

Mensch und Maschine SE

Stärken und Chancen

- **Erwartungen übertroffen:** Dank eines starken Schlussquartals hat der Spezialist für CAD-Software im letzten Geschäftsjahr sowohl beim Umsatz als auch beim Vorsteuergewinn unsere Schätzungen klar übertroffen.
- **Funktionierendes Dreisäulenmodell:** Nach nur zwei Jahren trägt das neue Geschäftsfeld Systemhaus bereits mehr als ein Drittel zum Konzernrohertrag bei, der dadurch nur ein Jahr nach der tiefen Wirtschaftskrise einen neuen Rekordwert markierte.
- **Ertragspotenzial vorhanden:** Das Erreichen des operativen Break-even im vierten Quartal gibt Anlass zur Hoffnung, dass die Anlaufphase in der Systemhaussparte nun abgeschlossen ist und dass die dort angestrebte EBITDA-Rendite von bis zu 10 Prozent in naher Zukunft realisiert werden kann.

Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit von einem Lieferanten:** Angesichts der stärker werdenden Konkurrenz unter den CAD-Herstellern stellt die Fokussierung auf Autodesk das zentrale Risiko des Geschäftsmodells dar.
- **Systemhaus noch defizitär:** Mit einem gestiegenen EBIT-Fehlbetrag konnte die neue Sparte die in sie gesetzten Ertrags Erwartungen noch nicht erfüllen.

Geschäftsjahr	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	163,3	195,6	220,0	242,0	CAGR Umsatz 09-12 (e)	14,0%
Umsatzwachstum	-26,8%	19,8%	12,5%	10,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-2,5	2,8	6,0	8,9	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-1,5%	1,4%	2,7%	3,7%		
EpS	-0,33	-0,03	0,26	0,40	Enterprise Value (Mio. Euro)	93,8
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,20	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	24,4
KUV	0,45	0,37	0,33	0,30	EV / Umsatz 11 (e)	0,4
KGV	-	-	19,5	12,6	EV / EBIT 11 (e)	15,5
Dividendenrendite	0,0%	2,0%	4,0%	6,0%	Kurs / Buchwert	3,1

Kaufen (unverändert)

Kursziel **9,43 Euro**
Aktueller Kurs **4,98 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,40	5,65	5,65
Tief (Euro)	4,26	4,24	3,39
Performance	-4,0%	16,9%	44,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	55.711	43.466	29.745

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	72,7 Mio. Euro
Free Float	48,8 %
Rechnungslegung	IFRS

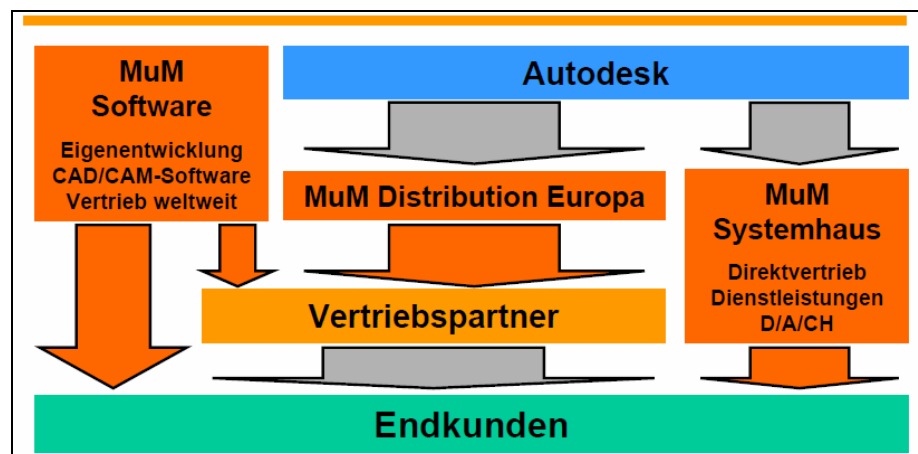
Unternehmensprofil

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-Applikationen auf Autodesk-Basis sowie hochwertige CAM-Software. Der regionale Fokus liegt auf Europa, wo der Konzern in insgesamt 16 Ländern präsent ist und wo er 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 vor einem Jahr der 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) geführt. Durch die Möglichkeit, dass ein und dieselbe Person sowohl Mitglied des Verwaltungsrates als auch des Direktoriums sein kann, ist diese Rechtsform ideal für eignergeführte Unternehmen, in denen die oberste Managementebene gleichzeitig zu den Großaktionären zählt. Dementsprechend ist der Unternehmensgründer und Verwaltungsratsvorsitzende Adi Drotleff, der derzeit 41,0 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 31 direkten und elf indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die insgesamt in drei Geschäftssegmenten tätig sind und zusammen 607 Mitarbeiter beschäftigen.



