

30. Juli 2018  
Research-Studie

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

Margenverbesserung stärker  
als erwartet

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 27,50 Euro | Kursziel: 30,80 Euro

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

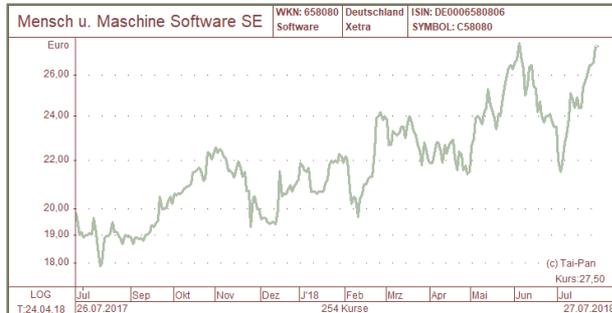
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	10
Strategie.....	13
Zahlen .....	15
Equity-Story .....	20
DCF-Bewertung.....	22
Fazit .....	24
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	25
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	26
Impressum & Disclaimer.....	27

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	814
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Kurs:</b>	27,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	16,7 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	458,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	486,3 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 46,9 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	28,00 / 17,66 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	168,4 Tsd. Euro / Tag

## Kurzportrait

Als Spezialist für CAD- und CAM-Software verfolgt Mensch und Maschine seit Jahren ein bewährtes und erfolgreiches Geschäftsmodell, das auf den beiden starken Säulen eigene Software und Systemhaus im Autodesk-Umfeld beruht. Diese attraktive Positionierung zeigt sich in einem beständigen Wachstum des Rohertrages, der Gewinne und der Dividenden. So hat sich die Ausschüttung je Aktie allein seit 2015 verdoppelt und soll bei Planerfüllung dieses Jahr erneut um mehr als ein Drittel auf dann 0,68 Euro steigen. Damit würde MuM trotz der ebenfalls exzellenten Performance der Aktie immer noch eine erwartete Dividendenrendite von 2,5 Prozent aufweisen. Und die Wahrscheinlichkeit, dass die diesjährige Prognose mindestens erreicht wird, ist nach dem guten ersten Halbjahr, in dem MuM den Gewinn um satte 37 Prozent gesteigert hat, erneut gestiegen. Für uns stellte insbesondere das Ausmaß der Profitabilitätsverbesserung eine positive Überraschung dar, weswegen wir unsere Margenschätzungen sowohl für 2018 als auch für die Folgejahre angehoben haben. Der daraus resultierende neue faire Wert von 30,80 Euro je Aktie signalisiert somit weiteres Aufwärtspotenzial, weswegen wir unser bisheriges Urteil „Buy“ bestätigen.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	160,4	167,1	160,9	177,0	195,6	216,1
EBIT (Mio. Euro)	8,5	12,5	15,2	20,3	23,6	27,6
Jahresüberschuss	3,9	6,6	9,4	12,1	14,3	17,2
EpS	0,24	0,39	0,56	0,74	0,87	1,05
Dividende je Aktie	0,25	0,35	0,50	0,68	0,85	1,00
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,7%	10,0%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	4,0%	70,4%	42,9%	28,1%	18,5%	20,2%
KUV	2,81	2,70	2,80	2,55	2,31	2,09
KGV	116,7	68,4	47,9	37,4	31,5	26,2
KCF	30,62	30,79	29,63	26,74	23,38	20,46
EV / EBIT	56,4	38,3	31,4	23,6	20,3	17,3
Dividendenrendite	0,9%	1,3%	1,8%	2,5%	3,1%	3,6%

## Executive Summary

---

- **Hochprofitables Geschäft mit CAM-Software:** Die Profitabilitätsperle des Konzerns stellt die hundertprozentige Tochter Open Mind dar, die eine technologisch führende CAM-Software entwickelt und vertreibt. Das Unternehmen, das weltweit aktiv ist und über eine sehr breite Kunden- und Installationsbasis verfügt, steuert zwar weniger als ein Drittel zum Konzernumsatz bei, ist aber für deutlich mehr als die Hälfte des Ergebnisses verantwortlich. Als größter Bestandteil des Softwaresegments des Konzerns sorgt das Unternehmen entscheidend für dessen hohes Umsatz- und Margenwachstum in den letzten Jahren. Nach einem erneuten Ergebnissprung im ersten Halbjahr 2018 wurde in dem Segment eine EBITDA-Marge von 28,3 Prozent erreicht.
- **Autodesk-Partnerschaft seit mehr als 30 Jahren:** Seinen Ursprung hat Mensch und Maschine aber im Handelsgeschäft mit der CAD-Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk. Seit der Unternehmensgründung vor mehr als 30 Jahren hat sich Mensch und Maschine als ein führender Vertriebspartner von Autodesk etabliert und verfügt in dem adressierten Markt über eine gefestigte Marktstellung mit einer breiten geographischen Präsenz und einer sehr großen Kundenbasis.
- **Wechsel der Vertriebsstufe vollzogen:** Beginnend in 2009 hat Mensch und Maschine das Geschäftsmodell von der Großhandelsdistribution zum Endkundenvertrieb in Form eines Systemhauses vollzogen und durch den damit verbundenen Ausbau des Leistungsspektrums die eigene Wertschöpfungstiefe erheblich erweitert. Durch den Wechsel, in dessen Rahmen unter anderem 20 kleinere Systemhäuser übernommen wurden, ist MuM zum größten europäischen Systemhauspartner von Autodesk aufgestiegen.
- **Margenpotenzial im Systemhaus:** Der wichtigste Beweggrund für den Wechsel war das höhere Margenpotenzial im Systemhausgeschäft, das MuM auf mehr als 10 Prozent (auf EBITDA-Basis) beziffert. Bedingt durch die laufende Auf- und Ausbauphase vor allem im europäischen Ausland liegt die tatsächlich erreichte Marge trotz der zuletzt erzielten Fortschritte mit 5,9 Prozent noch deutlich darunter. Eine erfolgreiche weitere Annäherung an den Zielwert eröffnet insofern ein großes Potenzial für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen.
- **Erstes Halbjahr mit deutlicher Gewinnsteigerung:** Die sukzessive Heranführung des Systemhauses an die Zielprofitabilität und die stetige Margensteigerung des ohnehin hochprofitablen Softwaregeschäfts haben schon in der Vergangenheit eine deutlich überproportionale Gewinnentwicklung ermöglicht. So auch im ersten Halbjahr, in dem MuM den Gewinn um mehr als ein Drittel und damit weit stärker als den Umsatz bzw. den Rohertrag gesteigert hat.
- **Schätzungen angehoben:** Vor diesem Hintergrund hat MuM seine Prognose für 2018 als gut erreichbar bezeichnet. Wir gehen sogar von einem Übertreffen der diesjährigen Ziele aus und erwarten auch für die nächsten Jahre eine Fortsetzung der Erfolgsstory. Das Unternehmensziel, den Gewinn pro Aktie bis 2020 zu verdoppeln, erscheint realistisch und verspricht weiteres Potenzial auch für die Aktie. Diese dürfte zudem weiterhin von der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik profitieren, die für die nächsten Jahre deutlich steigende Dividenden erwarten lässt.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit Jahrzehnten etablierte starke Position in attraktiven Zielmärkten.
- Wachstumsstarkes, hochprofitables Softwaresegment mit einer weltweiten Marktpräsenz und einer technologischen Führungsposition.
- Wechsel der Vertriebsstufe im Autodesk-Geschäft erfolgreich vollzogen.
- Hohe Kontinuität in der Führungsebene sowie eine sehr niedrige Mitarbeiterfluktuation.
- Stabile Aktionärsstruktur mit mehr als 50 Prozent der Aktien in Händen des Managements.
- Solide Bilanzstrukturen mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer geringen Verschuldung.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit zuletzt deutlich überproportional steigenden Gewinnen.

## Chancen

- In der aktuellen Ausbauphase besteht im Systemhaus noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends sollte dies in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen.
- Der Wechsel des Preismodells könnte das Wachstum im Handelsgeschäft zusätzlich befeuern. Ein hohes Potenzial verspricht dabei der Abbau der weitverbreiteten kundenseitigen Unterlizenzierung.
- Nach dem starken ersten Halbjahr könnte MuM seine diesjährigen Ziele übertreffen.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

## Schwächen

- Der Ergebnisbeitrag des Systemhaus-Segments ist trotz der bereits erzielten Fortschritte noch gering.
- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen, grundsätzlich ist das Skalierungspotenzial des Segments begrenzt.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.

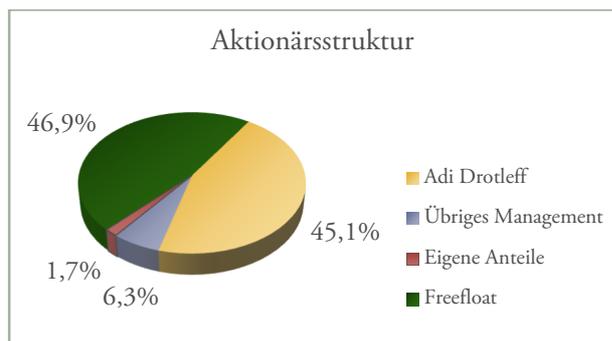
## Risiken

- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedingt ein hohes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung im Systemhaus ist kein Selbstläufer und könnte sich als deutlich langwieriger als geplant herausstellen oder gar gänzlich misslingen.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Geschäftslage der Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert von Open Mind intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.

# Profil

## Führende Marktposition

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) wurde 1984 gegründet und hat ihren Ursprung im Vertrieb der Software des aus den USA stammenden CAD-Herstellers Autodesk (die Abkürzung CAD steht für Computer Aided Design). Inzwischen hat sich der Fokus erweitert bzw. der Markt weiterentwickelt, weswegen MuM das eigene Betätigungsfeld als den Markt für CAD/CAM/PDM/BIM-Lösungen (Computer Aided Manufacturing, Product Data Management und Building Information Management) definiert, auf dem die im bayerischen Weßling ansässige Gesellschaft zu den europaweit führenden Anbietern gehört.



