

## Mensch und Maschine SE

### Stärken und Chancen

- **Bewährtes Geschäftsmodell:** Durch die Kombination aus dem volumenstarken Handelsgeschäft und marginträchtigen Eigenprodukten erreicht Mensch und Maschine eine sehr breite Marktpräsenz bei gleichzeitiger qualitativer Abgrenzung zum Wettbewerb. Auch regional und hinsichtlich der Kundenherkunft besteht eine erfreulich breite Diversifikation.
- **Attraktiver Markt:** Der von den Bayern adressierte Markt gehört zu den dynamischsten Segmenten des IT-Sektors. Hierfür sorgen zum einen die steigende Bedeutung des Produktdesigns in immer mehr Bereichen und gleichzeitig die zunehmende Durchdringung der jungen Märkte Osteuropas und Asiens. Im Fahrwasser des Weltmarktführers Autodesk dürfte Mensch und Maschine hiervon überproportional profitieren.
- **Deutliche Unterbewertung:** Aus unserem Schätzmodell resultiert ein fairer Wert von 9,62 Euro je Aktie und damit ein Aufwärtspotenzial von rund 90 Prozent. Auch die hohe und steuerfreie Dividendenrendite von 5 Prozent signalisiert eine deutliche Unterbewertung.

### Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit von einem Lieferanten:** Die Fokussierung auf Autodesk ist auch mit zusätzlichen Risiken verbunden. Änderungen der Geschäftspolitik oder Produktprobleme des Marktführers würden sich auch bei MuM niederschlagen.
- **Margendruck:** Die geringe Rohmarge im Handelsgeschäft lässt nur wenig Spielraum. Bislang konnte dies durch interne Effizienzverbesserungen aufgefangen werden.

## Kaufen (unverändert)

**Aktueller Kurs** 5,00 Euro

### Stammdaten

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| ISIN                  | DE0006580806     |
| Branche               | Software         |
| Sitz der Gesellschaft | Wessling         |
| Internet              | www.mum.de       |
| Ausstehende Aktien    | 13,58 Mio. Stück |
| Marktsegment          | Prime Standard   |
| Marktkapitalisierung  | 67,9 Mio. Euro   |
| Free Float            | ca. 50,4%        |

### Kursentwicklung



|                         |                       |
|-------------------------|-----------------------|
| Hoch / Tief (12 Monate) | 6,97 Euro / 4,60 Euro |
| Performance (12 Monate) | -15,7 %               |
| Ø-Umsatz (30 Tage)      | ca. 43 Tsd. Euro      |

### Kennzahlen

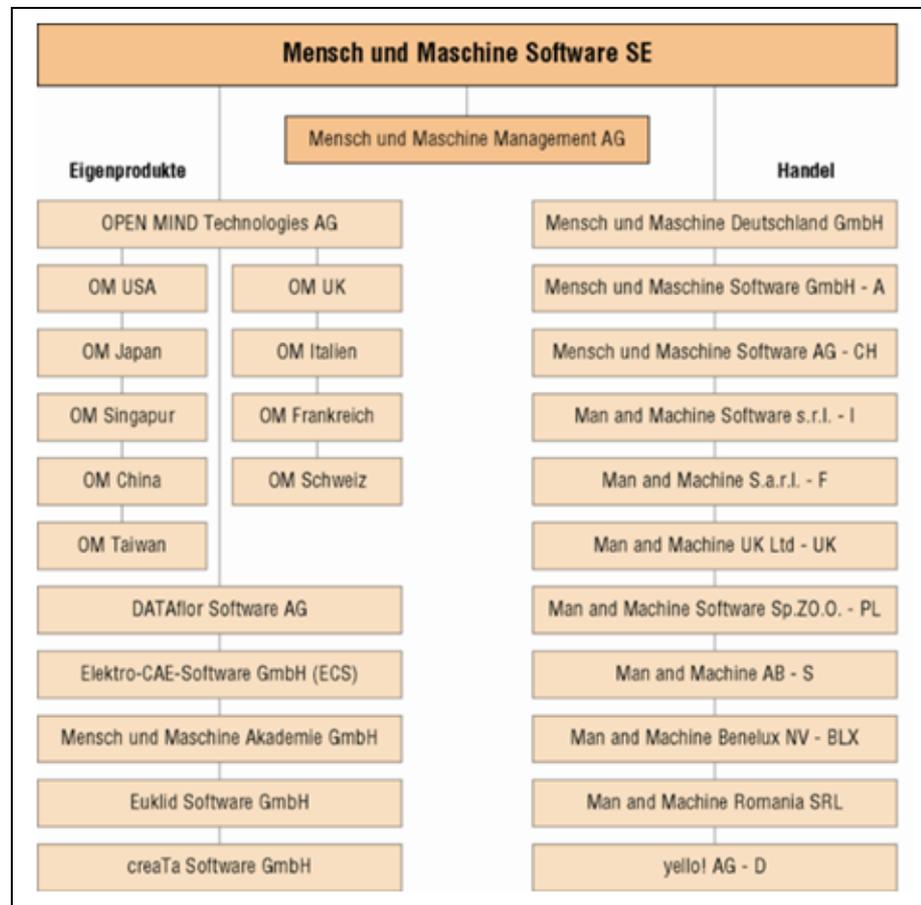
| Geschäftsjahr             | 2006  | 2007  | 2008(e) | 2009(e) |
|---------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Umsatzerlöse (Mio. Euro)  | 170,3 | 212,9 | 245,2   | 262,4   |
| EpS (EUR)**               | 0,22  | 0,44  | 0,58    | 0,70    |
| Dividende / Aktie (Euro)* | 0,15  | 0,20  | 0,25    | 0,30    |
| KUV                       | 0,40  | 0,32  | 0,28    | 0,26    |
| KGV                       | 22,4  | 11,3  | 8,7     | 7,2     |
| Dividendenrendite         | 3,0%  | 4,0%  | 5,0%    | 6,0%    |

\*steuerfrei; \*\*einheitlich mit 13,58 Mio. Aktien,

## Unternehmensprofil

### Etablierter CAD/CAM-Anbieter

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist seit ihrer Gründung im Jahr 1984 als Anbieter von CAD- und CAM-Software tätig (die Abkürzung steht für Computer Aided Design und Computer Aided Manufacturing). Dabei vertreibt das im bayerischen Wessling ansässige Unternehmen sowohl eigene Produkte als auch die Programme des aus den USA stammenden CAD-Weltmarktführers Autodesk. Der regionale Fokus liegt auf Europa, wo der Konzern in insgesamt 16 Ländern präsent ist und wo er gerade im Autodesk-Geschäft die klare Marktführerschaft für sich beansprucht. Darüber hinaus werden Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan und Singapur unterhalten. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert und wird im Prime Standard gehandelt.