Geschäftsmodell von Mensch und Maschine; Quelle: Unternehmen

Geschäftsmodell mit drei Säulen

Die MuM-Aktivitäten verteilen sich auf drei Geschäftsfelder, von denen zwei den Vertrieb der Autodesk-Software in Europa beinhalten – mit jeweils unterschiedlichen Ansätzen. Dazu gehört seit Anfang 2009 der auf den deutschsprachigen Raum begrenzte Endkundenvertrieb (Systemhaus) sowie die Großhandelsdistribution der Autodesk-Software in Westeuropa (außer Spanien), Skandinavien, Polen und Rumänien (VAD Distribution). Als drittes Standbein entwickelt und vertreibt MuM eigene Softwareprodukte (MuM-Software).

VAD-Distribution

Die älteste und mit rund 57,4 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 90 Mio. Euro sind die Wesslinger dabei einer der weltweit wichtigsten Partner der Amerikaner. Sie beschränken sich in diesem Geschäftsfeld auf den indirekten Vertrieb an rund 1.000 Vertragshändler, die zudem Unterstützung bei zentralen Vertriebfunktionen 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.

Systemhaus-Geschäft

Der Einstieg in den Endkundenvertrieb wurde Anfang 2009 mit der Akquise der wichtigsten Fachhandelspartner im deutschsprachigen Raum vollzogen. Im Zuge dessen wurden 2009 elf und 2010 drei Unternehmen übernommen (davon drei in der Schweiz und zwei 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). Wegen der im Vergleich mit der Großhandelsdistribution wesentlich größeren Wertschöpfungstiefe dieses Geschäftsmodells erhofft sich MuM von diesem Schritt eine deutliche Margenstärkung, perspektivisch peilt das Management hier eine EBITDA-Rendite von bis zu 10 Prozent an (gegenüber 3,5 bis 4 Prozent in der Distribution). Zu diesem Unterschied trägt bei, dass MuM im Systemhausgeschäft sowohl die Einzelhandelsmarge selbst vereinnahmen als auch zusätzliche Erträge aus Dienstleistungen (Installation, Konfiguration, Schulungen etc.) generieren kann. Plangemäß sollen die Dienstleistungen für rund die Hälfte des Segmentertrages sorgen.

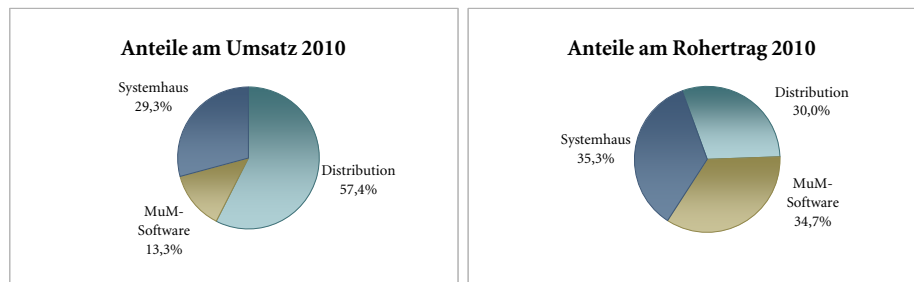
MuM Software

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 knapp 20 Prozent der Segmenterlöse, also etwa 5,0 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 die 100-prozentige Tochter Open Mind ein. Das Unternehmen ist auf Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr rund 21 Mio. Euro Erlöst. 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.



Segmentaufteilung von Umsatz und Rohertrag; Quelle: Unternehmen

Gleichmäßige Verteilung des Rohertrags

Von den drei Sparten steuert der Distributionsbereich mit 57 Prozent immer noch den Löwenanteil der Konzernerlöse bei. Ein knappes Drittel der Umsätze wird im Systemhaus erwirtschaftet, während das Geschäft rund um die eigene Software lediglich 13 Prozent der Einnahmen erzielt. Aufgrund der höchst unterschiedlichen Margen in den drei Segmenten gleichen sich diese Differenzen auf der Rohertragsebene weitgehend aus, sodass MuM seit der Geschäftsmodellweiterung vor zwei Jahren auf drei gleich starken Standbeinen steht. So trägt der MuM-Software-Bereich, in dem die Bayern auf eine Rohertragsrendite von über 88 Prozent kommen, 34,7 Prozent zum Konzernrohertrag bei, während sich der Anteil der umsatzstarken aber margenschwachen (Rohertragsmarge von 17,7 Prozent) Distributionssparte auf 30 Prozent beläuft. Das Systemhausgeschäft liegt hinsichtlich der Rohertragsmarge mit 40,8 Prozent wie schon beim Umsatz zwischen den beiden anderen Segmenten und trägt mit 35,3 Prozent inzwischen den größten Anteil zum Konzernrohertrag bei.

