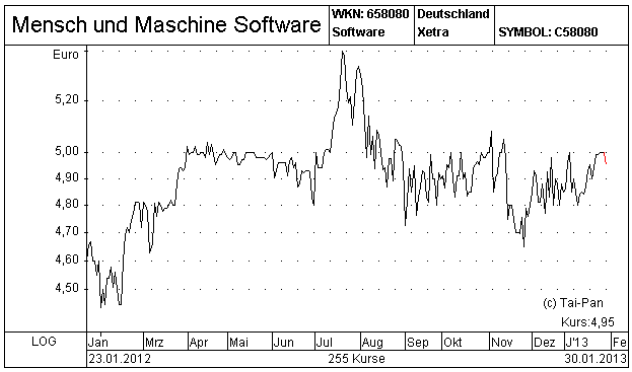
performaxx® Research

- Research-Studie
- 31. Januar 2013
- Mensch und Maschine SE

Mensch und Maschine SE

Kaufen *(unverändert)*

Kursziel **9,07 Euro**
Aktueller Kurs 5,00 Euro *(Xetra)*



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,00	5,089	5,489
Tief (Euro)	4,78	4,565	4,34
Performance	+3,0%	+0,3%	+8,6%
∅-Umsatz (Euro/Tag)	39.601	30.528	36.474

Stärken und Chancen

- ***Wachstum fortgesetzt:*** Im letzten Geschäftsjahr haben die beiden fortgeführten Geschäftsbereiche ihre Erlöse auf neue Höchstwerte gesteigert. Auch der (operative) Gewinn konnte im Vorjahresvergleich ausgeweitet werden.

- ***MuM-Software mit hoher Dynamik:*** Besonders erfreulich hat sich das Softwaresegment entwickelt, das im vierten Quartal sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis neue Rekorde erzielt hat.

- ***Aussichtsreiche Aufstellung:*** Mit dem Wechsel des Geschäftsmodells hat sich MuM zusätzliche Wertschöpfungs- und Renditepotenziale in einem sehr interessanten Markt erschlossen. Ein erfolgreicher Abschluss des Umbauprozesses hätte deswegen eine Neubewertung der Aktie durch die Börse zu Folge.

Schwächen und Risiken

- ***Erfolg des Systemhausgeschäfts noch nicht erwiesen:*** Bisher konnte MuM diese Potenziale nur in Ansätzen heben. Diesbezüglich dürfte das laufende Jahr zeigen, wie rasch hier Fortschritte zu erwarten sind.

- ***Abhängigkeit von einem Lieferanten:*** Angesichts der stärker werdenden Konkurrenz unter den CAD-Herstellern stellt die Fokussierung auf Autodesk das zentrale Risiko des Geschäftsmodells dar.

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	15,4 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	77,1 Mio. Euro
Free Float	43,5 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr	2011*	2012	2013e	2014e		
Umsatz (Mio. Euro)	191,7	119,0	135,0	155,3	CAGR Umsatz 11-14 (e)	-6,8%
Umsatzwachstum	-2,0%	-37,9%	13,4%	15,0%	CAGR EBIT 11-14 (e)	7,2%
EBIT (Mio. Euro)	5,4	5,8	5,9	6,7	CAGR EpS 11-14 (e)	19,9%
EBIT-Marge	2,8%	4,9%	4,4%	4,3%		
EpS	0,16	0,23	0,24	0,27	Enterprise Value (Mio. Euro)	99,6
Dividende je Aktie	0,20	0,12	0,12	0,13	Buchwert (Mio. Euro)	34,2
KUV	0,40	0,65	0,57	0,50	EV / Umsatz 13 (e)	0,7
KGV	32,1	21,4	21,0	18,7	EV / EBIT 13 (e)	16,8
Dividendenrendite	4,0%	2,3%	2,4%	2,7%	Kurs / Buchwert	2,3

**operativ, ohne den Veräußerungsgewinn*

Bitte beachten Sie unseren Haftungsausschluss sowie die wertpapierrechtlichen Angaben (§§20a, 34b WpHG) im Anhang!

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
+49 (0)89 447716-0 • kontakt@performaxx.de