Quelle: MuM

### Klare Holdingsstruktur

Die Muttergesellschaft des MuM-Konzerns wird seit fast zwei Jahren in Form einer Societas Europea (SE), der so genannten „Europa AG“, geführt. Durch die Möglichkeit, dass ein und dieselbe Person sowohl Mitglied des Verwaltungsrates (entspricht dem Aufsichtsrat der AG) als auch des Direktoriums (entspricht dem

Vorstand) sein kann, ist diese Rechtsform ideal für eignergeführte Unternehmen, in denen die oberste Managementebene gleichzeitig zu den Großaktionären zählt. Dementsprechend ist der Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzende Adi Drotleff, der derzeit 43,5 Prozent der Aktien hält, Mitglied beider Gremien der SE. Unterhalb der Konzernmutter, die ausschließlich als eine Finanzholding fungiert, ist die Mensch und Maschine Management AG angesiedelt, die für die übrigen Gesellschaften die konzerntypischen Management- und Serviceaufgaben übernimmt. Das operative Geschäft wird demgegenüber von über 20 aktiven Tochtergesellschaften betrieben, die sich auf die beiden Segmente Handel und Eigenprodukte aufteilen und zusammen mit der Managementholding 395 Mitarbeiter (Stand 30.06.) beschäftigen. Bei den meisten Töchtern handelt es sich um 100-prozentige Beteiligungen, lediglich in vier Fällen sind noch weitere Minderheitsaktionäre mit an Bord.

### *Autodesk-Geschäft*

Die Mehrheit der direkten Konzerntöchter wird in dem Segment „Handel“ konsolidiert und ist demnach im angestammten Kerngeschäft des Konzerns, der Distribution der Autodesk-Software, tätig. Sie fungieren dabei als Value Added Distributor (VAD) und beschränken sich auf den indirekten Vertrieb über ein europaweites Netz von rund 1.000 Vertragshändlern. Insgesamt zählen inzwischen mehr als 50.000 Unternehmen aus vielen unterschiedlichen Branchen zum Kundenkreis der Bayern, angefangen von kleinen Architekturbüros bis zu führenden Automobil- und Maschinenbaukonzernen. Die Anzahl der bisher insgesamt verkauften Arbeitsplatzlizenzen liegt mit 500.000 dementsprechend um ein Vielfaches über der Kundenzahl. Eine Sonderstellung innerhalb der Handelssparte nimmt die knapp 84-prozentige Beteiligung yello! digital production tools AG ein, die sich anders als die übrigen Handelsgesellschaften, die mit dem gleichen CAD-Produktprogramm jeweils andere europäische Länder bearbeiten, auf den Nischenmarkt für 3D-Animations- und Visualisierungssoftware von Autodesk konzentriert.

### *Expansion nach Osteuropa*

Den jüngsten Zuwachs der Handelssparte stellt Man and Machine Romania SRL dar, eine Vertriebsgesellschaft in Rumänien. Nachdem im Februar der Geschäftsbetrieb und die Mitarbeiter des bisherigen rumänischen Autodesk-Distributors A&C übernommen und in die neue MuM-Tochter eingebracht wurden, verfügt diese nun über eine alleinige Autodesk-Vertriebslizenz für das Balkanland. Aufgrund dessen und der auf dem rumänischen Markt noch bestehenden Nachholpotenziale rechnet MuM damit, dass der neue Ableger bereits im laufenden Jahr rund 8 Mio. Euro zum Konzernumsatz beitragen wird, bei einer innerhalb des Handelssegments überdurchschnittlichen EBIT-Marge von bis zu 7,5 Prozent. Auch für die Folgejahre wird mit einer starken Entwicklung gerechnet, schließlich gehört das neue EU-Mitglied Rumänien mit Wachstumsraten von zuletzt 8,2 Prozent (erstes Quartal 2008) zu den dynamischsten Volkswirtschaften Europas (Quelle: bfai). Einen wichtigen Beitrag hierzu leistet die

Bauwirtschaft, nach wie vor ein wichtiger Nachfragesektor für die CAD-Software, die ihre Leistung sowohl letztes Jahr als auch im ersten Vierteljahr um über 30 Prozent steigern konnte.

### *Eigenprodukte*

Um trotz der starken Stellung als europaweiter Distributor die einseitige Ausrichtung auf Autodesk zu reduzieren, hat MuM seit 2001 eine eigene Technologieoffensive lanciert. Dabei wurden sowohl eigene, auf Autodesk aufbauende Zusatz- und Branchenmodule entwickelt, als auch mehrere Softwareentwickler mit komplementären Produkten akquiriert. Dadurch konnte der Anteil der Umsätze mit eigenen Erzeugnissen auf inzwischen rund 12 Prozent erhöht werden (Stand 30.06.). Zum Rohertrag tragen sie aufgrund der hier deutlich höheren Margen sogar 44 Prozent bei.