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

Namhaftes Wettbewerbsfeld

Zu den wichtigsten Anbietern auf diesem attraktiven Markt gehören, neben dem MuM-Partner und CAD-Pionier Autodesk, der mit seinem Flaggschiff-Produkt, AutoCAD 1982 den Markt geschaffen und geprägt hat, mehrere milliardenschwere Konzerne. Autodesk zählt zu seinen Konkurrenten beispielsweise Dassault Systemes aus Frankreich, PTC aus Massachusetts und seit der Übernahme von UGS aus Texas im Jahr 2007 auch Siemens. Je nach Marktabgrenzung und Produktbereich sind aber auch Adobe, Bentley Systems, Google und die Münchener Nemetschek AG dem Feld der Konkurrenten hinzuzufügen.

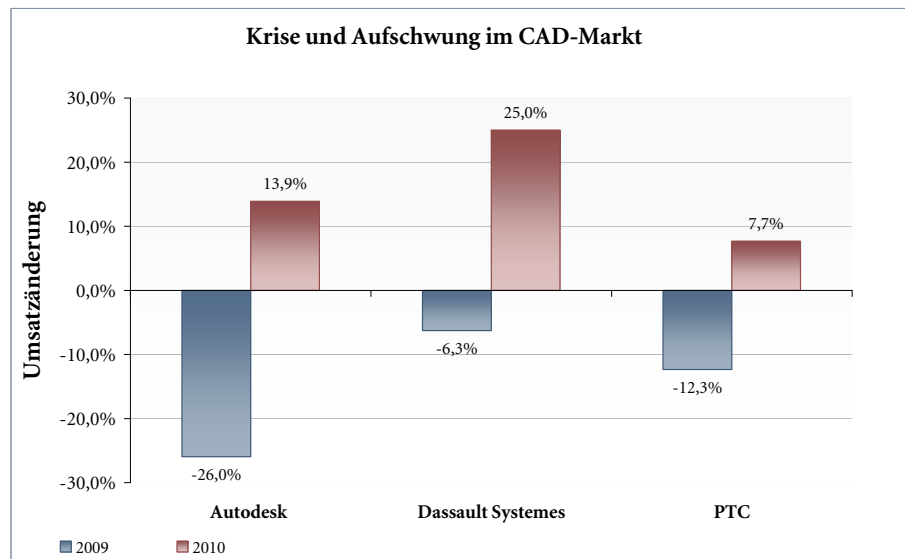
Schwierige Marktabgrenzung

Da die CAD-Software inzwischen um zahlreiche Funktionalitäten erweitert worden ist, gestaltet sich die Abgrenzung zu anderen Bereichen wie etwa der ERP-Software zunehmend schwierig. So geht der neuste Branchentrend in Richtung von umfassenden Softwarelösungen, mit denen komplette Produktlebenszyklen effizienter gemanagt werden (PLM). Hierbei handelt es sich um eine komplett softwaregestützte Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus, von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zum Controlling, Vertrieb und Service. Während demnach der klassische CAD-Markt für Konstrukteure, Architekten und Modellbauer weltweit auf 5,4 Mrd. US-Dollar geschätzt wird (Quelle: Jon Peddie Research (JPR)), nennt Siemens für den gesamten PLM-Markt die Größenordnung von 17 Mrd. Euro. Mit 6,7 Mio. Lizenzen und knapp 70 Tsd. Kunden wännen sich die Münchener hier in der Marktführerposition, während Autodesk mit der weltweiten Nutzerzahl von 10 Mio. im Bereich von Konstruktions-, Planungs-, 3D-Design und Unterhaltungssoftware diese für sich beansprucht.

Krise hinterlässt deutliche Spuren

Unbestritten ist, dass die Produkte der Kalifornier in Konstruktions- und Designbüros zur Standardausstattung gehören und oftmals als Synonym für CAD-Software gebraucht werden. Die Schwerpunktsetzung auf diese konjunktursen-

siblen Branchen hat allerdings im vorletzten Jahr für einen spürbaren Umsatzeinbruch gesorgt, der bei Autodesk deutlich größere Ausmaße annahm als bei den wichtigsten Konkurrenten (siehe Abbildung). So mussten die Kalifornier für das Geschäftsjahr 2010 (endete am 31. Januar 2010) einen Erlösrückgang um 26 Prozent auf 1,7 Mrd. US-Dollar vermelden, während die nächstgrößeren Konkurrenten mit lediglich -6 bzw. -12 Prozent durch das Krisenjahr kamen (bei Siemens ist das PLM-Geschäft im Segment Industry Automation angesiedelt, ein separater Ausweis erfolgt nicht).