Quelle: Unternehmen

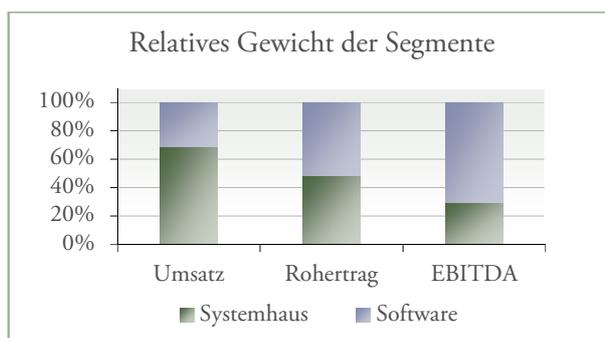
## Gründer kauft stetig zu

Das mit Abstand größte Aktienpaket (45,1 Prozent) befindet sich nach wie vor in Händen des Gründers Adi Drotleff, der seit der Umwandlung in eine Societas Europaea (SE) sowohl Mitglied des geschäftsführenden Direktoriums als auch Vorsitzender des Verwaltungsrates ist. Seine außergewöhnliche Bindung an das Unternehmen dokumentiert Herr Drotleff nicht zuletzt mit seinen stetigen Zukäufen der MuM-Aktie, mit denen er seinen Anteil seit Beginn des Jahrzehnts um rund 4 Prozentpunkte aufgestockt hat. Weitere 6,3 Prozent werden vom übrigen Management gehalten, der Streubesitz beläuft sich auf 46,9 Prozent. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert und hat somit letztes Jahr das 20-jährige Börsenjubi-

läum gefeiert. Gelistet ist die MuM-Aktie im m:access-Segment der Börse München sowie in dem Scale-Segment der Frankfurter Börse.

## Klare Holdingstruktur

Innerhalb des Konzerns fungiert die Mensch und Maschine Software SE als reine Finanzholding. Darunter ist die Mensch und Maschine Management AG angesiedelt, die für die übrigen Gesellschaften die konzern-typischen Management- und Serviceaufgaben übernimmt. Das operative Geschäft selbst wird demgegenüber von über 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 814 Mitarbeiter beschäftigen und weltweit fast 60 Standorte unterhalten. Ein geographischer Schwerpunkt liegt eindeutig im deutschsprachigen Raum, in dem MuM mit mehr als 40 Standorten flächendeckend vertreten ist, weitere 10 Niederlassungen werden im europäischen Ausland unterhalten. Darüber hinaus ist das Unternehmen mit eigenen Büros in fünf asiatischen Ländern sowie in den USA und in Brasilien präsent.



Quelle: Unternehmen

## Zwei Geschäftssegmente

Das Geschäftsmodell beruht seit 2012 auf zwei Säulen: dem Systemhausgeschäft, also dem direkten Endkundenvertrieb von Autodesk-Software einerseits, und der Entwicklung und dem Vertrieb eigener Software andererseits. Umsatzmäßig wird das Geschäft von dem erstgenannten Segment dominiert, das im

letzten Jahr mit 110,4 Mio. Euro fast 70 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages sind die beiden Segmente gleichgewichtig, das EBITDA wird sogar (noch) zu mehr als zwei Dritteln im Softwaresegment generiert.

## Hochprofitables Softwaregeschäft

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während das Systemhaus im ersten Halbjahr 2018 eine Rohmarge von 37,6 Prozent und eine EBITDA-Marge von 5,9 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 97,8 resp. 28,3 Prozent. Darin spiegelt sich die kontinuierliche und erfolgreiche Entwicklung der drei in dem Segment enthaltenen Töchter Open Mind, DATAflor und MuM Mechatronik wider, die alleamt eine operative Marge von mehr als 20 Prozent erzielen.

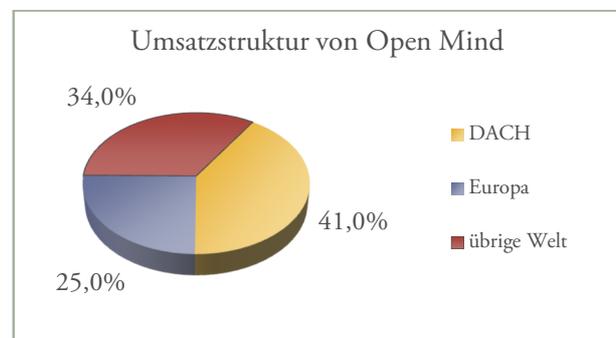
## Highend-CAM-Lösung

Die Profitabilitätsperle des Konzerns und die mit Abstand größte Einheit innerhalb des Software-Segments ist aber eindeutig der 1994 gegründete und seit 2002 vollständig zum MuM-Konzern gehörige CAM-Spezialist Open Mind. Das Unternehmen ist auf hochwertige Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr etwa 43 Mio. Euro bzw. 85 Prozent der Segmenterlöse generiert. Das Produkt, das zwischen 15.000 und 100.000 Euro pro Arbeitsplatz kostet, 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. Dadurch kann die Produktivität der damit gesteuerten Maschinen um ein Vielfaches gesteigert werden. Die Software kann für alle gängigen NC-Fräs- und Drehmaschinen eingesetzt werden, ist kompatibel mit den führenden CAD-Produkten (unter anderem Autodesk und Solidworks), verfügt über eine anwenderfreundliche Bedienoberfläche und ermöglicht durchgängige Prozesse von der Konstruktion bis zur Fertigung auf der Maschine. Ergänzend wird auch eine eigene CAD-Lösung angeboten, die im Unterschied zu den marktführenden CAD-Program-

men, die hauptsächlich für die Bedürfnisse von Konstrukteuren optimiert sind, klar auf die Anforderungen der CAM-Programmierung ausgerichtet ist. Als zentrales Alleinstellungsmerkmal betont MuM aber vor allem die eigenen, hochmodernen Rechenkerne, mit welchen eine sehr effiziente Abbildung von hochkomplexen mathematischen und geometrischen Modellen ermöglicht wird, was sich entsprechend auf die Durchlaufzeiten der damit programmierten Maschinen niederschlägt. Um diesen technologischen Vorsprung zu behaupten, setzt Open Mind ein großes Gewicht auf die Softwareentwicklung, von den 270 Mitarbeitern des Unternehmens sind rund 60 Softwareentwickler.

## Weltweite Kundenbasis

Insgesamt verfügt Open Mind über eine weltweite Basis von ca. 6.000 Kunden und mehr als 20.000 Installationen. Die Kunden rekrutieren sich aus zahlreichen Branchen, die entsprechende Werkzeugmaschinen einsetzen. Dazu zählen die Bereiche Prototypenbau, Werkzeug- und Formenbau, Luft- und Raumfahrt, Turbinen- und Generatorenbau, Maschinenbau, Medizintechnik und Schmuckherstellung. Aber auch mehrere Rennställe der Formel-1 greifen auf die Software zurück, um etwa die Motoren zu tunen oder die Karbon-Elemente aerodynamisch zu optimieren. Im Unterschied zum Systemhaus adressiert Open Mind auch außereuropäische Märkte und verfügt über Niederlassungen in Japan, Singapur, Taiwan, China, Indien, Brasilien und in den USA. Im letzten Jahr hat Open Mind rund 14,5 Mio. Euro in Übersee erwirtschaftet.



Quelle: Unternehmen

## Chance Elektromobilität

Neben der CAM-Software von Open Mind umfasst das Softwaresegment zwei weitere Produktlinien, die Software zur Planung von Landschafts- und Grünflächen DATAflor und ecskad, eine Lösung zur Planung von umfangreichen elektrischen Schaltplänen. Dieses ursprünglich von MuM als Erweiterung des Autodesk-Standardprogramms entwickelte und anschließend an die Amerikaner verkaufte Produkt hat MuM im Jahr 2014 zurücklizenziiert. Mit der Lösung lassen sich sehr große Elektroprojekte mit tausenden Einzelblättern, wie sie unter anderem bei Eisenbahnen, Anlagenbauern oder Energieversorgern anfallen, effizient planen und verwalten. 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 und Weiterentwicklung der Software und die Übernahme der Betreuung der mehr als 1.000 ecskad-Kunden angeboten. MuM hat die Software, für die der Vorstand nicht zuletzt vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung der Elektromobilität gute Perspektiven sieht, seit der Rücklizenzierung in der Tochter MuM Mechatronik weiterentwickelt und dabei auch für Anwendungen außerhalb der Autodesk-Welt geöffnet.

## DATAflor in der Nische führend

Das Produktspektrum des Softwaresegments wird durch die DATAflor-Software komplettiert, 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, ist bereits seit 1982 im Markt und in der adressierten Nische im deutschsprachigen Raum führend. Zuletzt wurde der Anwendungsbereich auf den Erd- und Tiefbau erweitert.

## Systemhaus im Aufbau

Während der Erfolg und die hohe Profitabilität des Softwaresegments auf langjährig etablierten und bewährten Produkten und Kundenbeziehungen beruht,

befindet sich das Systemhaus noch im Aufbau. Das Kerngeschäft dieser Sparte, die Distribution der Autodesk-Software, stellt zwar die Keimzelle und den Ursprung des MuM-Konzerns dar, doch bis 2009 beschränkte sich MuM auf die Großhandelsdistribution. Aufgrund der begrenzten Margenpotenziale und der unsicheren Zukunftsaussichten dieses Modells wurde es ab 2009 zugunsten des direkten Endkundenvertriebes aufgegeben. Der Wechsel des Geschäftsmodells erfolgte in zwei Phasen. Im ersten Schritt wurde 2009 und 2010 durch den Umbau eigener Niederlassungen sowie durch die Übernahme mehrerer bisheriger Kunden in der DACH-Region eine weitgehende Marktabdeckung erreicht, Ende 2011 folgte der Verkauf des europäischen Distributionsgeschäfts und der Wandel der eigenen Auslandstöchter zu Systemhäusern.