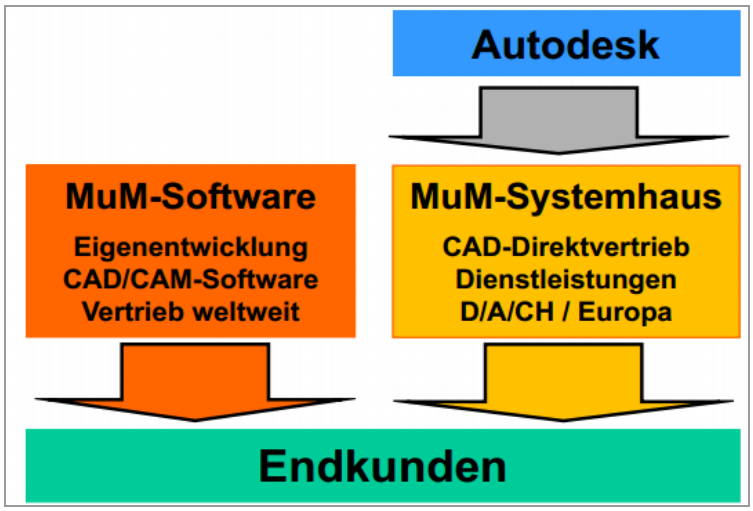
Unternehmensprofil

CAD/CAM-Spezialist mit 29 Jahren Marktpräsenz

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). Das im bayerischen Weßling ansässige Unternehmen hat sich dabei vor allem auf den Vertrieb der Produkte des aus den USA stammenden CAD-Herstellers Autodesk spezialisiert; 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 mit über 50 Standorten in insgesamt 14 Ländern präsent ist und rund 4 Prozent des CAD/CAM-Marktes für sich beansprucht (bzw. 10 Prozent des europäischen Geschäfts der Amerikaner). Für die eigene Software unterhält Mensch und Maschine darüber hinaus auch Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan und dem asiatisch-pazifischen Raum. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert, seit Anfang 2012 gehört sie dem Entry Standard der Frankfurter Börse an.

Holdingsstruktur

Die Muttergesellschaft des MuM-Konzerns wird in Form einer Societas Europea (SE) geführt, die gerade für eignergeführte Unternehmen den Vorteil bietet, dass ein und dieselbe Person sowohl Mitglied des Verwaltungsrates als auch des Direktoriums sein kann. Dementsprechend ist der Unternehmensgründer und Verwaltungsratsvorsitzende Adi Drotleff, der derzeit 42,4 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 über 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 659 Mitarbeiter beschäftigen.



Geschäftsmodell von Mensch und Maschine; Quelle: Unternehmen

Systemhaus

Das Geschäftsmodell beruht seit November 2011 auf zwei Säulen: dem Systemhausgeschäft, also dem direkten Endkundenvertrieb von Autodesk-Software einerseits, und der Entwicklung und dem Vertrieb eigener Software andererseits. Die Großhandelsdistribution, die Keimzelle und bis 2011 der wichtigsten Umsatzträger der Gesellschaft, wurde hingegen aufgrund der beschränkten Margenpotenziale im Herbst 2011 veräußert. An ihre Stelle ist das Systemhausgeschäft getreten, in dem MuM zusätzlich die Einzelhandelsmarge vereinnahmen kann und mit Dienstleistungen wie Installation, Konfiguration, Wartung und Schulungen über weitere Ertragsquellen verfügt. Im deutschsprachigen Raum ist dieses Geschäft bereits etabliert und mit rund 40 Standorten auch die Flächendeckung erreicht, während es sich im europäischen Ausland noch im Aufbau befindet.

MuM Software

Die zweite Säule stellen die Entwicklung und der Vertrieb eigener Software dar. Diese besteht im Kern aus 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 15 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.

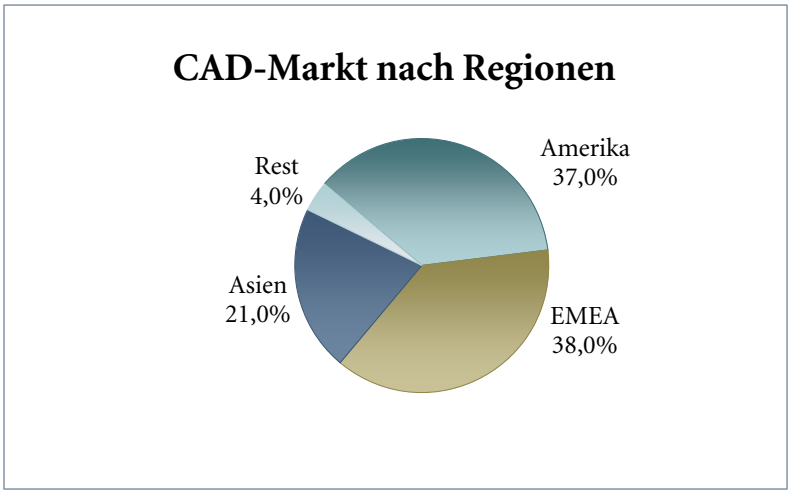
Eigene Software als Renditeperle

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments MuM-Software nimmt aber die 100-prozentige Tochter OpenMind ein. Das Unternehmen ist auf Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr rund 28,5 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. Dank dieser Positionierung zeichnet sich das Segment MuM-Software durch eine ausgesprochen hohe Profitabilität aus. Seine EBITDA-Rendite lag im letzten Geschäftsjahr bei 16,7 Prozent, womit es 56 Prozent zum operativen Konzernergebnis beitrug – bei einem Umsatzanteil von knapp 30 Prozent.

Markt und Strategie

Neue Einsatzgebiete und Nachfrage aus Schwellenländern

Der Markt für CAD- und CAM-Software gehörte in den letzten Jahren zu den wachstumsstärksten Segmenten des gesamten IT-Sektors. Er profitiert hierbei von der zunehmenden Bedeutung des Produktdesigns in immer mehr Branchen jenseits der traditionellen CAD-Einsatzgebiete Architektur und Bauwesen. Inzwischen sind solche Anwendungen aus dem Alltag von Branchen wie dem Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierungsindustrie oder der Konsumgüterproduktion nicht mehr wegzudenken. Aber auch der technologische Fortschritt selbst mit dem Übergang von 2D- auf 3D-Software hat in den letzten Jahren zu der dynamischen 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.