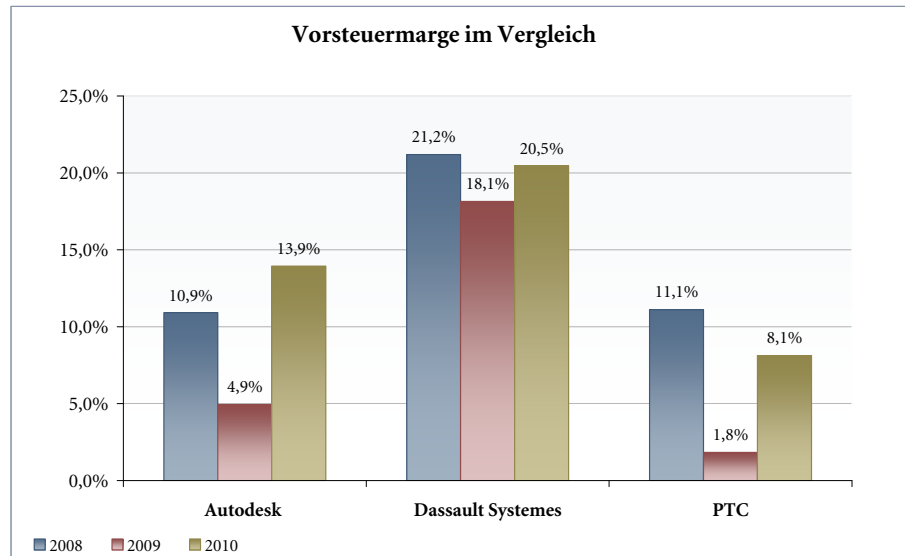


Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

Verhaltene Erholung

Auch die letztjährige Erholung wurde nicht von Autodesk angeführt. Die Kalifornier konnten zwar den Umsatz wieder um knapp 14 Prozent auf 1,95 Mrd. US-Dollar steigern, liegen damit aber nach wie vor um fast 16 Prozent unter dem Wert aus 2008. Demgegenüber hat Dassault Systemes seine Erlöse trotz des nur moderaten Rückgangs in 2009 letztes Jahr um ein Viertel erhöht (1,56 Mrd. Euro) und ist damit umsatzmäßig an Autodesk vorbeigezogen. Hinsichtlich der Lizeinnahmen, der zentralen Wachstumsdeterminante, liegen die Franzosen wieder auf dem Vorkrisenniveau, während Autodesk, wenngleich absolut noch deutlich höher als Dassault Systemes, 2010 rund 27 Prozent weniger Lizeinnahmen als 2008 verbuchen musste. Lediglich beim Vorsteuergewinn konnte Autodesk dank der zwischenzeitlich ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen bereits den Wert aus 2008 übertreffen und den Margenabstand zu den Franzosen reduzieren (siehe untere Abbildung). Als Ursache für diese relative Underperformance gilt, neben der Schwerpunktsetzung auf von der Krise besonders stark betroffene bzw. in den USA immer noch notleidende Branchen wie den Bausektor und dem niedrigeren Anteil an wiederkehrenden Wartungs- und Updateein-

nahmen, auch die noch vergleichsweise schwache Position auf dem PLM-Sektor, dem derzeit dynamischsten Segment der Branche.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

Expansion innerhalb der Autodesk-Welt

Durch die strategische Positionierung als Vertriebspartner von Autodesk ist MuM naturgemäß im hohen Maße von der Qualität und dem Innovationsgrad des Produktportfolios der Amerikaner abhängig. Da sich Autodesk zudem für unterschiedliche Regionen verschiedener Partner bzw. Vertriebsmodelle bedient, sind auch der geographischen Expansion der Bayern relativ enge Grenzen gesetzt. 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.

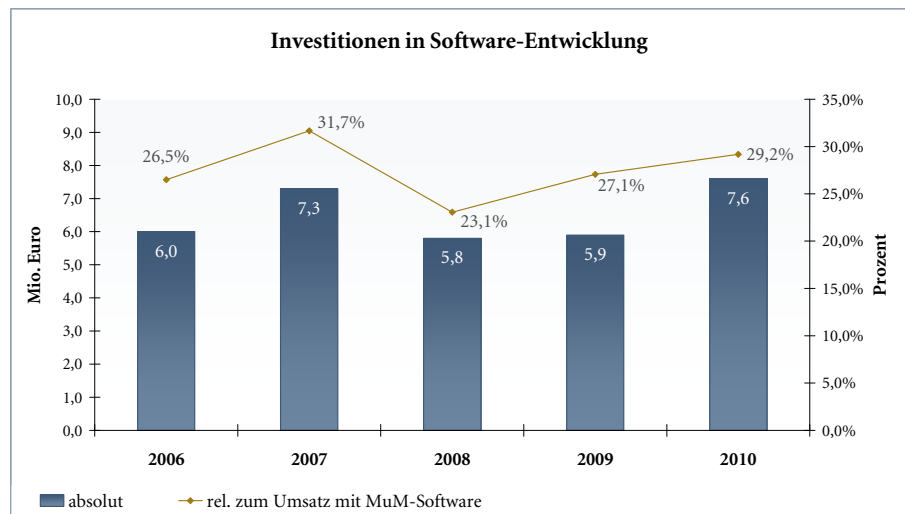
Sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells

