

Mensch und Maschine SE

Stärken und Chancen

- **Operativer Gewinn vervierfacht:** Im letzten Geschäftsjahr konnte Mensch und Maschine bei einem um 5,9 Prozent erhöhten Umsatz das bereinigte EBITDA auf 3,8 Mio. Euro nahezu vervierfachen.
- **Immobilienkauf sorgt für nachhaltigen Ergebnisanstieg:** Durch den Kauf der bisher angemieteten Konzernzentrale kann MuM ab 2014 einen positiven EBIT-Effekt von 0,8 Mio. Euro realisieren.
- **Aussichtsreiche Aufstellung:** Einen erfolgreichen Abschluss des laufenden Umbauprozesses vorausgesetzt, verfügt MuM noch über erhebliche Margen- und Gewinnpotenziale.
- **Wertvolle Tochtergesellschaft:** Nimmt man den jüngsten Autodesk-Zukauf als Maßstab, dürfte der aktuelle Wert von OpenMind über der Marktkapitalisierung des gesamten MuM-Konzerns liegen.

Schwächen und Risiken

- **Erfolg des Systemhausgeschäfts noch nicht erwiesen:** Die mit dem Umbau des Geschäftsmodells angepeilte Zielmarke konnte bisher noch nicht erreicht werden.
- **Plan verfehlt:** In den letzten beiden Jahren blieb MuM hinter den kommunizierten Wachstums- und Profitabilitätszielen zurück.

Geschäftsjahr	2012	2013	2014e	2015e		
Umsatz (Mio. Euro)	118,8	125,8	136,0	149,6	CAGR Umsatz 11-15 (e)	8,0%
Umsatzwachstum	22,5%	5,9%	8,1%	10,0%	CAGR EBIT 11-15 (e)	7,7%
EBIT (Mio. Euro)	6,2	3,5	6,6	7,7	CAGR EpS 11-15 (e)	22,9%
EBIT-Marge	5,2%	2,8%	4,8%	5,2%		
EpS	0,23	0,16	0,36	0,43	Enterprise Value (Mio. Euro)	110,8
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,20	Buchwert (Mio. Euro)	34,1
KUV	0,69	0,65	0,60	0,55	EV / Umsatz 14 (e)	0,8
KGV	22,6	32,7	14,7	12,2	EV / EBIT 14 (e)	16,8
Dividendenrendite	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	Kurs / Buchwert	2,4

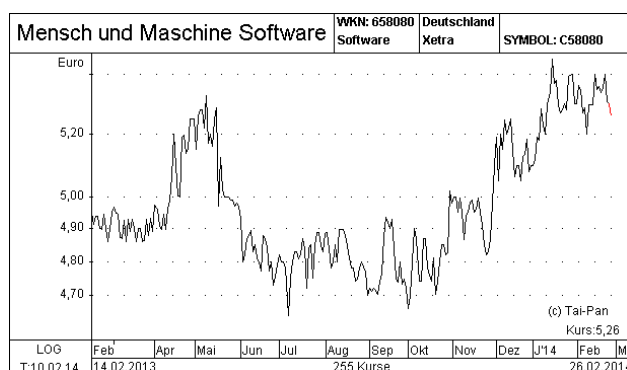
Kaufen (unverändert)

Kursziel

8,05 Euro

Aktueller Kurs

5,26 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,449	5,452	5,452
Tief (Euro)	5,15	4,754	4,61
Performance	+0,4%	+9,9%	+8,2%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	43.538	39.334	28.313

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006580806 / 658080
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Weßling
Internet	www.mum.de
Ausstehende Aktien	15,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	81,9 Mio. Euro
Free Float	43,2 %
Rechnungslegung	IFRS

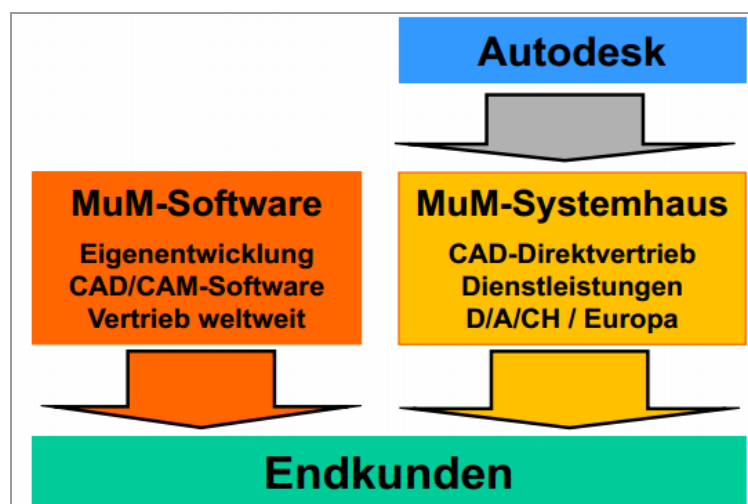
Unternehmensprofil

CAD/CAM-Spezialist mit 30 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 7 bis 8 Prozent des europäischen Geschäfts der Amerikaner für sich beansprucht. Für die eigene Software unterhält Mensch und Maschine darüber hinaus auch Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan, Brasilien 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 705 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 wichtigste 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 im europäischen Ausland der Umstellungsprozess noch andauert.