Quelle: JPR

70 Prozent Wachstum seit 2009

Das diesjährige Volumen des Marktes (in der engeren CAD-Abgrenzung) wird von Jon Peddie Research (JPR) auf rund 8,5 Mrd. US-Dollar beziffert, mit in etwa gleichen Anteilen für Europa und Amerika und einem rasch zunehmenden Gewicht Asiens (siehe Graphik). Gegenüber dem Krisenjahr 2009, als der Branchenumsatz bei 5 Mrd. US-Dollar lag, hätte sich das Marktvolumen somit um 70 Prozent erhöht. Und die Analysten von JPR gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Als Wachstumsschwerpunkt gilt weiterhin Asien, aber inzwischen gewinnen auch die Märkte in Lateinamerika, Afrika und im Nahen Osten an Bedeutung. Inhaltlich scheint die Gewichtsverschiebung zugunsten von 3D-Programmen, auf die inzwischen mehr als 60 Prozent der Branchenumsätze entfallen, aber langsam auszulaufen. Bedingt durch neue Vertriebsformen und neue Plattformen (Cloud, Apps) scheint 2D-CAD als eine Anwendung für jedermann an Attraktivität zu gewinnen, zuletzt

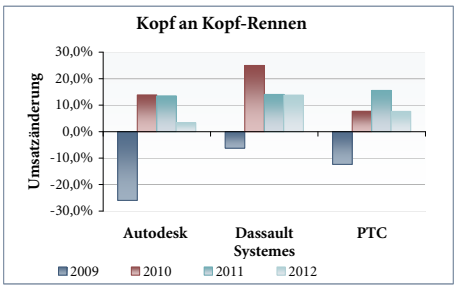
sind sogar verstärkt neue Player im Markt aufgetreten. Vor diesem Hintergrund erwartet JPR eine zunehmende Preisspreizung zwischen 3D und 2D.

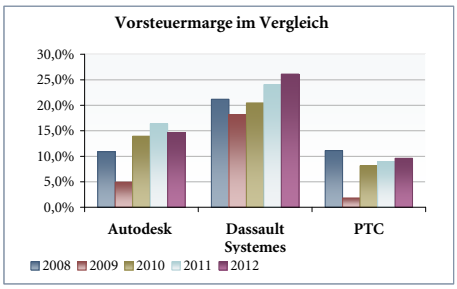
Namhaftes Wettbewerbsfeld

Zu den wichtigsten Anbietern in 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

Nachdem Autodesk den Markt über lange Zeit klar beherrscht hatte, haben die letzten Jahre mehrere Verschiebungen gebracht. Zum einen sind diese dem technologischen Wandel und damit dem Zusammenwachsen des CAD-Marktes mit anderen Software-Welten geschuldet. Dadurch sind die Überschneidungen mit anderen Bereichen wie etwa der ERP-Software zunehmend größer geworden. So geht der neuste Branchentrend in Richtung von umfassenden Softwarelösungen, mit denen komplette Produktlebenszyklen effizient gemanagt werden (PLM). Hierbei handelt es sich um eine vollständig softwaregestützte Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus, von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zum Controlling, Vertrieb und Service. In dieser Abgrenzung geht das Marktvolumen deutlich über die oben genannte Größenordnung hinaus. Autodesk selbst nennt für seine gesamte Produktpalette, die inzwischen auch Software für die Produktion von Filmen und Videospielen umfasst, ein Marktpotenzial von 16 Mrd. US-Dollar.





Quelle: Autodesk, Dassault Systems und PTC, Konsensus- und Performaxx-Schätzungen

Marktführerschaft umkämpft

Zum anderen haben einige Konkurrenten durch Übernahmen bzw. durch die Fokussierung auf wachstumsstärkere Segmente wie eben PLM etwas stärker zugelegt. So beansprucht inzwischen Siemens im Markt für PLM mit über 7 Mio. Lizenzen und rund 71 Tsd. Kunden die Marktführerposition für sich. Am Umsatz gemessen ist zudem auch der französische Konkurrent Dassault Systemes an Autodesk vorbeigezogen. Die Franzosen haben dabei sowohl von ihrer starken Positionierung im 3D-Bereich sowie im PLM-Markt als auch von der Übernah-

me der PLM-Sparte von IBM profitiert, deren Konsolidierung die Wachstumsraten der Jahre 2010 und 2011 zusätzlich befeuert hat. Wie der vorstehenden Graphik zu entnehmen ist, ist Dassault Systems der Konkurrenz zurzeit auch in Punkto Profitabilität enteilt. Während Autodesk nach neun Monaten bei einem fünfprozentigen Umsatzwachstum ein rückläufiges Vorsteuerergebnis ausweisen musste, haben die Franzosen ihr Ergebnis sogar überproportional gesteigert. Dementsprechend dürfte sich ihre Vorsteuermarge zum Jahresende weiter auf 26 bis 27 Prozent erhöht haben, während bei Autodesk eher knapp 15 Prozent erwartet werden.

