

## Mensch und Maschine SE

### Stärken und Chancen

- **Wieder auf Wachstumskurs:** Nach dem tiefen Einbruch im letzten Jahr konnte der Spezialist für CAD-Software im ersten Quartal 2010 den Umsatz steigern und einen Überschuss ausweisen.
- **Systemhausgeschäft als Wachstumstreiber:** Den größten Wachstumsimpuls lieferte das neue Geschäftssegment Systemhaus, dessen Einnahmen um 71 Prozent zulegten, dies allerdings zu einem großen Teil auch akquisitionsbedingt. Ergebnisseitig glänzte hingegen die Großhandelssparte mit dem größten Fortschritt, deren EBIT sich trotz reduzierter Umsätze fast verdreifacht hat.
- **Starke Marktposition:** Mit der Drei-Säulen-Strategie und der breiten internationalen Präsenz ist Mensch und Maschine bestens positioniert, um von der Erholung und dem trendmäßig starken Wachstum des adressierten Marktes zu profitieren.

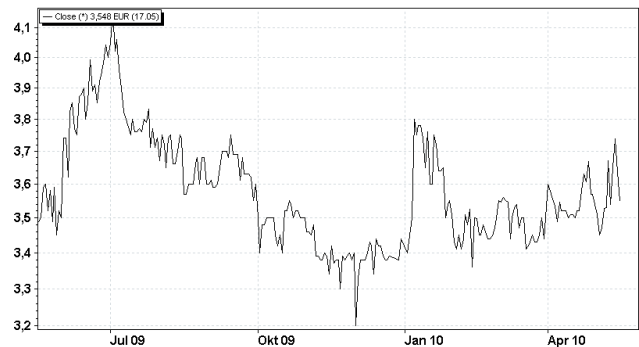
### Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit von einem Lieferanten:** Die Fokussierung auf Autodesk stellt das zentrale Risiko des Geschäftsmodells dar.
- **Systemhaus mit Anlaufverlusten:** Das neue Geschäftssegment, das zukünftig eine Margenverbesserung ermöglichen soll, erwirtschaftet derzeit noch Verluste.

Geschäftsjahr	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	223,1	163,3	186,5	205,2	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-2,8%
Umsatzwachstum	4,8%	-26,8%	14,2%	10,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-15,5%
EBIT (Mio. Euro)	10,3	-2,5	3,4	6,2	CAGR EpS 08-11 (e)	-17,1%
EBIT-Marge	4,6%	-1,6%	1,8%	3,0%		
EpS	0,39	-0,33	0,09	0,22	Enterprise Value (Mio. Euro)	66,4
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,08	0,10	Buchwert (Mio. Euro)	23,7
KUV	0,23	0,32	0,28	0,25	EV / Umsatz 10 (e)	0,4
KGV	9,0	-10,8	40,3	15,8	EV / EBIT 10 (e)	19,3
Dividendenrendite	5,6%	0,0%	2,3%	2,8%	Kurs / Buchwert	2,2

### Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **8,54 Euro**  
Aktueller Kurs 3,548 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,738	3,738	4,15
Tief (Euro)	3,45	3,41	3,20
Performance	6,2%	11,2%	3,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	21.132	19.456	20.477

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	14,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	m:access, München
Marktkapitalisierung	51,8 Mio. Euro
Free Float	52,2 %
Rechnungslegung	IFRS

## 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 vor allem die Produkte des aus den USA stammenden CAD-Weltmarktführers Autodesk, darüber hinaus umfasst die Angebotspalette auch eigene CAD-Applikation auf Autodesk-Basis sowie hochwertige CAM-Software. Der regionale Fokus liegt auf Europa, wo der Konzern in insgesamt 16 Ländern präsent ist und rund 7 Prozent des Marktes für sich beansprucht (bzw. 20-25 Prozent am europäischen Geschäft der Amerikaner). Darüber hinaus werden Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan und dem asiatisch-pazifischen Raum unterhalten. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert, wobei aus Kostengründen Ende März dieses Jahres ein Wechsel in das Handelssegment M:access des Freiverkehrs der Münchener Börse vollzogen wurde.