## Hoher Dienstleistungsanteil

Durch den Wechsel des Geschäftsmodells hat MuM die eigene Wertschöpfungstiefe erweitert und sich mit der Vereinnahmung der Einzelhandelsmarge sowie mit dem Angebot von Dienstleistungen wie Installation, Konfiguration, Wartung und Schulungen weitere Ertragsquellen erschlossen. Als besonders dynamisch und potenzialträchtig haben sich in den letzten Jahren die Schulungsangebote rund um die neuen Möglichkeiten im Datenmanagement erwiesen, die sich den Anwendern durch die neuen Softwareprodukte in den Bereichen PDM und BIM (Product Data Management und Building Information Management) erschließen. Auf solche Schulungsangebote entfielen im letzten Jahr rund 40 Prozent des Dienstleistungsrohertrages im Systemhaus, während etwa 60 Prozent mit kundenspezifischen Projekten erwirtschaftet wurden. Im Rahmen solcher Projekte, die bis zu mehreren Mannjahren umfassen können, geht es in der Regel um die Implementierung und die kundenindividuelle Anpassung und Erweiterung der Autodesk-Software, um den Aufbau entsprechender Datenmodelle sowie um die Migration von Datenbeständen. Insgesamt lag der Anteil der eigenen Dienstleistungen und der eigenen Softwarebausteine (Zusatz- oder Branchenmodule für die Autodesk-Standardsoftware) im letzten Jahr bei 65 Prozent des Spartenrohertrags.

## Starke Marktpräsenz

Mit dieser Transformation hat sich Mensch und Maschine innerhalb weniger Jahre von einem führenden europäischen Autodesk-Distributor zu dem größten europäischen Autodesk-Systemhaus entwickelt, das europaweit an rund 50 Standorten über 450 Mitarbeiter beschäftigt. Allerdings dauert der Umstellungsprozess außerhalb der DACH-Region noch an, weswegen das Segment noch weit unterhalb der vom Management langfristig angepeilten EBITDA-Marge von 10 Prozent agiert (im ersten Halbjahr lag sie bei 5,9 Prozent).

## Breiter Branchenfokus

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 in Form einer sehr starken Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der über 25.000 einzelnen Kunden, von denen keiner für mehr als 1 Prozent der Konzern Erlöse verantwortlich ist. Die Branchenzusammensetzung der Kundenkartei wird zwar vom Maschinenbau dominiert, doch ist dieser so heterogen, dass sich die Zyklen einzelner Subsektoren üblicherweise gegenseitig aufheben. Auch hat zuletzt im Neugeschäft das Gewicht des Kundensegments AEC (u.a. Architektur, Tiefbau, Haustechnik, Ingenieurbau) deutlich zugenommen, in dem MuM von der starken Nachfrage nach BIM-Lösungen (Building Information Management) profitiert.

# Marktumfeld

## CAD-Welt mit hoher Dynamik

Der Markt für CAD wurde Anfang der achtziger Jahre von dem CAD-Pionier und MuM-Partner Autodesk mitgeschaffen und hat sich inzwischen zu einem globalen Milliardenmarkt entwickelt. Auch inhaltlich ist der Sektor einem sehr dynamischen Wandel unterworfen. Nachdem die Anfangsjahre durch 2D-Produkte vor allem für den Einsatz in der Architektur und im Bauwesen geprägt waren, wird die CAD-Welt inzwischen von 3D-Anwendungen dominiert, die auch aus anderen Bereichen wie dem Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierungsindustrie oder der Konsumgüterproduktion nicht mehr wegzudenken sind. Auch wurde der Leistungsumfang der Software massiv erweitert, wodurch die Überschneidungen mit anderen Bereichen wie etwa der ERP-Software zunehmend größer werden. Ein wichtiger Branchentrend ist zum Beispiel das Angebot von Softwarelösungen, mit denen eine vollständig softwaregestützte Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus (PLM), von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zu Controlling, Vertrieb und Service, ermöglicht wird. Eine ähnlich umfassende Funktionserweiterung im Bauwesen findet unter der Bezeichnung BIM (Building Information Management) zunehmende Verbreitung und ermöglicht es, Gebäude, Infrastrukturanlagen und Versorgungseinrichtungen effizient in einem einzigen System zu planen, zu entwerfen, zu errichten und schließlich zu verwalten. Ein großer Schwerpunkt innerhalb der CAD-Welt wird inzwischen auf konsistente Datenmodelle und Lösungen für die Zusammenarbeit zahlreicher Beteiligter gelegt. Und natürlich geht der Trend in Richtung cloud-gestützter und mobiler Anwendungen.

## Robustes Wachstum

Angesichts der starken Überschneidungen zu anderen Softwaresegmenten ist eine klare Abgrenzung des CAD-Marktes nicht leicht. Mensch und Maschine schätzt den europäischen Gesamtmarkt für

CAD/CAM/PLM/BIM auf rund 3 Mrd. Euro. Weltweit wird der Markt von Jon Peddie Research (JPR) (in der engeren CAD-Abgrenzung) auf rund 8 Mrd. US-Dollar geschätzt, wobei der größte Anteil auf Amerika entfällt und die höchsten Wachstumsraten in Asien verzeichnet werden. Insgesamt erwarten die Analysten für die nächsten Jahre ein fortgesetzt dynamisches Marktwachstum, das auf bis zu 7 Prozent p.a. geschätzt wird. Dementsprechend erwartet P&S Market Research für das Jahr 2023 ein globales Marktvolumen von 11,1 Mrd. US-Dollar.

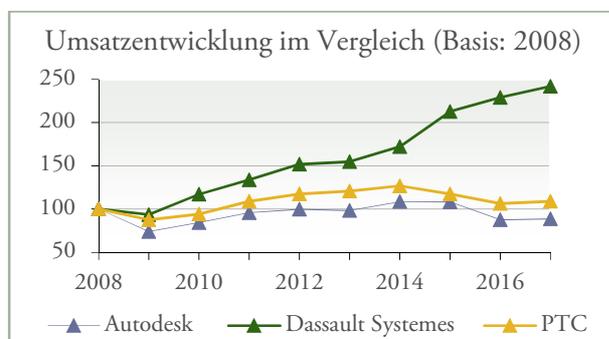
## Hohe Wettbewerbsintensität

Der Markt gilt aber als wettbewerbsintensiv. Nach Einschätzung von JPR wird der – eng abgegrenzte – Markt nach wie vor von Autodesk angeführt (gemessen an der Installationsbasis), dahinter folgen Dassault Systemes, Siemens PLM Software, PTC und Bentley Systems. Besonders stark ist Autodesk im mittelpreisigen Segment, während das Premiumsegment, das sich vor allem durch umfassende PLM-Funktionalitäten definiert, von Dassault Systems dominiert wird. Eine führende Rolle in dem Segment spielt zudem Siemens PLM. Die Münchener, die in dem Markt seit der Übernahme von UGS aus Texas im Jahr 2007 aktiv sind, reklamieren die Marktführerschaft im PLM-Bereich für sich. Am unteren Ende des Marktes finden sich wiederum zahlreiche kostenfreie Lösungen, die teilweise von den großen Herstellern selbst als Türöffner zu neuen Kundenkreisen lanciert werden.

## Autodesk fällt zurück

Gemessen am Umsatz hat Autodesk die Marktführerschaft an Dassault Systemes längst verloren, mit zuletzt deutlich steigendem Abstand. Dazu beigetragen hat auch der forcierte Umbau des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware, was in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzeinnahmen verbunden ist. Nachdem der Verkauf von Einmallyzenzen im vorletzten Jahr zugunsten des Abonnementmodells

eingestellt wurde, hat sich der Autodesk-Umsatz 2016 um 19 Prozent auf etwas über 2 Mrd. US-Dollar reduziert. Auch letztes Jahr blieb die Umsatzausweitung mit lediglich +1,3 Prozent nur verhalten, was teilweise aber auch noch die Folge der durch die Umstellung bedingten Friktionen war. Der französische Weltmarktführer, der weiter am Modell der Dauerlizenzen festhält, hat währenddessen weiter zugelegt und den Umsatz in den letzten beiden Jahren um 7,6 resp. 5,6 Prozent auf zuletzt 3,2 Mrd. Euro ausgeweitet. Damit hat sich ein seit der Finanzkrise zu beobachtender Trend fortgesetzt. Während Autodesk mit seinem Umsatz unter dem Niveau aus 2008 liegt, haben die Franzosen ihre Einnahmen im selben Zeitraum um fast 150 Prozent erhöht. Dassault Systemes hat dabei sowohl von der starken Positionierung im 3D-Bereich sowie im PLM-Markt als auch von einem offensiven Akquisitionskurs profitiert. Insbesondere hat die Übernahme der ehemaligen PLM-Sparte von IBM die Wachstumsraten der Jahre 2010 und 2011 befeuert, doch auch danach folgten zahlreiche weitere Zukäufe. In den letzten beiden Jahren summieren sich die Investitionen in den Erwerb neuer Tochterunternehmen auf über 600 Mio. Euro.