Das Bestreben, sich einen möglichst hohen Anteil am europäischen Autodesk-Geschäft zu sichern, war auch eine der zentralen Beweggründe für die vor zwei Jahren vollzogene Erweiterung des Geschäftsmodells. Mit dem Einstieg in das Systemhaus-Segment in Deutschland, Österreich und der Schweiz hat sich MuM nicht nur weitere Umsatzpotenziale (Einzelhandelsmarge, Serviceumsätze) erschlossen, sondern auch einen Geschäftsbereich etabliert, der marginemäßig zwischen den beiden Altsegmenten angesiedelt ist und der deswegen dazu beitragen sollte, die Profitabilität des Gesamtkonzerns zu verbessern. Falls sich die letzte Marktoffensive nach Abschluss der aktuellen Integrations- und Anlaufphase als Erfolg erweist und insbesondere auch die mit diesem Schritt verbundenen

Eigene Software als Margentreiber

Margenerwartungen erfüllt werden, gehen wir davon aus, dass MuM den Wechsel von der Distribution auf den Endkundenvertrieb auch in anderen Regionen anstreben wird. Neben der Erweiterung des Vertragsgebietes durch Akquisitionen sehen wir darin den wichtigsten Expansionspfad für die nächsten Jahre.

Zusätzlich zu den Expansionsbemühungen im Autodesk-Vertrieb spielt auch das Segment MuM-Software eine zentrale Rolle im Strategiemix des MuM-Konzerns. Die eigenen Produkte bieten nicht nur ein wichtiges Differenzierungsmerkmal gegenüber anderen Distributoren, sondern ermöglichen auch ein Margenniveau, das im Vertriebsgeschäft allein nicht erreichbar wäre. Diese Rendite verdankt MuM der Positionierung der eigenen Software vorrangig im mittleren und oberen Preissegment, was wiederum nur bei entsprechend hochwertigen und innovativen Produkten aufrechterhalten werden kann. Deswegen gehören hohe Investitionen in die Wartung und Entwicklung der eigenen Software (die bilanziell allerdings nicht aktiviert werden) ebenso zum Kern der MuM-Strategie wie die Bemühungen um effiziente Abläufe im Vertriebsgeschäft. Bezogen auf die Umsätze des Segments MuM-Software liegt der Entwicklungsaufwand regelmäßig oberhalb von 25 Prozent, mit einer zuletzt steigenden Tendenz.

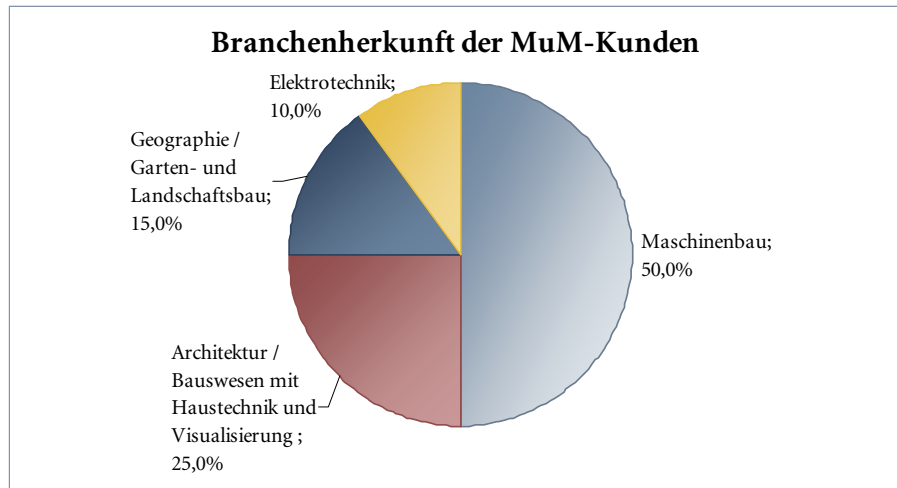


Quelle: MuM

Breite Diversifikation der Kundenbasis

Während auf der Einkaufsseite die eigene Größe dafür sorgt, dass MuM als europäischer Partner für Autodesk nahezu unentbehrlich ist, verfolgen die Bayern auf der Kundenseite eine genau entgegengesetzte Strategie – eine sehr starke Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der über 50.000 einzelnen Kunden, von denen keiner für mehr als 2,5 Prozent der Konzern Erlöse verantwortlich ist. Die Branchenzusammensetzung der Kundenkartei wird zwar vom Maschinenbau mit rund 50 Prozent dominiert, doch ist dieser so heterogen, dass sich viele Zyklen einzelner Teilbranchen üblicherweise gut gegenseitig aufheben. Ein weiteres

Viertel der Erlöse trägt das Segment Bauwesen und Architektur bei, 15 Prozent werden in dem Bereich Infrastruktur/ Garten- und Landschaftsbau und 10 Prozent mit Unternehmen aus der Elektrotechnik umgesetzt (siehe unten).