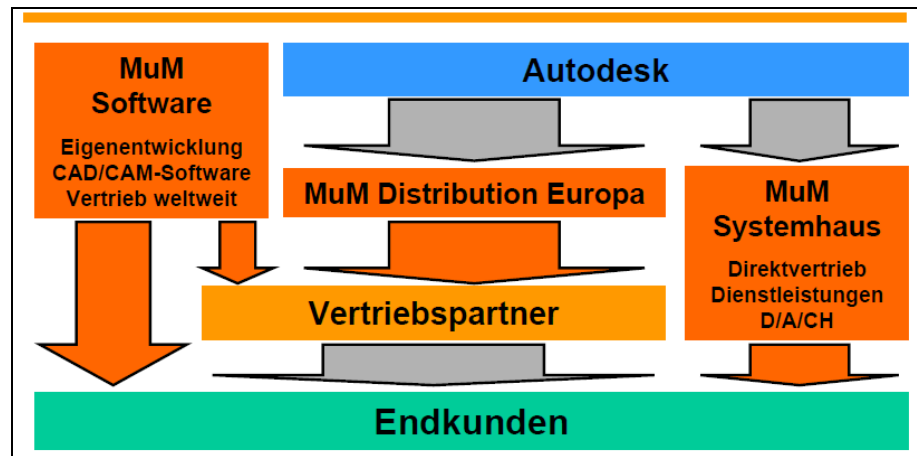
### *Holdingsstruktur*

Die Muttergesellschaft des MuM-Konzerns wird 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 Verwaltungsratsvorsitzender Adi Drotleff, der derzeit 41,2 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 selbst wird demgegenüber von mehreren Tochtergesellschaften betrieben, die insgesamt in drei Geschäftssegmenten tätig sind und zusammen fast 570 Mitarbeiter beschäftigen.

### *Geschäftsmodell mit drei Säulen*

Seit dem Anfang letzten Jahres vollzogenen Einstieg in den Endkundenvertrieb im deutschsprachigen Raum agiert MuM auf drei Geschäftsfeldern: der Großhandelsdistribution der Autodesk-Software im europäischen Ausland (VAD Distribution), dem auf den deutschsprachigen Raum begrenzten Endkundenvertrieb (Systemhaus) sowie der Entwicklung und dem weltweiten Vertrieb der eigenen Softwareprodukte (MuM Software). Aufgrund der in den einzelnen Bereichen unterschiedlichen Margen (von 90 Prozent Rohmarge bei eigenen Produkten, über 38 Prozent im Systemhausgeschäft bis zu lediglich 17 Prozent als VAD-Distributor) tragen die drei Sparten trotz großer Volumenunterschiede in etwa zu gleichen Teilen zum Konzernrohertrag bei, so dass der Unterneh-

menserfolg auf drei in etwa gleich starken Säulen ruht (siehe folgende Abbildung).



Geschäftsmodell von Mensch und Maschine; Quelle: Unternehmen

### VAD-Distribution

Die älteste und mit rund 60 Prozent der Konzernerlöse umsatzmäßig nach wie vor stärkste Sparte stellt der Bereich Distribution dar, in dem MuM als Value Added Distributor (VAD) die Autodesk-Software vertreibt. Mit einem jährlichen Einkaufsvolumen von rund 85 Mio. Euro sind die Wesslinger dabei einer der weltweit wichtigsten Partner der Amerikaner. Sie beschränken sich in diesem Geschäftsfeld allerdings auf den indirekten Vertrieb an rund 1.000 Vertrags-händler, die zudem Unterstützung bei zentralen Vertriebsfunktionen wie Marketing oder Support erhalten. 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 kumulierte Anzahl der bisher verkauften Arbeitsplatzlizenzen liegt mit 500.000 dementsprechend um ein Vielfaches über der Kundenzahl. Geographisch liegt der Schwerpunkt des Distributionssegments in Westeuropa. Darüber hinaus zählen auch die neuen EU-Mitglieder Polen und Rumänien zum Vertragsgebiet, das insgesamt 16 europäische Länder umfasst.

### Systemhaus-Geschäft

Eine Erweiterung des Geschäftsmodells wurde Anfang 2009 vollzogen, als MuM durch die Akquise der wichtigsten Fachhandelspartner im deutschsprachigen Raum selbst in den Endkundenvertrieb eingestiegen ist. Im Zuge dieses Vorhabens wurden im Jahresverlauf 2009 insgesamt 11 Unternehmen übernommen (davon jeweils zwei in der Schweiz und in Österreich) und in den Konzern integriert. Damit hat MuM in kürzester Zeit eine weitgehende Flächendeckung in den drei adressierten Ländern erreicht (mit insgesamt 35 Standorten), im laufenden Jahr sollen nur noch drei weitere Zukäufe folgen. Durch diesen Schritt, der von langer Hand vorbereitet und mit Autodesk abgesprochen war, will MuM nicht nur die eigene Position als Partner der Amerikaner stärken, sondern auch die

eigenen Wachstumspotenziale erhöhen. Denn im Unterschied zum volumenstarken aber renditeschwachen VAD-Geschäft kann Mensch und Maschine als Systemhaus sowohl die Einzelhandelsmarge selbst vereinnahmen als auch zusätzliche Erträge aus Dienstleistungen (Installation, Konfiguration, Schulungen etc.) generieren. Nach Unternehmensangaben soll sich die Wertschöpfung des neuen Segments in etwa zu gleichen Teilen aus Softwarelizenzen und Dienstleistungen speisen. Insgesamt peilen die Bayern hier eine operative Marge von bis zu 10 Prozent an, verglichen mit 3 bis 4 Prozent, die als VAD-Distributor erzielbar sind.