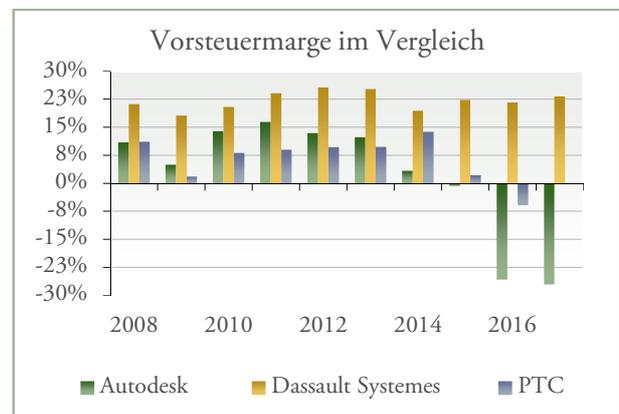


Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

## Große Profitabilitätsunterschiede

Die schwache Umsatzentwicklung hat sich inzwischen auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das 2015 erstmalig ins Minus gerutscht war. Der deutliche Umsatzrückgang in 2016 bedingte eine kräftige Ausweitung des Defizits, vor Steuern wurde eine negative Marge von 25,8 Prozent ausgewiesen. Auch das letzte Jahr brachte noch keine Wende, vielmehr hat sich das Vorsteuerermarge weiter auf -27,1 Prozent ver-

schlechtert. Ähnlich ist es PTC ergangen. Die Amerikaner haben ihr Lizenzmodell genau wie Autodesk auf Mietsoftware umgestellt und haben im Zuge dessen 2015 und 2016 einen rückläufigen Umsatz verzeichnet, der 2017 nur moderat wieder angestiegen ist. Auch das Ergebnis ist in den letzten beiden Jahren ins Minus gerutscht, wenn auch das Ausmaß mit einer Vorsteuerermarge von -5,9 Prozent resp. -0,1 Prozent deutlich kleiner ausgefallen ist. Demgegenüber konnte Dassault Systemes das hohe Margenniveau zuletzt sogar weiter ausbauen und mit 23,3 Prozent den höchsten Wert seit 2013 erwirtschaften. Eine wichtige Ursache der Wachstums- und Ergebnisschwäche bei Autodesk ist die Neuausrichtung des Geschäftsmodells, weil die hochmargigen Lizenzeinnahmen im neuen Modell nicht auf einmal anfallen, sondern sich über die Nutzungszeit verteilen. Aber auch die Entwicklungs-offensive in neue Produkte, die sich in den steigenden Installationszahlen bemerkbar macht, wirkt sich zunächst ergebnisbelastend aus. So ist die Quote des Forschungs- und Entwicklungsaufwands in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Nach 29 Prozent noch vor drei Jahren betrug sie (dies aber auch bedingt durch den Umsatzrückgang) im letzten Geschäftsjahr 37 Prozent.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

## Autodesk mit starker Marktstellung

Ungeachtet dieser relativen Wachstums- und vor allem Ertragschwäche verfügt Autodesk weiterhin über eine starke Marktstellung. So verfügen die Kalifornier über die mit Abstand breiteste Angebotspalette und können daher die gesamte Breite des Marktes adressieren, während sich die Konkurrenz vor allem auf den

Industriebereich konzentriert und auch dort Schwerpunkte auf einzelne Branchen wie Automotive oder Luftfahrt setzt. Unangefochtener Marktführer ist Autodesk zum Beispiel weiterhin in dem Bereich Bauwesen/ Architektur/ Ingenieurbau (AEC), auf den schätzungsweise rund ein Drittel des Marktes entfällt. Für Autodesk spricht zudem auch, dass seine Produkte aufgrund der großen Verbreitung quasi einen Industriestandard darstellen, den viele Nutzer mit dem Begriff CAD gleichsetzen. Damit zusammenhängend bedeutet auch die große Verfügbarkeit an Nutzern, die mit der Autodesk-Software umgehen können, aus Kundensicht ein wichtiges Argument pro Autodesk.

### Hohe Erwartungen an das Mietmodell

Ob es Autodesk wieder besser gelingt, die starke Marktstellung adäquat in steigende Umsätze und höhere Profitabilität umzusetzen, wird sich nach Abschluss der Übergangsphase zeigen. So konnten im letzten Geschäftsjahr die Einnahmen aus Abonnements (Subscription) bereits auf 0,9 Mrd. US-Dollar verdoppelt werden, was aber in der Gesamtbetrachtung durch den Rückgang der Lizenz- und Wartungserlöse überdeckt wurde. Auch im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres (Februar bis April) betrug der Anstieg der Subscription-Erlöse über 100 Prozent (auf 350 Mio. US-Dollar) und ermöglichte ein Umsatzwachstum von 23,5 Prozent. Das Quartalsergebnis blieb zwar noch negativ, der Verlust konnte aber auf

-64 Mio. US-Dollar halbiert werden (vor Steuern). Grundsätzlich kalkuliert Autodesk in dem neuen Modell mit einem Wachstum von 20 Prozent p.a. sowie mit verbesserten Margen. Eine wichtige Rolle spielt dabei der Abbau der immer noch weit verbreiteten Unterlizenzierung auf Kundenseite, die im Mietmodell deutlich leichter zu identifizieren ist.

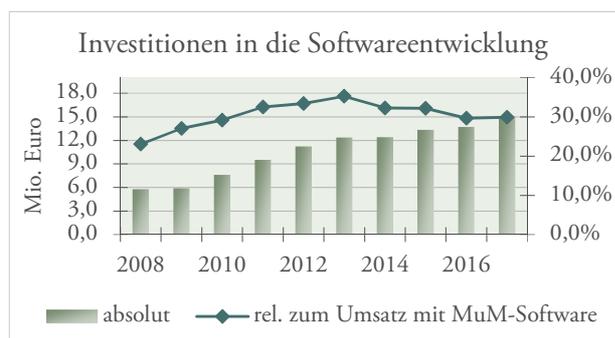
### BIM als wichtiger Markttreiber

Gerade im Zusammenhang mit der starken Stellung in dem Bereich Bauwesen/ Architektur/ Ingenieurbau (AEC) könnte Autodesk von dem Trend profitieren, die CAD-Software um ein komplettes Management aller mit einem Gebäude zusammenhängenden Daten zu erweitern. Entsprechende BIM-Angebote (Building Data Management) stoßen derzeit im Markt auf ein sehr hohes Interesse. Da mit dem Datenmanagement die Modelle auch eine zeitliche Komponente erhalten, sprechen manche Marktbeobachter in diesem Zusammenhang von einem Übergang auf 5D-Modelle, die neben den drei räumlichen Dimensionen noch die Massen und eben die Zeitachse umfassen. Während die vierte Komponente, die Massen, in den meisten BIM-Angeboten bereits enthalten ist, wird die Zeitdimension bisher nur im High-End-Segment genutzt. Die weitere Verbreitung dieser Funktionen könnte sich Marktexperten zufolge deswegen genauso markttreibend auswirken wie seinerzeit der Übergang von 2D auf 3D.

# Strategie

## Technologieführerschaft im CAM-Bereich

Die aus Konzernsicht zentrale strategische Stoßrichtung, die maßgeblich für die erfolgreiche Entwicklung der letzten Jahre verantwortlich gewesen ist, ist die Technologieführerschaft der Tochter Open Mind in dem von ihr adressierten CAM-Geschäft. Die teils gravierenden Produktivitätsgewinne, die Open Mind den eigenen Kunden ermöglicht, stellen das zentrale Vertriebsargument dar und schaffen erst den Spielraum für die Positionierung im Hochpreissegment und folglich für die dauerhafte Erzielung von sehr hohen Margen. Um diese Positionierung aufrechtzuerhalten und auszubauen, sind hochwertige Innovationen von entscheidender Bedeutung, weswegen 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 gehören. Bezogen auf die Segmentumsätze lag der Entwicklungsaufwand im Schnitt der letzten fünf Jahre bei knapp 32 Prozent. Auch im letzten Jahr wurden die Bemühungen weiter um 10 Prozent intensiviert, womit sich die Quote des Entwicklungsaufwands am Segmentumsatz zum ersten Mal seit vier Jahren wieder erhöhte, auf 29,9 Prozent.



Quelle: MuM

## Diversifikation durch zwei Segmente

Die Positionierung mit zwei thematisch zwar verwandten, in ihrer Entwicklung aber sehr unterschied-

lichen Segmenten bietet MuM einen positiven Diversifikationseffekt, ohne den sich beispielsweise der Wechsel des Geschäftsmodells im Autodesk-Handel viel schwieriger gestaltet hätte. Auch wenn die Synergien zwischen den beiden Segmenten nach Unternehmensangaben begrenzt sind, bringt die Zweisäulenstrategie MuM handfeste Vorteile. Zum einen sorgt das CAM-Geschäft für einen wichtigen Diversifikationseffekt sowohl inhaltlicher (außerhalb der Autodesk-Welt) als auch geographischer Natur (starkes außereuropäisches Geschäft) und zum anderen erhöht das CAM-Geschäft spürbar die Profitabilität des Gesamt Konzerns.

## Marktanteilssteigerung

Die Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk bedeutet für die Systemhaussparte, dass die Entwicklung des CAD-Pioniers eine zentrale Determinante ihrer Entwicklung darstellt. Strategische Entscheidungen von Autodesk, wie etwa die Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Richtung Mietsoftware, strahlen genauso wie die Qualität und der Innovationsgrad des Produktportfolios der Amerikaner unmittelbar auf die Entwicklung von MuM aus. Doch innerhalb dieses Rahmens verfügt Mensch und Maschine über eine ausreichende Anzahl an Stellgrößen, um das eigene Umsatz- und Ergebniswachstum selbst zu beeinflussen. 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 Händler). Dass die Bayern hierbei durchaus erfolgreich sind, verdeutlicht die Entwicklung der letzten Jahre. Seit 2012 konnte Mensch und Maschine seine Systemhaus-Umsätze um fast 30 Prozent auf 110,4 Mio. Euro steigern, während die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) um 6,1 Prozent auf 815,4 Mio. US-Dollar gesunken sind.

## Nutzung der Größenvorteile

Einen wichtigen Vorteil im Wettbewerb gegen andere Autodesk-Systemhäuser stellt die inzwischen erreichte Größe dar, mit der MuM sich nach eigenen Angaben zum größten europäischen Autodesk-Systemhauspartner aufgeschwungen hat. Mit der damit ermöglichten Zentralisierung einiger wichtiger Funktionen wie Marketing oder Hotline-Support kann MuM handfeste Kostenvorteile realisieren, gleichzeitig erleichtern die einheitliche Marke und die flächendeckende Präsenz die Ansprache und die Betreuung von größeren Kunden.