### *Branchenlösungen*

Ein Teil dieses Segments entfällt auf zwei Branchenlösungen für den Garten- und Landschaftsbau und für Elektrokonstruktionen, die von den Töchtern Dataflor und ECS entwickelt und vertrieben werden. Der Anwendungsschwerpunkt der ECS-Software Ecscad liegt bei großen Elektroprojekten wie Eisenbahnen, Energieversorgungssystemen oder Fernsehstationen. Anders als viele herkömmliche CAD-Produkte ist die Software exakt auf die Abbildung der extrem komplexen elektrischen Schaltpläne solcher Projekte zugeschnitten. Aus dieser Einzigartigkeit heraus wird dieses auf dem Autodesk-Standard aufbauende und bereits rund 20.000-mal installierte Produkt auch außerhalb des europäischen Vertragsgebietes in den USA und in Asien vertrieben. Ebenso hochspezialisiert ist die von Dataflor vertriebene Lösung. Sie ermöglicht Landschaftsarchitekten und Gartencentern sowohl die graphische als auch die kaufmännische Planung von Grünanlagen. In dieser kleinen Marktnische ist Dataflor nach eigenen Angaben bereits seit 1982 tätig und mit großem Abstand führend. Zusammen haben diese beiden Töchter 24 Prozent zum letztjährigen Rohertrag der Sparte Eigenprodukte beigetragen.

### *CADerschwinglich*

Eine eigenentwickelte und bereits seit 1988 vertriebene Produkterweiterung stellt die Serie CADerschwinglich dar. Sie umfasst große Symbol- und Zeichenelementbibliotheken, die dem Anwender das Konstruieren mit der Autodesk-Software erleichtern. Darüber hinaus enthält die Reihe auch Bedieneroberflächen und günstige Branchenlösungen. Aufgrund der niedrigen Preise sind diese Produkte die meistverkauften des gesamten Konzerns. Allein die Bibliotheken, die mit 60 Euro das untere Ende der Preisskala bilden, sind bereits 200.000-mal veräußert worden. Auch wenn aufgrund der niedrigen Preisbasis der damit erwirtschaftete Rohertrag lediglich ein Prozent der gesamten Sparte ausmacht, erzielt MuM damit einen enormen Bekanntheits- und Differenzierungseffekt, von dem sowohl die übrigen Eigenprodukte als auch das konzernweite Handelsgeschäft profitieren.

### *CAM Geschäft*

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments Eigenprodukte nimmt aber die 100-prozentige Tochter Open Mind ein. Das Unternehmen ist auf Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr 18 Mio. Euro Erlöst (nach 15 Mio. Euro ein Jahr zuvor). Der Beitrag zum Segment-Rohgewinn belief sich damit auf 70 Prozent, bezogen auf den gesamten Konzern betrug der Anteil knapp 30 Prozent. Das Produkt, das zwischen 10.000 und 100.000 Euro pro Arbeitsplatz kostet und weltweit vertrieben wird, versetzt den Kunden in die Lage, hochkomplexe und äußerst präzise Bohr- und Fräsarbeiten (z.B. mit 5-Achs-Fräsen) in Bruchteilen der üblicherweise dafür benötigten Zeit durchzuführen. Die Abnehmer rekrutieren sich dementsprechend aus den Bereichen Werkzeug- und Formenbau, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Medizintechnik und Schmuckherstellung. Aber auch mehrere Rennställe der Formel 1 greifen auf die Software zurück, um damit die Motoren zu tunen.

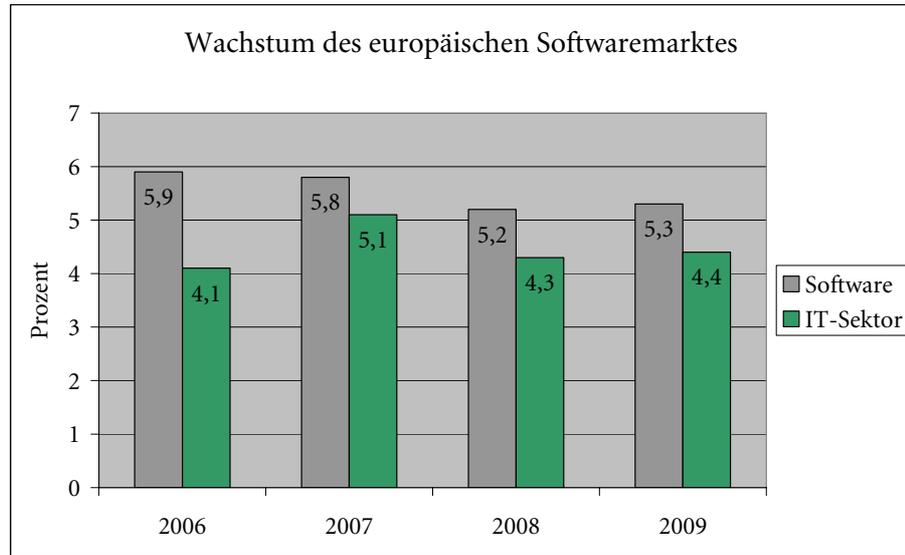
### *Dienstleistungs- und Schulungsangebot*

Abgerundet wird das Angebotsspektrum durch eine kleine Dienstleistungs- und Schulungssparte, die in der Mensch und Maschine Akademie GmbH angesiedelt ist. Hier übernimmt MuM für große Kunden wie die Deutsche Bahn, Porsche oder Siemens die Installation und das Customizing der Software. Darüber hinaus werden auch Schulungen offeriert. So haben im letzten Geschäftsjahr rund 1.250 Teilnehmer das Fortbildungsprogramm von MuM durchlaufen. Der Rohertragsbeitrag der Akademie wird vom Unternehmen auf ca. 3 Prozent des Segmentwertes beziffert.

## **Markt und Strategie**

### *Europäischer Softwaremarkt wachstumsstark*

Das diesjährige Volumen des europäischen Software-Marktes wird von den Experten des EITO (European Information Technology Observatory) auf 58,5 Mrd. Euro geschätzt, knapp 19 Prozent des gesamten IT-Sektors in der EU. Gleichzeitig zählt er zusammen mit den IT-Dienstleistungen zu den wachstumsstärksten Segmenten der Branche und weist regelmäßig Zuwachsraten von über 5 Prozent p.a. aus. So stellt der oben genannte Wert für das laufende Jahr eine Steigerung zum Vorjahr um 5,2 Prozent dar, für das kommende Jahr wird eine weitere Beschleunigung auf 5,3 Prozent und damit ein Anstieg der Branchenerlöse auf 61,6 Mrd. Euro prognostiziert. Demgegenüber liegt die Expansionsrate des gesamten IT-Sektors, die durch den schwächeren Hardwarebereich reduziert wird, bei 4,4 Prozent.



