

Mensch und Maschine SE

Zusammenfassung

- **Umsatz gesteigert:** Nach dem sehr starken Jahresauftakt konnte Mensch und Maschine auch im zweiten Quartal den Umsatz um 2 Prozent erhöhen. In Summe der ersten sechs Monate sind die Erlöse um 14,9 Prozent auf 62,3 Mio. Euro gewachsen.
- **Operatives Ergebnis deutlich verbessert:** Korrigiert um den Effekt des plangemäß reduzierten Ergebnisbeitrags aus den variablen Kaufpreisraten (Verkauf des Distributionsgeschäfts) hat sich das operative Ergebnis im ersten Halbjahr um 187 Prozent verbessert.
- **Nettoergebnis gesunken:** Die erzielten Profitabilitätsfortschritte waren allerdings noch nicht ausreichend, um den Sondereffekt gänzlich zu kompensieren. Deswegen liegen das EBITDA, das EBIT und das Halbjahresergebnis noch um 10 bis 33 Prozent unter dem Vorjahresstand.
- **Softwaregewinn rückläufig:** Gebremst wurde die Entwicklung durch einen leichten Gewinnrückgang des Softwaresegments im zweiten Quartal, der aber hauptsächlich auf einen außerordentlich hohen Vergleichswert aus dem Vorjahr zurückzuführen ist.
- **Schätzungen und Urteil bestätigt:** Wir haben unsere Schätzungen beibehalten und sehen das Kursziel bei 9,46 Euro.

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)	98,5
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,20	Buchwert (Mio. Euro)	31,8
KUV	0,76	0,62	0,55	0,47	EV / Umsatz 13 (e)	0,7
KGV	10,8	20,3	20,1	17,8	EV / EBIT 13 (e)	16,6
Dividendenrendite	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	Kurs / Buchwert	2,3

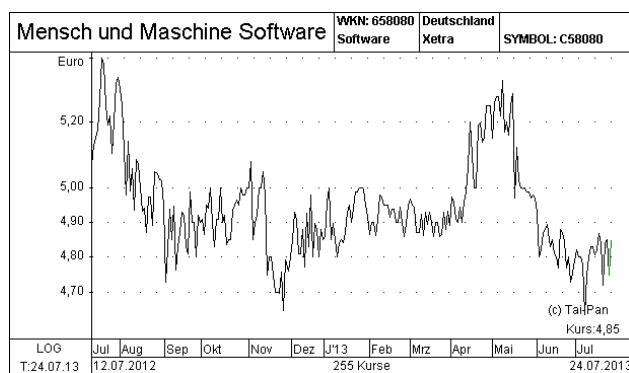
Kauf (unverändert)

Kursziel

9,46 Euro

Aktueller Kurs

4,75 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	4,93	5,39	5,39
Tief (Euro)	4,61	4,61	4,565
Performance	-1,9%	-8,6%	-9,5%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	14.623	22.558	27.651

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	73,6 Mio. Euro
Free Float	43,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Beruhigung im zweiten Quartal

Nach dem rasanten Start in das Jahr brachte das zweite Quartal eine ruhigere Geschäftsentwicklung. Zwischen April und Juni erlöste der Spezialist für CAD- und CAM-Software 27,8 Mio. Euro und damit 2 Prozent mehr als vor einem Jahr. Während das Geschäft mit der eigenen Software um 4,6 Prozent auf 8,7 Mio. Euro zulegte, war die Verbesserung im Systemhaussegment mit lediglich 0,9 Prozent auf 19,1 Mio. Euro schwächer ausgeprägt. Diese Abkühlung war allerdings auch der Sonderkonjunktur des ersten Quartals geschuldet, die durch eine von Autodesk angekündigte Preiserhöhung ausgelöst wurde und für eine starke vorgezogene Nachfrage nach Wartungsverträgen sorgte. In Summe der beiden Quartale wurde dieser Effekt geglättet, der Halbjahresumsatz des Systemhausgeschäfts liegt nach sechs Monaten mit 47,4 Mio. Euro bzw. mit einem Wachstum von 17,6 Prozent im Plan. Das gilt auch für den Konzernumsatz, der mit 65,3 Mio. Euro um 14,9 Prozent über dem Vorjahrswert liegt.