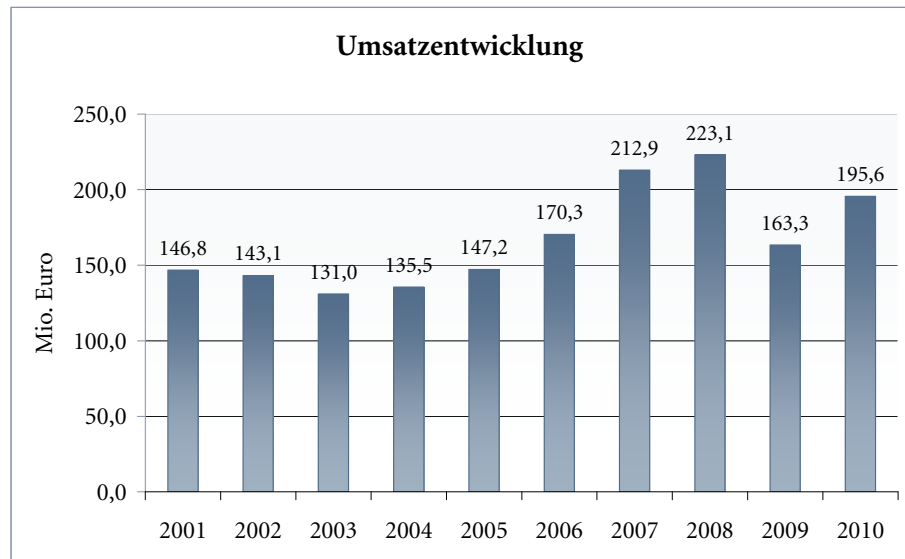


Quelle: Mensch und Maschine

Geschäftsentwicklung

Wieder auf Wachstumskurs

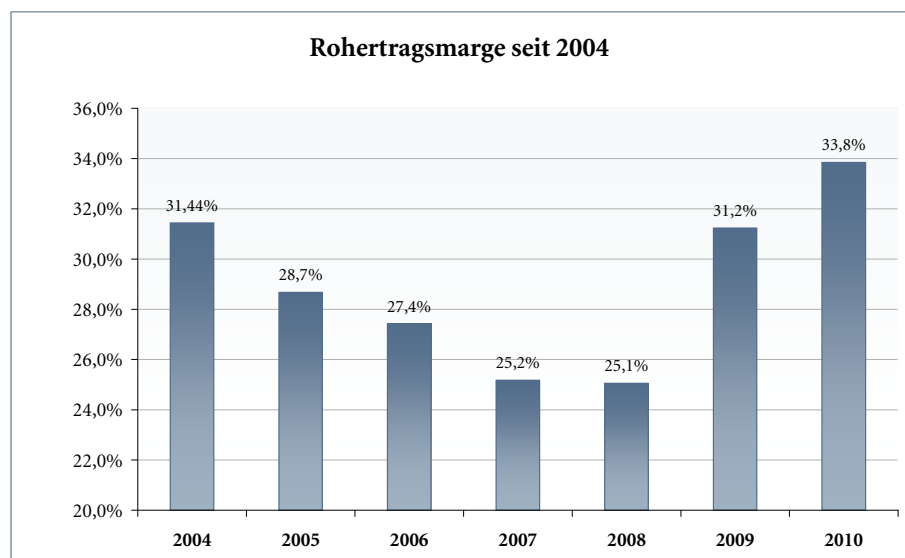
Nach einer fünfjährigen Phase kräftiger Umsatzsteigerungen, in deren Verlauf MuM die Konzernerlöse von 131 Mio. Euro im Jahr 2003 auf den bisherigen Rekordwert von 223,1 Mio. Euro (2008) erhöhen konnte, sorgte der rasante konjunkturelle Einbruch infolge der Finanzkrise auch bei dem bayerischen Softwareanbieter für einen schmerzhaften Rückgang. Die Umsätze reduzierten sich 2009 um 27 Prozent auf 163,3 Mio. Euro, wobei allerdings ein Teil dieser Entwicklung dem Wechsel des Geschäftsmodells von Distribution auf Systemhaus im deutschsprachigen Raum geschuldet war. Hierbei verzichtete MuM nämlich auf die Distributionsumsätze in den betroffenen drei Ländern, wodurch sich die Einnahmen des Distributionssegments um 44 Prozent auf 106,3 Mio. Euro reduzierten. In denjenigen Regionen, die von dem Umstieg auf das Systemhausgeschäft nicht betroffen waren, beschränkte sich der Einbruch hingegen auf deutlich weniger dramatische 25 Prozent (währungsbereinigt). Im letzten Jahr konnte MuM wieder auf den Wachstumskurs zurückkehren und mit 195,6 Mio. Euro wieder einen um 19,8 Prozent höheren Umsatz ausweisen.