### *MuM Software*

Die Profitabilitätsperle des Konzerns stellt allerdings klar das Geschäft rund um die MuM-eigene Software dar. Dieses umfasst im Kern zwei Produktreihen. Zum einen ist es die auf Autodesk-Basis erstellte Software Dataflor, mit der Landschaftsarchitekten und Gartencenter sowohl die graphische als auch die kaufmännische Planung von Grünanlagen vornehmen können. Das Produkt, das nach Unternehmensangaben ca. 5 Tsd. Euro pro Arbeitsplatz kostet und mit dem rund 20 Prozent der Segmenterlöse, also etwa 4,4 Mio. Euro jährlich, erzielt werden, ist bereits seit 1982 im Markt und in der adressierten Nische im deutschsprachigen Raum führend.

### *Open Mind*

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments MuM-Software nimmt aber zum anderen die 100-prozentige Tochter Open Mind ein. Das Unternehmen ist auf Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr rund 17,4 Mio. Euro Erlöse erzielt. 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.

## **Markt und Strategie**

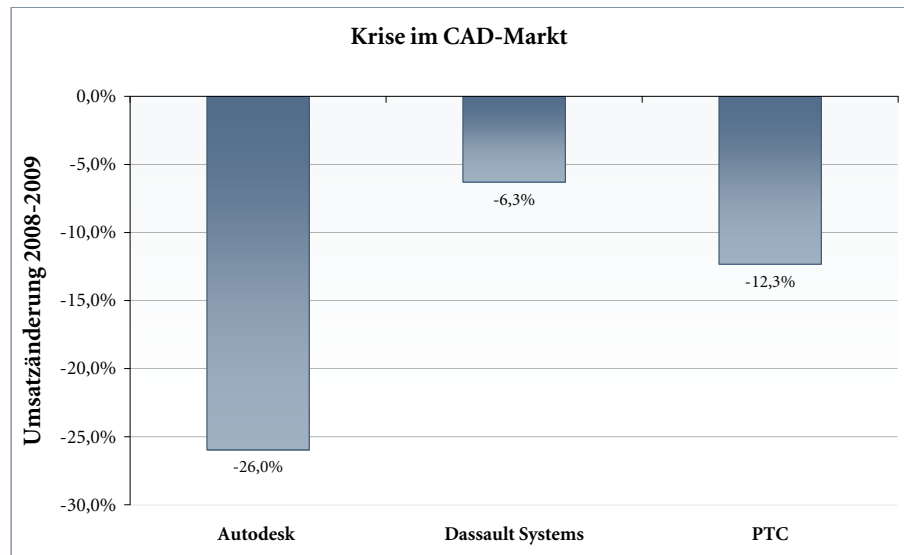
### *CAD-Markt mit mehreren Wachstumstreibern*

Der Markt für die CAD- und CAM-Software gehörte in den letzten Jahren zu den wachstumsstärksten Segmenten des gesamten IT-Sektors. Hierbei profitieren die Anbieter von der zunehmenden Bedeutung des Produktdesigns in immer mehr Branchen jenseits der traditionellen CAD-Nutzer aus den Bereichen Architektur und Bauwesen. Inzwischen sind solche Anwendungen aus dem Alltag von Branchen wie Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierungsindustrie oder Konsumgüterherstellern nicht mehr wegzudenken. Aber auch der technologi-

sche Fortschritt selbst mit dem Übergang von 2D- auf 3D-Software hat in den letzten Jahren ebenso für eine dynamische Marktentwicklung gesorgt wie das starke Wachstum in den Schwellenländern, deren Nachholbedarf hinsichtlich der Verbreitung der CAD-Software selbst in den klassischen Nutzungsfeldern einen kräftigen Nachfragesog entfachte.

### *Autodesk als Marktführer*

Dementsprechend hat sich MuM-Partner und CAD-Pionier Autodesk, der mit seinem Flaggschiff-Produkt, AutoCAD, seit 1982 den Markt geschaffen und geprägt hat, zu einem milliardenschweren Konzern entwickelt, mit einem Jahresumsatz, der vor der Krise 2,3 Mrd. USD im Jahr 2008 erreichte. Damit sind die Kalifornier Weltmarktführer bei Software für Konstruktion, Planung, Design und digitale Medien. Ihre Produkte gehören in Konstruktions- und Designbüros zur Standardausstattung und werden oftmals als Synonym für CAD-Software gebraucht.