MuM Software

Die zweite Säule stellen die Entwicklung und der Vertrieb eigener Software dar. Diese besteht im Kern aus drei 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 etwa 14 Prozent der Segmenterlöse, also rund 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 hundertprozentige Tochter OpenMind ein. Das Unternehmen ist auf Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr etwas mehr als 30 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. Dank dieser Positionierung zeichnet sich das Segment MuM-Software durch eine ausgesprochen hohe Profitabilität aus. Seine EBITDA-Rendite lag im letzten Geschäftsjahr bei 17,0 Prozent, womit es 76 Prozent zum operativen Konzernergebnis beitrug – bei einem Umsatzanteil von 27,8 Prozent.

Software-Portfolio erweitert

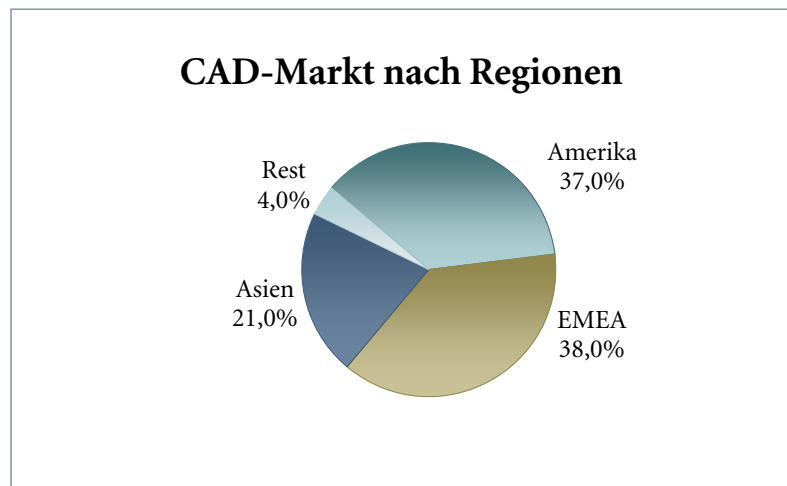
In diesen Zahlen noch nicht enthalten ist das dritte Produkt, die Elektrotechnik-Planungssoftware ECSCAD. Diese Software, die MuM in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts auf Autodesk-Basis entwickelt und 2008 an die Amerikaner verkauft hatte, eignet sich insbesondere zur Planung und Verwaltung von sehr großen Elektroprojekten, wie sie unter anderem bei Eisenbahnen, Anlagenbau-

ern oder Energieversorgern anfallen. Anders als viele herkömmliche CAD-Produkte ist die Software exakt auf die Abbildung der extrem komplexen elektrischen Schaltpläne solcher Projekte zugeschnitten. Da aber der Markt hierfür vor allem im deutschsprachigen Raum liegt, hat Autodesk Mensch und Maschine die Rücklizenzierung der Software und die Übernahme der Betreuung der mehr als 1.000 ECSCAD-Kunden angeboten. Die Transaktion wurde mit Wirkung zum 1. Januar vollzogen, mittelfristig erhofft sich Mensch und Maschine hieraus eine zehnpromzentige Erhöhung der Segmentumsätze und des Segment-EBITDA.

Markt

Neue Einsatzgebiete und Nachfrage aus Schwellenländern

Der Markt für CAD- und CAM-Software gehört 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 letztjährige 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 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. Und nach der Überwindung der konjunkturellen Schwächephase bzw. der Rezession in Europa dürfte das Wachstum auch auf dem hiesigen Kontinent und in den USA wieder an Schwung gewinnen. So gehen die Analysten von TechNavio davon aus, dass der nordamerikanische Markt in der Periode von 2012 bis 2016 um durchschnittlich 9,9 Prozent p.a. zulegen wird, weltweit wird für denselben Zeitraum ein durchschnittliches Wachstum von 8,6 Prozent prognostiziert.

Technologischer Wandel

In den letzten Jahren war der Markt einem starken Wandel unterworfen, in Form einer massiven Gewichtsverschiebung zugunsten von 3D-Programmen. Auf diese entfallen inzwischen mehr als 60 Prozent der Branchenumsätze, wobei sich zuletzt allerdings ein Ende dieses Trends abzeichnete. 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. Verstärkt wird dieser Effekt auch dadurch, dass führende Anbieter aus dem High-End-Segment, wie etwa Siemens (UGS), ihre 2D-Software verstärkt als kostenlosen Download anbieten, um damit die eigene Verbreitung und so die potenzielle Kundenbasis für die 3D-Produkte zu erhöhen.

