

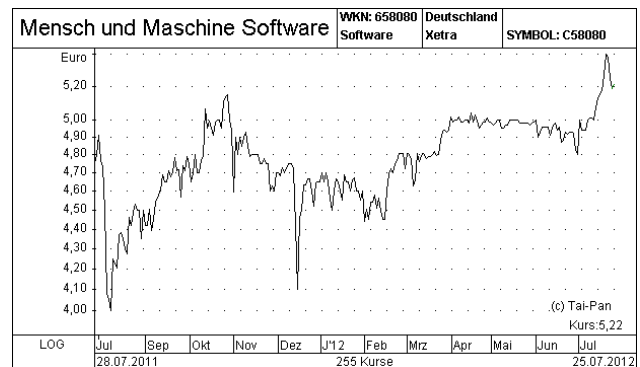
## Mensch und Maschine SE

### Zusammenfassung

- **Umsatzwachstum fortgesetzt:** Nach dem rasanten Jahresauftakt hat Mensch und Maschine auch im zweiten Quartal das Wachstum in den fortgeführten Geschäftsbereichen fortgesetzt. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr 56,8 Mio. Euro Erlöst.
- **Operativer Gewinn schwächer:** Im Software-Segment konnte der operative Gewinn im zweiten Quartal trotz des Umsatzwachstums nur minimal erhöht werden, im Systemhaus gab es einen EBITDA- und EBIT-Rückgang. Auf Konzernebene profitierte das Ergebnis vom reduzierten Zinsaufwand, so dass der Halbjahresüberschuss um mehr als ein Drittel gesteigert werden konnte.
- **Expansionstempo gedrosselt:** Mit zwei Übernahmen in Italien und Rumänien hat MuM den Ausbau der Systemhaussparte fortgesetzt. Allerdings sollen aufgrund der unsicheren Wirtschaftslage dieses Jahr nun weniger Zukäufe als ursprünglich geplant durchgeführt werden, weswegen das Management seine Umsatzprognose reduziert hat.
- **Hohes Kurspotenzial:** In Reaktion darauf haben wir unsere Schätzungen angepasst und das Kursziel reduziert, trotzdem zeigt unser Modell weiter ein dreistelliges Kurspotenzial für die MuM-Aktie.

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** 11,75 Euro  
**Aktueller Kurs** 5,19 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,489	5,489	5,489
Tief (Euro)	4,80	4,80	3,72
Performance	+5,5%	+4,5%	+15,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	39.575	36.615	45.237

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	15,4 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	m:access, München
Marktkapitalisierung	79,7 Mio. Euro
Free Float	43,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	195,6	191,7	135,0	156,6	CAGR Umsatz 10-13 (e)	-7,1%
Umsatzwachstum	19,8%	-2,0%	-29,6%	16,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	38,0%
EBIT (Mio. Euro)	2,8	11,9	6,1	7,2	CAGR EpS 10-13 (e)	-
EBIT-Marge	1,4%	6,2%	4,5%	4,6%		
EpS	-0,03	0,44	0,26	0,30	Enterprise Value (Mio. Euro)	95,9
Dividende je Aktie	0,10	0,20	0,30	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	31,8
KUV	0,41	0,42	0,59	0,51	EV / Umsatz 12 (e)	0,7
KGV	-	11,7	20,2	17,6	EV / EBIT 12 (e)	15,7
Dividendenrendite	1,9%	3,9%	5,8%	5,8%	Kurs / Buchwert	2,5

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Starker Jahresbeginn

Nach dem starken Start in das Jahr hat die Dynamik zwischen April und Juni etwas abgenommen, insgesamt verläuft die Geschäftsentwicklung bei Mensch und Maschine aber weiterhin befriedigend. Der Konzernumsatz des zweiten Quartals lag zwar bedingt durch den Verkauf des Distributionsgeschäfts mit 27,2 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahresquartal, doch die fortgeführten Segmente konnten ihre Erlöse weiter erhöhen. In der Systemhauspartie, in der ab sofort die bisherigen Segmente Systemhaus D/A/CH und Systemhaus Europa zusammengeführt werden, erhöhte sich der Umsatz im zweiten Quartal um 19,7 Prozent, gleichzeitig legten die Erlöse mit der MuM-Software um 9,4 Prozent zu. Damit betrug die Wachstumsrate für das Halbjahr 20,8 resp. 14,4 Prozent.