Quelle: EITO, Update März 2008

### CAD-Markt attraktiv

Der Markt für die CAD-Programme stellt nur einen kleinen Ausschnitt der Softwarebranche dar. Je nach Abgrenzung beläuft sich sein Volumen auf 10 (Quelle: Daratech, MuM) bis 11 Mrd. Euro (Dassault Systems), hiervon werden rund 3 Mrd. Euro in Europa, dem Kernmarkt von MuM, umgesetzt. Für die Zukunft rechnen die Anbieter mit unverändert kräftigen Zuwächsen. Als wichtigste Triebfeder wird dabei der technologische Fortschritt angeführt. Nur die erste Stufe stellt hierbei die Ablösung der immer noch weit verbreiteten 2D-Lösungen durch dreidimensionale Produkte dar. Als weitere Entwicklungspfade werden in der Branche der konsequente Ausbau der Konstruktionstools zu umfassenden Produktlebenszyklusplanungsinstrumenten oder die vollständige rechnergestützte Prototypentwicklung gesehen. Allein durch diesen technischen Fortschritt sowie durch die zunehmende Bedeutung des Produktdesigns wird sich auch das Anwendungsfeld auf viele weitere Branchen wie die Konsumgüterindustrie ausdehnen. Gleichzeitig entfacht aber auch das Wachstum in den Schwellenländern, die noch einen Nachholbedarf hinsichtlich der Verbreitung der CAD-Software selbst in den klassischen Nutzungsfeldern wie dem Bauwesen haben, einen enormen Nachfragesog. So hat der Marktführer und MuM-Partner Autodesk im vergangenen Geschäftsjahr (zum 31. Januar) den Umsatz in den Emerging Markets um 40 Prozent gesteigert und somit bereits 17 Prozent seiner Einnahmen außerhalb der etablierten Märkte erwirtschaftet.

### Wichtigste CAD-Hersteller

Insgesamt hat Autodesk im letzten Geschäftsjahr 2,2 Mrd. US-Dollar umgesetzt und damit den Vorjahreswert um 18 Prozent übertroffen. Neben der starken Nachfrage aus Schwellenländern haben hierzu vor allem 3D-Anwendungen beigetragen, deren Verkäufe um 26 Prozent ausgeweitet wurden. Damit konnte Autodesk sogar stärker zulegen als seine schärfsten Wettbewerber Dassault Systeme.

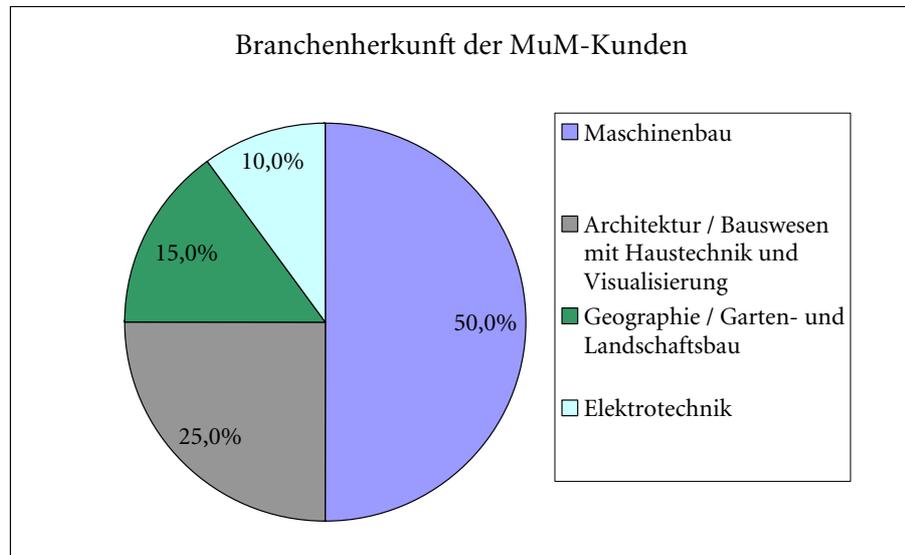
mes aus Frankreich und Parametric Technology Corporation (PTC), die ihre Erlöse um 8,7 Prozent (auf 1,3 Mrd. Euro) bzw. 11 Prozent (0,94 Mrd. US-Dollar) gesteigert haben. Seit der im Mai 2007 abgeschlossenen, 2,7 Mrd. Euro schweren Übernahme von UGS (früher Unigraphics) aus Texas, eines nach eigener Aussage führenden Anbieters von Product Lifecycle Management-Software, zählt auch Siemens zu den Autodesk-Konkurrenten.

### *Im Windschatten des Marktführers*

Von den weltweiten Umsätzen von Autodesk entfielen im letzten Geschäftsjahr rund 40 Prozent auf Europa (inkl. Naher Osten und Afrika), drei Prozentpunkte mehr als ein Jahr zuvor. Insgesamt konnte Autodesk seine Verkäufe diesseits des Atlantiks um 27 Prozent und damit deutlich stärker als im globalen Durchschnitt steigern, wobei ein Teil dieses Zuwachses auf Währungseffekte zurückzuführen ist. Die höchste Nachfragedynamik auf dem Kontinent entfalten die Länder Ost- und Südosteuropas, gefolgt von Großbritannien, Deutschland und Frankreich. Setzt man die europaweiten Erlöse von Autodesk in Relation zu den Umsatzkosten im MuM-Handelssegment, liegt der Anteil der Bayern zwischen 20 und 25 Prozent. Da Autodesk allerdings einen Teil der Verkäufe im Direktvertrieb realisiert, dürfte der MuM-Anteil an der indirekten Autodesk-Distribution in Europa noch darüber liegen. Bezogen auf den gesamten europäischen CAD/CAM-Markt schätzt MuM seine Bedeutung auf rund 7 Prozent, rechnet man auch die Umsätze der von den Bayern belieferten Fachhändler hinzu, dürfte der Marktanteil bei rund 15 Prozent liegen.

