

Mensch und Maschine SE

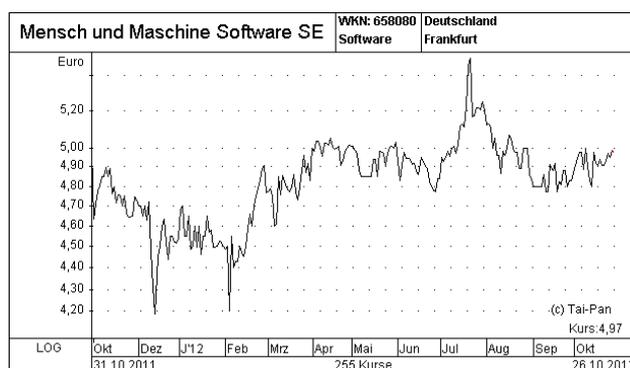
Zusammenfassung

- **Umsatz gesteigert:** Im dritten Quartal konnte Mensch und Maschine den Expansionstrend der Vorquartale fortsetzen und in den beiden fortgeführten Segmenten deutliche Umsatzzuwächse erzielen. Besonders dynamisch zeigte sich dabei das Systemhausgeschäft, dessen Erlöse zwischen Juli und September um knapp 60 Prozent zulegten.
- **Gewinn überproportional erhöht:** Die Umsatzausweitung ging im dritten Quartal mit einer deutlich überproportionalen Gewinnsteigerung einher, das Quartals-EBT wurde auf 1,1 Mio. Euro mehr als versechsfacht, das Nettoergebnis drehte von -24 Tsd. Euro im Vorjahr auf 0,66 Mio. Euro.
- **Negativer Cashflow:** Da das Ergebnis kräftig von nicht liquiditätswirksamen Effekten profitierte, konnte die Cashflow-Entwicklung mit dem Gewinn nicht Schritt halten. Der Geschäftsmodellwechsel bedingte zudem binnen Jahresfrist eine deutliche Erhöhung des Umlaufvermögens, weswegen der operative Cashflow per Saldo mit -7,2 Mio. Euro ins Minus rutschte.
- **Gewinnprognose und Kaufurteil bestätigt:** Insgesamt bestätigen die Zahlen des dritten Quartals den bisherigen Trend, weswegen das Management seine Gewinnprognose und wir unser Kaufurteil bekräftigt haben.

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	195,6	191,7	127,0	152,4	CAGR Umsatz 10-13 (e)	-8,0%
Umsatzwachstum	19,8%	-2,0%	-33,8%	20,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	32,7%
EBIT (Mio. Euro)	2,8	11,9	7,6	6,4	CAGR EpS 10-13 (e)	-
EBIT-Marge	1,4%	6,2%	6,0%	4,2%		
EpS	-0,03	0,44	0,32	0,26	Enterprise Value (Mio. Euro)	98,1
Dividende je Aktie	0,10	0,20	0,30	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	32,8
KUV	0,39	0,40	0,60	0,50	EV / Umsatz 12 (e)	0,8
KGV	-	11,3	15,5	19,2	EV / EBIT 12 (e)	13,0
Dividendenrendite	2,0%	4,0%	6,1%	6,1%	Kurs / Buchwert	2,3

Kaufen (unverändert)

Kursziel 10,87 Euro
Aktueller Kurs 4,95 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,00	5,34	5,489
Tief (Euro)	4,781	4,71	4,03
Performance	+1,3%	-4,3%	+0,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	21.261	26.757	35.540

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	76,5 Mio. Euro
Free Float	43,8 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Wachstum fortgesetzt

Im dritten Quartal haben sich bei Mensch und Maschine die Trends des Frühsummers fortgesetzt. Sowohl im Geschäft mit der M+M Software als auch in dem neuen Segment Systemhaus konnte das Unternehmen im Vorjahresvergleich deutlich zulegen, um 11,6 resp. 59,7 Prozent. Dadurch blieb der Konzernumsatz des dritten Quartals trotz des Verkaufs der früher mit Abstand umsatzstärksten Sparte Distribution mit 31,5 Mio. Euro nur noch um 32 Prozent unter dem Vorjahreswert – im ersten Quartal hatte die Abweichung noch über 50 Prozent betragen. Bezogen auf die Summe der ersten neun Monate liegt der Zuwachs der fortgeführten Segmente damit bei 32,9 (Systemhaus) und 13,5 Prozent.