Geschäftszahlen	HJ 2011	HJ 2012	
<b>Umsatz</b>	<b>108,14</b>	<b>56,78</b>	-47,5%
- Systemhaus	33,39	40,33	20,8%
- M+M Software	14,38	16,45	14,4%
<b>Rohertrag</b>	<b>36,72</b>	<b>30,82</b>	-16,1%
- Systemhaus	13,37	15,83	18,4%
- M+M Software	13,10	14,99	14,4%
<b>EBITDA</b>	<b>4,87</b>	<b>4,80</b>	-1,4%
- Systemhaus	0,96	1,72	79,6%
- M+M Software	2,26	3,09	36,6%
<b>EBIT</b>	<b>3,22</b>	<b>3,14</b>	-2,5%
- Systemhaus	-0,05	0,29	-
- M+M Software	2,01	2,85	42,1%
<b>EBT</b>	<b>2,22</b>	<b>2,92</b>	31,5%
<b>Periodenergebnis</b>	<b>1,39</b>	<b>1,89</b>	36,3%

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

### Operativer Gewinn schwächer

Nicht so stark hat sich der Gewinn der beiden Sparten entwickelt. Nach dem rasanten Jahresauftakt stagnierte das EBITDA des Software-Segments im zweiten Quartal bei 1,4 Mio. Euro, im Systemhaus gab es sogar einen Rückgang, so dass auch konzernweit selbst nach Bereinigung um den Beitrag des inzwischen verkauften Distributionssegments zwischen April und Juni eine leichte Schrumpfung des EBITDA zu verzeichnen war. Beim EBIT ist das Systemhaus, das noch im ersten Quartal einen Überschuss erwirtschaften konnte, mit 0,6 Mio. Euro wieder ins Minus gerutscht. Nach Aussagen des Unternehmens war dafür unter anderem eine Abkühlung der Geschäftsdynamik in Österreich und der Schweiz verantwortlich. Gegenüber dem ersten Quartal haben sich zudem auch die Personalkosten und vor allem der sonstige betriebliche Aufwand deutlich erhöht. Einen gegenteiligen Effekt hatte die Verbesserung des Finanzergebnisses, weswegen das Vorsteuerergebnis des zweiten Quartals nur um 18 Prozent unter dem

Vorjahreswert lag. In Kombination mit dem starken Gewinnanstieg des ersten Quartals erhöhte sich der Halbjahresgewinn um 36,3 Prozent auf 1,9 Mio. Euro.

### *Zwei Übernahmen*

Nach längerer Vorlaufzeit hat Mensch und Maschine im zweiten Quartal die angekündigte Einkaufstour eingeleitet, mit der der Umstieg auf das Systemhausgeschäft auch außerhalb des deutschsprachigen Raums vorangetrieben werden soll. Die ersten beiden Akquisitionen waren Synergy aus Italien und MaxCAD aus Rumänien, die beide in Form von Assetdeals (Kunden, Mitarbeiter) übernommen wurden und ab dem dritten Quartal zum Konzernumsatz beitragen sollen. Bei Synergy handelt es sich um einen der größten italienischen CAD-Anbieter im Mechanikbereich, während MaxCAD nach MuM-Angaben die Nummer zwei in Rumänien ist. Zusammen erwirtschaften die Neuerwerbungen einen Jahresumsatz von ca. 8 bis 10 Mio. Euro.

### *Expansionstempo gedrosselt*

Nach diesen beiden Übernahmen hat Mensch und Maschine aber nun angekündigt, entgegen den bisherigen Plänen das Expansionstempo zu drosseln und 2012 weniger Akquisitionen anzustreben als ursprünglich vorgesehen. Damit reagiert das Management auf die unsichere wirtschaftliche Lage in Europa und lässt sich mehr Zeit, die Entwicklung in den einzelnen Märkten zu beobachten. In letzter Konsequenz heißt diese Entscheidung, dass einige der Länder, die MuM bis Herbst 2011 als Distributor abgedeckt hatte, im Systemhausgeschäft aufgegeben oder erst später wieder aktiviert werden könnten. Auf jeden Fall weiter im Fokus stehen Frankreich und die Beneluxländer, aus denen die nächsten Übernahmen stammen dürften.

## **Ausblick**

### *Prognose angepasst*

Die Reduktion des Expansionstempos macht sich auch in der unternehmensseitigen Prognose für 2012 bemerkbar. Beim Umsatz erwartet MuM nun statt 150 lediglich 135 Mio. Euro, das EBITDA dürfte mit 11,5 Mio. Euro um ca. 1,5 Mio. Euro niedriger ausfallen als bisher geplant. Der Nettogewinn wird demgegenüber unverändert bei 5 Mio. Euro erwartet, weil die entgangenen Erträge durch den vermiedenen Amortisations-, Integrations- und Finanzierungsaufwand kompensiert werden sollen. Ebenso unverändert hält das Management an seinen mittelfristigen Zielen fest, bis 2014 einen Umsatz von mehr als 200 Mio. Euro und einen Nettogewinn von über 10 Mio. Euro zu erreichen.

### *Schätzungen modifiziert*

Auch für unser Schätzmodell ergeben sich aus der veränderten Unternehmensplanung Konsequenzen, die allerdings dadurch, dass wir bereits in der Vergangenheit in unseren Annahmen hinter den Unternehmensprognosen geblieben waren, relativ begrenzt ausfallen. Beim diesjährigen Umsatz hatten wir bisher knapp 142 Mio. Euro angenommen und unterstellen nun die vom Unternehmen

angestrebte Marke von 135 Mio. Euro. Hiervon hat Mensch und Maschine im ersten Halbjahr zwar erst 42 Prozent erreicht, doch angesichts der getätigten und der noch zu erwartenden Übernahmen halten wir dieses Ziel für gut erreichbar. In Erwartung der Verschiebung der Übernahmetätigkeit in die Folgejahre haben wir im Gegenzug die Wachstumsraten für 2013 und 2014 etwas erhöht, bleiben aber mit dem für 2014 unterstellten Umsatz von 180 Mio. Euro weiter unter der Management-Guidance.

