

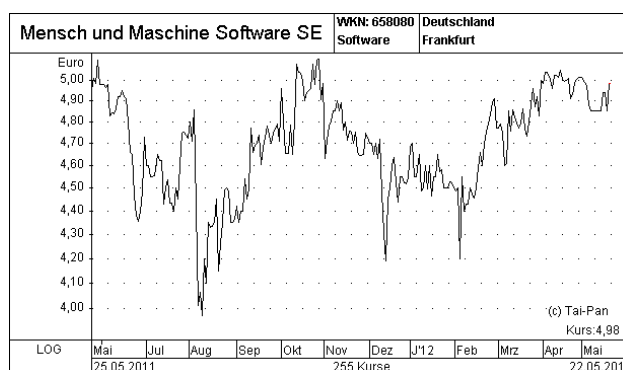
Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Hohe Dynamik:** Das erste Quartal bescherte Mensch und Maschine in den fortgeführten Altsegmenten MuM-Software und Systemhaus D/A/CH hohe Umsatzzuwächse. Konzernweit bedingte der letztjährige Verkauf des Distributionsgeschäfts einen hohen Umsatzrückgang.
- **Gewinn gesteigert:** Gewinnseitig konnte der Abgang des Distributionsgeschäfts mehr als kompensiert werden. Dank hoher zweistelliger Gewinnzuwächse in den beiden Altsegmenten erhöhte sich der Quartalsüberschuss um 72 Prozent auf 1,3 Mio. Euro.
- **Ausbau Systemhaus Europa noch verhalten:** In dem neuen Segment Systemhaus Europa wurden erst 1,8 Mio. Euro Erlöst. Die zu dessen Ausbau angekündigte Reihe von Übernahmen soll erst in den kommenden Wochen starten. Dank der letztes Jahr gebildeten Rückstellungen sowie der variablen Kaufpreistraten für das veräußerte Distributionsgeschäft konnte das neue Segment trotzdem ein positives Ergebnis ausweisen.
- **Ausgeprägte Unterbewertung:** Insgesamt haben die Zahlen unsere Erwartungen erfüllt, weswegen wir an unseren Schätzungen festhalten. Auf dieser Basis sehen wir für die MuM-Aktie rund 150 Prozent Kurspotenzial.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 12,67 Euro
Aktueller Kurs 4,99 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,03	5,09	5,20
Tief (Euro)	4,852	4,605	3,72
Performance	+0,1%	+1,0%	+0,1%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	33.280	41.419	43.272

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	74,2 Mio. Euro
Free Float	46,3 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	195,6	191,7	141,7	162,4	CAGR Umsatz 10-13 (e)	-6,0%
Umsatzwachstum	19,8%	-2,0%	-26,1%	14,6%	CAGR EBIT 10-13 (e)	45,6%
EBIT (Mio. Euro)	2,8	11,9	6,6	8,5	CAGR EpS 10-13 (e)	-
EBIT-Marge	1,4%	6,2%	4,6%	5,2%		
EpS	-0,03	0,46	0,26	0,38	Enterprise Value (Mio. Euro)	81,5
Dividende je Aktie	0,10	0,20	0,30	0,40	Buchwert (Mio. Euro)	31,1
KUV	0,38	0,39	0,52	0,46	EV / Umsatz 12 (e)	0,6
KGV	-	10,9	19,1	13,3	EV / EBIT 12 (e)	12,4
Dividendenrendite	2,0%	4,0%	6,0%	8,0%	Kurs / Buchwert	2,4

Jüngste Geschäftsentwicklung

Starker Jahresbeginn

Nach dem starken Vorjahr ist Mensch und Maschine auch in das laufende Geschäftsperiode gut gestartet und hat den Umsatz in den Altsegmenten Systemhaus D/A/CH und MuM-Software um 11,7 bzw. 19,9 Prozent gesteigert. Demgegenüber lag der Konzernumsatz des ersten Quartals mit 29,5 Mio. Euro um 50 Prozent unter dem Vorjahresniveau, was allerdings ausschließlich auf den Wegfall des im Herbst veräußerten Distributionsgeschäfts zurückzuführen ist. Bereinigt um diesen Effekt legte der Umsatz um 21 Prozent zu. Da mit dem Wechsel des Geschäftsmodells ein Umstieg auf höhermarginige Aktivitäten verbunden ist, fiel der Rückgang des Konzern-Rohertrages mit lediglich 16 Prozent deutlich moderater aus, die konzernweite Rohertragsmarge verbesserte sich infolgedessen von 31,6 auf 53 Prozent.