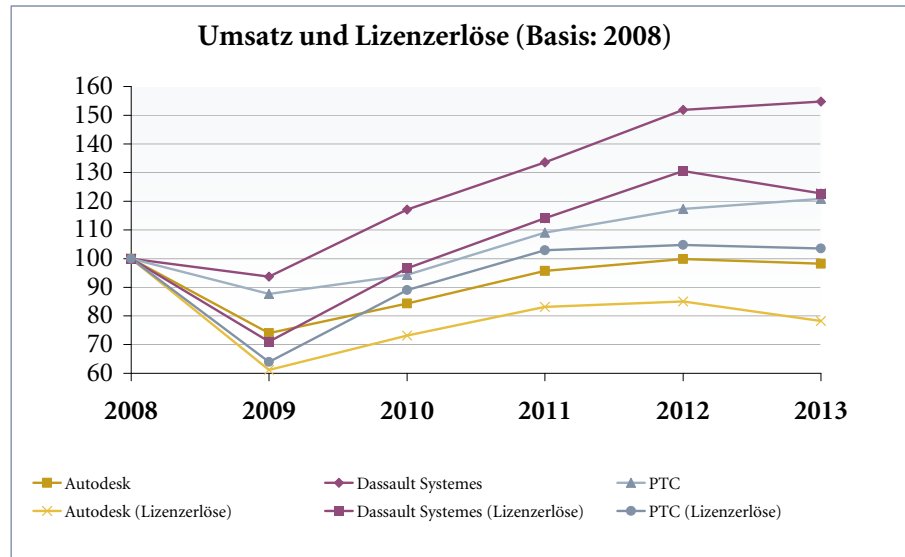
Namhaftes Wettbewerbsfeld

Zu den wichtigsten Anbietern im weltweiten CAD-Markt gehören neben dem MuM-Partner und CAD-Pionier Autodesk, der mit seinem Flaggschiff-Produkt AutoCAD 1982 den Markt geschaffen und geprägt hat, mehrere milliarden-schwere 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 Optimie-

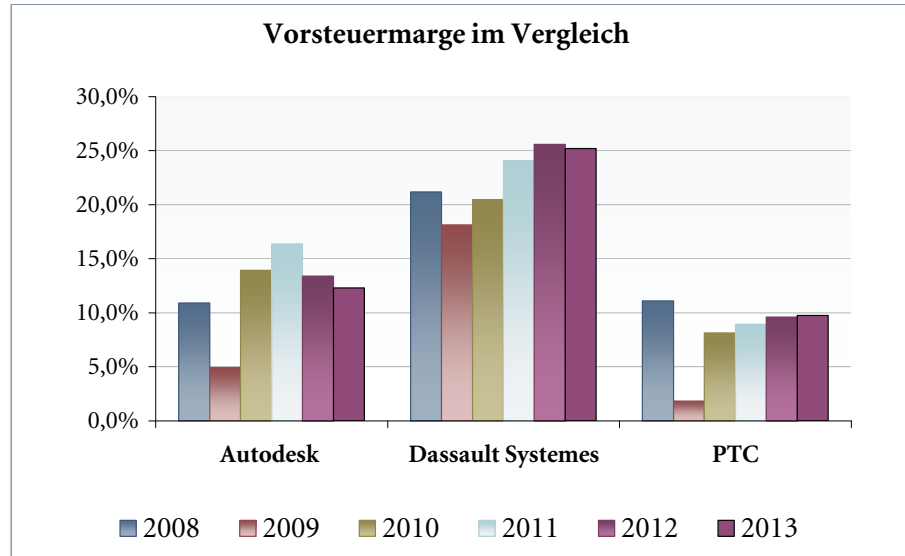
zung des gesamten Produktlebenszyklus, von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zu Controlling, Vertrieb und Service. In dieser Abgrenzung geht das Marktvolumen deutlich über die oben genannte Größenordnung hinaus. Autodesk selbst nennt für seine gesamte Produktpalette, die inzwischen auch Software für die Produktion von Filmen und Videospiele umfasst, ein Marktpotenzial von 16 Mrd. US-Dollar.



Quelle: Autodesk, Dassault Systems und PTC

Autodesk fällt zurück

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 rund 6,7 Mio. verkauften Lizenzen und mehr als 63 Tsd. Kunden die Marktführerposition für sich. Bezogen auf den gesamten CAD-Markt dürften die Münchener hier aber noch deutlich hinter den anderen drei liegen. Am Umsatz gemessen ist inzwischen 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 Übernahme der PLM-Sparte von IBM profitiert, deren Konsolidierung die Wachstumsraten der Jahre 2010 und 2011 zusätzlich befeuert hat. Demgegenüber konnte Autodesk seit 2008 in Summe nicht mehr zulegen. Auf den starken Einbruch infolge der Finanzkrise folgte zwar auch eine kräftige Erholung, doch insbesondere bei den Lizenz Erlösen konnten die Vorkrisenwerte nicht wieder erreicht werden. Und im letzten Geschäftsjahr (per 31. Januar) musste Autodesk im Gegensatz zur Konkurrenz einen leichten Umsatzrückgang hinnehmen, der allerdings hauptsächlich der derzeit forcierten Neujustierung des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware geschuldet war. Ohne diesen Wechsel, der in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzeinnahmen verbunden ist, hätte sich das Umsatzwachstum nach Unternehmensangaben auf 2 Prozent belaufen.