### *Margen reduziert*

Reduziert haben wir nach der schwächeren Gewinnentwicklung des zweiten Quartals auch die angenommenen operativen Margen. Die diesjährige EBIT-Marge sehen wir nun bei 4,5 Prozent, auch für 2013 erwarten wir aufgrund der dann anfallenden Integrationsaufgaben aus den Übernahmen keine große Verbesserung. Im laufenden Jahr wird die schwächere operative Ergebnisentwicklung allerdings durch die Effekte aus den variablen Kaufpreisen aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts kompensiert, denen aufgrund des gedrosselten Akquisitionstempos nun ein geringerer Integrationsaufwand als zunächst geschätzt gegenübersteht. Dadurch und durch das Finanzergebnis, das im ersten Halbjahr besser ausgefallen ist als von uns erwartet, hat sich unsere Schätzung des diesjährigen Nettogewinns sogar minimal erhöht – dies allerdings zu Lasten der Folgejahre, in die ein Teil des Integrationsaufwands verschoben wurde. In Summe kalkulieren wir für die nächsten acht Jahre mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>135,0</b>	<b>156,6</b>	<b>180,1</b>	<b>196,1</b>	<b>212,6</b>	<b>229,6</b>	<b>245,7</b>	<b>261,6</b>
Erlöswachstum		16,0%	15,0%	8,9%	8,4%	8,0%	7,0%	6,5%
Nettorendite	2,92%	2,90%	4,01%	5,27%	6,21%	6,89%	7,0%	7,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>3,94</b>	<b>4,53</b>	<b>7,22</b>	<b>10,34</b>	<b>13,19</b>	<b>15,82</b>	<b>17,20</b>	<b>18,31</b>
Gewinnwachstum		15,2%	59,1%	43,3%	27,6%	19,9%	8,7%	6,5%

### *Fairer Wert jetzt 11,75 Euro je Aktie*

Unter Annahme eines sich anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent und 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) ergibt sich daraus ein fairer Unternehmenswert von 188,0 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 11,75 Euro, wobei wir hierfür in Erwartung der geplanten Übernahmen die Aktienzahl innerhalb des Modells um ca. 0,5 Mio. Stück erhöht haben.

### *Sensitivitätsanalyse*

Damit signalisiert unser Modell weiterhin eine deutliche Unterbewertung der MuM-Aktie. Die nachfolgende Sensitivitätsanalyse zeigt, dass selbst bei der Wahl deutlich restriktiverer Werte für die Parameter Diskontierungszins und ewiges

Ertragswachstum im ungünstigsten Fall ein Kursziel von 9,39 Euro zu diagnostizieren ist.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	12,40 EUR	13,07 EUR	13,85 EUR	14,76 EUR	15,83 EUR
	8,9%	11,50 EUR	12,07 EUR	12,72 EUR	13,47 EUR	14,35 EUR
	9,4%	10,71 EUR	11,20 EUR	<b>11,75 EUR</b>	12,38 EUR	13,11 EUR
	9,9%	10,01 EUR	10,43 EUR	10,90 EUR	11,44 EUR	12,05 EUR
	10,4%	9,39 EUR	9,75 EUR	10,16 EUR	10,62 EUR	11,14 EUR

## Fazit

*Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“*

Mensch und Maschine konnte im zweiten Quartal erwartungsgemäß die hohe Dynamik der ersten drei Monate nicht halten, hat den Umsatz in den fortgeführten Segmenten im Vorjahresvergleich aber dennoch deutlich gesteigert. Dies ist beim Ergebnis allerdings nur in dem Segment MuM-Software und auch dort nur minimal gelungen, im Systemhaus hat sich die Ergebnissituation im zweiten Quartal verschlechtert. Gleichzeitig hat das Management angekündigt, das Tempo der angekündigten Akquisitionen zu drosseln, weswegen das Umsatz-, nicht aber das Ergebnisziel für das laufende Jahr revidiert wurde. Insgesamt zeigen die Zahlen zum zweiten Quartal, dass Mensch und Maschine weiter solide aufgestellt und aussichtsreich positioniert ist, dass aber die Turbulenzen in Europa nicht spurlos am Unternehmen vorübergehen. Wir haben deswegen unser Schätzmodell aktualisiert und unser Kursziel reduziert, trauen der Aktie aber weiterhin mehr als eine Kursverdopplung zu. Unser Urteil lautet deswegen weiter „Kaufen“.

## 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
23.05.2012	4,99 Euro	Kaufen
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](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](http://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](mailto:kontakt@performaxx.de)