündigten Wechsel des Geschäftsmodells haben wir unser Bewertungsmodell überarbeitet. Der faire Wert liegt nun bei 11,76 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem Aufwärtspotenzial von 150 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 11,76 Euro
Aktueller Kurs 4,71 Euro (Xetra)



| Kurshistorie (Xetra) | 1 M | 3 M | 12 M |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Hoch (Euro) | 4,825 | 4,96 | 5,65 |
| Tief (Euro) | 3,95 | 3,72 | 3,72 |
| Performance | +7,5% | -4,8% | +24,0% |
| Ø-Umsatz (Euro/Tag) | 44.426 | 30.837 | 34.023 |

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 | 70,1 Mio. Euro |
| Free Float | 48,1 % |
| Rechnungslegung | IFRS |

| Geschäftsjahr (bis 31.12.) | 2009 | 2010 | 2011e | 2012e | | |
|----------------------------|--------|-------|-------|--------|------------------------------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 163,3 | 195,6 | 190,0 | 140,4 | CAGR Umsatz 09-12 (e) | -4,9% |
| Umsatzwachstum | -26,8% | 19,8% | -2,9% | -26,1% | CAGR EBIT 09-12 (e) | - |
| EBIT (Mio. Euro) | -2,5 | 2,8 | 6,3 | 6,1 | CAGR EpS 09-12 (e) | - |
| EBIT-Marge | -1,5% | 1,4% | 3,3% | 4,3% | | |
| EpS | -0,32 | -0,03 | 0,38 | 0,27 | Enterprise Value (Mio. Euro) | 88,3 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,10 | 0,20 | 0,30 | Buchwert (Mio. Euro) | 23,7 |
| KUV | 0,43 | 0,36 | 0,37 | 0,50 | EV / Umsatz 11 (e) | 0,5 |
| KGV | - | - | 12,3 | 17,7 | EV / EBT 11 (e) | 14,0 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 2,1% | 4,2% | 6,4% | Kurs / Buchwert | 3,0 |

Jüngste Geschäftsentwicklung

Verkauf des Distributionsgeschäfts

Mit einem Paukenschlag wartete Mensch und Maschine am 12. September auf. Der Spezialist für die CAD-Software des amerikanischen Herstellers Autodesk gab bekannt, dass das europäische Distributionsgeschäft, also der Großhandel mit der Autodesk-Software, verkauft wird. Der Käufer ist die Tech Data-Gruppe aus Florida, mit über 22 Mrd. US-Dollar Umsatz und 125 Tsd. Kunden der weltweit zweitgrößte Distributor für Soft- und Hardware. Der Preis liegt bei rund 25 Mio. Euro, wovon zwei Drittel fix bis Ende 2012 und der Rest in den nächsten drei Jahren in Abhängigkeit von der Geschäftsentwicklung fällig werden. Den aus der Transaktion resultierenden Ergebnisbeitrag für 2011 beziffert Mensch und Maschine auf 0,20 Euro pro Aktie. Allerdings steht der Verkauf noch unter dem Vorbehalt der Zustimmung europäischer Wettbewerbsbehörden, die nach Angaben des MuM-Managements aber keine größere Hürde darstellen dürfte. Sofern die Zustimmung rechtzeitig erfolgt, soll die Transaktion, die auch mit dem Wechsel von ca. 40 Mitarbeitern des bisherigen Distributionssegments zu Tech Data verbunden ist, bis Ende Oktober abgeschlossen sein.

Wechsel des Geschäftsmodells

Die restlichen 70 Mitarbeiter der betroffenen Sparte sowie die entsprechenden Tochtergesellschaften im europäischen Ausland sollen hingegen bei Mensch und Maschine verbleiben und den Kern des neuen Geschäftssegments Systemhaus Europa bilden. Nach Vorbild des deutschsprachigen Raumes (D-A-CH), wo der Umstieg in den letzten zwei Jahren vollzogen wurde, gibt Mensch und Maschine das volumenstarke aber margenschwache Großhandelsgeschäft, das historische Kerngeschäft des Unternehmens, zugunsten des Direktvertriebs an die Endnutzer auf. Hierdurch soll nicht nur die Einzelhandelsmarge selbst vereinnahmt, sondern durch das damit verbundene Wartungs- und Dienstleistungsgeschäft auch ein margenstärkerer und weniger konjunktursensibler Bereich erschlossen werden. Nach Abschluss der Übergangsphase rechnet MuM deswegen für das neue Geschäftssegment mit einer EBITDA-Marge von 10 Prozent, verglichen mit höchstens 4 Prozent, die in der Distribution erreichbar waren.