## Verlängerung der Wertschöpfungskette

Einen wichtigen Aspekt der Strategie, den eigenen Anteil am Autodesk-Geschäft zu steigern, stellt die seit 2009 eingeleitete Umstellung des Geschäftsmodells von der umsatzstarken, aber vergleichsweise margschwachen Distribution zum Systemhaus dar. Dadurch hat MuM die eigene Wertschöpfungstiefe innerhalb des Marktes entscheidend verlängert. Mit zusätzlichen Leistungen wie Schulungen, Support, Wartung, Implementierung und individueller Anpassung sowie mit der Vereinnahmung der Einzelhandelsmarge sieht das Management nun perspektivisch Potenzial für eine EBITDA-Marge von bis zu 10 Prozent, in etwa dem Dreifachen dessen, was im Distributionsgeschäft erzielbar war.

## Reduzierung der Abhängigkeit von Autodesk

Mit dem Auf- und Ausbau des Systemhausgeschäfts ging auch eine Reduktion der Abhängigkeit von Autodesk einher, der Anteil des Handelsgeschäfts, also

der Autodesk-Lizenzen, hat sich bis 2017 auf unter 17 Prozent des Konzernrohertrags ermäßigt. Dazu trägt auch bei, dass die MuM-Systemhäuser zunehmend herstellerunabhängig als CAD-Spezialisten wahrgenommen und für umfassende Projekte engagiert werden, in denen auch Fremdsoftware zum Einsatz kommt.

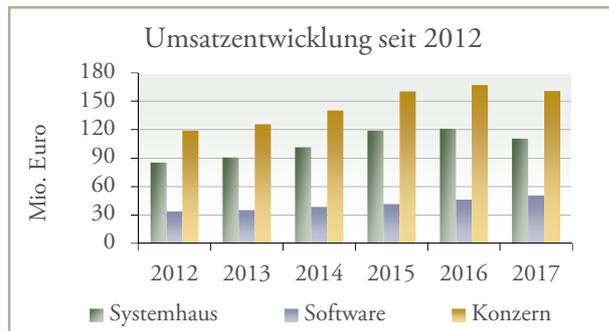
## Eigensoftware und Lösungen als Differenzierungsmerkmal

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern stellen zudem die beiden Autodesk-basierten Softwareprodukte DATAflor und escad dar, mit denen Mensch und Maschine passgenaue Lösungen für eine bestimmte Branche bzw. für bestimmte Anforderungen (hochkomplexe Schaltpläne) im Angebot führt. Insbesondere mit escad verfügt MuM über ein Angebot, das gerade im technologisch geprägten deutschen Mittelstand eine wichtige Türöffnerfunktion erfüllt. Darüber hinaus entwickelt MuM in Projekten laufend neue Module und Erweiterungen zur Autodesk-Standardsoftware, mit denen die kunden- oder branchenspezifischen Anforderungen erfüllt werden. Diese Lösungen dokumentieren anschließend die Expertise für die adressierten Branchen, erleichtern den Vertrieb, erhöhen die Produktivität in den Projekten und erleichtern deren Kalkulierbarkeit.

# Zahlen

## Umsatzwachstum pausiert

Nachdem Mensch und Maschine in den Vorjahren stetiges und dynamisches Umsatzwachstum ausweisen konnte, sorgte der Wechsel des Lizenzmodells bei Autodesk in den letzten zwei Jahren für einige Friktionen im Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen, was sich auf den Umsatz des Systemhaus-Segments und in der Konsequenz auch auf den Konzernumsatz dämpfend ausgewirkt hat. So hatte sich das Wachstum der Systemhauserlöse im Jahr 2016 auf nur noch 1,6 Prozent ermäßigt, um im letzten Jahr einen negativen Wert von -8,6 Prozent (auf 110,4 Mio. Euro) anzunehmen. Auch der Konzernumsatz ist infolgedessen 2017 zum ersten Mal seit dem Verkauf des Distributionsgeschäfts im Jahr 2011 geschrumpft, er reduzierte sich um 3,7 Prozent auf 160,9 Mio. Euro.

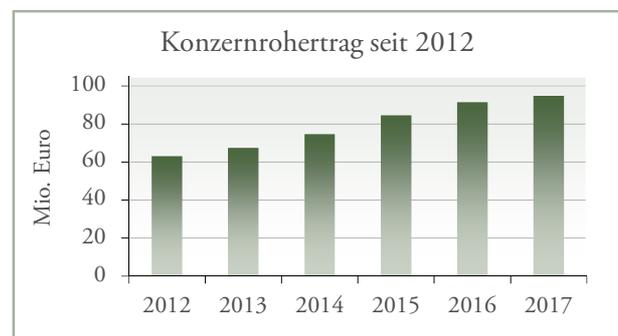


Quelle: Unternehmen

## Rohrtrag auf Rekordniveau

Da es sich beim Handelsgeschäft um den margin schwächsten Bereich von MuM handelt, blieb die dämpfende Wirkung des Lizenzmodellwechsels auf das Rohrtragswachstum moderat. Im Systemhaus reduzierte sich diese zentrale Steuerungsgröße zwar um 1,8 Prozent, doch auf Konzernebene wurde der stetige und dynamische Aufwärtstrend des Rohrtrages mit einem Wachstum um 3,7 Prozent auf 94,8 Mio. Euro auch 2017 fortgesetzt. Damit hat sich der zentrale Vorteil des neuen Geschäftsmodells (Systemhaus statt Großhandelsdistribution), die größere Wertschöpfungstiefe, erneut ausgezahlt. Anders als der Umsatz, war der Rohrtrag im Nachgang an den Wechsel nur

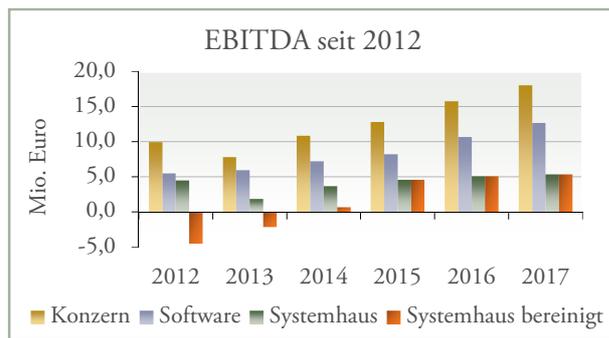
moderat zurückgegangen und hat schon 2014 den Rekordwert aus dem Jahr 2011 (70,0 Mio. Euro) – trotz des noch deutlich niedrigeren Umsatzes – übertroffen. Die Rohertragsmarge, für die bis 2008 noch Werte unterhalb von 30 Prozent üblich waren, hat im letzten Jahr 59,0 Prozent erreicht.



Quelle: Unternehmen

## Steigende Profitabilität

Das Umsatzwachstum und die steigende Rohmarge haben in Summe der letzten Jahre eine sehr positive EBITDA-Entwicklung ermöglicht, wobei dies erst auf den zweiten Blick erkennbar ist. Während das operative Ergebnis des Software-Segments Jahr für Jahr stärker als der Segmentumsatz gesteigert werden konnte, ist die Gewinnsituation im Systemhaus aufgrund von umfangreichen Sondereffekten nämlich merklich erratischer ausgefallen. Zum einen lag das an den Anlaufverlusten des neuen Geschäftsmodells und zum anderen an hohen Erträgen, die MuM aus dem Verkauf des europäischen Autodesk-Distributionsgeschäfts im Herbst 2011 vereinnahmt hatte und mit denen die Ergebnisse im Systemhaus bis 2014 gestützt wurden. Da der Effekt aber immer kleiner geworden ist, wurden die operativ erzielten Fortschritte hierdurch verdeckt. Bereinigt um diese Erträge hat das Systemhaus sein EBITDA hingegen kontinuierlich gesteigert, von -4,5 Mio. Euro im Jahr 2012 auf 5,3 Mio. Euro im letzten Geschäftsjahr. Das Konzern-EBITDA verbesserte sich im gleichen Zeitraum von knapp 10 Mio. Euro auf 18,0 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

## Abschreibungen nehmen ab

Eine weitere Konsequenz des Geschäftsmodellwechsels waren die erhöhten Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile (Kundenbestände, Verträge etc.) der 20 Übernahmen, mit denen der Umstieg vor allem im deutschsprachigen Raum vollzogen wurde und die das Systemhaus-EBIT zwischenzeitlich mit bis zu 2,0 Mio. Euro p.a. belastet haben. Deren weitgehendes Auslaufen auf nur noch 0,4 Mio. Euro im letzten Jahr hat im Systemhaus einen EBIT-Sprung von 1,3 Mio. Euro noch in 2015 auf 3,8 Mio. Euro ermöglicht. Demgegenüber hat die Software-Sparte ihr EBIT im Gleichschritt mit dem EBITDA stetig verbessert und 2016 erstmals eine Marge vor Steuern und Zinsen von mehr als 20 Prozent erzielt. Im letzten wurde eine weitere Verbesserung auf 22,7 Prozent erzielt. Das Konzern-EBIT, das noch weitgehend im Software-Segment erwirtschaftet wird, verbesserte sich im letzten Jahr infolgedessen um mehr als 20 Prozent auf 15,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 9,5 Prozent.

## Nettoergebnis und Dividende deutlich gesteigert

Im Gleichschritt mit dem EBIT wurde 2017 auch das Vorsteuerergebnis erhöht (+22 Prozent auf 13,6 Mio. Euro), während der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheiten dank einer leicht verbesserten Steuerquote und des gesunkenen relativen Anteils der Minderheitsanteile um fast 30 Prozent auf 8,6 Mio. Euro gestiegen ist. Auf dieser Basis hat MuM die Dividende, die nach einer vierjährigen Konstanz bei 20 Cent bereits 2015 und 2016 um ein Viertel auf 25 Cent bzw. um 40 Prozent auf 35 Cent je Aktie erhöht

worden war, um weitere 40 Prozent auf 50 Cent je Aktie angehoben.