Quelle: Autodesk, Dassault Systems und PTC

Expansion innerhalb der Autodesk-Welt

Wie der vorstehenden Graphik zu entnehmen ist, ist Dassault Systems der Konkurrenz zurzeit auch in Punkto Profitabilität enteilt. Trotz eines leichten Rückgangs liegen die Franzosen mit einer Vorsteuer marge von mehr als 25 Prozent beim Doppelten dessen, was Autodesk erwirtschaftet. Auch zeigt der Trend bei Autodesk, dass der verschärfte Wettbewerb nicht spurlos an den Amerikanern vorbei geht. Allerdings wird die Profitabilität von Autodesk auch durch die Neuausrichtung des Geschäftsmodells belastet, weil die hochmargigen Lizenzeinnahmen im neuen Modell nicht auf einmal anfallen, sondern sich über die Nutzungszeit verteilen. Nach Abschluss des Prozesses erhofft sich Autodesk deswegen ein deutlich höheres Margenniveau, die operative Rendite soll im Jahr 2018 bei 30 Prozent liegen.

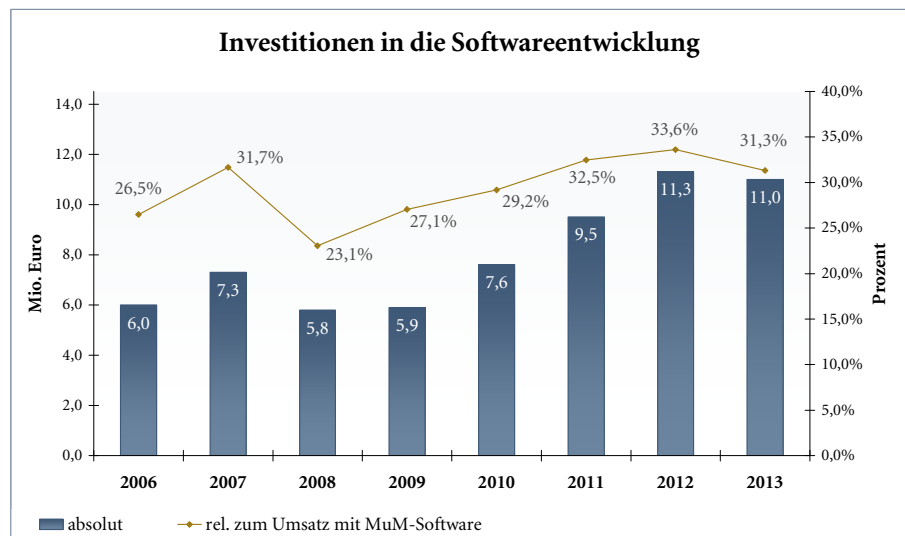
Strategie

Expansion innerhalb der Autodesk-Welt

Die Frage, wie sich Autodesk in diesem Wettbewerb behauptet, ist aufgrund der engen Partnerschaft auch für Mensch und Maschine wichtig. Denn durch die strategische Positionierung als Vertriebspartner von Autodesk ist MuM naturgemäß 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 7 bis 8 Prozent und global auf etwa 3 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-Lizeneinnahmen, deren Anteil am Konzernrohertrag in der neuen Aufstellung nur noch rund 21 Prozent beträgt.



Quelle: MuM

Hohe Entwicklungsinvestitionen

Eine Schlüsselrolle im Strategiemix des MuM-Konzerns spielt auch weiterhin das Segment MuM-Software. Die eigenen Produkte bieten nicht nur eine wichtige 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 17,0 Prozent, bezogen auf das letzte Quartal waren es sogar über 22 Prozent – und das, obwohl die Euro-Aufwertung das Geschäft spürbar belastet hat. 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 nur in einem sehr geringen Umfang aktiviert werden) zum Kern der MuM-Strategie, bezogen auf die Segmentumsätze lag der Entwicklungsaufwand zuletzt bei über 30 Prozent.

Autodesk-Zukauf offenbart hohen Wert von OpenMind

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments MuM-Software nimmt die hundertprozentige Tochter OpenMind ein, die mit ihrer Software für computergestützte Fertigung (CAM) einen sehr attraktiven Markt adressiert und die Profitabilitätsperle des gesamten Konzerns darstellt. Welche Potenziale dem CAM-Sektor derzeit zugetraut werden, verdeutlicht der jüngste Zukauf des MuM-Partners Autodesk. Mit der Delcam plc. aus Birmingham haben die Amerikaner einen der führenden CAM-Anbieter erworben, der mit seinen 700 Mitarbeitern weltweit 30 Niederlassungen unterhält. Für das Unternehmen, das 2012 umgerechnet 56 Mio. Euro Umsatz erzielt und dabei ein EBIT von ca. 5,9 Mio. Euro erwirtschaftet hat, hat Autodesk rund 200 Mio. Euro bezahlt – das 34-fache des EBIT also. Rechnet man diese Relation auf die umsatzmäßig in etwa nur halb so große, dafür aber deutlich profitablere OpenMind (EBIT-Marge von 15 vs. 10 Prozent, trotz einer um 5 Prozentpunkte höheren Investitionsquote in Softwareentwicklung) um, würde sich für diese hieraus ein Wert von rund 150 Mio. Euro ergeben. Zum Vergleich: Die gegenwärtige Marktkapitalisierung des gesamten MuM-Konzerns beläuft sich auf 82 Mio. Euro.