Expansion innerhalb der Autodesk-Welt

Die Frage, wie sich Autodesk in diesem Wettbewerb behauptet, ist mittel- und langfristig die zentrale Determinante auch für die Wachstumsaussichten von Mensch und Maschine. Denn 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. Die Hauptwachstumsquelle besteht demnach, neben der regionalen Expansion, vor allem in einer intensiveren Durchdringung der bereits abgedeckten Märkte sowie der Erhöhung des eigenen Anteils an den Autodesk-Umsätzen (zulasten anderer 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 ca. 10 Prozent und global auf etwa 4 Prozent beläuft.

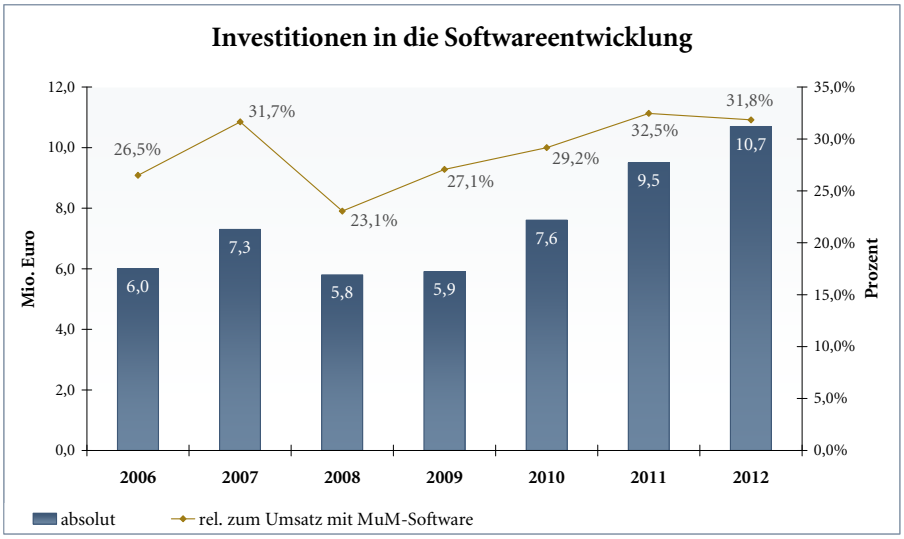
Neues Geschäftsmodell ermöglicht höhere Margen

Im Bestreben, sich einen möglichst hohen Anteil am europäischen Autodesk-Geschäft zu sichern, hat MuM zu Beginn des Jahres 2009 den Umbau des Geschäftsmodells eingeleitet. In dessen Rahmen wurde das volumenstarke aber margenschwache Distributionsgeschäft zunächst im deutschsprachigen Raum, im November 2011 dann auch in Resteuropa, aufgegeben bzw. verkauft. Stattdessen verlagerte MuM seine Autodesk-Aktivitäten auf den Endkundenvertrieb und fungiert seit Ende 2011 als größtes europäisches Autodesk-Systemhaus. Dadurch wurde die Wertschöpfungstiefe signifikant erhöht, weil das Geschäft neben den Softwarelizenzen nun auch Dienstleistungen wie Installation, Wartung, Konfiguration und Schulungen umfasst, die plangemäß für rund die Hälfte des Rohertrages im Systemhaus sorgen sollen. Mit dieser Positionierung soll die Profitabilität des Geschäftsmodells deutlich verbessert werden. Lag die maximal erreichbare EBITDA-Rendite der Distribution bei etwa 3,5 Prozent, peilt MuM für das Systemhaus mittelfristig die Marke von 10 Prozent an. Darüber hinaus ermöglicht die Höhergewichtung der Dienstleistungen eine etwas größere Unabhängigkeit von den Autodesk-Lizenzeinnahmen, deren Anteil am Konzernrohertrag in der neuen Aufstellung nur noch rund 25 Prozent beträgt.

Hohe Entwicklungsinvestitionen

Eine Schlüsselrolle im Strategiemix des MuM-Konzerns spielt auch weiterhin das Segment MuM-Software. Die eigenen Produkte bieten nicht nur eine wichti-