Erneute Akquisitionen

Um das mittelfristige Umsatzziel des neuen Segments, 60 bis 80 Mio. Euro im Jahr 2015, zu erreichen, sollen wie schon bei der Marktoffensive im deutschsprachigen Raum auch diesmal mehrere der bisherigen Einzelhandelspartner akquiriert und in den Konzern integriert werden. Nach Unternehmensangaben dürfte der Großteil der Akquisitionen schon im nächsten Jahr erfolgen, mittelfristig werden die Zukäufe plangemäß rund zwei Drittel des neuen Segments tragen. Mit dem erfolgsabhängigen Anteil der Gewinne aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts, der erst in den Folgejahren erfolgswirksam werden soll, werden in der Startphase die Anlaufverluste der neu ausgerichteten Töchter kompensiert werden, so dass Mensch und Maschine vom Start weg mit einem positiven EBITDA-Beitrag der neuen Sparte rechnet.

Ausblick

Neue Prognosen

Auf Basis des beschlossenen Geschäftsmodellwechsels hat Mensch und Maschine nun eine aktualisierte Planung vorgelegt, die bis 2014 einen Konzernrohertrag von 100 Mio. Euro und ein EBITDA von 20 bis 25 Mio. Euro vorsieht. Das Ergebnis pro Aktie soll dann bei 0,75 Euro liegen. Da durch den Verkauf des Distributionsgeschäfts die Nettobankverbindlichkeiten schon Ende dieses Jahres auf Null zurückgeführt und die Eigenkapitalquote auf 40 Prozent steigen sollen, will MuM die künftigen Gewinne zu einem hohen Anteil ausschütten. In der Pressemitteilung wird eine Quote von mehr als 50 Prozent in Aussicht gestellt.

Schätzgerüst umgebaut

In Erwartung, dass die Transaktion genehmigt und wie geplant Ende Oktober abgeschlossen wird, haben wir unser Schätzgerüst an das neue Geschäftsmodell angepasst. In Übereinstimmung mit den Unternehmensprognosen wurde dabei unterstellt, dass der Bereich Systemhaus Europa schon 2012 Umsätze in Höhe von 35 Mio. Euro erwirtschaften und ein leicht positives EBITDA zum Konzernergebnis beitragen wird. Durch den Wegfall der Distributionsumsätze, die 2011 noch für zehn Monate Berücksichtigung finden, wird der Konzernumsatz aber 2012 deutlich zurückgehen. Dies allerdings bei steigender EBITDA- und EBIT-Marge. Das Übertreffen der Marke von 200 Mio. Euro Umsatz erwarten wir unter den neuen Umständen erst wieder für das Jahr 2016. Damit korrespondiert allerdings ein Nettogewinn von 13,6 Mio. Euro, mehr als das Doppelte des bisherigen Rekords aus dem Jahr 2007. Trotzdem liegen wir mit unseren Annahmen hinsichtlich der Profitabilitätsentwicklung unterhalb der Unternehmensprognose. Damit wollen wir vor allem die erhöhten Risiken des großangelegten Geschäftsmodellwechsels abbilden, der – so sich denn die pessimistischen Konjunkturprognosen bestätigen – zeitlich mit einer wirtschaftlichen Schwächeperiode in Europa zusammenfallen könnte. Insgesamt basiert unsere Wertabschätzung nun auf dem folgenden modellhaften Geschäftsmodell für die kommenden acht Jahre:

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Erlöse (Mio. Euro) | 190,0 | 140,4 | 160,7 | 181,2 | 197,5 | 215,3 | 232,5 | 248,8 |
| Erlöswachstum | | -26% | 14,4% | 12,8% | 9,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% |
| Nettorendite | 3,0% | 2,8% | 3,3% | 4,1% | 5,0% | 6,3% | 6,9% | 7,5% |
| Gewinn (Mio. Euro) | 5,71 | 3,96 | 5,32 | 7,42 | 9,89 | 13,64 | 16,04 | 18,66 |
| Gewinnwachstum | | -30% | 34,2% | 39,6% | 33,3% | 37,9% | 17,6% | 16,3% |

Fairer Wert: 11,76 Euro je Aktie

Bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,4 Prozent (Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,3) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent ergibt sich hieraus ein fairer Ertragswert von 186,72 Mio. Euro oder 11,76 Euro je Aktie. Die Auswirkungen des Geschäftsmodellwechsels werden dabei teilweise überlagert, weil wir

gegenüber dem letzten Update angesichts der sich verschlechternden Konjunkturaussichten für die Altsegmente unsere Wachstumserwartungen etwas reduziert haben. Auch sollte bei der Betrachtung der Pro-Aktie-Angaben beachtet werden, dass wir in Erwartung der nächstjährigen Übernahmen die Aktienzahl innerhalb des Modells um eine Million Stück erhöht haben. Nichtsdestotrotz signalisiert unser Bewertungsmodell für die MuM-Aktie ein aktuelles Kurspotenzial von rund 150 Prozent.

Sensitivitätsanalyse

Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, ändert auch die Variation der Parameter Diskontierungsfaktor und ewiges Wachstum nichts an dem Befund einer klaren Unterbewertung. Der faire Wert variiert zwischen 9,34 Euro im ungünstigsten und 15,97 Euro im günstigsten Fall.

| | | „ewiges“ Wachstum | | | | |
|--------------------|-------|-------------------|-----------|------------------|-----------|------------------|
| | | 1,0 % | 1,5 % | 2,0 % | 2,5 % | 3,0 % |
| Diskontierungszins | 8,4% | 12,40 EUR | 13,10 EUR | 13,91 EUR | 14,85 EUR | 15,97 EUR |
| | 8,9% | 11,48 EUR | 12,08 EUR | 12,75 EUR | 13,54 EUR | 14,45 EUR |
| | 9,4% | 10,68 EUR | 11,19 EUR | 11,76 EUR | 12,42 EUR | 13,18 EUR |
| | 9,9% | 9,97 EUR | 10,41 EUR | 10,90 EUR | 11,46 EUR | 12,10 EUR |
| | 10,4% | 9,34 EUR | 9,72 EUR | 10,14 EUR | 10,62 EUR | 11,16 EUR |

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mit dem angekündigten Verkauf des Distributionsgeschäfts trennt sich der Spezialist für CAD- und CAM-Software von seinem ursprünglichen Kerngeschäft und eröffnet sich damit den Weg, konsequent in höhermarginige Segmente vorzustoßen. Sollte der Unternehmensumbau wie geplant realisiert werden, könnte Mensch und Maschine die Profitabilität nachhaltig steigern und damit die größte Schwäche der bisherigen Entwicklung überwinden. Und da der Verkauf des Großhandelsgeschäfts eine komplette Entschuldung und die weitere Erhöhung der Eigenkapitalquote ermöglicht, sollen die Aktionäre an den künftigen Erträgen zu einem höheren Anteil als bisher beteiligt werden. Wir bewerten den beschlossenen Wechsel des Geschäftsmodells deswegen positiv und trauen es dem Management zu, den Wandel ebenso erfolgreich zu gestalten wie bisher schon im deutschsprachigen Raum. Auf der Grundlage der Annahme, dass dies gelingt, sehen wir den fairen Wert der Mensch und Maschine-Aktie bei 11,76 Euro und empfehlen sie deswegen weiterhin 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 dienen 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 |
|----------------------------|---------------------------|---------------|
| 04.08.2011 | 4,77 Euro | Kaufen |
| 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 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 Nachfrageschwankungen 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