Geschäftszahlen	Q1 2011	Q1 2012	
Umsatz	59,06	29,54	-50,0%
- Systemhaus Europa	34,70	1,77	-94,9%
- Systemhaus D/A/CH	17,55	19,60	11,7%
- M+M Software	6,81	8,16	19,9%
Rohertrag	18,64	15,65	-16,0%
- Systemhaus Europa	5,60	0,23	-95,9%
- Systemhaus D/A/CH	6,80	7,99	17,6%
- M+M Software	6,24	7,43	19,1%
EBITDA	2,85	3,34	17,1%
- Systemhaus Europa	1,16	0,29	-75,5%
- Systemhaus D/A/CH	0,79	1,34	68,1%
- M+M Software	0,89	1,72	92,5%
EBIT	2,04	2,51	23,0%
EBT	1,26	2,14	69,5%
Periodenergebnis	0,77	1,32	72,2%

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

Kräftiger Ergebnisanstieg

Nach stärker entwickelten sich die übrigen Gewinnkennzahlen. So etwa legte das EBITDA um 17 Prozent auf 3,3 Mio. Euro zu und profitierte dabei hauptsächlich von der Fast-Verdopplung des operativen Ergebnisses im MuM-Software-Segment. Aber auch das Systemhaus D/A/CH verzeichnete eine EBITDA-Steigerung um 68 Prozent auf 1,3 Mio. Euro, womit die EBITDA-Marge einen großen Sprung auf 6,8 Prozent machte. Da Abschreibungen und Amortisation in etwa gleichgeblieben sind, setzte sich die Verbesserung fast eins zu eins im EBIT fort, das deswegen um 23 Prozent zulegte. Zusätzlich reduzierte sich das negative Finanzergebnis um die Hälfte, so dass die Verbesserung des Nettogewinns mit 72 Prozent auf 1,3 Mio. Euro noch stärker ausgefallen ist.

Übernahmen stehen an

Noch verhalten hat sich im ersten Quartal das im Aufbau befindliche Systemhausgeschäft Europa entwickelt, das derzeit aus den übriggebliebenen Ländergesellschaften der ehemaligen Distributionssparte besteht und in den kommenden Monaten mit weiteren Zukäufen gestärkt werden soll. Der Segmentumsatz blieb zwischen Januar und März mit 1,8 Mio. Euro noch auf einem niedrigen Niveau, weswegen rein operativ hier noch keine Kostendeckung erreicht werden konnte. Allerdings blieb das neue Segment dank der aufgelösten Rückstellungen sowie der vereinnahmten variablen Kaufpreiskrate für das veräußerte Distributionsgeschäft trotzdem profitabel. Insgesamt sorgten diese Effekte in dem neuen Segment für sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2 Mio. Euro, dank derer sich das EBITDA auf 0,3 Mio. Euro belief. Da Mensch und Maschine sich nach eigenen Angaben in mehreren aussichtsreichen Verhandlungen zur Übernahme kleinerer Systemhäuser befindet und diese im Einzelfall auch rückwirkend zum Jahresanfang konsolidiert werden könnten, ist hinsichtlich der Sparte Systemhaus Europa ohnehin noch mit stärkeren Verschiebungen in der Erfolgsrechnung zu rechnen.

Ausblick

Prognose bestätigt

Deswegen wäre es derzeit noch verfrüht, auf Basis der vorliegenden Zahlen zum ersten Quartal für das neue Segment die Jahresprognose in Frage zu stellen. Dies umso mehr, als Mensch und Maschine die eigene Vorgabe, 2012 in diesem Segment 30 bis 40 Mio. Euro zu Erlösen, bestätigt hat. Auch die Prognose für den Gesamtkonzern wurde bekräftigt. Demnach erwartet das Management einen Umsatz von 150 Mio. Euro, ein EBITDA von 13 Mio. Euro und einen Nettoüberschuss von 5 Mio. Euro.