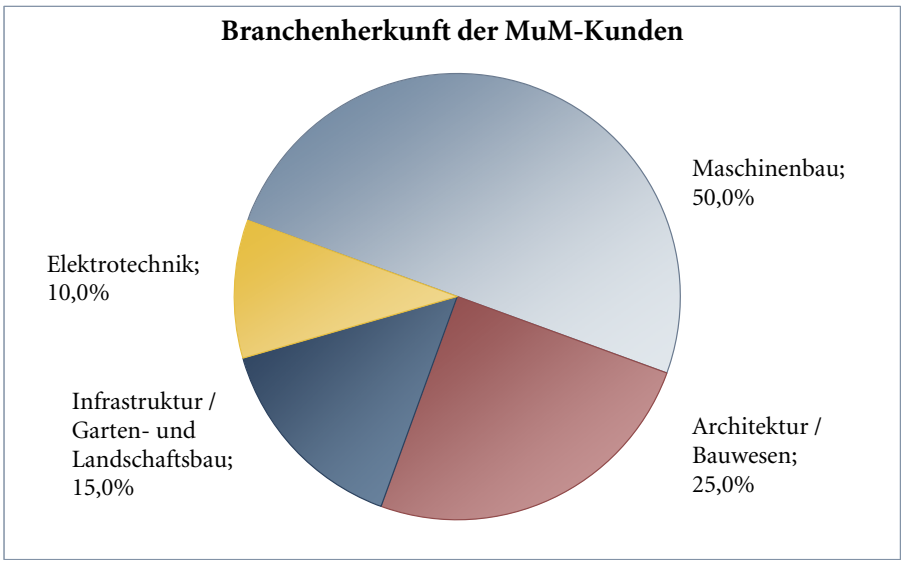
ge Diversifikation sowohl inhaltlicher (außerhalb der Autodesk-Welt) als auch geographischer Natur (starkes außereuropäisches Geschäft), sondern ermöglichen auch ein deutlich höheres Margenniveau. So lag die EBITDA-Marge des Softwaregeschäfts im letzten Jahr bei 16,7 Prozent, bezogen auf das letzte Quartal waren es sogar fast 21 Prozent. Perspektivisch hält MuM hier eine operative Marge von bis 25 Prozent für erreichbar. Diese Rendite verdankt das Unternehmen der Positionierung vorrangig im mittleren und oberen Preissegment, was wiederum nur bei entsprechend hochwertigen Innovationen aufrechterhalten werden kann. Deswegen gehören hohe Investitionen in die Wartung und Entwicklung der eigenen Software (die bilanziell allerdings nicht aktiviert werden) zum Kern der MuM-Strategie, bezogen auf die Segmentumsätze lag der Entwicklungsaufwand zuletzt bei über 30 Prozent.



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 Konzernerlöse 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 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).

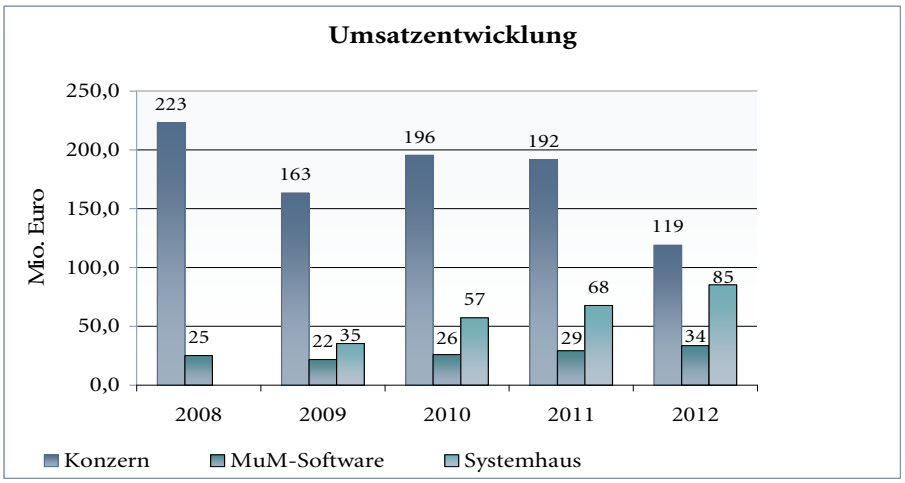


Quelle: Mensch und Maschine

Geschäftsentwicklung

Verkauf der Distribution bedingt Umsatzrückgang

Der Umbau des Geschäftsmodells und die damit einhergehende Trennung von der ehemals umsatzstärksten Sparte Distribution hatten zur Folge, dass MuM in den letzten Jahren in Summe einen rückläufigen Konzernumsatz verzeichnet hat. Ausgehend von dem bisherigen Rekordwert in 2008 (223 Mio. Euro) haben sich die Erlöse bis 2012 auf 119 Mio. Euro reduziert.



Quelle: Mensch und Maschine

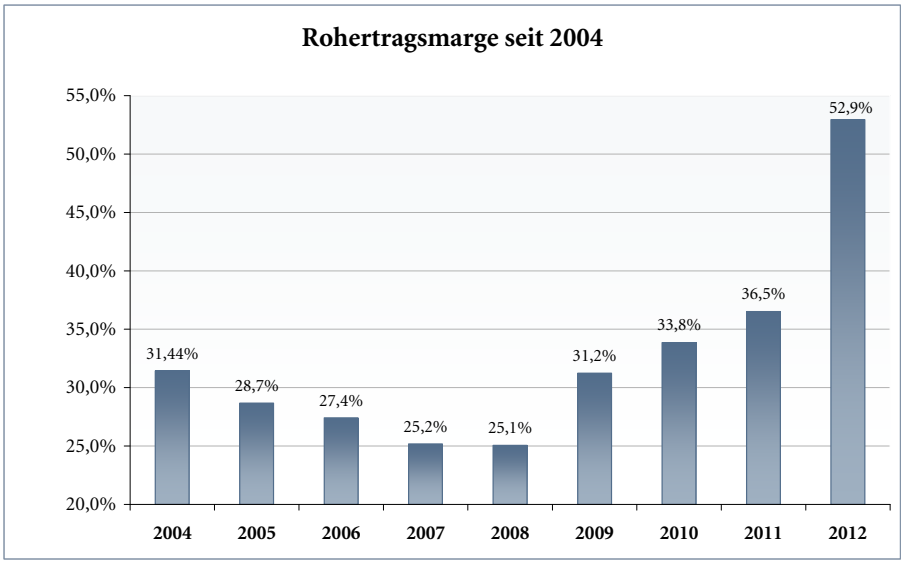
MuM-Software und Systemhaus mit Umsatzrekorden

