

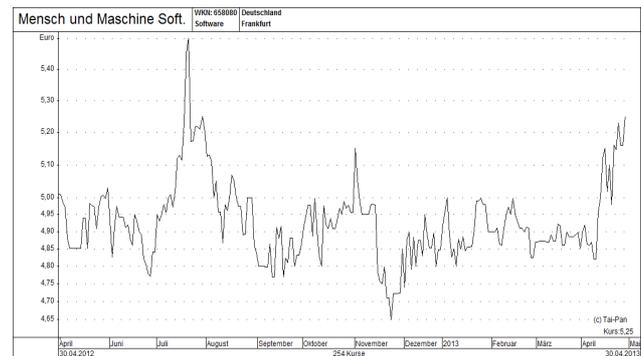
## Mensch und Maschine SE

### Zusammenfassung

- **Kräftiges Umsatzplus:** Im ersten Quartal konnte Mensch und Maschine ein starkes Wachstum in beiden Segmenten verzeichnen und den Konzernumsatz um 26,8 Prozent auf 37,5 Mio. Euro steigern.
- **Systemhaus mit deutlichen Fortschritten:** Sehr erfreulich hat sich das Systemhaus-Segment entwickelt, das mit seiner operativen Gewinnsteigerung den plangemäß reduzierten Beitrag aus den variablen Kaufpreisen (Verkauf des Distributionsgeschäfts) fast komplett kompensieren konnte.
- **Konzernergebnis leicht erhöht:** Zusammen mit der Gewinnsteigerung des Softwaresegments, der Verbesserung des Finanzergebnisses und der reduzierten Steuerbelastung sorgte dies für einen um 4,3 Prozent erhöhten Quartalsüberschuss.
- **Cashflow wieder positiv:** Der operative Cashflow, der noch letztes Jahr unter dem Umbau des Geschäftsmodells gelitten hatte, war im ersten Quartal 2013 wieder deutlich positiv.
- **Schätzungen und Urteil bestätigt:** Vor dem Hintergrund der guten Entwicklung sehen wir unsere Einschätzung bestätigt und bekräftigen unser Kaufurteil. Das Kursziel liegt bei 9,32 Euro.

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **9,32 Euro**  
**Aktueller Kurs** **5,25 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,30	5,30	5,489
Tief (Euro)	4,771	4,76	4,565
Performance	+7,3%	+5,0%	+4,7%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	27.681	31.293	29.838

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	15,5 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	81,4 Mio. Euro
Free Float	43,7 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr	2011	2012	2013e	2014e		
Umsatz (Mio. Euro)	97,0	118,8	135,0	155,3	CAGR Umsatz 11-14 (e)	17,0%
Umsatzwachstum	-50,4%	22,5%	13,6%	15,0%	CAGR EBIT 11-14 (e)	24,9%
EBIT (Mio. Euro)	3,4	6,2	5,9	6,7	CAGR EpS 11-14 (e)	-15,3%
EBIT-Marge	3,5%	5,2%	4,4%	4,3%		
EpS	0,44	0,23	0,24	0,27	Enterprise Value (Mio. Euro)	106,5
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,20	Buchwert (Mio. Euro)	34,9
KUV	0,84	0,69	0,60	0,52	EV / Umsatz 13 (e)	0,8
KGV	12,0	22,5	22,2	19,7	EV / EBIT 13 (e)	18,0
Dividendenrendite	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	Kurs / Buchwert	2,3

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Starker Jahresauftakt

Der Spezialist für CAD- und CAM-Software hat einen guten Start ins neue Jahr erwircht. Durch ein starkes Wachstum in beiden Segmenten erhöhte sich der Konzernumsatz um 26,8 Prozent auf 37,5 Mio. Euro. Den größten Wachstumsbeitrag leistete das Systemhaussegment, dessen Erlöse um fast ein Drittel (32,4 Prozent) zulegten. Hiervon entfielen ca. 12 Prozentpunkte auf die Akquisition von kleineren Systemhäusern in Italien, Frankreich und Deutschland, der Großteil wurde damit organisch erwirtschaftet. Das Systemhausgeschäft profitierte dabei auch von einer Sonderkonjunktur, da eine angekündigte und inzwischen vollzogene Preiserhöhung bei Autodesk für einzelne Produkte für Vorzieheffekte beim Abschluss von Wartungsverträgen sorgte. Die damit verbundene Erhöhung des Handelsanteils (sprich: Autodesk-Lizenzen) trug zu einem überproportionalen Anstieg des Materialaufwands (im Systemhaus um 41,8 Prozent) bei und wirkte sich damit dämpfend auf den Segment-Rohhertrag aus, der sich dadurch nur unterproportional zum Umsatz um 17,5 Prozent auf 9,7 Mio. Euro erhöhte. Konzernweit verbesserte sich der Rohhertrag um 16,3 Prozent auf 18,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Rohmarge von 48,6 Prozent.