### *Breite Kundenbasis*

Während MuM auf der Lieferantenseite eindeutig auf den Marktführer setzt, ist die Kundenbasis stark gestreut. So überschreitet keiner der auf der Fachhändlerebene eingebundenen 1.000 Abnehmer die Marke von 3,5 Prozent der MuM-Erlöse. Auch die hohe Anzahl von 50.000 Endkunden sorgt für eine ausreichende Diversifikation. Darüber hinaus weist auch die Branchenstruktur der Kunden eine breite Streuung auf, was die Anfälligkeit des Geschäfts bezüglich der konjunkturellen Entwicklung einzelner Wirtschaftszweige erheblich reduziert. Der größte Abnehmerkreis stammt aus dem Maschinenbau, gefolgt von den Bereichen Architektur, Haustechnik und Visualisierung. Der geringste Umsatzanteil entfällt auf die Unternehmen der Elektrotechnik, mit denen derzeit rund 10 Prozent des gesamten Geschäftsvolumens abgewickelt werden (siehe Grafik). Ein weiterer Vorteil dieses großen Kundenbestands besteht in den relativ sicher berechenbaren wiederkehrenden Einnahmen aus diversen Upgrades und Wartungsverträgen. Damit erzielt MuM nach eigenen Angaben inzwischen rund ein Drittel der Umsätze.



Quelle: Mensch und Maschine

**Effiziente Vertriebsstruktur**

Da MuM den Großteil seiner Einnahmen mit dem margenschwachen Handelsgeschäft erzielt, stellen effiziente Strukturen und Abläufe die zentrale Voraussetzung für ein nachhaltig profitables Geschäftsmodell dar. Hier konnte die Gesellschaft in den letzten Jahren deutliche Fortschritte erzielen. Neben einer zurückhaltenden Personalpolitik hat vor allem der optimierte EDV-Einsatz neue Effizienzreserven freigelegt. Hierzu gehören sowohl internetgestützte Bestellsysteme für die angeschlossenen Fachhändler als auch für die Endkunden (im niedrigpreisigen Segment, insb. CADerschwinglich) sowie ein effizientes Customer Management System, mit dem die derzeit 150.000 Einträge umfassende Adressdatenbank verwaltet wird. Darüber hinaus werden verstärkt Online-Präsentationen angeboten, mit denen weitere Kundenkreise an die Produkte herangeführt werden können. Nach MuM-Angaben haben auf diesem Wege allein im Laufe des letzten Jahres 3.000 Interessenten 600 Produktvorstellungen verfolgt. Eine weitere Verbesserung der Abläufe verspricht sich das Management von der seit Jahresanfang nun auch bei Autodesk vorhandenen einheitlichen Bestellschnittstelle, womit erstmalig die elektronische Abbildung der gesamten Lieferkette ermöglicht wird. Damit ist eine wichtige Voraussetzung erfüllt, um die ohnehin bereits bei über 60 Prozent liegende Onlinebestellquote weiter zu erhöhen, mit entsprechenden Zeit- und Kosteneinsparungen.

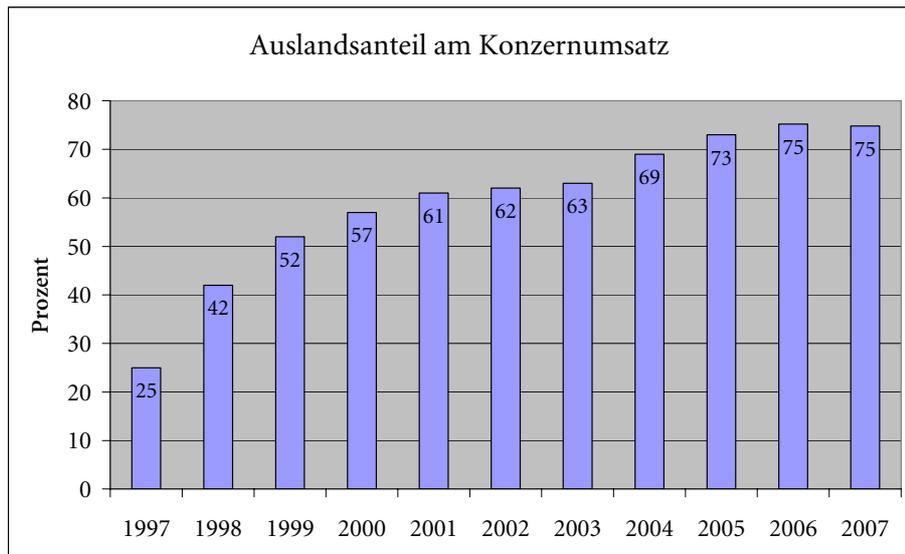
**Ausbalanciertes Geschäftsmodell**

Daneben sorgt aber vor allem das gleichwertige Nebeneinander der beiden Geschäftssparten Handel und Eigenprodukte für die Nachhaltigkeit des Geschäftskonzepts. Während das umsatzträchtige Handelssegment eine sehr breite Marktpräsenz sichert, ermöglichen die Eigenprodukte deutlich bessere Margen von bis zu 25 Prozent auf EBIT-Basis. Auch dienen die eigenen Lösungen als ein wichtiges Differenzierungsmerkmal gegenüber anderen Distributoren. In Sum-

me haben die Bayern letztes Jahr fast 42 Prozent des Rohertrages mit eigenen Produkten erzielt, bei einem Umsatzanteil von 12 Prozent. Um diese Relation aufrechterhalten zu können, investiert MuM hohe Summen in die Produktentwicklung. So beliefen sich die – nicht aktivierten – Aufwendungen für die Pflege und Weiterentwicklung der eigenen Softwareprodukte im letzten Geschäftsjahr auf 7,3 Mio. Euro, rund 16 Prozent der Konzernbetriebskosten. Ein Beleg für die hohe Qualität dieser Arbeit sind die wiederholten Softwareverkäufe an Autodesk. So wurden in den letzten drei Jahren insgesamt drei Produkte aus dem eigenen Portfolio – teilweise inkl. der darauf spezialisierten Gesellschaften – an die Amerikaner verkauft, die diese anschließend in die Standardsoftware integriert haben.