Breite Diversifikation der Kundenbasis

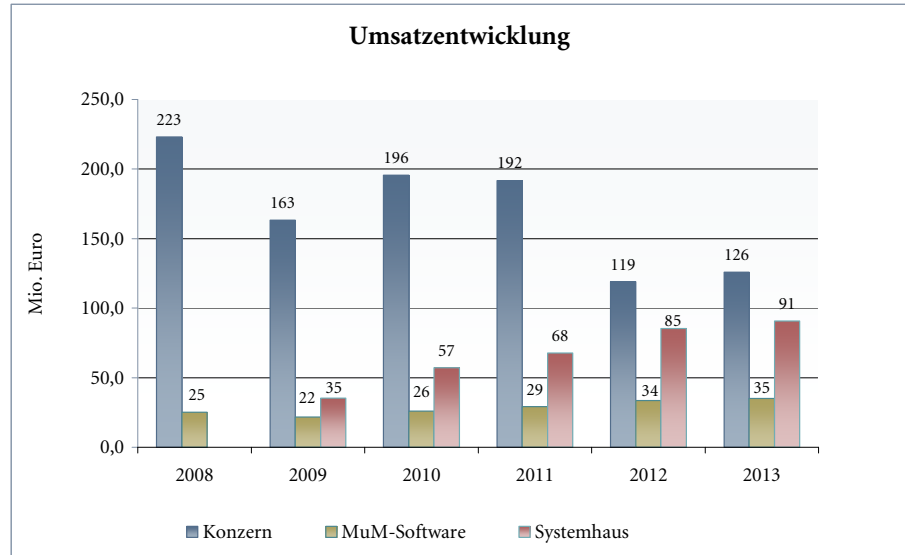
Während auf der Einkaufsseite die eigene Größe dafür sorgt, dass MuM als europäischer Partner für Autodesk nahezu unentbehrlich ist, verfolgen die Bayern auf der Kundenseite eine genau entgegengesetzte Strategie – eine sehr starke Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der über 50.000 einzelnen Kunden, von denen keiner für mehr 1 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.

Geschäftsentwicklung

Verkauf der Distribution bedingt Umsatzrückgang

Durch die Trennung von der ehemals umsatzstärksten Sparte Distribution hat sich der Konzernumsatz zwischen dem bisherigen Rekordjahr 2008 und 2012 fast halbiert, von 223 auf 119 Mio. Euro. Betrachtet man allerdings lediglich die beiden fortgeführten Segmente MuM-Software und Systemhaus, lässt sich in beiden Sparten ein kontinuierlicher Aufwärtstrend beobachten. So haben sich die Systemhauserlöse, größtenteils akquisitionsbedingt, seit 2009 auf 91 Mio.

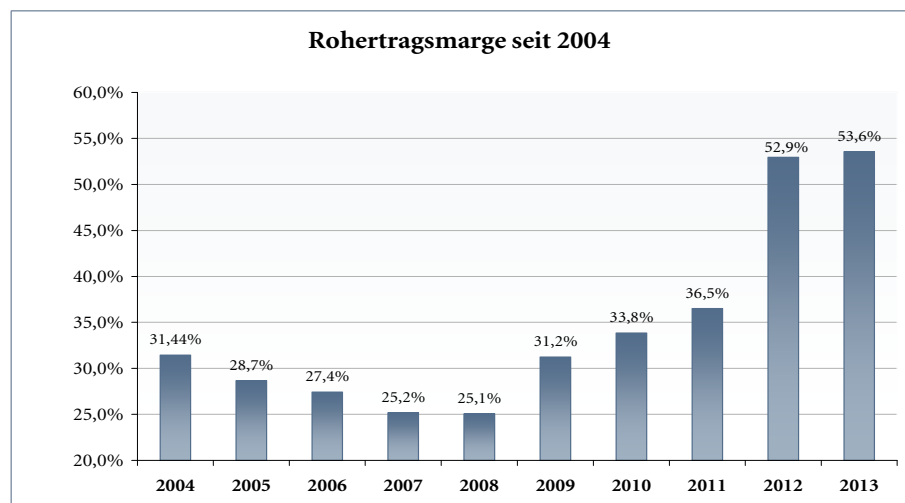
Euro nahezu verdreifacht, die Umsätze des Softwaresegments haben seit 2009 um mehr als 50 Prozent zugelegt. Nach zwei Jahren mit Geschäftsmodellwechsel-bedingtem Umsatzrückgang konnte deswegen 2013 wieder auch auf Konzernebene Umsatzwachstum ausgewiesen werden.



Quelle: Mensch und Maschine

Rohmarge auf Rekordniveau

Durch die Konzentration auf ertragreichere Geschäftsfelder konnte der Rückgang des Rohertrags inzwischen fast vollständig aufgeholt werden, mit 67,4 Mio. Euro lag er letztes Jahr nur noch geringfügig unter dem bisherigen Rekordwert (70 Mio. Euro im Jahr 2011). Dementsprechend hat sich die Rohmarge infolge des Geschäftsmodellwechsels dramatisch erhöht. Im letzten Jahr betrug sie 53,6 Prozent und lag damit fast 30 Prozentpunkte über dem Wert von 2008.