Quelle: Autodesk, Dassault Systems und PTC

### *Krise hinterlässt deutliche Spuren*

Die Schwerpunktsetzung auf konjunktursensitive Branchen hat allerdings im letzten Jahr für einen spürbaren Umsatzeinbruch gesorgt, der bei Autodesk deutlich größere Ausmaße annahm als bei den wichtigsten Konkurrenten (siehe obige Abbildung). So mussten die Kalifornier für das Geschäftsjahr 2009/10 (endet am 31. Januar) einen Erlösrückgang um 26 Prozent vermelden, während die nächstgrößeren Konkurrenten mit lediglich -6 bzw. -12 Prozent durch das Krisenjahr kamen. Dabei sind die Lizenzeinnahmen, also die Softwareverkäufe, sogar noch stärker eingebrochen und haben mit 981 Mio. US-Dollar fast um 40 Prozent unter dem Vorjahr gelegen. Gerade der letztgenannte Aspekt verweist auf eine weitere wichtige Ursache, warum Autodesk stärker vor der Krise getroffen wurde als die Konkurrenten: der noch niedrigere Anteil an Wartungsein-

nahmen. Während nämlich die Kalifornier (und damit auch MuM) derzeit noch rund zwei Drittel ihrer Einnahmen im Neugeschäft generieren und damit im normalen Umfeld auch stärker wachsen als die Konkurrenz, fehlt ihnen in Krisenzeiten die Stabilität der Wartungsumsätze.

### *Konvergenz zum Produktlebenszyklusmanagement*

Schließlich dürfte noch ein weiteres Thema für den überdurchschnittlichen Rückgang bei Autodesk verantwortlich gewesen sein – die noch relativ schwache Position als Anbieter von umfassenden Softwarelösungen, mit denen komplette Produktlebenszyklen effizienter gemanagt (PLM) werden. Denn der Branchentrend geht eindeutig in Richtung einer kompletten softwaregestützten Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus, von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zum Controlling, Vertrieb und Service. Und während die Konkurrenten in diesem Bereich zuletzt mit neuen Produktpunkten konnten, wird Autodesk nach Angaben der Branchenexperten von CIMdata immer noch als ein Anbieter von einzelnen Insellösungen wahrgenommen. Auch wenn die Kalifornier mit mehreren Branchenlösungen inzwischen nachgezogen haben, dürfte die Entwicklung insgesamt für ein schwierigeres Wettbewerbsumfeld sorgen. Dies umso mehr, als die Konvergenz auch eine stärkere Überschneidung mit anderen Segmenten des Softwaremarktes bedingt, so dass inzwischen auch Unternehmen wie SAP oder Oracle im weiteren Sinne zu den Konkurrenten zählen. Und nachdem Siemens im Mai 2007 den PLM-Anbieter UGS übernommen hat, sind die Münchener laut CIMdata selbst zum Marktführer aufgestiegen.

### *Enge Partnerschaft*

Als Vertriebspartner von Autodesk bewegt sich MuM weitestgehend im Windschatten der Amerikaner und ist somit insbesondere bezüglich des Produktportfolios von deren Erfolg abhängig. Auch hinsichtlich der geographischen Expansion sind dem Geschäftsmodell relativ enge Grenzen gesetzt, da sich Autodesk für unterschiedliche Regionen verschiedener Partner bzw. Vertriebsmodelle bedient. Die Hauptwachstumsquelle besteht demnach vor allem in einer intensiveren Durchdringung der bereits abgedeckten Märkte sowie der Erhöhung des eigenen Anteils an den Autodesk-Umsätzen (zulasten anderer Distributoren bzw. Händler). Dass MuM gerade hinsichtlich des letztgenannten Aspekts schon bisher sehr erfolgreich gewesen ist, verdeutlicht der hohe Anteil am Autodesk-Geschäft, der sich europaweit auf 20 bis 25 Prozent und global auf immer noch 9 Prozent beläuft.

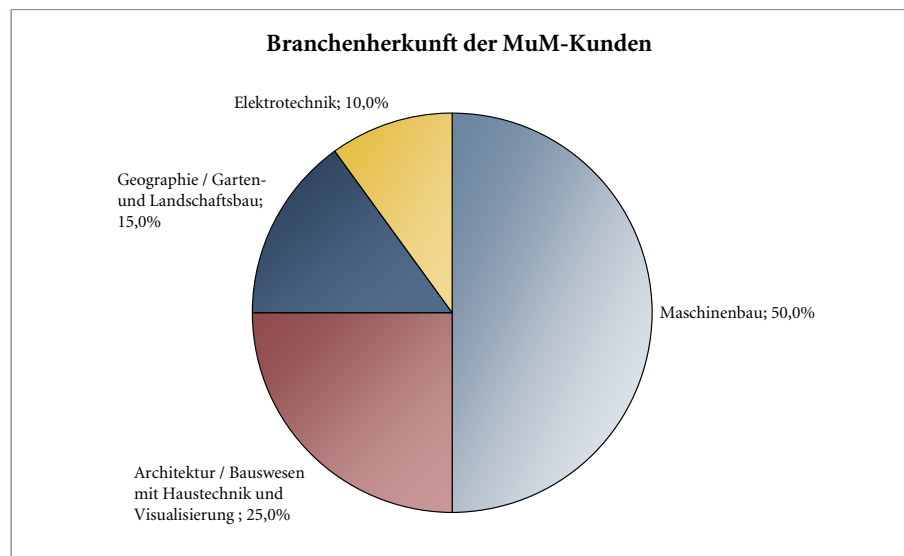
### *Eigene Produkte zur Differenzierung*