Quelle: Mensch und Maschine

Rohertag auf Rekordniveau

Während damit die Erlöse noch unterhalb des Vorkrisenniveaus liegen, zahlte sich der veränderte Umsatzmix bereits in einem neuen Rekordwert beim Rohertag aus. Dieser lag schon 2009 trotz des massiven Umsatzrückgangs mit 51 Mio. Euro nur um 8,7 Prozent unter dem Stand von 2008, das höhere Umsatzniveau in der abgelaufenen Periode ermöglichte anschließend eine fast 30-prozentige Steigerung auf 66,2 Mio. Euro. Die konzernweite Rohertagsmarge, die bis 2008 stetig gefallen war, konnte dadurch wie schon 2009 wieder spürbar erhöht werden, auf nunmehr 33,8 Prozent (siehe nachstehende Abbildung).



Quelle: Mensch und Maschine

Systemhaus mit Breakeven in Q4

Entscheidend für diese erfreuliche Rohertragsentwicklung waren vor allem die stark steigenden Umsätze und Ergebnisbeiträge der Systemhaus-Sparte, die – teilweise noch konsolidierungsbedingt – ihre Einnahmen um 62 und ihren Rohertrag um 74 Prozent steigern konnte. Bedingt durch die im Zuge der Übernahmen nun gestiegenen Abschreibungen auf Sachanlagen sowie vor allem auf die Kaufpreisallokation (Amortisation) wie auch durch die Investitionen in die organisatorische, personelle und EDV-technische Integration der neuen Töchter in den Konzernverbund blieb das Systemhaus aber im Jahresverlauf mit einem EBIT von -2,6 Mio. Euro noch defizitär. Allerdings konnte hier im vierten Quartal mit einem EBITDA von 0,2 Mio. Euro erstmalig ein positives operatives Ergebnis erzielt werden, so dass nun Hoffnung besteht, dass dies im laufenden Jahr auch auf der EBIT-Ebene und für den vollen Zwölfmonatszeitraum gelingt. Auf Konzernebene konnte bereits 2010 beim EBIT wie auch beim EBT die Rückkehr in die Gewinnzone vermeldet werden. Da die Überschüsse allerdings von Tochtergesellschaften ohne steuerrelevante Verlustvorträge erwirtschaftet wurden, lag deren Steuerlast absolut sogar höher als das Konzern-EBT, weswegen das Nachsteuerergebnis im Konzernabschluss mit 0,5 Mio. Euro in den roten Bereich rutschte.

Geschäftszahlen	GJ 2009	GJ 2010	Änderung
Umsatz	163,3	195,6	19,7%
- Distribution	106,2	112,3	5,7%
- Systemhaus	35,3	57,3	62,3%
- M+M Software	21,8	26,1	19,5%
Rohertrag	51,0	66,2	29,8%
- Distribution	18,4	19,9	8,0%
- Systemhaus	13,4	23,3	74,0%
- M+M Software	19,2	23,0	19,8%
EBIT	-2,5	2,8	-
- Distribution	-1,2	3,0	-
- Systemhaus	-2,5	-2,6	-
- M+M Software	1,2	2,3	100,3%
EBT	-4,1	2,0	-
Periodenergebnis	-4,8	-0,5	-

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Starker Cashflow ermöglicht Entschuldung und Dividende

Ungeachtet des negativen Jahresergebnisses hat das MuM-Management in Reaktion auf die insgesamt überzeugenden Zahlen der abgelaufenen Geschäftsperiode beschlossen, nach einer nur einjährigen Pause die Dividendenzahlung wieder aufzunehmen. Gemäß dem von der Hauptversammlung noch zu bestätigenden Vorschlag sollen für die abgelaufene Finanzperiode 10 Cent je Aktie ausgeschüttet werden. Ermöglicht wurde das nicht zuletzt durch einen erneuten operativen Cashflow-Überschuss von 3,9 Mio. Euro (nach 5,7 Mio. Euro im Vorjahr), mit

dem auch die Nettobankverschuldung trotz der hohen Investitionen weiter auf 11,9 Mio. Euro (nach 12,4 Mio. Euro) reduziert werden konnte. Auch die Eigenkapitalausstattung liegt mit 26,4 Prozent oder – bei Korrektur um die nach IFRS noch unter Verbindlichkeiten zu buchenden Minderheitspositionen aus den jüngsten Übernahmen – 30,8 Prozent in einer komfortablen Größenordnung.

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 9,9 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 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. Unter Berücksichtigung des seit über zwei Jahrzehnten etablierten Geschäfts und der äußerst breiten Kundenbasis einerseits sowie der hohen Konjunktursensibilität der wichtigsten Abnehmerbranchen andererseits halten wir den bisherigen Ansatz von 1,3 weiterhin für angemessen. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent.