Da die Betrachtung des Konzernumsatzes aber durch den in zwei Schritten (2009 und 2011) vollzogenen Ausstieg aus der volumenstarken Distribution verzerrt wird, vermittelt der Blick auf die separate Entwicklung der beiden fortgeführten

Segmente MuM-Software und Systemhaus ein treffenderes Bild. In beiden Fällen konnte MuM in den letzten drei Jahren auf ein neues Rekordniveau zulegen, wobei der Zuwachs im Systemhaus zu einem großen Teil akquisitionsgetrieben gewesen ist.

Rohmarge auf Rekordniveau

Ein noch deutlicheres Bild der dem Geschäftsmodellwechsel zugrundeliegenden Logik zeigt die Entwicklung des Rohertrages. Durch die Konzentration auf ein ertragreicheres Geschäft hat sich die hohe Wachstumsdynamik der fortgeführten Segmente in einem sowohl prozentual (als Anteil am Umsatz) als auch absolut steigenden Rohertrag niedergeschlagen. Dieser lag bereits 2010 absolut über dem Vorkrisenniveau, die Rohmarge übertraf im letzten Jahr sogar das Doppelte ihres Wertes von 2008 (siehe nachstehende Abbildung).



Quelle: Mensch und Maschine

Veränderte Kostenstruktur

Allerdings überzeichnet der Blick auf die Rohertragsmarge die Verbesserung der Profitabilität, weil sich mit dem Geschäftsmodellwechsel auch die Kostenstruktur verändert hat. Insbesondere der hohe Dienstleistungsanteil im Segment Systemhaus, der für bis zu 50 Prozent der Segmenterlöse verantwortlich ist, führte zu einer Erhöhung der Personalintensität. So lag der Umsatz pro Kopf vor der Finanzkrise bei 0,58 Mio. Euro und letztes Jahr bei 0,18 Mio. Euro. Selbst bezogen auf den Rohertrag hat sich die Personalintensität erhöht, der Rohertrag pro Mitarbeiter hat sich zwischen 2008 und 2012 von 140 auf 100 Tsd. Euro reduziert. Darüber hinaus haben die zahlreichen Übernahmen im Systemhaussegment einen erhöhten Abschreibungs- und Amortisationsaufwand bedingt, der die Ergebnisrechnung bis mindestens 2015 belasten wird.

Sonderertrag ermöglicht Gewinnwachstum

Trotz dieser neuen Belastungen und trotz der Anlauf- und Integrationskosten im Systemhaus-Segment konnte MuM in den letzten Jahren die Ergebnissituation sukzessive verbessern. Das EBITDA erhöhte sich von 1,4 Mio. Euro im Jahr 2009 auf 9,1 Mio. Euro in 2011 (operativ), unter Berücksichtigung des Gewinns aus der Veräußerung des europäischen Distributionsgeschäfts lag das EBITDA 2011 sogar bei 15,6 Mio. Euro. Infolgedessen konnte beim EBIT 2010 die Rückkehr in die Profitabilität vermeldet werden, seit 2011 erwirtschaftet MuM auch unter dem Strich wieder positive Zahlen. Unter Hinzurechnung des Veräußerungserlöses wurde 2011 mit 6,8 Mio. Euro sogar der höchste Konzerngewinn der Unternehmensgeschichte ausgewiesen.

Geschäftszahlen	GJ 2011*	GJ 2012	Änderung
Umsatz	**191,7**	**119,0**	**-37,9%**
- Systemhaus	*67,4*	*85,4*	26,1%
- M+M Software	*29,3*	*33,6*	14,8%
Rohertrag	**70,0**	**63,1**	**-9,9%**
- Systemhaus	*27,8*	*32,5*	16,6%
- M+M Software	*26,4*	*30,6*	15,9%
EBITDA	***15,6***	***9,9***	**-36,7%**
- Systemhaus	*2,0*	*4,3*	119,4%
- M+M Software	*4,4*	*5,6*	28,1%
Periodenergebnis	**6,8**	**3,6**	**-47,1%**

** Angaben für Konzern-EBITDA und Konzernergebnis inkl. des Ergebnisbeitrags aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts; Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen*