Um sich von anderen Distributoren noch stärker abzuheben, hat MuM in der Vergangenheit immer wieder eigene Produkte und -module auf Basis der Autodesk-Software entwickelt. Diese dienen nicht nur als Türöffner im Vertrieb, sondern sorgen auch für eine bessere Profitabilität des Gesamtkonzerns. Wie erfolgreich die Bayern mit ihren Entwicklungen waren, zeigt nicht zuletzt die Tatsache, dass sie in den letzten Jahren insgesamt vier Produkte aus dem eigenen

Portfolio – teilweise inkl. der darauf spezialisierten Gesellschaften – an die Amerikaner verkaufen konnten, die diese anschließend in die Standardsoftware integriert haben.

**Ausbalancierter Umsatz-  
mix**

Insgesamt hat sich in den vergangenen Jahren das Nebeneinander von volumenstarkem Distributionsgeschäft und dem kleinen, aber äußerst margenträchtigen Verkauf eigener Softwareprodukte als ein Erfolgsgarant erwiesen. Während nämlich die Distributionssparte für eine sehr breite Marktpräsenz sorgt und damit auch den Vertrieb der eigenen Software erleichtert, bieten die eigenen Produkte ein wichtiges Differenzierungsmerkmal und ermöglichen ein Margenniveau, das im Distributionsgeschäft trotz der effizienten Strukturen nicht erreichbar wäre. Mit dem Wechsel des Geschäftsmodells in Deutschland, Österreich und der Schweiz hat MuM dieses Rezept um ein weiteres Element erweitert, das umsatz- und margenmäßig zwischen den beiden Altsegmenten angesiedelt ist. Neben der damit einhergehenden Erschließung weiterer Umsatzpotentiale (Einzelhandelsmarge, Serviceumsätze) ist bei diesem Schritt vor allem der höhere Anteil an wiederkehrenden Dienstleistungseinnahmen von Interesse, der zukünftig die Abhängigkeit von den volatilen Lizenzeinnahmen reduzieren dürfte. Allerdings nimmt MuM dafür auch eine höhere Personalintensität in Kauf, wodurch wiederum die Flexibilität der Kostenstruktur reduziert wird.



Quelle: Mensch und Maschine

**Breite Kundenbasis**

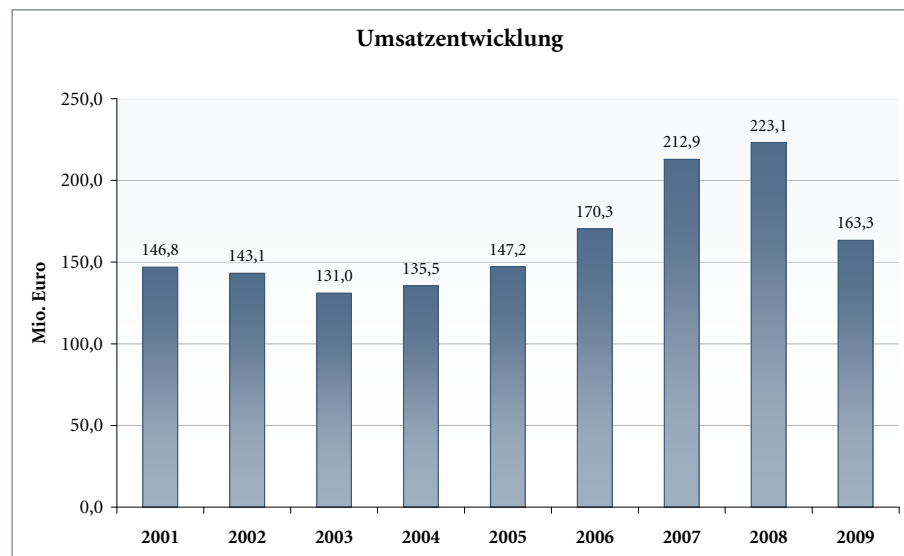
Im Normalfall dürfte allerdings die breite Kundenbasis, sowohl was die Branchenstruktur, als auch was die absolute Anzahl der Abnehmer angeht, für eine halbwegs berechenbare Auslastung sorgen. So stammt rund die Hälfte der Umsätze aus dem äußerst heterogenen Maschinenbau, ein weiteres Viertel trägt der Bereich Bauwesen und Architektur bei (siehe Abbildung oben). Aber auch die

hohe Anzahl von 50.000 Endkunden sorgt für eine ausreichende Diversifikation, die den MuM-Konzern im Normalfall (wenn also eine Krise nicht das Ausmaß der Letzten annimmt) vor dramatischen Geschäftseinbrüchen bewahren dürfte.