Geschäftszahlen	9 M 2011	9 M 2012	
Umsatz	154,73	88,30	-42,9%
- Systemhaus	48,49	64,44	32,9%
- M+M Software	21,02	23,86	13,5%
Rohertrag	53,29	46,00	-13,7%
- Systemhaus	19,94	24,44	22,6%
- M+M Software	18,90	21,56	14,1%
EBITDA	6,22	7,14	14,8%
- Systemhaus	1,37	3,56	160,1%
- M+M Software	2,78	3,57	28,5%
EBIT	3,68	4,49	21,7%
- Systemhaus	-0,23	1,28	-
- M+M Software	2,43	3,21	32,0%
EBT	2,40	4,05	68,8%
Periodenergebnis	1,36	2,55	86,7%

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

Systemhaus mit Sonderkonjunktur

Die sehr dynamische Expansion des Systemhausgeschäfts im dritten Quartal war unter anderem der zum 1. August in Kraft getretenen Preiserhöhung durch den Partner Autodesk geschuldet, die im Vorfeld eine verstärkte Nachfrage nach Wartungsverträgen noch zu alten Konditionen ausgelöst hat. Zusammen mit der plangemäßen Auflösung von Rückstellungen, die bereits letztes Jahr zur Abbildung der zu erwartenden Kosten des Geschäftsmodellwechsels gebildet worden waren und die das Segmentergebnis im bisherigen Jahresverlauf um einen mittleren Millionenbetrag entlastet haben, konnte in der Sparte in den ersten neun Monaten ein EBITDA von 3,6 Mio. Euro ausgewiesen werden. Hiervon entfielen 1,9 Mio. Euro allein auf das dritte Quartal. Dass dieses Ergebnis aber zu einem beträchtlichen Teil der Auflösung von Rückstellungen zu verdanken ist, verdeutlicht die Cashflow-Entwicklung. So ist der operative Cashflow, der zusätzlich von dem im Vorjahresvergleich als Folge des Geschäftsmodellwechsels erhöhten

Umlaufvermögen belastet wurde, in den ersten neun Monaten mit 7,2 Mio. Euro ins Minus gerutscht.

M+M Software mit Ergebnisrückgang

Schwächer als zuletzt hat sich zudem in den Sommermonaten das Software-Segment entwickelt, dessen Ergebnisbeitrag nach dem sehr starken ersten Halbjahr im dritten Quartal rückläufig war. Im Vorjahresvergleich reduzierte sich hier das EBITDA um knapp 7 Prozent auf 0,48 Mio. Euro. Die EBITDA-Marge, zwischen Juli und September ohnehin saisonal schwächer, reduzierte sich infolgedessen auch im Vorjahresvergleich um 1,3 Prozentpunkte auf 6,5 Prozent. Doch kumuliert über die ersten drei Quartale zeigt auch das Software-Geschäft eine erfreuliche Wachstumsdynamik mit einem in Summe überproportional steigenden Ergebnis.

Ausblick

Ergebnisprognose bestätigt

Ob es sich bei der Schwäche des Software-Geschäfts um einen etwas stärker ausgefallenen saisonalen Effekt oder um einen Vorboten einer konjunkturell schwächeren Phase handelt, bleibt noch abzuwarten. Allerdings zeigt auch die Unternehmensleitung eine erhöhte Vorsicht und kündigte ein strafferes Kostenmanagement an, das sich vor allem in einer leichten Reduktion des im Zuge des Geschäftsmodellwechsels erhöhten Personalbestandes niederschlagen dürfte. Darüber hinaus soll das Akquisitionstempo weiter gedrosselt und dieses Jahr keine weitere Übernahme getätigt werden. Damit dürfte die bisherige Umsatzprognose, deren Erreichung einen Umsatz im vierten Quartal von über 46 Mio. Euro erfordern würde, nicht mehr realisierbar sein. Demgegenüber wurde die Ergebnisprognose, namentlich ein EBITDA von 11,5 Mio. Euro und ein Nettogewinn von 5 Mio. Euro, erneut bestätigt. Zum einen liegt es daran, dass durch den Verzicht auf Übernahmen zunächst auch Transaktions- und Integrationsaufwand unterbleibt. Zum anderen profitiert Mensch und Maschine auch von den hohen Rückstellungen, die letztes Jahr im Hinblick auf die zu erwartenden Kosten des Geschäftsmodellwechsels gebildet wurden und die dem Unternehmen nun einen gewissen Spielraum bei der Ergebnisgestaltung eröffnen. Dasselbe gilt für die im ersten Quartal 2013 fällige erste Rate des variablen Kaufpreises für das Distributionsgeschäft, von der Mensch und Maschine nach aktueller Planung schon im vierten Quartal 3 Mio. Euro ertragswirksam buchen und eine weitere Mio. Euro zurückstellen wird.