Schätzungen unverändert

Auch wir sehen nach den vorgelegten Quartalszahlen keinen Änderungsbedarf für unsere Schätzungen. In dem traditionell saisonal starken ersten Quartal hat Mensch und Maschine zwar erst ein Fünftel der von uns unterstellten Jahreserlöse erzielt, doch halten wir das angesichts der zu erwartenden Übernahmen für leicht kompensierbar. Beim Gewinn liegt das Unternehmen mit 33 Prozent unserer Jahresschätzung sogar leicht über Plan. Allerdings bestehen im weiteren Jahresverlauf gerade im Zusammenhang mit den angekündigten Übernahmen noch diverse Unwägbarkeiten, zudem ist eine weitere konjunkturelle Abschwächung denkbar, weswegen wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt auf eine Anhebung der Gewinnschätzung verzichten. In Summe belassen wir daher unsere Schätzungen unverändert, die Wertermittlung basiert somit auf dem modellhaften Geschäftsverlauf, wie er sich in der nachfolgenden Tabelle darstellt.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Erlöse (Mio. Euro)	141,7	162,4	184,1	200,5	217,4	234,8	251,2	267,5
Erlöswachstum		14,6%	13,4%	8,9%	8,4%	8,0%	7,0%	6,5%
Nettorendite	2,7%	3,4%	4,7%	5,3%	6,2%	6,9%	6,9%	7,5%
Gewinn (Mio. Euro)	3,89	5,60	8,73	10,67	13,56	16,24	17,33	20,07
Gewinnwachstum		43,8%	56,0%	22,2%	27,1%	19,8%	6,7%	15,8%

Fairer Wert jetzt 12,67 Euro je Aktie

Im Anschluss an den hier dargestellten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Unter Zugrundelegung eines Eigenkapitalkostensatzes von 9,4 Prozent (bestehend aus dem Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere von 2,5 Prozent, der Risikoprämie für Aktien von 5,3 Prozent und dem Betafaktor von 1,3) resultiert hieraus ein fairer Unternehmenswert von 201,1 Mio. Euro oder 12,67 Euro je Aktie. Bei der letztgenannten Zahl ist zu beachten, dass wir, wie schon zuletzt, in Erwartung der diesjährigen Übernahmen die Aktienzahl innerhalb des Modells um eine Million Stück erhöht haben.

Sensitivitätsanalyse

Damit signalisiert unser Modell eine ausgeprägte Unterbewertung der MuM-Aktie. Wie die nachfolgende Sensitivitätsanalyse verdeutlicht, ändert auch die Wahl deutlich restriktiverer Werte für die Parameter Diskontierungszins und ewiges Ertragswachstum wenig an diesem Befund. Selbst im restriktivsten Fall ergibt unser Modell ein Verdopplungspotenzial für die Aktie.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	13,39 EUR	14,12 EUR	14,97 EUR	15,96 EUR	17,13 EUR
	8,9%	12,41 EUR	13,02 EUR	13,73 EUR	14,55 EUR	15,51 EUR
	9,4%	11,54 EUR	12,07 EUR	12,67 EUR	13,35 EUR	14,15 EUR
	9,9%	10,78 EUR	11,23 EUR	11,74 EUR	12,32 EUR	12,99 EUR
	10,4%	10,09 EUR	10,49 EUR	10,93 EUR	11,43 EUR	11,99 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mensch und Maschine ist gut in das neue Jahr gestartet und hat in den fortgeführten Aktivitäten hohe Umsatz- und Gewinnzuwächse erzielt. Auf Konzernebene ist der Umsatz bedingt durch den im Oktober vollzogenen Verkauf der Distributionssparte zwar stark rückläufig gewesen, doch beim Gewinn konnten hohe Steigerungsraten erwirtschaftet werden. In dem neuen Geschäftssegment Systemhaus Europa wurden hingegen noch keine der angekündigten Übernahmen vollzogen, weswegen die Entwicklung hier noch in der Startphase steckt. Nach Aussage des Managements dürfte aber in den nächsten Wochen mit ent-

sprechenden Meldungen zu rechnen sein, die sowohl die unternehmensseitige Jahresprognose als auch unsere Schätzungen untermauern würden. Auf dieser Basis ergibt unser Bewertungsmodell ein Kursziel von 12,67 Euro, weswegen wir an unserer Kaufempfehlung festhalten.

Anhang

1. Offenlegung gemäß § 20a WpHG

Wir weisen darauf hin, dass der Auftraggeber dieser Studie oder ihm nahestehende Personen bzw. Unternehmen Aktien des besprochenen Unternehmens halten. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass unsere mittel- oder unmittelbaren Auftraggeber demnächst Aktien des besprochenen Unternehmens verkaufen wollen und daher an einer Kurs- oder Umsatzsteigerung interessiert sind.

2. Angaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung 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 Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 3)

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.

Die vorliegende Studie wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung vorgelegt und danach geändert. 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
30.03.2012	4,94 Euro	Kaufen
20.09.2011	4,71 Euro	Kaufen
04.08.2011	4,77 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. Allgemeine Hinweise zu den angewandten Bewertungsmethoden und zu deren Sensitivität finden Sie auf unserer Website unter folgendem Link:

http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php

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