*Fortschreitende Internationalisierung*

Ein ebenso wichtiges Strategieelement von Mensch und Maschine ist die konsequente internationale Ausrichtung. Aufgrund der im Vergleich zum deutschen Markt wesentlich attraktiveren Wachstumsperspektiven expandiert MuM seit Jahren in das europäische Ausland. So erhöhte sich der Beitrag der jenseits der deutschen Grenzen generierten Erlöse zwischen 1997 und 2006 von 25 auf 75 Prozent. Erst im letzten Jahr bewirkte das starke Wirtschaftswachstum hierzulande zum ersten Mal seit vielen Jahren eine Trendumkehr und eine Zunahme der inländischen Erlöse um 26 Prozent. Ihr Anteil an den Gesamteinnahmen erhöhte sich infolgedessen geringfügig auf 26,8 Prozent. Nichtsdestotrotz dürfte sich die Internationalisierungstendenz trendmäßig auch in Zukunft fortsetzen, weisen die ausländischen Märkte und hier insbesondere die Länder des ehemaligen Ostblocks noch deutlich höhere Wachstumsraten auf. So schätzt das MuM-Management, dass die neue rumänische Niederlassung in den nächsten Jahren ihren Umsatz um über 30 Prozent pro Jahr steigern wird.

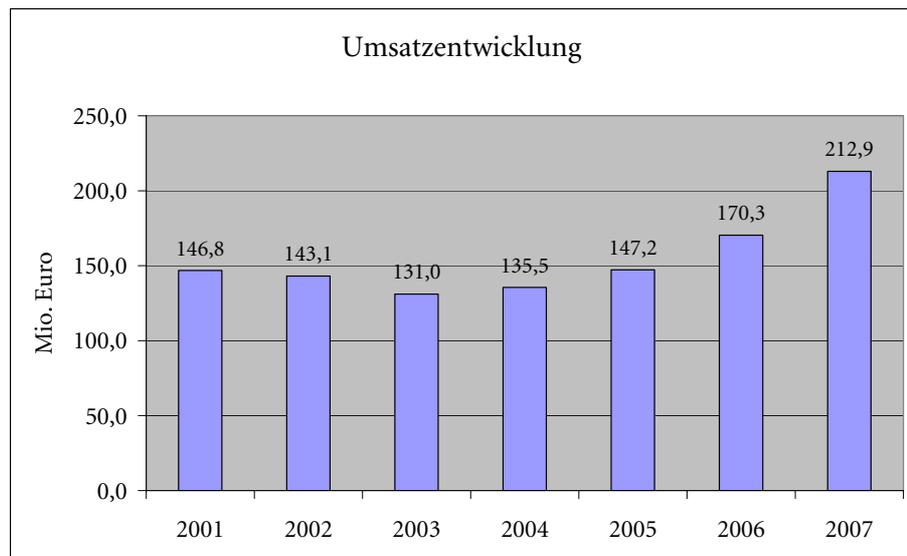


Quelle: Mensch und Maschine

## Geschäftsentwicklung

### Stetiges Wachstum seit 2003

Nachdem der Konzern zu Beginn des Jahrzehnts in Folge des Konjunkturerinbruchs in Deutschland mit erheblichen Einnahmeeinbußen zu kämpfen hatte, konnte seit 2003 der Rückgang der inländischen Erlöse durch das rasch expandierende Auslandsgeschäft mehr als kompensiert werden. Die Umsätze erhöhten sich seitdem von 131,0 auf 212,9 Mio. Euro. Bezogen auf die letzten 10 Jahre hat der Konzern somit ein durchschnittliches Wachstum von 15 Prozent p.a. erzielt.



Quelle: Mensch und Maschine

### Steigende Profitabilität

Gleichzeitig fiel das Gewinnwachstum in den vergangenen Jahren überproportional aus. Nachdem noch bis 2004 ein Verlust ausgewiesen wurde, hat sich der Überschuss zwischen 2005 und 2007 mehr als verzehnfacht. Bemerkenswerterweise ist der Rohertrag in dieser Zeit, bedingt vor allem durch die Veräußerung einiger margenstarker Softwareprodukte an Autodesk, lediglich um etwas mehr als ein Viertel gestiegen. Ausschlaggebend für die positive Gewinnentwicklung war somit in erster Linie die strikte Kostenkontrolle. Beispielsweise hat sich der Pro-Kopf-Umsatz zwischen 2002 und 2007 von 306 Tsd. Euro auf 651 Tsd. Euro mehr als verdoppelt – eine Folge der zurückhaltenden Einstellungspolitik.

|                                | 2005  | 2006  | 2007  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| Rohertrag (Mio. Euro)          | 42,2  | 46,7  | 53,6  |
| EBITA (Mio. Euro)              | 3,4   | 6,8   | 10,0  |
| Periodenüberschuss (Mio. Euro) | 0,5   | 3,2   | 6,2   |
| Rohmarge                       | 28,7% | 27,4% | 25,2% |
| EBITA-Marge                    | 2,3%  | 4,0%  | 4,7%  |
| Nettomarge                     | 0,3%  | 1,9%  | 2,9%  |

**Verschuldung  
drastisch abgebaut**

Gleichzeitig wurde die Verschuldung massiv zurückgefahren, was über die reduzierte Zinsbelastung ebenfalls zu dem überproportionalen Gewinnanstieg beigetragen hat. Lagen die Bankverbindlichkeiten auf ihrem Höchststand im September 2002 noch über 37 Mio. Euro, standen zum 30. Juni dieses Jahres nur noch 16,6 Mio. Euro Finanzschulden in den Büchern. Da gleichzeitig die Bilanzsumme angewachsen ist, hat sich die Eigenkapitalquote auf inzwischen über 30 Prozent erholt – noch 2004 betrug sie lediglich 12 Prozent. Nun geht die Unternehmensführung davon aus, dass – eine planmäßige Geschäftsentwicklung vorausgesetzt – Ende des nächsten Jahres die Bankverbindlichkeiten komplett getilgt sein dürften.