Geschäftszahlen	GJ 2016	GJ 2017	Änderung
Umsatz	167,07	160,85	-3,7%
Systemhaus	120,83	110,39	-8,6%
Software	46,24	50,47	+9,1%
Rohrertrag	91,43	94,82	+3,7%
Systemhaus	46,70	45,88	-1,8%
Software	44,74	48,94	+9,4%
Rohmarge	54,7%	59,0%	
EBITDA	15,76	18,04	+14,5%
Systemhaus	5,09	5,35	+5,0%
Software	10,67	12,69	+19,0%
EBITDA-Marge	9,4%	11,2%	
EBIT	12,49	15,21	+21,8%
Systemhaus	3,07	3,76	+22,7%
Software	9,42	11,45	+21,5%
EBIT-Marge	7,5%	9,5%	
Vorsteuerergebnis	11,12	13,59	+22,3%
Vorsteuermarge	6,7%	8,5%	
Jahresüberschuss	6,59	8,55	+29,8%
Netto-Marge	3,9%	5,3%	

## Erstes Halbjahr besser als erwartet

Die dämpfende Wirkung der Umstellung des Lizenzmodells bei Autodesk ist bereits im vierten Quartal 2017 ausgelaufen, weswegen das erste Halbjahr 2018 nun weitgehend frei von externen Störfaktoren die operative Dynamik gezeigt hat. Insgesamt legte der Konzernumsatz um 13 Prozent auf 94,5 Mio. Euro zu, wofür diesmal das Systemhaus mit einem Zuwachs von 13,9 Prozent im überdurchschnittlichen Ausmaß verantwortlich war. Doch auch das Software-Segment wächst mit ungebrochener Dynamik weiter und hat seine Erlöse um 10,8 Prozent gesteigert.

## Rohrertragsmarge niedriger

Die wieder erstarkte Dynamik im Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen, die im zweiten Quartal zu-

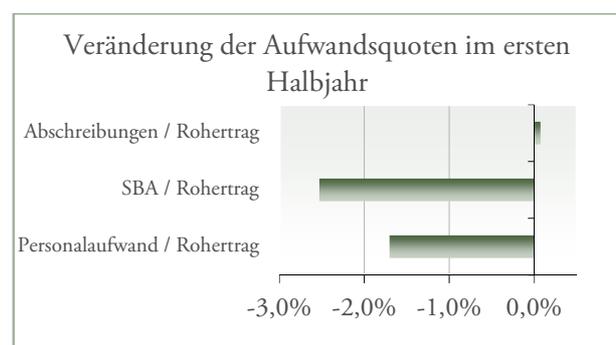
sätzlich von zahlreichen Verlängerungen von Wartungsverträgen im Vorfeld einer von Autodesk angekündigten Preiserhöhung profitiert hat, sorgte für eine Verschiebung der Umsatzzusammensetzung in Richtung von margenschwächeren Produkten. Dementsprechend hat sich die Rohmarge im Systemhaus-Segment im ersten Halbjahr um 2,9 Prozentpunkte auf 37,6 Prozent ermäßigt, während sie in der Software-Sparte weiter auf 97,8 Prozent zugelegt hat (nach 97,3 Prozent). Auf Konzernebene war die Rohmarge ebenfalls etwas rückläufig (55,5 Prozent nach 57,7 Prozent im Vorjahr), weswegen das Rohertragswachstum mit 8,7 Prozent etwas unter dem Umsatzwachstum ausgefallen ist.

Geschäftszahlen	HJ 2017	HJ 2018	Änderung
Umsatz	83,60	94,46	+13,0%
Systemhaus	58,37	66,50	+13,9%
Software	25,22	27,95	+10,8%
Rohertrag	48,20	52,39	+8,7%
Systemhaus	23,67	25,04	+5,8%
Software	24,54	27,35	+11,5%
Rohmarge	57,7%	55,5%	
EBITDA	9,13	11,81	+29,4%
Systemhaus	2,77	3,91	+41,1%
Software	6,35	7,90	+24,3%
EBITDA-Marge	10,9%	12,5%	
EBIT	7,75	10,28	+32,6%
Systemhaus	1,99	3,12	+57,1%
Software	5,77	7,16	+24,2%
EBIT-Marge	9,3%	10,9%	
Vorsteuerergebnis	7,13	9,60	+34,6%
Vorsteuerermarge	8,5%	10,2%	
Jahresüberschuss	4,45	6,09	+36,9%
Netto-Marge	5,3%	6,4%	

## Kostendisziplin hält an

Wie schon im Vorjahr, konnte MuM das Rohertragswachstum in ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum ummünzen. Dazu trug erneut auch die anhaltende Kostendisziplin bei, die sich in einem gegenüber dem Rohertrag nur unterproportionalen Anstieg

des Personalaufwands bemerkbar machte. Im Systemhaus belief sich dieser auf lediglich 0,4 Prozent. Etwas stärker erhöhte sich der Personalaufwand im Software-Segment, was aber teilweise auf einen Sondereffekt im Zusammenhang mit einem zum Jahresende abgeschlossenen Entwicklungsprojekt zu erklären ist. Die Gehälter der damit beschäftigten Mitarbeiter, die im letzten Jahr noch als Entwicklungsleistung aktiviert wurden, sind nun komplett im Aufwand verbucht worden. Für das Gesamtjahr beziffert das Unternehmen den Effekt auf etwa 1,4 Mio. Euro. Doch trotz dieses Effekts konnte der Anstieg des Personalaufwands auf Konzernebene auf 5,8 Prozent begrenzt werden. Die Personalaufwandsquote (in Relation zum Rohertrag) hat sich hierdurch um 1,7 Prozentpunkte auf 61,7 Prozent ermäßigt. Einen noch stärkeren positiven Margeneffekt hatte die Entwicklung des sonstigen betrieblichen Aufwands. Dieser wurde auch absolut reduziert (-4,3 Prozent), weswegen die entsprechende Aufwandsquote um 2,5 Prozentpunkte auf 18,6 Prozent zurückgegangen ist.



Quelle: Unternehmen

## EBIT-Marge erstmals zweistellig

Diese strikte Kostendisziplin zahlte sich in einem Anstieg der EBITDA-Marge von 10,9 auf 12,5 Prozent aus. In absoluten Zahlen erhöhte sich das EBITDA somit deutlich überproportional zum Rohertrag, mit 11,8 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um fast 30 Prozent übertroffen. Besonders stark fiel die Ergebnisverbesserung im Systemhaus aus, dessen EBITDA um 41 Prozent zugelegt hat. Aber auch das Softwaresegment legte mit +24 Prozent erneut deutlich überproportional zu. In absoluten Zahlen fiel das Ergebniswachstum des Software-Sparte sogar höher als im Sys-

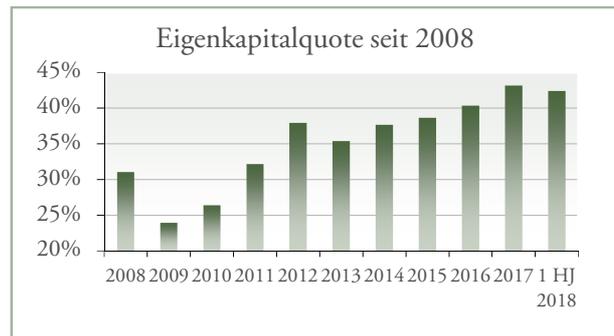
temhaus aus, sodass sich der Abstand der beiden Segmente weiter vergrößert hat. Obwohl die Abschreibungen durch den Abschluss des oben genannten Entwicklungsprojekts um über 11 Prozent gestiegen sind, konnte das EBIT noch etwas stärker als das EBITDA erhöht werden (+32,6 Prozent). Auch hier fiel der Zuwachs im Systemhaus mit 57,1 Prozent deutlich stärker aus. Gleichwohl ist das Software-Segment immer noch deutlich profitabler. Seine EBIT-Marge verbesserte sich erneut um 2,8 Prozentpunkte und betrug nun 25,6 Prozent. Im Systemhaus wurde in den ersten sechs Monaten 2018 eine EBIT-Marge von 4,7 Prozent erwirtschaftet, eine Verbesserung um 1,3 Prozentpunkte. Aus der Kombination der beiden Segmente resultiert eine Konzern-EBIT-Marge von 10,9 Prozent, womit MuM zum ersten Mal in einem ersten Halbjahr in den zweistelligen Bereich vorgestoßen ist.

## Halbjahresergebnis wächst um mehr als ein Drittel

Da das (negative) Finanzergebnis nur unterproportional zum EBIT-Wachstum gestiegen und, da der Ergebnisanteil der Minderheiten gesunken ist, fiel das Gewinnwachstum auf der Ebene des Nettoergebnisses nach Steuern und Minderheiten mit fast 37 Prozent auf 6,1 Mio. Euro noch etwas stärker aus.

## Cashflow auf hohem Niveau

Die hohe Ertragsstärke des MuM-Geschäftsmodells spiegelt sich auch im operativen Cashflow wider. Dieser konnte um 17 Prozent auf fast 9 Mio. Euro gesteigert werden, womit 9,5 Prozent der Umsätze als Cash-Überschuss ausgewiesen werden konnten. Da gleichzeitig die Investitionen durch den Abschluss des genannten Entwicklungsprojekts deutlich gesunken sind und sich der Mittelabfluss aus Investitionen auf 0,9 Mio. Euro annähernd halbiert hat, verbesserte sich der Free-Cashflow um mehr als ein Drittel auf 8,1 Mio. Euro. Nach Berücksichtigung der Mittelabfluss aus der Finanzierungstätigkeit in Höhe von 5,0 Mio. Euro (vor allem für die Dividendenzahlung für 2017) hat sich der Liquiditätsbestand in den ersten sechs Monaten 2018 um 3,2 Mio. Euro auf 10,9 Mio. Euro erhöht.



Quelle: Unternehmen

## Exzellente Bilanzsituation

Die Kombination aus dem Halbjahresgewinn, der Dividendenzahlung sowie dem Teilverkauf der Aktien aus dem eigenen Bestand (im Rahmen der alternativ zur Bardividende angebotenen Aktiendividende) führte in Summe zu einem gegenüber dem Jahresanfang gleichbleibenden Eigenkapital in Höhe von 44,1 Mio. Euro. In Verbindung mit der etwas erhöhten Bilanzsumme von 104,0 Mio. Euro entspricht das einer sehr soliden Eigenkapitalquote von 42,4 Prozent. Auch die Verschuldungsposition ist weiter komfortabel. Die Relation der Nettofinanzverschuldung zum letztjährigen EBITDA betrug selbst unter Einbeziehung des besicherten Immobilienkredits per Ende Juni lediglich 0,8.