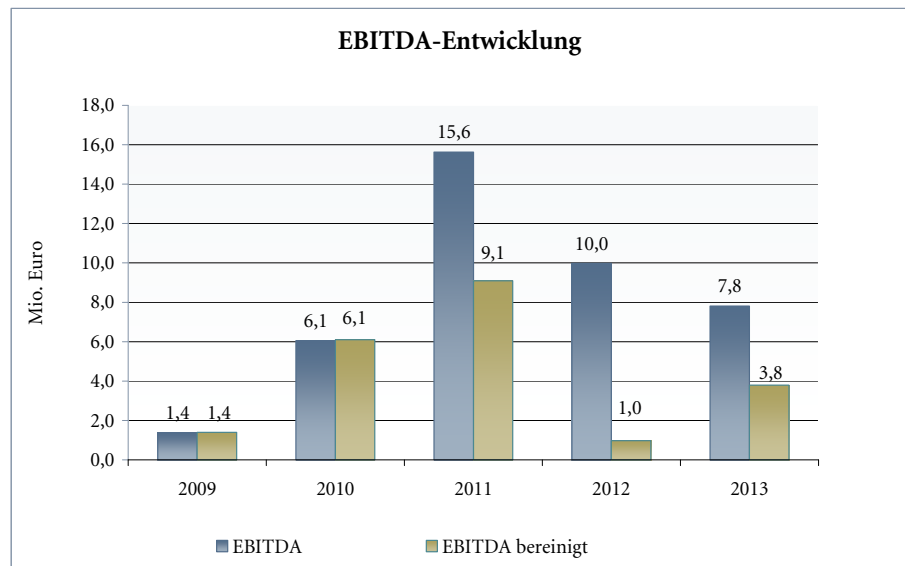
Quelle: Mensch und Maschine

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 2013 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 kompensiert Belastungen

Zusammen mit den Anlauf- und Integrationskosten im Systemhaus war die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre damit hohen Belastungen ausgesetzt. Dass MuM trotzdem die Ergebnissituation sukzessive verbessern konnte, verdankt das Unternehmen dem Gewinn aus der Veräußerung des europäischen Distributionsgeschäfts, der seit 2011 in mehreren Raten verbucht wurde und mit dem die operativen Anlaufverluste des neuen Systemhaus-Segments kompensiert werden konnten. Dank dieses Effekts erreichte das Konzern-EBITDA 2011 einen neuen Rekord von 15,7 Mio. Euro, 2012 und 2013 wurden 10,0 resp. 7,8 Mio. Euro ausgewiesen. Der Rückgang ist dem planmäßig rückläufigen Ergebnisbeitrag aus dem Distributionsverkauf geschuldet, bereinigt um den Effekt konnte letztes Jahr ein fast vervierfaches EBITDA erwirtschaftet werden.



Quelle: Mensch und Maschine

Entwicklung unter Plan

Mit dem Umsatzwachstum, dem Anstieg des Rohertrages und der Rohmarge sowie mit der Verbesserung des bereinigten EBITDA hat sich MuM in die im Zuge des Geschäftsmodellwechsels vorgezeichnete Richtung entwickelt. Allerdings ist das Tempo unter den ursprünglichen Planungen geblieben. So ging MuM ursprünglich davon aus, bereits 2012 einen Umsatz von 150 Mio. Euro zu erreichen, für das letztjährige EBITDA rechnete das Management noch zu Jahresbeginn mit 11 Mio. Euro. Dass diese Zielsetzungen nicht erreicht werden konnten, hatte mehrere Gründe. Zum einen wurden die ursprünglichen Pläne für weitere Zukäufe, mit denen das Systemhausgeschäft in weiteren europäischen Ländern ausgebaut werden sollte, angesichts der schwierigen Konjunktursituation aufgegeben bzw. reduziert. Und zum anderen räumt das Unternehmen auch ein, dass die anfänglichen Planungen auf einer noch nicht ausgereiften Planungsgrundlage beruht hatten und sich mit der zunehmenden Erfahrung als deutlich zu optimistisch erwiesen hatten.

Geschäftszahlen	GJ 2012*	GJ 2013*	Änderung
Umsatz	118,80	125,80	+5,9%
- Systemhaus	85,18	90,70	+6,5%
- M+M Software	33,62	35,10	+4,4%
Rohertrag	62,97	67,40	+7,0%
- Systemhaus	32,34	34,90	+7,9%
- M+M Software	30,63	32,50	+6,1%
EBITDA	9,97	7,80	-21,8%
- Systemhaus	4,48	1,85	-58,7%
- M+M Software	5,49	5,95	+8,4%
Periodenergebnis	3,62	2,50	-30,9 %