**Ungebrochene  
Dynamik in 2008**

Und der bisherige Geschäftsverlauf im laufenden Jahr deutet nicht darauf hin, dass diese Prognose überarbeitet werden müsste. So konnte der Umsatz im Vorjahresvergleich um 9 Prozent auf 119,6 Mio. Euro gesteigert werden, wobei die Dynamik im zweiten – dem typischerweise schwächsten – Vierteljahr noch deutlich zugenommen hat. So wurden zwischen April und Juni 52,6 Mio. Euro umgesetzt, rund 15 Prozent mehr als vor zwölf Monaten. Noch deutlicher ist die Beschleunigung beim Ergebnis zu beobachten, das im zweiten Quartal um 29 Prozent auf 1 Mio. Euro zugelegt hat, während sich der Zuwachs auf Halbjahresbasis auf rund 7 Prozent beschränkte. Wie schon im Vorjahr, sorgte auch in der ersten Jahreshälfte 2008 das Inland für die größten Zuwächse (+18 Prozent), wodurch die Auslandsquote auf 73,8 Prozent zurückging. Für die Profitabilität wesentlich wichtiger ist hingegen, dass nach mehreren Quartalen, in denen sich das Handelssegment als Wachstumstreiber behauptet hat, nun das margenstärkere Geschäft mit Eigenprodukten mit einem Plus von 27 Prozent sich besonders stark zeigte.

| <i>(Mio. Euro)</i> | <i>I. Quartal</i> | <i>Änderung</i> | <i>II. Quartal</i> | <i>Änderung</i> |
|--------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------|
| Umsatz             | 66,99             | +4,4%           | 52,60              | +14,5%          |
| Rohertrag          | 15,38             | +1,9%           | 14,29              | +16,0%          |
| EBITA              | 3,88              | -6,8%           | 2,16               | +29,8%          |
| EBT                | 3,49              | -4,9%           | 1,57               | +42,7%          |
| Periodenüberschuss | 2,68              | -3,6%           | 1,04               | +29,1%          |

*Quartalsweise Entwicklung von Mensch und Maschine; Quelle: Unternehmen*

**Zwei Akquisitionen  
stärken Profil**

Ein Teil dieser Zuwächse ist allerdings auf die beiden in den letzten zwölf Monaten durchgeführten Akquisitionen zurückzuführen, mit denen MuM sowohl die regionale Abdeckung als auch das Produktportfolio ergänzt hat. Während bei der im Februar durchgeführten Übernahme des Geschäftsbetriebes und des Mitarbeiterstammes des bisherigen rumänischen Autodesk-Distributors die Erschließung des aussichtsreichen rumänischen Marktes das Motiv gewesen ist, hat der bereits zum Jahreswechsel vollzogene Einstieg bei der creaTa GmbH aus Potsdam die Themenkompetenz des Konzerns auf Kabel- und Breitbandnetze

erweitert. Denn die auf Autodesk-Produkten aufsetzende Branchenlösung der neuen Konzerntochter ermöglicht es Kabelbetreibern, ihre Infrastruktur optimal zu strukturieren und zu dimensionieren, laufend zu überwachen und genau abzurechnen. Angesichts der damit verbundenen Potenziale hat Mensch und Maschine bereits im Februar den eigenen Anteil an creaTa auf 88,5 Prozent aufgestockt, von zuvor 50,1 Prozent.

## Bewertung

### *Einfaches Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von Mensch und Maschine ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,6 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,3 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation der MuM-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Für das Unternehmen spricht in diesem Zusammenhang das seit über zwei Jahrzehnten etablierte Geschäft und die äußerst breite Kundenbasis, die Fluktuationen des Geschäftsvolumens infolge des Ausfalls von einzelnen Abnehmern sehr unwahrscheinlich macht. Andererseits haben aber die vergangenen Jahre mehr als deutlich gezeigt, dass Rückschläge dennoch nicht ausgeschlossen sind. Außerdem unterliegt Mensch und Maschine dem für Softwareprodukte typischen Generationenzyklus, der sich insbesondere im Vorfeld der Veröffentlichung von Nachfolgeprodukten spürbar auf das Orderverhalten der Kunden auswirken kann. In Abwägung dieser Aspekte halten wir deswegen ein Beta von 1,2 für angemessen. Hieraus ergibt sich insgesamt ein Eigenkapitalkostensatz von 10,6 Prozent.

### *Positiver Ausblick*

Nach der Bekanntgabe der soliden Halbjahreszahlen hat das Management auch die Prognosen für das laufende und das nächste Jahr bekräftigt. Demnach sollte der Umsatz dieses Jahr insgesamt um rund 13 Prozent auf über 240 Mio. Euro steigen, bei weiter verbesserter Profitabilität. So erwartet Mensch und Maschine eine 30-prozentige Zunahme des EBIT (auf 13 Mio. Euro) und sogar einen 40-prozentigen Anstieg des Nettoüberschusses auf 8,6 Mio. Euro. Zum letzteren sollen auch weitere Verbesserungen beim Finanzergebnis sowie die optimierte Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen beitragen. Die gleichen Effekte werden, so die Unternehmensprognose, auch nächstes Jahr für einen überproportionalen Gewinnanstieg sorgen und einen Nettogewinn von 11,6 Mio. Euro er-

möglichen. Bei einem prognostizierten Umsatz von 275 Mio. Euro entspräche dies einer Nettoumsatzrendite von 4,8 Prozent.