Geschäftszahlen	HJ 2012	HJ 2013	
Umsatz	56,78	65,25	14,9%
- <i>Systemhaus</i>	40,33	47,42	17,6%
- <i>M+M Software</i>	16,45	17,83	8,4%
Rohertrag	30,82	34,19	10,9%
- <i>Systemhaus</i>	15,83	17,52	10,7%
- <i>M+M Software</i>	14,99	16,67	11,2%
Sonst betr. Erträge	5,64	4,13	-26,6%
EBITDA	4,80	4,30	-10,4%
- <i>Systemhaus</i>	1,71	1,04	-39,1%
- <i>M+M Software</i>	3,09	3,25	5,3%
EBIT	3,14	2,43	-22,7%
- <i>Systemhaus</i>	0,29	-0,54	-
- <i>M+M Software</i>	2,85	2,97	4,1%
EBT	2,92	1,96	-32,8%
Periodenergebnis	1,89	1,26	-33,5%

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

Deutliche operative Ergebnisverbesserung

Die im zweiten Quartal erzielte Umsatzausweitung ging mit einer leicht überdurchschnittlichen Erhöhung des Rohertrages einher, der sich auf Konzernebene um 5,4 Prozent auf knapp 16,0 Mio. Euro erhöhte. In Summe des ersten Halbjahrs konnte der Rohertrag damit um 10,9 Prozent auf 34,2 Mio. Euro verbessert werden, gleichbedeutend mit einer Rohmarge von 52,4 Prozent (Vorjahr: 54,3 Prozent). Der im Vorjahresvergleich zu beobachtende leichte Rückgang der Rohmarge ist ebenfalls der Sonderkonjunktur im ersten Quartal geschuldet, weil die verstärkte Nachfrage nach Autodesk-Wartungslizenzen einen vorübergehenden Anstieg des Handelsanteil und damit des Materialaufwands zu Folge hatte.

Doch ungeachtet dieses Effekts konnte das EBITDA operativ deutlich verbessert werden. Mit 4,3 Mio. Euro wurde zwar nominal der Vorjahreswert (4,8 Mio. Euro) unterschritten, doch bereinigt um den planmäßig halbierten (von 4 auf 2 Mio. Euro) Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf des Distributionssegmentes bedeutet der erreichte Wert eine Verbesserung um 187 Prozent.

Softwaresegment im zweiten Quartal schwächer

Eine noch bessere Ergebnisentwicklung wurde durch den etwas schwächeren Gewinn des Softwaresegments im zweiten Quartal verhindert. Während das Sparten-EBITDA noch im ersten Vierteljahr um fast ein Viertel auf 2,1 Mio. Euro gesteigert werden konnte, brachten die folgenden drei Monate trotz des verbesserten Rohertrags einen 17-prozentigen Rückgang auf 1,1 Mio. Euro. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen die Entwicklung vor allem mit der außergewöhnlich starken Vergleichsbasis und verweist auf die insgesamt zufriedenstellende kumulierte Entwicklung des ersten Halbjahrs, in dem das EBITDA des Softwaresegments um 5,3 Prozent auf 3,3 Mio. Euro verbessert werden konnte.