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

Aufwertung belastet

Im letzten Jahr hat sich schließlich auch die starke Euro-Aufwertung dämpfend auf die Gewinnentwicklung ausgewirkt. Darunter gelitten hat insbesondere die auch in Übersee sehr aktive OpenMind, das Management beziffert den Effekt auf rund 1 Mio. Euro (auf EBITDA-Ebene). Da gleichzeitig auch der Personalaufwand in beiden Segmenten in der ersten Jahreshälfte noch auf das ursprünglich geplante höhere Wachstum ausgelegt war, haben sich auch die Kostenrelationen etwas stärker erhöht als vorgesehen. Dies wurde seit der Jahresmitte zunehmend korrigiert, der volle Effekt der Kostenreduktion dürfte sich jedoch erst im laufenden Jahr einstellen. Insgesamt konnte Mensch und Maschine im letzten Jahr den Umsatz damit um 5,9 Prozent auf 125,8 Mio. Euro und den Rohertrag um 7 Prozent auf 67,4 Mio. Euro erhöhen, den von 9 auf 4 Mio. Euro reduzierten Ergebnisbeitrag aus dem Distributionsverkauf aber nicht kompensieren. Das EBITDA verringerte sich im Vorjahresvergleich um 21,8 Prozent auf 7,8 Mio. Euro und der Jahresüberschuss um 30,9 Prozent auf 2,5 Mio. Euro. Für uns

enttäuschend war in diesem Zusammenhang, dass das Systemhaus rein operativ weiterhin einen negativen EBITDA-Beitrag erwirtschaftet hat. Positiv hat sich hingegen der operative Cashflow entwickelt, der sich im Vorjahresvergleich um 8,5 Mio. Euro auf 2,9 Mio. Euro verbesserte.

Großer Ergebniseffekt durch Immobilienkauf

Eine geschickte Transaktion mit einem signifikanten positiven Ergebnisbeitrag konnte Mensch und Maschine nach Abschluss des letzten Geschäftsjahres vermelden. Und zwar hat das Unternehmen seine Firmenzentrale in Wessling, die bisher für 0,9 Mio. Euro p.a. angemietet war, für 7,5 Mio. Euro erworben. Das Management rechnet nun mit jährlichen Zinskosten in Höhe von 0,25 Mio. Euro sowie mit jährlichen Abschreibungen von 0,1 Mio. Euro, so dass in Summe aus der Transaktion ein positiver jährlicher Ergebnisbeitrag in Höhe von 0,9 Mio. Euro (EBITDA) bzw. von 0,5 Mio. Euro (EBT) zu erwarten ist. Zusammen mit der Rücklizenzierung von ECSCAD hat MuM damit zwei wichtige Weichenstellungen getroffen, um das künftige Gewinnwachstum zu stärken.

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 der geringen Korrelation der MuM-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Wie schon im letzten Jahr, sehen wir angesichts des noch nicht abgeschlossenen Umbaus des Geschäftsmodells ein erhöhtes Risiko schwankender Ergebnisse, was wir in einem Beta-Faktor von 1,4 zum Ausdruck bringen. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent.

Prognosen angepasst

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für das Jahr 2013 hat MuM auch die eigene Mittelfristplanung aktualisiert und dabei insbesondere den Umsatzausblick abgesenkt. Wurde für das Jahr 2015 noch Anfang 2013 die Zielmarke von 200 Mio. Euro (inkl. Übernahmen) ausgegeben, rechnet MuM nun mit einem organischen Wachstum auf 155 Mio. Euro. Im laufenden Jahr wollen die Bayern 140 Mio. Euro Umsatz erreichen und dabei ein um 50 Prozent verbessertes EBITDA von 11,5 Mio. Euro erwirtschaften. Bis 2018 soll sich das operative

Ergebnis weiter auf über 25 Mio. Euro mehr als verdoppeln, bei einem angestrebten Umsatz von über 210 Mio. Euro. Beim Nettoergebnis korrespondiert dies mit der Erwartung von 5,5 Mio. Euro im laufenden Jahr und 7,5 Mio. Euro in 2015. Da zudem ab 2016 Amortisationsaufwand in Höhe von 1,5 Mio. Euro p.a. entfällt (auf die Kaufpreisallokation der Akquisitionsoffensive 2009), ist ab diesem Zeitpunkt mit einem weiteren Ergebnissprung zu rechnen. 2018 will MuM einen Jahresüberschuss in Höhe von 15 Mio. Euro ausweisen, gleichbedeutend mit einem Gewinn pro Aktie von 1 Euro.

Ergebnissprung in 2014 wahrscheinlich

Nachdem das letzte Jahr allenfalls mit einem durchwachsenen Ergebnis (in Relation zu den Prognosen und Erwartungen) abgeschlossen wurde, dürfte der nun für 2014 angestrebte Gewinnsprung wesentlich leichter zu realisieren sein. Zum einen wird sich der Ergebnisbeitrag aus dem Distributionsverkauf dieses Jahr lediglich um 1 Mio. Euro auf 3 Mio. Euro reduzieren, so dass die operativen Fortschritte direkter sichtbar werden. Zum anderen dürften sich die letztjährigen Kostenanpassungen und der Kauf der Firmenzentrale spürbar auf das Ergebnis auswirken. Ferner sollte der konjunkturelle Aufschwung den Ausbau des Systemhausgeschäfts erleichtern und spürbar höhere Deckungsbeiträge ermöglichen. Schließlich gehen wir davon aus, dass sich die letztjährige Währungsentwicklung nicht in derselben Form wiederholt, so dass die Ergebnisentwicklung bei OpenMind diesmal unbelasteter verlaufen dürfte.