## Margenprognosen erhöht

Vor dem Hintergrund des gewinnseitig überraschend starken ersten Halbjahrs hat MuM seine Prognose für das laufende Jahr bestätigt und bezeichnet die Zielsetzung, das EBITDA auf 22 bis 23 Mio. Euro und das Nettoergebnis auf 67 bis 73 Cent je Aktie erhöhen zu wollen, als gut erreichbar. Auch die Prognose für die nächsten Jahre wurde bestätigt. Auf Rohertragsebene will MuM weiter mit rund 10 Prozent p.a. zulegen, das EBITDA soll jährlich um 4 bis 5 Mio. Euro und das Nettoergebnis um 18 bis 24 Cent je Aktie steigen. Dementsprechend soll die Dividende mit 15 bis 20 Cent pro Jahr zulegen. Bis zum Jahr 2020 will MuM den Gewinn auf über 1 Euro je Aktie verbessern, wobei der Zuwachs vor allem im Systemhaus erzielt werden dürfte, dessen EBITDA-Beitrag bis dahin plangemäß mit dem der Software-Sparte gleichziehen soll. Allerdings hat das Unternehmen angesichts der ungebrochen hohen Wachstums- und Gewinndynamik

des Software-Segments zuletzt „eingräumt“, dass sich der Angleichungsprozess etwas länger hinziehen könnte. Durch den hieraus resultierenden höheren Anteil des margenstärkeren Software-Geschäfts sowie vor dem Hintergrund der überraschend starken Kostenelastizität im Systemhaus, die dem Unternehmen

auch im letzten Jahr trotz des Rückgangs des Segment-Rohertrages eine deutliche Ergebnissteigerung ermöglicht hatte, sieht MuM nun mittelfristiges Potenzial für Konzernmargen oberhalb von 16 Prozent (beim EBITDA), während bisher 15 Prozent als die Grenze ausgegeben wurde.

# Equity-Story

## Starke Marktstellung

In den adressierten Märkten verfügt MuM über eine starke Marktstellung. Im CAM-Bereich gehört das Unternehmen über seine Tochter Open Mind zu den Pionieren auf dem Gebiet des 5-Achs-FräSENS, ist dort technologisch führend und verfügt über eine breite, weltweit verteilte Kunden- und Installationsbasis. Im Markt für CAD-Software ist MuM sogar schon seit mehr als drei Jahrzehnten tätig und stellt das größte europäische Systemhaus für die Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk dar. Die Bayern verfügen über eine flächendeckende Präsenz in der DACH-Region und über Niederlassungen in zahlreichen weiteren europäischen Staaten sowie über eine sehr breite Kunden- und Installationsbasis.

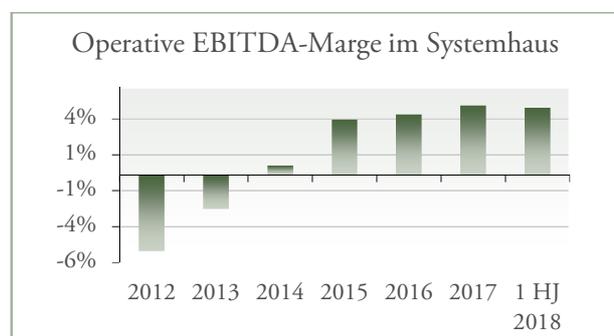
## Ausgeprägte Kontinuität

MuM zeichnet sich durch eine beeindruckende Kontinuität aus. Dies gilt sowohl für die adressierten Geschäftsfelder und die verfolgte Strategie wie auch für die beteiligten Personen. Das Unternehmen wird trotz der mehr als 30-jährigen Historie immer noch von seinem Gründer, Herrn Adi Drotleff, geleitet, der gleichzeitig mit 45,1 Prozent auch der größte Einzelaktionär ist. Aber auch das Personal zeigt eine große Verbundenheit mit dem Unternehmen, die Fluktuation ist nach MuM-Angaben sehr gering und auch die zweite und die dritte Managementebene bestehen aus Mitarbeitern, die in den meisten Fällen seit mehr als 15 Jahren zum Team zählen.

## Umbau des Geschäftsmodells erfolgreich

Die einzige große Änderung, die MuM in den letzten Jahren vorgenommen hat, war der 2009 eingeleitete Wechsel der Vertriebsstufe von der Großhandels-distribution auf den Endkundenvertrieb in Form eines Systemhauses. Diesen großangelegten Wandel des Geschäftsmodells, der unter anderem mit 20 Übernahmen im In- und Ausland einhergegangen ist, konnte MuM ohne größere Friktionen und bisher weitgehend nach dem langjährigen Plan umsetzen.

Wir werten diesen Erfolg als Beleg für die Expertise des gesamten Managementteams und leiten daraus unsere Zuversicht ab, dass auch die zweite Phase der Transformation, die Heranführung des neuen Segments an die Zielprofitabilität, ähnlich erfolgreich gestaltet werden kann. Wie die nachstehende Graphik verdeutlicht, konnte MuM diesbezüglich in den letzten Jahren eine beachtliche Entwicklung vorweisen.



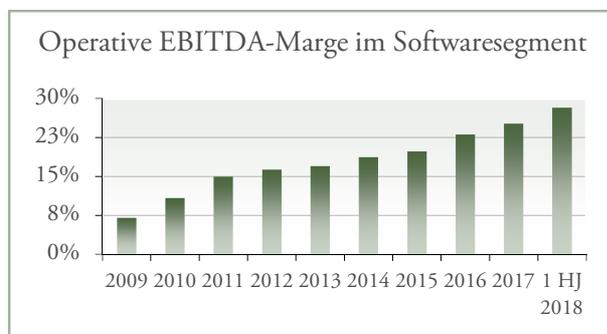
Quelle: Unternehmen

## Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

Vor allem die zu erwartende sukzessive Verbesserung der Profitabilität im Systemhaus sorgt für eine erhebliche Gewinnphantasie. So lag im ersten Halbjahr die EBITDA-Marge des Segments bei 5,9 Prozent, während das MuM-Management langfristig rund 10 Prozent anstrebt – und gerade mit diesem Ertragspotenzial den Umstieg zum Systemhausgeschäft begründet hatte. Dass diese Fortschritte erzielbar sind, haben die letzten fünf Geschäftsjahre gezeigt, in denen die operative Marge (ohne verbuchte Erträge aus dem Distributionsverkauf) der Sparte von -5,3 auf 4,8 Prozent verbessert wurde. Auch im ersten Halbjahr setzte sich der Trend fort. Als wichtige Treiber für diese stetigen Verbesserungen nennt Mensch und Maschine auf der operativen Ebene vor allem wachstumsbedingte Größendegressionseffekte, die steigende Zahl an vorgefertigten Erweiterungs- und Branchenmodulen sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des neuen Segments.

## Hochprofitables Softwaregeschäft

Dass auch das bereits hochprofitable Softwaregeschäft noch weiteren Spielraum für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen bietet, haben gerade die letzten anderthalb Jahre gezeigt. Nachdem die EBITDA-Marge des Segments in den letzten beiden Geschäftsjahren um bemerkenswerte 5,3 Prozentpunkte verbessert werden konnte, ist sie im ersten Halbjahr 2018 im Vorjahresvergleich um weitere 3,1 Prozentpunkte auf 28,3 Prozent geklettert. Durch wachstumsbedingte Degressionseffekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand besteht dennoch auch in diesem Segment noch weiteres Aufwärtspotenzial für die Marge.

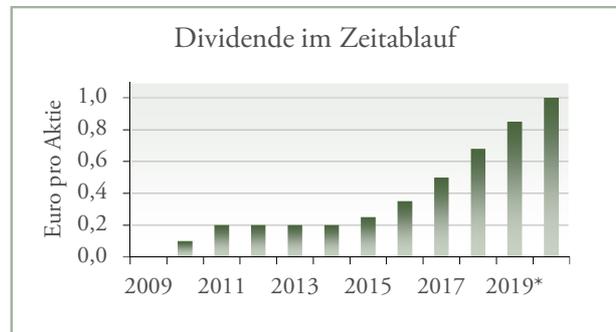


Quelle: Unternehmen

## Zuverlässige Prognosen

Mensch und Maschine hat in den letzten Jahren zuverlässig die eigenen Prognosen erfüllt und dabei vor allem die angekündigten Gewinnverbesserungen erzielt. Insofern stufen wir die aktuelle Prognose, die für das laufende Jahr von einem weiteren Gewinnzuwachs um bis zu 40 Prozent und für die Folgejahre von einem stetigen weiteren Gewinnanstieg ausgeht, auch am oberen Ende als sehr glaubwürdig ein. Die Zielerreichung würde für das Jahr 2020 einen Gewinn je

Aktie von über 1 Euro entsprechen, womit sich der Überschuss gegenüber 2017 verdoppeln würde.



Quelle: Unternehmen, ab 2018 Schätzung SMC-Research

## Attraktive Ausschüttungspolitik

Die Gewinnsteigerung setzt MuM in hohes Dividendenwachstum um. Nachdem die Ausschüttung zwischen 2011 und 2014 bei 20 Cent je Aktie konstant gehalten wurde, konnten sich die Aktionäre in den beiden Folgejahren über ein Plus um 25 resp. um 40 Prozent freuen. Auch für 2017 wurde die Dividende erneut deutlich angehoben. Mit einer Ausschüttung von 0,50 Euro je Aktie lag sie um 40 Prozent über dem Vorjahreswert. Bei einer Zielerreichung am oberen Ende der Prognosespanne, wovon wir inzwischen ausgehen, würde sich die Dividende auch dieses Jahr um über 30 Prozent erhöhen. Mit 0,68 Euro je Aktie entspräche dies aktuell einer Dividendenrendite von 2,5 Prozent. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bietet die MuM-Aktie damit eine attraktive Dividendenrendite sowie eine vergleichsweise verlässliche Aussicht auf im Zeitablauf weiter steigende Ausschüttungen, die das Unternehmen auf 15 bis 20 Cent pro Jahr beziffert.