## Geschäftsentwicklung

### *Wirtschaftskrise unterbricht mehrjährigen Wachstumstrend*

Nachdem MuM im letzten Aufschwung den Umsatz um kumuliert über 70 Prozent auf den bisherigen Rekordwert von 223 Mio. Euro im Jahr 2008 erhöhen konnte, brachte der konjunkturelle Einbruch infolge der Finanzkrise einen kräftigen Rücksetzer auf 163,3 Mio. Euro – ein Minus von 27 Prozent. Allerdings wird damit das Ausmaß der Krise überzeichnet, weil auch der Geschäftsmodellwechsel in Deutschland, Österreich und der Schweiz mit einem Verzicht auf Umsätze einherging. So lagen die Erlöse des davon negativ betroffenen Distributionssegments 2008 mit 106,3 Mio. Euro um 46 Prozent, währungsbedingt immer noch um 44 Prozent, unter dem Vorjahreswert. Doch in denjenigen Regionen, die von dem Umstieg auf das Systemhausgeschäft nicht betroffen waren, beschränkte sich der Einbruch auf zwar immer noch schmerzliche, aber doch deutlich weniger dramatische 25 Prozent (währungsbereinigt).



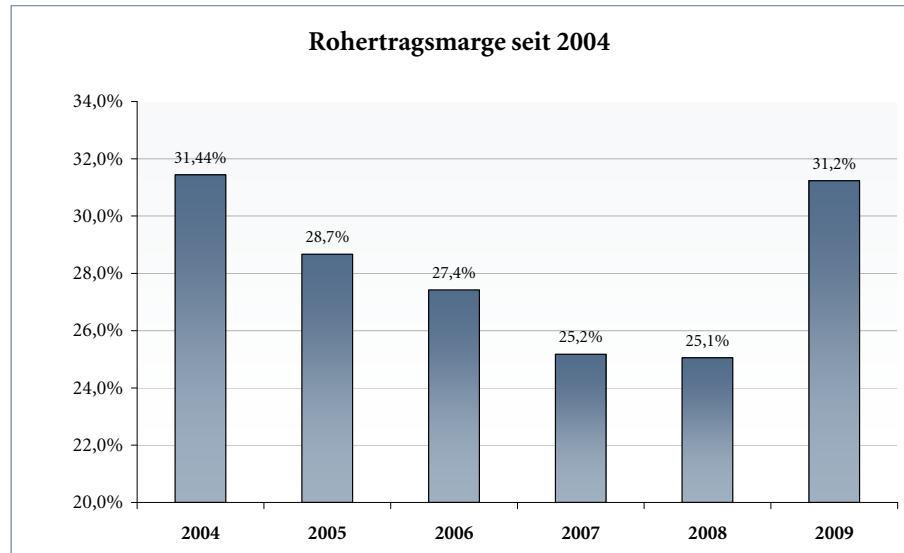
Quelle: Mensch und Maschine

### *Margensituation deutlich verbessert*

Dafür konnte das neue Geschäftssegment Systemhaus vom Stand weg einen großen Umsatzbeitrag leisten, die Spartenerlöse lagen mit 35,3 Mio. Euro bereits bei mehr als 21 Prozent der Konzerneinnahmen. Und hinsichtlich des Rohertrags konnte in dem Bereich sogar mehr als ein Viertel des Gesamtwertes erwirtschaftet werden. Durch diese Schwerpunktverlagerung zu höhermargigen Geschäften blieb der Einbruch auf Rohertragsebene trotz des heftigen Umsatzrück-



gangs mit 8,7 Prozent sehr moderat, die Rohertragsmarge auf Konzernebene konnte damit gegen den Trend der letzten Jahre deutlich, von 25,1 auf 31,2 Prozent, erhöht werden (siehe nachstehende Abbildung).



Quelle: Mensch und Maschine

### Sondereffekte belasten

Da allerdings das MuM-Geschäft trotz der Erweiterung des Geschäftsmodells nach wie vor stark volumengetrieben ist, zog der absolute Rückgang des Rohertrages eine überproportionale Verschlechterung der Ergebniskennzahlen nach sich. Während das EBITDA nach einem Rückgang um 89 Prozent mit 1,4 Mio. Euro noch positiv blieb, rutschte das EBIT sowie das Vorsteuerergebnis sogar in den roten Bereich. Unter dem Strich blieb ein Fehlbetrag von 4,8 Mio. Euro, der allerdings durch mehrere bewusste Bilanzierungsentscheidungen höher ausfiel, als es operativ begründet gewesen wäre. So hat MuM aus Vorsichtsüberlegungen Sonderabschreibungen in Höhe von 1,2 Mio. Euro vorgenommen (davon 0,8 Mio. Euro auf den Unternehmenswert der schwedischen Tochter), auch wurden die latenten Steuern konservativer gefasst, so dass die letztjährige GuV trotz des Vorsteuerverlustes einen Steueraufwand in Höhe von 0,7 Mio. Euro aufweist.