Ausblick

EBITDA-Prognose reduziert

Vor dem Hintergrund der bisherigen Entwicklung hat Mensch und Maschine die eigene Prognose aktualisiert. Beim Umsatz rechnet das Unternehmen nun mit 135 bis 140 Mio. Euro und zeigt sich damit etwas vorsichtiger als bisher (140 Mio. Euro). Auch sollen die noch geplanten Zukäufe für das Systemhaus höchstwahrscheinlich nicht mehr im laufenden, sondern erst im kommenden Jahr durchgeführt werden. Auch die EBITDA-Prognose wurde angepasst, von 11 auf rund 10 Mio. Euro. Nominal würde das EBITDA damit im Vorjahrsvergleich unverändert bleiben. Doch operativ ist das Ziel mit einer Verbesserung um 5 Mio. Euro verbunden, um die der diesjährige Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf der Distribution plangemäß sinkt. Die mittelfristige Planung wurde demgegenüber unverändert gelassen. Demnach strebt MuM weiterhin an, den Umsatz bis 2015 auf 200 Mio. Euro zu steigern und dabei einen Nettoüberschuss von 7,5 Mio. Euro zu erwirtschaften. Darin eingerechnet sind weitere Zukäufe, die entgegen der bisherigen Planung aber höchstwahrscheinlich nicht mehr im laufenden Jahr durchgeführt werden sollen.

Schätzungen unverändert

Da wir bereits in unseren bisherigen Schätzungen Ansätze gewählt hatten, die etwas unterhalb der Unternehmensplanung lagen, sehen wir keine Veranlassung, unsere Annahmen zu revidieren. Mit dem von uns unterstellten Umsatz von 135 Mio. Euro und dem EBITDA-Ziel von 10 Mio. Euro liegen wir nun gleichauf mit der Unternehmensplanung. Insofern hat sich die nach den sehr guten Zahlen des ersten Quartals getroffene Entscheidung, auf eine Anhebung der Schätzungen zu verzichten und die weitere Entwicklung abzuwarten, als richtig erwiesen. Im

Rahmen unseres Modells rechnen wir also unverändert mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre:

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

Fairer Wert jetzt 9,46 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 Befafaktor von 1,4) ergibt sich daraus ein fairer Unternehmenswert von 146,7 Mio. Euro bzw. von 9,46 Euro je Aktie. Die minimale Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist dem Zinseffekt seit dem letzten Update geschuldet.

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 7,67 Euro und 12,46 Euro.

Diskontierungszins	„ewiges“ Wachstum				
	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
8,9%	9,98 EUR	10,48 EUR	11,04 EUR	11,69 EUR	12,46 EUR
9,4%	9,30 EUR	9,72 EUR	10,20 EUR	10,75 EUR	11,38 EUR
9,9%	8,69 EUR	9,05 EUR	9,46 EUR	9,93 EUR	10,46 EUR
10,4%	8,15 EUR	8,47 EUR	8,82 EUR	9,22 EUR	9,67 EUR
10,9%	7,67 EUR	7,94 EUR	8,25 EUR	8,59 EUR	8,98 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mensch und Maschine konnte im zweiten Quartal erwartungsgemäß die Dynamik von Jahresanfang nicht beibehalten, hat aber in Summe zufriedenstellende Halbjahreszahlen vorgelegt. Auch wenn das Unternehmen seine EBITDA-Prognose geringfügig reduziert hat, befindet es sich nach unserer Einschätzung weiter auf Kurs. Dies zeigt insbesondere der Blick auf das bereinigte EBITDA, das korrigiert um den Effekt der plangemäß reduzierten Ergebnisbeiträge aus den variablen Kaufpreisraten aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts um 187 Prozent zugelegt hat. Unter dem Strich konnte der Effekt zwar noch nicht

kompensiert werden, doch das soll bis zum Jahresende gelingen. Auf Basis der Erwartung, dass die Expansion und die Profitabilitätsverbesserung des Systemhausgeschäfts weiter plangemäß voranschreiten, sehen wir den fairen Wert bei 9,46 Euro und damit Verdopplungspotenzial für die Aktie. 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 Studienherstellung 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 vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
03.05.2013	5,25 Euro	Kaufen
31.01.2013	5,00 Euro	Kaufen
29.10.2012	4,95 Euro	Kaufen
26.07.2012	5,19 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. Bezuglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen 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