**Erwartungen für 2008**

Gegenüber den unternehmensseitigen Prognosen liegen unsere Umsatzschätzungen für das laufende Jahr geringfügig höher, für 2009 hingegen spürbar niedriger. Darin kommt unsere Erwartung zum Ausdruck, dass das sich abkühlende Geschäftsklima zwar noch nicht in diesem, wohl aber mit deutlicher Verzögerung im nächsten Jahr Spuren hinterlassen wird. Auch sind wir hinsichtlich der im Rahmen unserer Bewertung unterstellten Margen vorsichtiger und belassen die Schätzansätze auf dem im Frühjahr reduzierten Niveau. Demnach erwarten wir für das laufende Jahr einen Nettoüberschuss von 7,85 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 3,2 Prozent. Bezogen auf die zweite Jahreshälfte entspricht das der Erwartung einer Nettoumsatzrendite von 3,3 Prozent und damit einer Verbesserung gegenüber den ersten sechs Monaten um 0,2 Prozentpunkte.

**Schätzungen für die Folgejahre**

Begründet sehen wir diese vorsichtige Vorgehensweise in der Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung der Rohertragsmarge. Diese hat sich in den letzten Jahren rückläufig entwickelt und dieser Trend hat sich auch im ersten Halbjahr fortgesetzt. Auch wenn ein Teil dieser Entwicklung durch die Verschiebung der Umsatzanteile zugunsten des margenschwächeren Handelsgeschäfts (durch Softwareverkäufe an Autodesk) bedingt war, ist eine nachhaltige Margenverbesserung ohne eine deutliche Trendumkehr nicht zu erwarten. Das Unternehmen hat es zwar in den vergangenen zwei Jahren hervorragend verstanden, diesen Effekt durch Hebung von Effizienzreserven mehr als zu kompensieren und dürfte es allein aufgrund der genannten Aspekte (Reduktion der Zinslast, optimierte Nutzung von Verlustvorträgen) auch in Zukunft schaffen, doch wird der mögliche Margenanstieg ohne eine nachhaltige Verbesserung der Rohmarge unseres Erachtens moderat bleiben. Insofern erwarten wir für die Folgejahre unverändert einen sukzessiven Anstieg auf 3,7 Prozent, den wir zum Schluss des detaillierten Prognosezeitraums aus Vorsichtsüberlegungen wieder leicht abschmelzen lassen. In Summe stellt sich der von uns modellierte Geschäftsverlauf wie folgt dar:

| Geschäftsjahr (endet 31.12.)   | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoerträge (Mio. EUR)</b> | <b>245,2</b> | <b>262,4</b> | <b>279,9</b> | <b>297,9</b> | <b>316,0</b> | <b>333,4</b> | <b>350,1</b> | <b>367,6</b> |
| Wachstum                       |              | 7,0%         | 6,7%         | 6,4%         | 6,1%         | 5,5%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Nettorendite                   | 3,2%         | 3,6%         | 3,7%         | 3,7%         | 3,7%         | 3,7%         | 3,6%         | 3,5%         |
| <b>Gewinn (Mio. EUR)</b>       | <b>7,85</b>  | <b>9,45</b>  | <b>10,36</b> | <b>11,02</b> | <b>11,69</b> | <b>12,34</b> | <b>12,60</b> | <b>12,87</b> |
| Gewinnwachstum                 |              | 20,4%        | 9,7%         | 6,4%         | 6,1%         | 5,5%         | 2,2%         | 2,1%         |

**Fairer Wert 9,62 Euro je Aktie**

Unter Berücksichtigung einer sich an den dargestellten Zeitraum anschließenden „ewigen“ zweiprozentigen Ertragswachstumsrate ergibt unser Schätzmodell ei-

nen Ertragswert von 130,6 Mio. Euro bzw. 9,62 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Aktienkurs stellt das ein Aufwärtspotenzial von 92 Prozent dar.

#### *Aktionärsfreundliche Dividendenpolitik*

Neben der signifikanten Unterbewertung spricht aber auch die aktionärsfreundliche Dividendenpolitik für die Aktie. So entspricht die bei einer planmäßigen Unternehmensentwicklung angekündigte Ausschüttung von 0,25 Euro bzw. 0,30 Euro für das laufende resp. das nächste Jahr einer Dividendenrendite von 5 bzw. 6 Prozent. Da die Zahlung zudem als eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagenkonto (§27 KStG) vorgenommen wird, bleibt sie für die Anteilseigner nach Unternehmensangaben steuerfrei, auch im Zeitalter der Abgeltungssteuer. Als weiteres Bonbon für die Anteilseigner hat die letzte Hauptversammlung ein Aktienrückkaufprogramm genehmigt, das erste in der Unternehmensgeschichte.

#### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Seit mehr als zwei Jahrzehnten im Geschäft, klare Marktführerschaft in Europa und seit Jahren dynamisch wachsende Umsatz- und Gewinnzahlen. Mit diesen Attributen gehört Mensch und Maschine zu den solidesten Werten, die auf dem deutschen Kurszettel zu finden sind. Und bei einem zweistelligen Gewinnwachstum, einer angekündigten Dividendenrendite von 5 Prozent und einem aktuellen KGV von 8,7 sicherlich auch zu den günstigsten. Auch unser Bewertungsmodell, das bezüglich der Annahmen zu Umsatz- und Margenentwicklung teilweise deutlich unterhalb der vom Management prognostizierten Werte liegt, signalisiert eine gravierende Unterbewertung und ein Kurspotential von über 90 Prozent. Insofern sehen wir uns in unserer bisherigen Einschätzung bestätigt: Das Unternehmen beherrscht sein Geschäft und dürfte den beeindruckenden Expansionspfad auch in Zukunft fortsetzen. In Erwartung, dass diese Entwicklung nicht dauerhaft von der Börse ignoriert werden kann, bekräftigen wir unser Kaufurteil.

## 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

Tel.: + 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)

## Disclaimer

### Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher 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. **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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

### Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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 Dritten (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt 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 in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** 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 |
|----------------------------|---------------------------|--------------|
| 17.03.08                   | 5,04 Euro                 | Kaufen       |
| 06.11.07                   | 6,35 Euro                 | Kaufen       |
| 23.08.07                   | 5,40 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“ eine 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 und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen 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 analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: keine**

### Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.