Geschäftszahlen	Geschäftsjahr 2008	Geschäftsjahr 2009	Änderung
Rohertrag	55,9	51,0	-9%
EBITA	13,0	1,4	-89%
EBIT	10,3	-2,5	
Jahresergebnis	5,8	-4,8	
Rohmarge	25,1%	31,2%	
EBITDA-Marge	5,8%	0,8%	
Nettomarge	2,6%	-2,9%	

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### Starkes erstes Quartal

Die obigen Zahlen verdecken allerdings, dass zum Jahresende bereits eine deutliche Erholung zu verzeichnen gewesen ist, die sich auch in den Zahlen des ersten Quartals 2010 bemerkbar machte. So legte MuM zwischen Januar und März nicht nur um 8,1 Prozent beim Umsatz zu, sondern konnte auch wieder ein positives Ergebnis vermelden. Verglichen mit dem Umsatzanstieg blieb die Gewinnentwicklung allerdings nur unterdurchschnittlich. Während der Rohertrag und das EBITDA noch zweistellig zulegen konnten (um 17 resp. 14 Prozent), bedingten die nach den zahlreichen Übernahmen nun höheren Abschreibungen auf Sachanlagen sowie vor allem auf die Kaufpreisallokation (Amortisation) ein nahezu stagnierende EBIT von 1,4 Mio. Euro. Der Nettoüberschuss blieb sogar mit 0,7 Mio. Euro minimal unter dem Wert des ersten Quartals 2009.

Geschäftszahlen	Q1 2009	Q1 2010	Änderung
Umsatz	47,96	51,84	8,1%
- Distribution	33,96	32,25	-5,0%
- Systemhaus	7,93	13,56	70,9%
- M+M Software	6,07	6,03	-0,6%
Rohertrag	13,86	16,24	17,2%
- Distribution	5,68	5,56	-2,1%
- Systemhaus	2,65	5,23	97,2%
- M+M Software	5,53	5,46	-1,3%
EBIT	1,44	1,46	1,6%
- Distribution	0,56	1,38	145,5%
- Systemhaus	0,03	-0,64	
- M+M Software	0,84	0,71	-15,2%
Periodenergebnis	0,77	0,75	-2,9%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### Systemhaus noch defizitär

Als wichtigste Ursache dieser verhaltenen Gewinnentwicklung lassen sich die Anlaufverluste im Systemhausgeschäft identifizieren, die sich in den ersten drei Monaten auf 0,64 Mio. Euro (EBIT) belaufen haben. Demgegenüber hat das Distributionsgeschäft von den zwischenzeitlichen Kostensenkungsmaßnahmen profitiert und das Segment-EBIT trotz des reduzierten Umsatzes (dies allerdings nur durch den Wechsel des Geschäftsmodells bedingt) auf 1,5 Mio. Euro nahezu verdreifacht.

### Komfortable Liquiditäts- und Bilanzsituation

Auf die Verbesserung der Ertragslage dürfte demnach das Augenmerk der kommenden Monate gerichtet sein. Demgegenüber spielt ein anderes Thema, nämlich die Verschuldung, anders als nach der letzten Rezession, keine zentrale Rolle mehr. Während des letzten Aufschwungs hat MuM nämlich die Finanzschulden konsequent reduziert, so dass die Netto-Bankverbindlichkeiten zum 31. März trotz der letztjährigen Akquisitionsoffensive bei nur 12 Mio. Euro lagen. Das

Eigenkapital hingegen beläuft sich auf 32,7 Mio. Euro bzw. 30,4 Prozent der Bilanzsumme. Da MuM zudem sowohl im letzten Geschäftsjahr als auch im ersten Quartal einen positiven operativen Cashflow erwirtschaftet hat (5,7 Mio. Euro resp. 1,2 Mio. Euro), ist auch die Liquiditätsausstattung als komfortabel zu bezeichnen.

## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

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

### *Diskontierungszins nach CAPM 9,3 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,4 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. Allerdings hat das letzte Jahr verdeutlicht, dass dies dennoch keinen Schutz vor konjunkturellen Schwankungen bietet, ja, dass sogar die wichtigsten Abnehmerbranchen sich als ausgesprochen konjunktursensitiv erwiesen haben. Da zudem die höhere Personalintensität des Systemhausgeschäfts im Vergleich mit dem bisherigen Geschäftsmodell eine überdurchschnittliche Rückwirkung schwankender Einnahmen auf die Erträge erwarten lässt, haben wir bereits letztes Jahr den unterstellten Betafaktor auf 1,3 erhöht. Daran halten wir weiterhin fest und kalkulieren auf dieser Basis mit einem Eigenkapitalkostensatz von 9,3 Prozent.