Schätzungen modifiziert

Vor diesem Hintergrund sehen wir für unsere diesjährige Gewinnsschätzung ebenfalls keine Änderungsnotwendigkeit. Demgegenüber reduzieren wir unsere Umsatzschätzung auf 127 Mio. Euro. Auch die Margenschätzungen für das nächste Jahr haben wir etwas abgesenkt, weil der laufende Umbau des Geschäftsmodells nun wahrscheinlich mit einer konjunkturell schwächeren Phase

zusammenfällt, was zudem ab 2013 nicht mehr in dem bisherigen Umfang durch die Auflösung von Rückstellungen aufgefangen werden kann. Auch darüber hinaus scheint der Umbau des Geschäftsmodells etwas länger als von uns zunächst erwartet zu dauern, aus Vorsichtsüberlegungen haben wir deswegen den Entwicklungspfad für die unterstellte Marge etwas defensiver gestaltet. In Summe kalkulieren wir für die nächsten acht Jahre mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Erlöse (Mio. Euro)	127,0	152,4	179,8	195,8	212,3	229,3	245,3	261,3
Erlöswachstum		20,0%	18,0%	8,9%	8,4%	8,0%	7,0%	6,5%
Nettorendite	3,9%	2,6%	3,3%	3,8%	4,9%	5,5%	6,0%	6,5%
Gewinn (Mio. Euro)	4,94	3,98	5,94	7,53	10,31	12,59	14,72	16,98
Gewinnwachstum		-19,5	49,3%	26,7%	36,9%	22,1%	16,9%	15,4%

**Fairer Wert jetzt 10,87
Euro je Aktie**

Für die Zeit nach 2019 kalkulieren wir unverändert mit einem „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent. Auch die Annahmen hinsichtlich des unterstellten Eigenkapitalkostensatzes bleiben unverändert (Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere von 2,5 Prozent, Risikoprämie für Aktien von 5,3 Prozent und Betafaktor von 1,3), so dass wir weiterhin mit einem Satz von 9,4 Prozent diskontieren. Daraus ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 173,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 10,87 Euro, wobei wir hierfür in Erwartung der geplanten Übernahmen die Aktienzahl innerhalb des Modells um ca. 0,5 Mio. Stück erhöht haben.

Sensitivitätsanalyse

Wie die nachfolgende Sensitivitätsanalyse zeigt, bleibt es auch bei der Wahl deutlich restriktiverer Werte für die Parameter Diskontierungszins und ewiges Ertragswachstum bei dem Befund einer klaren Unterbewertung. Der faire Wert variiert zwischen 8,66 Euro und 14,69 Euro.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	11,44 EUR	12,08 EUR	12,81 EUR	13,67 EUR	14,69 EUR
	8,9%	10,61 EUR	11,15 EUR	11,77 EUR	12,48 EUR	13,31 EUR
	9,4%	9,88 EUR	10,34 EUR	10,87 EUR	11,46 EUR	12,16 EUR
	9,9%	9,24 EUR	9,63 EUR	10,08 EUR	10,59 EUR	11,17 EUR
	10,4%	8,66 EUR	9,01 EUR	9,39 EUR	9,83 EUR	10,32 EUR

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“**Fazit**

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal erneut eine deutliche Umsatzsteigerung (in den fortgeführten Segmenten) erzielt und damit die bisherige Entwicklung fortgesetzt. Auch der Gewinn liegt nach neun Monaten deutlich über dem Vorjahreswert. Zuletzt hat sich vor allem der Ergebnisbeitrag des Systemhaus-Geschäfts massiv erhöht, der allerdings zum Teil auch durch eine Auflösung von Rückstellungen ermöglicht worden ist. Angesichts der zunehmenden konjunkturellen Verunsicherung zeigt sich das Management nun etwas vorsichtiger und will insbesondere die eigentlich geplanten Zukäufe zum Ausbau der Systemhaussparte erst im kommenden Jahr realisieren. Die Richtung stimmt, doch das Tempo wird geringer. In Summe ist das Gesamtbild aber nach wie vor überzeugend, wir sehen den fairen Wert bei 10,87 Euro und bestätigen unser Kaufurteil.

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 drei 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>
26.07.2012	5,19 Euro	Kaufen
23.05.2012	4,99 Euro	Kaufen
30.03.2012	4,94 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