# DCF-Bewertung

## Margenschätzungen angehoben

Die Halbjahreszahlen sind gewinnseitig oberhalb unserer Erwartungen ausgefallen. Wie schon im Vorjahr, hat es MuM geschafft, die Ergebnisse deutlich überproportional zum Wachstums des Rohertrages zu steigern und damit erneut gezeigt, welches Ertragspotenzial in dem Geschäftsmodell steckt. Im Hinblick auf das laufende Jahr haben wir deswegen die Margenschätzung etwas angehoben und kalkulieren nun mit einem EBITDA von 23,5 Mio. Euro und damit leicht oberhalb der Unternehmensprognose. Bisher hatten wir 22,6 Mio. Euro unterstellt. Diese Anpassung, die wir insbesondere durch eine abgesenkte Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen umgesetzt haben, wirkt sich auch auf die Folgejahre aus. Insgesamt haben wir den Margenpfad etwas steiler modelliert, so dass die EBITDA-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums mit 16,1 Prozent im Jahr 2025 nun in dem von MuM formulierten Zielbereich („oberhalb von 16 Prozent“) liegt. Bisher hatten wir mit einem Prozentpunkt weniger gerechnet.

## Top-Line unverändert

Demgegenüber haben wir die Schätzung des Umsatzes wie auch des Rohertrages unverändert gelassen. Folglich gehen wir weiterhin davon aus, dass der Rohertrag dieses Jahr auf 105,4 Mio. Euro steigen und anschließend mit knapp 10 Prozent p.a. auf über 200 Mio. Euro im Jahr 2025 ansteigen wird. Auch das anschließende „ewige“ Wachstum, mit dem wir den Terminal Value ermitteln, haben wir unverändert bei 1 Prozent p.a. belassen. Wie schon bisher, arbeiten wir bei der EBIT-Marge zur Ermittlung des Terminal Value mit einem 25-prozentigen Abschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2025. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2025 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,5%	12,1%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,0%	15,3%
<b>EBIT</b>	<b>20,3</b>	<b>23,6</b>	<b>27,6</b>	<b>32,1</b>	<b>37,1</b>	<b>42,7</b>	<b>48,5</b>	<b>54,6</b>
Steuersatz	34,0%	33,5%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,9	7,9	9,1	10,4	11,9	13,5	15,0	16,7
<b>NOPAT</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>	<b>18,5</b>	<b>21,7</b>	<b>25,3</b>	<b>29,3</b>	<b>33,4</b>	<b>38,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>16,6</b>	<b>18,8</b>	<b>21,3</b>	<b>24,4</b>	<b>27,9</b>	<b>31,9</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
- Investitionen AV	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>15,9</b>	<b>18,2</b>	<b>20,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,2</b>	<b>31,2</b>	<b>35,3</b>	<b>39,8</b>

## Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 45 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,2 Prozent. Angesichts der hohen Ausschüttungsquote, mit der MuM das Deleveraging deutlich bremst, haben wir im Unterschied zu bisherigen Annahmen den Ziel-FK-Anteil um 5 Prozentpunkte erhöht, woraus sich eine leichte Reduktion der WACC ergeben hat.

## Kursziel: 30,80 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,2 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 504,4 Mio. Euro bzw. 30,76 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 30,80 Euro ab. Die deutliche Erhöhung gegenüber dem letzten Update (26,70 Euro) ist zu etwa gleichen Teilen der erläuterten Anhebung der unterstellten Margen sowie der Absenkung der WACC geschuldet. Nachdem unser bisheriges Kursziel von der MuM-Aktie nahezu auf den Punkt erreicht wurde, impliziert das neue Kursziel nun weiteres Aufwärtspotenzial von etwas mehr als 10 Prozent.

## Mittleres Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Angesichts der seit Jahren gefestigten Marktposition, des langjährigen Track-records und der erwie-senen hohen Prognosezuverlässigkeit des Managements halten wir die Berechenbarkeit der Entwicklung von MuM für gut. Die größte Unsicherheit stellt unseres Erachtens trotz der zuletzt erreichten Fortschritte weiterhin die angepeilte Margenverbesserung im Systemhaus dar. Der Beitrag dieses Aspekts für unsere Wertermittlung ist nicht unwesentlich, gleichzeitig ist die damit verbundene betriebswirtschaftliche Herausforderung beträchtlich. In Summe der Überlegungen halten wir deswegen den Ansatz eines mittleren Schätzrisikos weiter für angemessen (3 Punkte).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,1%	47,50	42,30	38,36	35,26	32,77
5,6%	40,95	37,14	34,15	31,74	29,76
6,1%	35,97	33,08	30,76	28,85	27,25
6,6%	32,05	29,81	27,97	26,42	25,11
7,1%	28,90	27,12	25,63	24,36	23,27

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 23,27 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,1 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 47,50 Euro im optimistischsten Fall.

## Fazit

---

Das Geschäftsmodell von Mensch und Maschine funktioniert derzeit wie ein Uhrwerk. Mit einer außergewöhnlichen Zuverlässigkeit steigert der Spezialist für CAD- und CAM-Software seinen Rohertrag und verbessert stetig die Profitabilität. Damit setzt das Unternehmen konsequent das um, was das Management seit Jahren angekündigt hat.

Diese Erfolgsserie hat sich auch im ersten Halbjahr fortgesetzt, in dem MuM nach dem extern bedingten Umsatzrückgang im letzten Jahr wieder auch bei den Umsätzen auf den Wachstumskurs zurückgekehrt ist. Als noch viel wichtiger erachten wir aber, dass die Expansion erneut mit einer deutlichen Margensteigerung einhergegangen ist. Dadurch ist es MuM zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte gelungen, auf Halbjahresbasis eine zweistellige EBIT- und Vorsteuerermarge auszuweisen.

Vor dem Hintergrund der Halbjahresergebnisse hat Mensch und Maschine seine Prognose für das Gesamtjahr als gut erreichbar bezeichnet und sie entsprechend bestätigt. Wir haben hingegen unsere Margenschätzungen sowohl für dieses Jahr als auch für die Zukunft angehoben und damit auf die rascheren Profitabilitätsfortschritte – als von uns bisher unterstellt – reagiert.

Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 30,80 Euro und konstatieren folglich für die Aktie weiteres Kurspotenzial, weswegen wir unser bisheriges Rating „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	63,0	61,6	60,3	59,5	58,9	58,4	58,0	57,8	57,7
1. Immat. VG	43,8	42,7	41,7	40,9	40,2	39,6	39,0	38,5	38,1
2. Sachanlagen	13,2	12,9	12,7	12,6	12,6	12,8	13,0	13,3	13,6
II. UV Summe	38,8	41,7	44,7	47,4	49,8	57,7	67,4	77,6	88,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	43,9	48,1	51,5	55,4	59,8	65,0	70,6	76,6	83,2
II. Rückstellungen	9,4	10,3	11,1	12,0	12,9	13,7	14,6	15,5	16,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	23,2	18,6	14,7	10,2	5,1	3,9	3,9	3,9	3,9
2. Kurzfristiges FK	25,2	26,3	27,8	29,3	31,0	33,4	36,3	39,4	42,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>101,8</b>	<b>103,3</b>	<b>105,0</b>	<b>106,9</b>	<b>108,7</b>	<b>116,0</b>	<b>125,4</b>	<b>135,4</b>	<b>146,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	160,9	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Rohertrag	94,8	105,4	115,8	127,3	139,9	153,8	169,0	185,7	204,1
EBITDA	18,0	23,5	26,7	30,4	34,8	39,8	45,4	51,1	57,2
EBIT	15,2	20,3	23,6	27,6	32,1	37,1	42,7	48,5	54,6
EBT	13,6	19,0	22,4	26,7	31,4	37,0	42,8	48,7	54,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	9,0	12,6	14,9	17,9	21,2	25,2	29,3	33,6	38,2
JÜ	9,4	12,1	14,3	17,2	20,4	24,2	28,1	32,2	36,6
EPS	0,56	0,74	0,87	1,05	1,24	1,47	1,72	1,97	2,23

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	15,2	16,9	19,3	22,0	25,3	29,3	33,5	37,8	42,4
CF aus Investition	-3,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
CF Finanzierung	-10,1	-13,6	-15,9	-19,0	-22,6	-21,3	-23,7	-27,5	-31,5
Liquidität Jahresanfa.	6,4	7,7	9,2	10,7	11,8	12,4	18,3	25,8	33,7
Liquidität Jahresende	7,7	9,2	10,7	11,8	12,4	18,3	25,8	33,7	42,1

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-3,7%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	3,7%	11,2%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Rohertragsmarge	59,0%	59,6%	59,2%	58,9%	58,6%	58,3%	58,0%	57,6%	57,3%
EBITDA-Marge	11,2%	13,3%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	15,8%	16,1%
EBIT-Marge	9,5%	11,5%	12,1%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,0%	15,3%
EBT-Marge	8,5%	10,8%	11,4%	12,4%	13,2%	14,0%	14,7%	15,1%	15,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,9%	6,8%	7,3%	8,0%	8,5%	9,2%	9,7%	10,0%	10,3%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 30.07.2018 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 30.07.2018 um 8:40 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.04.2018	Buy	26,70 Euro	1), 3)
19.02.2018	Buy	25,90 Euro	1), 3), 4)
26.10.2017	Hold	21,80 Euro	1), 3), 4)
17.08.2017	Hold	19,80 Euro	1), 3), 4)
25.04.2017	Buy	17,80 Euro	1), 3), 4)
16.02.2017	Buy	16,20 Euro	1), 3)
27.10.2016	Buy	14,80 Euro	1), 3), 4)
29.07.2016	Hold	14,90 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere 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 Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, 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.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.