### *Prognose bekräftigt*

Anlässlich der Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal hat das MuM-Management die Guidance für 2010 in Richtung der oberen Begrenzung der bisher kommunizierten Prognosespanne konkretisiert. Demnach erwartet das Unternehmen einen Umsatz von bis zu 185 Mio. Euro, bei einem EBITDA von bis zu 6,5 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 2 Mio. Euro. Anschließend will die Gesellschaft mit 10 bis 15 Prozent p.a. wachsen und spätestens in zwei Jahren wieder die alten Umsatzrekordwerte von 2008 erreichen. Beim Ergebnis dürfte dies nach dieser Planung schon früher passieren, da nach der Erweiterung des Geschäftsmodells insgesamt eine höhere Profitabilität angestrebt wird. So

stellt MuM für 2012 eine EBITDA-Rendite von 6,5 Prozent in Aussicht, gegenüber 5,8 Prozent im bisherigen Rekordjahr 2008.

### *Geringfügige Anpassungen*

Im Großen und Ganzen entspricht dieses Entwicklungsmuster auch dem, was wir im Rahmen unserer Wertabschätzung für die kommenden Jahre unterstellen. So sind wir hinsichtlich des Umsatzes zwar etwas optimistischer als das Management, das in der Vergangenheit seine eigenen Prognosen oft übertreffen konnte, und rechnen für 2010 mit 186,5 Mio. Euro sowie mit 205 Mio. Euro für 2011. Dafür liegen unsere Margen-Annahmen unterhalb dessen, was die Gesellschaft anstrebt. In diesem Punkt haben wir sogar nach den Zahlen zum ersten Quartal eine geringe Reduktion vorgenommen und damit auf die aus unserer Sicht enttäuschende Gewinnentwicklung im Systemhaussegment reagiert. Unsere Zielmarge liegt nun bei 3,5 Prozent, womit die Schätzreihe unseres Erachtens nach unten recht gut abgesichert sein dürfte. Sollte die Integration der neuen Fachhändler erfolgreich verlaufen und die Hebung der Synergien so erfolgen wie geplant, bietet dieser Ansatz im Umkehrschluss sicherlich noch Aufwärtspotenzial. Insgesamt unterstellen wir für die nächsten acht Jahre den folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>186,5</b>	<b>205,2</b>	<b>225,7</b>	<b>248,2</b>	<b>273,1</b>	<b>297,6</b>	<b>321,4</b>	<b>343,9</b>
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Nettorendite	0,7%	1,6%	2,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>1,28</b>	<b>3,28</b>	<b>5,77</b>	<b>8,40</b>	<b>9,56</b>	<b>10,42</b>	<b>11,25</b>	<b>12,04</b>
Gewinnwachstum		155,4%	75,8%	45,5%	13,8%	9,0%	8,0%	7,0%

### *Fairer Wert jetzt 8,54 Euro je Aktie*

Im Anschluss an diesen Zeitraum unterstellen wir unverändert eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent p.a. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert von Mensch und Maschine bei 124,6 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem fairen Kurs von 8,54 Euro – rund 140 Prozent über der aktuellen Börsenbewertung.

### **Fazit**

#### *Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“*

Als führender europäischer Anbieter von CAD / CAM-Software wurde Mensch und Maschine im letzten Jahr heftig von der Krise durchgeschüttelt und musste einen 27-prozentigen Umsatzrückgang sowie – erstmalig nach mehreren profitablen Jahren – einen Fehlbetrag verbuchen. Seit dem Herbst befindet sich das Unternehmen allerdings wieder auf Erholungskurs, im ersten Quartal 2010 konnten sowohl der Umsatz gesteigert als auch wieder ein positives Ergebnis ausgewiesen werden. Nun bleibt abzuwarten, ob die Anfang 2009 vollzogene Erweiterung des Geschäftsmodells um die dritte Säule Systemhaus in einem

wieder normalen Umfeld tatsächlich die in sie gesetzten Erwartungen erfüllen kann und insbesondere, ob dadurch die Margensituation des Konzerns nachhaltig verbessert wird. Im ersten Quartal war davon leider noch nichts zu sehen, bedingt durch Anlaufverluste war das Systemhaus das einzige defizitäre Segment von Mensch und Maschine. Auch wenn wir davon überzeugt sind, dass das erfahrene Management die Integrationsaufgaben weitgehend reibungslos bewältigen und die erwarteten Synergien heben kann, haben wir aus Vorsichtsüberlegungen die Zielmarge unseres Bewertungsmodells geringfügig abgesenkt. Nichtsdestotrotz signalisiert dieses nach wie vor eine deutliche Unterbewertung. Wir bleiben daher bei unserem Urteil und empfehlen Mensch und Maschine mit dem Zielkurs 8,54 Euro weiterhin zum Kauf.

## 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)

## Disclaimer

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

**Ersteller der Studie ist Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
08.02.2010	3,39 Euro	Kaufen
29.10.2009	3,52 Euro	Kaufen
02.06.2009	3,52 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 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 Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.