Schwaches Schlussquartal sorgt für enttäuschendes Jahr 2012

Der erzielte Veräußerungspreis für das Distributionsgeschäft hat auch das Ergebnis des Jahres 2012 massiv beeinflusst. Und zwar hat MuM im Jahresverlauf weitere 9 Mio. Euro aus variablen Kaufpreisraten erfolgswirksam verbucht, wodurch im Systemhaus trotz der operativen Anlaufverluste ein positives EBITDA von 4,3 Mio. Euro ausgewiesen werden konnte. Die Umsätze des Segments erhöhten sich dabei, nicht zuletzt dank zweier Übernahmen, um 26 Prozent auf 85,4 Mio. Euro. Doch die ursprünglichen Pläne für weitere Zukäufe, mit denen das Systemhausgeschäft in weiteren europäischen Ländern ausgebaut werden sollte, hat das Unternehmen angesichts der schwierigen Konjunktursituation zunächst aufgeschoben. Dadurch sowie durch die zum Jahresende schwieriger gewordene Situation im deutschsprachigen Raum wurde schließlich auch die unternehmenseigene Prognose für den Konzernumsatz verfehlt. Ging das Management noch im Frühsommer davon aus, im Gesamtjahr rund 150 Mio. Euro zu erlösen, wurde das Ziel in Folge der aufgeschobenen Akquisitionspläne auf 135 Mio. Euro reduziert. Durch das verhaltene Geschäft im Schlussquartal, in dem die Systemhaussparte infolge der Euroschuldenkrise sowie der Nachwirkungen einer im Sommer durch Autodesk vollzogenen Preiserhöhung deutlich hinter

den Erwartungen geblieben war, erreichte der Konzernumsatz im letzten Jahr nur 119 Mio. Euro.

MuM Software auf Rekordkurs

Während das Systemhaus sich damit im vierten Quartal enttäuschend entwickelte und beim Umsatz unter das Niveau des ersten Vierteljahres rutschte, hat das Software-Segment seinen Rekordkurs fortgesetzt. Die Quartalsumsätze erreichten mit 9,7 Mio. Euro einen neuen Rekordwert, auch auf Jahresbasis wurde mit 33,6 Mio. Euro ein neuer Höchststand markiert. Dabei profitierte das Unternehmen weiter von einer lebhaften Nachfrage aus Deutschland und auch aus Italien und Japan, deren Maschinenbaubranchen eine wichtige Kundengruppe darstellen. Darüber hinaus entfacht nach Unternehmensangaben auch der Boom der Öl- und Gasindustrie in den USA einen starken Nachfragesog nach der CAM-Software von OpenMind. Durch diese lebhafte Geschäftsentwicklung konnte das Software-Segment auch hinsichtlich der Ertragskraft wieder glänzen, die EBITDA-Marge erreichte auf Quartalsbasis 20,8 Prozent.

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 2,5 Prozent (gemittelte 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. Bisher hatten wir aus der Abwägung des nun erhöhten Dienstleistungsanteils einerseits und der höheren Fixkostenbelastung durch den erhöhten Personalstamm andererseits mit einem Betafaktor von 1,3 gearbeitet. Wie das letzte Jahr aber gezeigt hat, gestaltet sich der Umbau des Geschäftsmodells etwas langwieriger als von uns zunächst erwartet. Solange der Prozess nicht abgeschlossen ist, sehen wir nun ein erhöhtes Risiko schwankender Ergebnisse, was wir in einem auf 1,4 erhöhten Beta-Faktor zum Ausdruck bringen. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent.

Prognosen angepasst

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für das Jahr 2012 hat MuM auch die eigene Mittelfristplanung aktualisiert. Das Unternehmen geht weiter davon aus, in den nächsten Jahren vor allem durch Zukäufe im Systemhaus-Segment kräftig zu expandieren und im Jahr 2015 die Marke von 200 Mio. Euro

Umsatz zu erreichen. Aufgrund der höhermargigen Erlöszusammensetzung soll dies mit einem Rohertrag von 100 Mio. Euro und mit einem EBITDA von mehr als 15 Mio. Euro einhergehen. Das Konzernergebnis wird für 2015 in der Größenordnung von rund 7,5 Mio. Euro erwartet. Gegenüber der bisherigen Planung handelt es sich bei diesen Zahlen um eine Kombination aus einer Verschiebung um ein Jahr und der Annahme eines langsameren Margenanstiegs. So lag die bisherige Zielgröße für das EBITDA in 2014 bei über 20 Mio. Euro, für das Nettoergebnis wurden mehr als 10 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Im gleichen Ausmaß, in dem sich der unterstellte Gewinnanstieg verlangsamt hat, wurde auch die Dividendenerwartung revidiert.