Geschäftszahlen	Q1 2012	Q1 2013	
<b>Umsatz</b>	<b>29,54</b>	<b>37,45</b>	26,8%
- Systemhaus	21,37	28,29	32,4%
- M+M Software	8,16	9,16	12,2%
<b>Rohhertrag</b>	<b>15,65</b>	<b>18,21</b>	16,3%
- Systemhaus	8,22	9,66	17,5%
- M+M Software	7,43	8,55	15,1%
<b>Sonst betr. Erträge</b>	<b>2,97</b>	<b>1,86</b>	-37,3%
<b>EBITDA</b>	<b>3,34</b>	<b>3,25</b>	-2,5%
- Systemhaus	1,63	1,14	-30,2%
- M+M Software	1,72	2,12	23,4%
<b>EBIT</b>	<b>2,51</b>	<b>2,33</b>	-7,3%
- Systemhaus	0,91	0,37	-59,2%
- M+M Software	1,60	1,96	22,7%
<b>EBT</b>	<b>2,14</b>	<b>2,13</b>	-0,6%
<b>Periodenergebnis</b>	<b>1,32</b>	<b>1,37</b>	4,3%

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

### Operativer Gewinnanstieg

Die dynamische Umsatzentwicklung wirkte sich positiv auf den operativen Gewinn aus. Während sich das EBITDA im Softwaresegment um 23,4 Prozent auf 2,1 Mio. Euro ausweitete, reduzierte sich zwar das ausgewiesene EBITDA im Systemhaus um 30,2 Prozent. Doch dahinter verbirgt sich der Rückgang des Ergebnisbeitrags aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts im Herbst 2011, der vor einem Jahr das Segmentergebnis noch um 2 Mio. Euro gestützt hatte und

der sich im ersten Quartal 2013 plangemäß auf 1 Mio. Euro halbiert hat. Dieser Effekt hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die sonstigen betrieblichen Erträge im Vorjahresvergleich um 37 Prozent rückläufig waren. Bereinigt um diesen Einfluss konnte MuM das EBITDA um 69 Prozent erhöhen.

### *Stabiles Periodenergebnis*

Dank des erhöhten Gewinnbeitrags der Softwaresparte blieb die Ergebnisentwicklung auf Konzernebene allerdings auch unbereinigt stabil. Durch eine Verbesserung des Finanzergebnisses erreichte der Vorsteuergewinn mit 2,13 Mio. Euro annähernd das Vorjahresniveau und dank der Optimierung der Steuerlast legte der Periodenüberschuss sogar um 4,3 Prozent auf 1,37 Mio. Euro zu. Verbessert hat sich auch der operative Cashflow, der im Zuge der Geschäftsmodellumstellung im Verlauf des letzten Jahres noch deutlich negativ war und der nun 1,3 Mio. Euro erreichte.

## **Ausblick**

### *Prognose bestätigt und konkretisiert*

Die gute Entwicklung des ersten Quartals hat Mensch und Maschine zum Anlass genommen, die eigene Prognose zu bestätigen und hinsichtlich der erwarteten Erlöse zu konkretisieren. Demnach rechnet das Unternehmen für 2013 mit einem Umsatz von 140 Mio. Euro, oder – falls die angestrebten weiteren zwei Übernahmen durchgeführt werden – von 150 Mio. Euro. Da neu erworbene Unternehmen in der Regel eine Anlaufzeit von ein bis zwei Jahren brauchen, bevor sie sich spürbar positiv im operativen Ergebnis bemerkbar machen, liegt das EBITDA-Ziel unabhängig von den Akquisitionen bei 11 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahr wäre das ein Anstieg um 10 Prozent, wobei MuM zur Erreichung dieses Ziels aber den im Vorjahresvergleich um 5 Mio. Euro geringeren Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf der Distribution kompensieren muss. Mittelfristig hält das Unternehmen an dem Ziel fest, den Umsatz bis 2015 auf 200 Mio. Euro zu steigern und dabei einen Nettoüberschuss von 7,5 Mio. Euro zu erwirtschaften.