Wachstumspfad abgesenkt

Aus diesen Überlegungen heraus halten wir an der grundsätzlichen Ausrichtung unseres Schätzmodells fest und gehen weiterhin von wachsenden Umsätzen und sukzessive steigenden Margen aus. Der bisher zurückgelegte Weg belegt auch, dass diese Annahmen zutreffend sind. Allerdings haben sich unsere Erwartungen hinsichtlich des Tempos, in dem MuM die Umsätze und die Profitabilität im Systemhaus verbessern kann, als zu optimistisch erwiesen – und das, obwohl wir unsere Schätzansätze bewusst unterhalb der Unternehmensprognosen gewählt hatten. Auch wenn der von Mensch und Maschine eingeschlagene Weg richtig ist, der Prozess hat sich als deutlich langwieriger erwiesen, als ursprünglich erwartet. Aus dieser Erfahrung heraus haben wir in Reaktion auf die vorläufigen Zahlen 2013 unsere Schätzungen überarbeitet und sowohl das unterstellte Umsatzwachstum als auch die Margenentwicklung abgeflacht. Wir rechnen für das laufende Jahr nun mit einem Umsatz von 136 Mio. Euro und einem EBITDA von 10,9 Mio. Euro. Für das Nettoergebnis erwarten wir 5,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer gegenüber 2013 verdoppelten Nettomarge von 4,1 Prozent. Die genaue Prognose für die kommenden acht Jahre stellt sich wie folgt dar:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Erlöse (Mio. Euro)	136,0	149,6	164,6	179,4	193,7	209,2	224,9	240,7
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,5%	7,0%
Nettorendite	4,10%	4,49%	4,48%	5,24%	5,01%	5,12%	5,22%	5,30%
Gewinn (Mio. Euro)	5,58	6,72	7,38	9,41	9,71	10,72	11,74	12,76
Gewinnwachstum	54,1%	20,4%	9,8%	27,5%	3,3%	10,4%	9,5%	8,7%

Fairer Wert jetzt 8,05 Euro je Aktie

Im Anschluss an diesen Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Auf dieser Basis resultiert aus unserem Bewertungsmodell ein Ertragswert von 125,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 8,05 Euro. Damit signalisiert unser Modell trotz der vorgenommenen Anpassungen immer noch einen fairen Wert, der mehr als 50 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 6,60 Euro und damit 1,30 Euro mehr als der aktuelle Börsenkurs.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9%	8,50 EUR	8,89 EUR	9,33 EUR	9,85 EUR	10,45 EUR
	9,4%	7,94 EUR	8,27 EUR	8,64 EUR	9,08 EUR	9,57 EUR
	9,9%	7,44 EUR	7,72 EUR	8,05 EUR	8,41 EUR	8,83 EUR
	10,4%	7,00 EUR	7,24 EUR	7,52 EUR	7,83 EUR	8,18 EUR
	10,9%	6,60 EUR	6,81 EUR	7,05 EUR	7,32 EUR	7,62 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mensch und Maschine ist 2013 zum zweiten Mal hintereinander hinter den selbstgesteckten Zielen zurückgeblieben. Damit gestaltet sich der 2009 eingeleitete und 2011 forcierte Umbau des Geschäftsmodells langwieriger als ursprünglich geplant und erwartet. Obwohl die Richtung stimmt und obwohl sowohl der Umsatz als auch das bereinigte EBITDA verbessert werden konnten, bleibt bis zur Erreichung der anvisierten Profitabilität im Systemhaus noch einiges zu tun. Ohne die Verrechnung der letztjährigen Kaufpreisrate aus dem Verkauf des Distributionsgeschäfts ist das neue Segment letztes Jahr noch deutlich defizitär geblieben. Dies sollte sich 2014 ändern. Mit dem konjunkturellen Rückenwind, dem fortgeschrittenen Auf- und Ausbau der Systemhaus-Standorte und den letztjährigen Kostenanpassungen dürfte MuM in diesem Jahr der erhoffte Gewinnsprung gelingen. Zusammen mit dem Ergebniseffekt des Erwerbs der Fir-

menzentrale und dem zu erwartenden Wegfall der aufwertungsbedingten Belastungen im Software-Segment halten wir einen EBITDA-Anstieg auf knapp 11 Mio. Euro und eine Verdopplung der Nettomarge für erreichbar. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert bei 8,05 Euro je Aktie und bekräftigen unser Kaufurteil.

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 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 Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH führt Aktien des hier analysierten Unternehmens im Musterdepot eines Börsenbriefs.
- 7) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH hat ein Beratungsmandat für ein Zertifikat auf den Value-Stars-Deutschland-Index (ISIN DE000LS8VSD9), der Aktien des analysierten Unternehmens enthält.
- 9) 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 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.

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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
28.10.2013	4,85 Euro	Kaufen
25.07.2013	4,75 Euro	Kaufen
03.05.2013	5,25 Euro	Kaufen
31.01.2013	5,00 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 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.

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