2013 als Jahr der Wahrheit

Das Unternehmen begründet die angepasste Prognose sowohl mit den konjunkturell bedingten Verzögerungen beim Ausbau des Systemhausgeschäfts als auch mit den größeren Erfahrungswerten nach Abschluss des ersten vollen Geschäftsjahres mit der neuen Ausrichtung. Diese Entwicklung und die zwischenzeitlich angekündigte stärkere Konzentration auf ein strikteres Kostenmanagement deuten darauf hin, dass vor allem die Erreichung der von MuM selbst gesteckten Profitabilitätsziele alles andere als ein Selbstläufer sein dürfte. Insofern sehen wir uns in unserer bisherigen Vorsicht bestätigt, die uns in unseren Schätzungen teilweise deutlich hinter der Unternehmensplanung bleiben ließ. Dadurch hält sich auch der aktuelle Anpassungsbedarf hinsichtlich der Annahmen unseres Modells in Grenzen. In Reaktion auf die enttäuschenden Zahlen zum letzten Quartal sowie auf die Prognoseanpassung haben wir die Umsatzreihe um ein Jahr nach hinten verschoben und die unterstellte Margenentwicklung etwas abgeflacht. Besonders aufschlussreich dürfte in diesem Zusammenhang das laufende Jahr werden, für das nur noch 4 Mio. Euro an variablen Kaufpreisraten bereitstehen, um das Ergebnis zu glätten (zur Erinnerung: 2012 wurden noch 9 Mio. Euro verbucht). Die in unserem Modell angenommene minimale Erhöhung des EBITDA stellt somit operativ eine Steigerung um mehr als 5 Mio. Euro dar. Insgesamt entspricht unser Modell damit weitgehend unserer Überzeugung, dass der von MuM gewählte Weg richtig ist und letztendlich von Erfolg gekrönt sein wird. Im Detail resultieren hieraus die folgenden Annahmen bezüglich der Geschäftsentwicklung in den kommenden acht Jahren:

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

Fairer Wert jetzt 9,07 Euro je Aktie

Zusammen mit dem erhöhten Risikozuschlag und dem dadurch gestiegenen Diskontierungssatz ergibt sich aus diesen Annahmen ein Ertragswert von 140,0

Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 9,07 Euro. Damit signalisiert unser Modell trotz der vorgenommenen Anpassungen immer noch einen fairen Wert, der rund 80 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs liegt.

Sensitivitätsanalyse

An dem Befund der deutlichen Unterbewertung ändert auch die Variation der Parameter Diskontierungszins und „ewiges" Ertragswachstum nur wenig. Selbst im ungünstigsten Fall liefert unser Modell einen fairen Wert von 7,31 Euro und damit 2,3 Euro mehr als der aktuelle Börsenkurs.

		„ewiges" Wachstum				
Diskontierungszins		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
	8,9%	9,61 EUR	10,09 EUR	10,63 EUR	11,26 EUR	11,99 EUR
	9,4%	8,93 EUR	9,34 EUR	9,80 EUR	10,32 EUR	10,93 EUR
	9,9%	8,33 EUR	8,68 EUR	**9,07 EUR**	9,51 EUR	10,03 EUR
	10,4%	7,79 EUR	8,09 EUR	8,43 EUR	8,81 EUR	9,24 EUR
	10,9%	7,31 EUR	7,58 EUR	7,87 EUR	8,20 EUR	8,56 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen"

Mensch und Maschine hat seine Aktionäre im letzten Jahr einem Wechselbad der Gefühle ausgesetzt. Nach einem sehr starken Jahresauftakt und einem überzeugenden dritten Quartal folgten jeweils Monate, in denen die Zahlen hinter den Erwartungen blieben. In Summe konnte das Unternehmen seine zu Jahresbeginn kommunizierten Ziele nicht erreichen, insbesondere das Systemhaus-Segment ist nicht so stark gewachsen wie es erwartet worden war. Ergebnisseitig konnte diese Entwicklung noch durch die vereinnahmten Kaufpreisraten aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts kompensiert werden. Insofern dürfte erst das laufende Jahr zeigen, wie gut der Umbau des Geschäftsmodells gelungen ist. Denn die Schonzeit, die MuM dem neuen Segment durch die gewählte Art der Verbuchung des Gewinns aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts verschafft hatte, läuft langsam aus. Trotz der Verzögerungen im Auf- und Ausbau des neuen Segments sowie in den dadurch bedingten langsameren Ergebnisverbesserungen sind wir weiter zuversichtlich, dass dieser Prozess letztendlich zum Erfolg führen wird. Da unser auf dieser Grundprämisse basierendes Schätzmodell weiterhin ein hohes Kurspotenzial signalisiert, halten wir an unserer Kaufempfehlung fest.

Anhang

1. Offenlegung gemäß § 20a WpHG

Wir weisen darauf hin, dass der Auftraggeber dieser Studie oder ihm nahestehende Personen bzw. Unternehmen Aktien des besprochenen Unternehmens halten. Auch wenn wir keinerlei Kenntnisse über etwaige Verkaufsabsichten haben, kann nicht ausgeschlossen werden, dass unsere mittel- oder unmittelbaren Auftraggeber demnächst Aktien des besprochenen Unternehmens verkaufen wollen und daher an einer Kurs- oder Umsatzsteigerung interessiert sind.

2. Angaben gemäß § 34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. **Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten entgeltlich erstellt worden.
2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief".
7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
8) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 3)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Fi-

nanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Die vorliegende Studie wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung vorgelegt und danach geändert. Ersteller der Studie ist Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
29.10.2012	**4,95 Euro**	**Kaufen**
26.07.2012	**5,19 Euro**	**Kaufen**
23.05.2012	**4,99 Euro**	**Kaufen**
30.03.2012	**4,94 Euro**	**Kaufen**

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent,
- „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Allgemeine Hinweise zu den angewandten Bewertungsmethoden und zu deren Sensitivität finden Sie auf unserer Website unter folgendem Link:

http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php

3. 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 Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

4. 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