### *Schätzungen unverändert*

Wir haben in unserer letzten Studie das laufende Jahr als das Jahr der Wahrheit bezeichnet. Um die Zielsetzungen des Unternehmens wie auch unserer Schätzungen zu erfüllen, muss nämlich das Systemhaus angesichts eines um 5 Mio. Euro geringeren Ergebnisbeitrags aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts erstmalig im größeren Umfang einen operativen Gewinn erwirtschaften. Diesbezüglich hat das Jahr gut angefangen, im ersten Quartal konnten deutliche Fortschritte erzielt werden. Sollte diese Dynamik beibehalten werden, dürften unsere etwas unter der Unternehmensprognose liegenden Schätzungen (Umsatz 135 Mio. Euro, EBITDA 10 Mio. Euro) sogar übertroffen werden. Doch noch halten wir an diesen Ansätzen fest und warten ab, ob die typische Saisonalität (Häufung von Wartungsvertragsabschlüssen und -verlängerungen zu Jahresanfang) und

die Sonderkonjunktur infolge der Preiserhöhung die grundsätzliche Dynamik nicht etwas zu hoch erscheinen lassen. Aus diesen Überlegungen heraus belassen wir unser Schätzmodell unverändert und kalkulieren für die kommenden acht Jahre mit der folgenden Umsatz- und Ergebnisentwicklung:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>135,0</b>	<b>155,3</b>	<b>178,5</b>	<b>194,4</b>	<b>210,8</b>	<b>227,6</b>	<b>243,6</b>	<b>259,4</b>
Erlöswachstum		15,0%	15,0%	8,9%	8,4%	8,0%	7,0%	6,5%
Nettorendite	2,7%	2,7%	3,3%	4,4%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>3,67</b>	<b>4,13</b>	<b>5,87</b>	<b>8,50</b>	<b>10,56</b>	<b>12,48</b>	<b>14,61</b>	<b>15,56</b>
Gewinnwachstum	1,4%	12,6%	42,0%	44,8%	24,3%	18,1%	17,1%	6,5%

### Fairer Wert jetzt 9,32 Euro je Aktie

Für die Zeit nach 2020 kalkulieren wir unverändert mit einem „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent. Unter Hinzuziehung eines Eigenkapitalkostensatzes von 9,9 Prozent (Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere von 2,5 Prozent, Risikoprämie für Aktien von 5,3 Prozent und Betafaktor von 1,4) ergibt sich daraus ein fairer Unternehmenswert von 144,4 Mio. Euro bzw. von 9,32 Euro je Aktie.

### 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 7,54 Euro und 12,28 Euro.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9%	9,84 EUR	10,33 EUR	10,88 EUR	11,53 EUR	12,28 EUR
	9,4%	9,16 EUR	9,57 EUR	10,05 EUR	10,59 EUR	11,21 EUR
	9,9%	8,55 EUR	8,91 EUR	<b>9,32 EUR</b>	9,77 EUR	10,30 EUR
	10,4%	8,02 EUR	8,33 EUR	8,67 EUR	9,07 EUR	9,51 EUR
	10,9%	7,54 EUR	7,81 EUR	8,11 EUR	8,44 EUR	8,82 EUR

### Fazit

#### Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mensch und Maschine hat für das erste Quartal überzeugende Zahlen vorgelegt. Während das Segment M+M Software den langjährigen Expansionskurs beim Umsatz und Ergebnis weiter fortsetzen konnte, hat das Systemhaus erfreuliche Fortschritte erzielt. Der Spartenumsatz konnte fast um ein Drittel gesteigert und die operative Profitabilität deutlich verbessert werden. Auch wenn der operative Gewinnfortschritt durch die plangemäß reduzierten Ergebnisbeiträge aus den variablen Kaufpreisen, resultierend aus dem Verkauf des Distributionsge-

schäfts, aufgewogen wurde, ist der Trend eindeutig positiv. Der Umbau des Geschäftsmodells scheint zu gelingen, damit erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass Mensch und Maschine die mittelfristige Planung erreichen kann. Und auf dieser Basis bietet die Aktie ein hohes Potenzial, unser Urteil lautet deswegen unverändert „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. Auch wenn wir keinerlei Kenntnisse über etwaige Verkaufsabsichten haben, 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) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH führt Aktien des hier analysierten Unternehmens im Musterdepot eines Börsenbriefs.
- 7) 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).
- 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 Fi-

nanzanalyse 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 vorausgegangen 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>
31.01.2013	5,00 Euro	Kaufen
29.10.2012	4,95 Euro	Kaufen
26.07.2012	5,19 Euro	Kaufen
23.05.2012	4,99 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)