Deutlicher Gewinnanstieg angekündigt

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts für 2010 hat das MuM-Management eine Guidance für 2011 und 2012 veröffentlicht, die einen Anstieg der Erlöse auf 220 resp. 250 Mio. Euro sowie eine Verdoppelung der operativen Marge bis 2012 vorsieht. Demnach soll das EBITDA im laufenden Jahr bei 9 bis 11 Mio. Euro und 2012 bei bis zu 15 Mio. Euro liegen. Damit korrespondiert eine EpS-Prognose von 20 bis 30 Cent für 2011 und 50 Cent für 2012. Die Zielerreichung vorausgesetzt, soll auch die Dividende auf 20 und dann 30 Cent je Aktie angehoben werden. Als mittelfristige Zielsetzung nennt MuM ein Umsatzwachstum von durchschnittlich 10 bis 15 Prozent bei einer EBITDA-Marge von 6 bis 7 Prozent.

Schätzungen angehoben

Nachdem sowohl die vorgelegten Zahlen als auch die unternehmensseitige Prognose über unseren Schätzungen gelegen haben, sehen wir uns veranlasst, diese ebenfalls etwas anzuheben. Für das laufende Jahr unterstellen wir deswegen nun einen Umsatz von 220 Mio. Euro, der 2012 auf 242 Mio. Euro ansteigen dürfte. Hinsichtlich des Gewinns sind wir einerseits von der raschen Erholung in den beiden Altsegmenten positiv überrascht, andererseits halten wir aber noch Vor-sicht bei der Frage für angemessen, ob sich die angestrebte Margenverbesserung

im Systemhaus in dem angestrebten Umfang und vor allem in dem angepeilten Tempo realisieren lässt. Aus diesem Grund haben wir die Gewinnreihe weitgehend unverändert gelassen. Auch bezüglich der mittelfristigen Wachstumserwartungen sind wir am unteren Ende oder sogar unter den unternehmensseitigen Prognosen geblieben. Zum einen ist das der üblichen Vorsicht geschuldet, zum anderen aber sehen wir inzwischen ein Fragezeichen hinter der Entwicklung der relativen Wettbewerbsstärke des MuM-Partners Autodesk. Diesem Aspekt sollte man in Zukunft unseres Erachtens eine besondere Aufmerksamkeit zukommen lassen. In Summe basiert unsere Wertermittlung auf den folgenden Annahmen hinsichtlich des Geschäftsverlaufs in den nächsten acht Jahren:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse (Mio. Euro)	220,0	242,0	266,2	292,8	322,1	351,1	379,2	405,7
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Nettorendite	1,7%	2,4%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. Euro)	3,74	5,77	8,51	9,65	10,90	12,14	13,27	14,20
Gewinnwachstum		54,5%	47,4%	13,4%	12,9%	11,3%	9,4%	7,0%

Fairer Wert jetzt 9,43 Euro je Aktie

Trotz dieser ausgesprochen vorsichtigen Annahmen, die mehrheitlich unterhalb der unternehmenseigenen Ansätze liegen (zur Erinnerung: in der Vergangenheit hat MuM seine Prognosen meistens klar übertroffen), resultiert aus unserem Bewertungsmodell ein Ertragswert von 137,7 Mio. Euro bzw. 9,43 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir auf dieser Basis somit ein Kurspotenzial von fast 90 Prozent. Als „ewige“ Ertragswachstumsrate im Anschluss an den detaillierten Prognosezeitraum haben wir dabei wie schon bisher 2 Prozent p.a. angenommen. Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter ergeben würden, zeigt die nachfolgende Tabelle.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9 %	9,89 EUR	10,36 EUR	10,89 EUR	11,51 EUR	12,23 EUR
	9,4 %	9,23 EUR	9,62 EUR	10,08 EUR	10,59 EUR	11,19 EUR
	9,9 %	8,69 EUR	9,04 EUR	9,43 EUR	9,87 EUR	10,38 EUR
	10,4 %	8,11 EUR	8,41 EUR	8,74 EUR	9,11 EUR	9,54 EUR
	10,9%	7,64 EUR	7,90 EUR	8,19 EUR	8,51 EUR	8,87 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mit einem kräftigen Wachstum in allen drei Segmenten hat Mensch und Maschine im letzten Jahr die Krise hinter sich gelassen und ist wieder auf den Expansionskurs zurückgekehrt. Am dynamischsten hat sich dabei die neue Sparte

Systemhaus entwickelt, die aufgrund der Anlaufinvestitionen gleichzeitig aber auch die größte Einzelbelastung auf der Ergebnisseite darstellte. Mit dem im vierten Quartal vollzogenen Break-even auf EBITDA-Basis besteht nun aber die Hoffnung, dass diese Phase abgeschlossen ist und dass der Endkundenvertrieb fortan den ihm zgedachten positiven Einfluss auf die Profitabilität des Gesamtkonzerns entfalten kann. Auf Basis der Annahme, dass dies weitgehend gelingt, sehen wir den fairen Wert der MuM-Aktie bei 9,43 Euro und empfehlen sie weiterhin zum Kauf.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen.

Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, 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).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

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 dienen 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 drei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
02.11.2011	3,95 Euro	Kaufen
19.05.2010	3,55 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 bis zum Totalverlust.

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. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

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