

29. Juli 2016  
**Research Studie**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Mensch und Maschine Software SE

## Gewinnverdopplung voraus

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **14,39 Euro** | Kursziel: **14,90 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

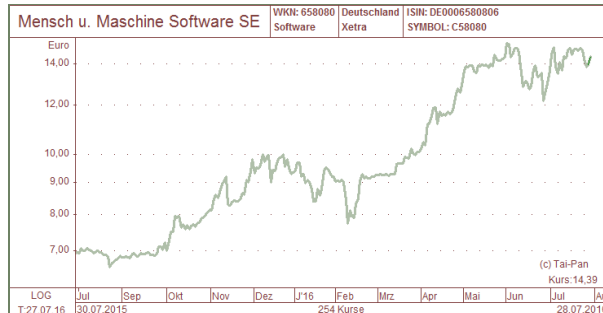
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

# Inhaltsverzeichnis

---

Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	9
Strategie.....	12
Zahlen .....	14
Equity-Story .....	18
DCF-Bewertung.....	20
Fazit .....	22
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	23
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	24
Impressum & Disclaimer.....	25

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	762
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Kurs:</b>	14,39 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Entry Standard / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	16,68 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	240,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	274,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	45,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	15,34 / 6,50 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	126,2 Tsd. Euro

## Kurzportrait

Mensch und Maschine befindet sich eindeutig in der „Erntephase“. Einerseits profitiert das Unternehmen immer mehr von dem Wandel, den es in seinem Vertriebsgeschäft für den amerikanischen CAD-Pionier Autodesk vollzogen hat. Indem die Bayern die volumenstarke, aber margenschwache Großhandelsdistribution durch den Endkundenvertrieb (Systemhaus) ersetzt haben, haben sie die eigene Wertschöpfungstiefe deutlich ausgeweitet und sich größeres Margenpotenzial erschlossen. Das stetige Wachstum mit schrittweise steigender Profitabilität zeigt, dass der Schritt beginnt, sich auszuzahlen. Noch schneller hat MuM von seinen Investitionen in die Modernisierung seiner CAM-Software profitiert, mit der zuletzt sprunghaftes Umsatz- und Ergebniswachstum erzielt wurde. Wir gehen davon aus, dass der positive Trend anhalten wird. MuM verfolgt konsequent eine überzeugende Strategie und besticht mit seiner bemerkenswerten Kontinuität und Souveränität. Allerdings ist die Aktie, deren Kurs sich seit der Aufnahme unserer Coverage verdoppelt hat, kein Geheimtipp mehr. Auf dem aktuellen Niveau sehen wir das Papier fair bewertet und vergeben das Urteil „Hold“.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	125,8	140,0	160,4	170,0	180,2	198,2
EBIT (Mio. Euro)	3,8	6,8	8,5	14,1	18,4	20,4
Jahresüberschuss	2,6	3,7	3,9	7,9	11,7	13,1
EpS	0,17	0,24	0,24	0,47	0,70	0,79
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,35	0,45	0,55
Umsatzwachstum	5,9%	11,3%	14,5%	6,0%	6,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-27,7%	42,1%	4,0%	103,6%	49,0%	11,9%
KUV	1,91	1,71	1,50	1,41	1,33	1,21
KGV	91,7	64,6	62,1	30,5	20,5	18,3
KCF	63,54	38,18	16,30	21,33	15,62	14,24
EV / EBIT	71,9	40,6	32,4	19,5	14,9	13,5
Dividendenrendite	1,4%	1,4%	1,7%	2,5%	3,4%	3,8%

## Executive Summary

---

- **Autodesk-Partnerschaft seit mehr als 30 Jahren:** Mensch und Maschine hat sich seit der Gründung als ein führender Vertriebspartner des amerikanischen CAD-Pioniers 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, ist MuM zum größten europäischen Systemhauspartner von Autodesk aufgestiegen.
- **Großes 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 4,1 Prozent noch deutlich darunter. Eine erfolgreiche weitere Annäherung an den Zielwert eröffnet insofern ein großes Potenzial für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen.
- **Hochprofitables Softwaregeschäft:** Wesentlich profitabler ist das zweite Segment, in dem MuM eigene Software entwickelt und vertreibt. Das wichtigste Produkt ist hier die CAM-Software der hundertprozentigen Tochter Open Mind, die weltweit vertrieben wird und mit der MuM die technologische Führung inne hat. In dem Softwaresegment konnten in den letzten Jahren stetige Umsatz- und Margenzuwächse erwirtschaftet werden, nach dem kräftigen Ergebnissprung im ersten Halbjahr wurde in dem Segment das mittelfristige Margenziel von ca. 25 Prozent bereits vorzeitig erreicht.
- **Ergebnissprung im ersten Halbjahr:** Der positive Trend der letzten Geschäftsjahre hat sich auch im ersten Halbjahr fortgesetzt. Bei einem fast achtprozentigen Umsatzwachstum hat MuM insbesondere ergebnisseitig ein Ausrufezeichen gesetzt und das EBITDA um 30 und den Nettoüberschuss gar um 74 Prozent gesteigert. Neben der Abwesenheit von Sondereffekten, die den Anstieg des ausgewiesenen Gewinns noch im Vorjahr gedämpft hatten, war dafür vor allem die sehr hohe Dynamik des Softwaresegments verantwortlich, das zweistellig gewachsen ist und seine Marge im Vorjahresvergleich um vier Prozentpunkte gesteigert hat.
- **Gewinnverdopplung absehbar:** Auf dieser Basis halten wir unsere bisherige Schätzung einer Gewinnverdopplung im laufenden Jahr für gut erreichbar. Im Rahmen unseres Schätzmodells und der darin unterstellten Kombination aus weiterem Wachstum, einer leichten Margenverbesserung im Softwaregeschäft und einer deutlichen Profitabilitätssteigerung im Systemhaus erwarten wir bis 2019 eine weitere Gewinnverdopplung und einen kräftigen Anstieg der Dividende. Allerdings sind diese Perspektiven derzeit bereits im Aktienkurs enthalten, weswegen wir für die MuM-Aktie das Rating „Hold“ beibehalten.

# 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 moderaten 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.
- Durch die Kombination fortgesetzter operativer Verbesserungen und den Wegfall von Amortisationsaufwand ist für das laufende Jahr ein kräftiger Gewinnsprung absehbar.
- Der Marktwert der CAM-Tochter Open Mind dürfte auf Basis der im Sektor bezahlten Multiples einen Großteil der gesamten Marktkapitalisierung des MuM-Konzerns abdecken.
- 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, insbesondere im laufenden Jahr könnte hieraus infolge der Umstellung des Preismodells bei Autodesk eine reduzierte Umsatzdynamik resultieren.
- 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 Systemhausgeschäfts bedingt ein hohes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte 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 deutlich belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert von Open Mind intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.

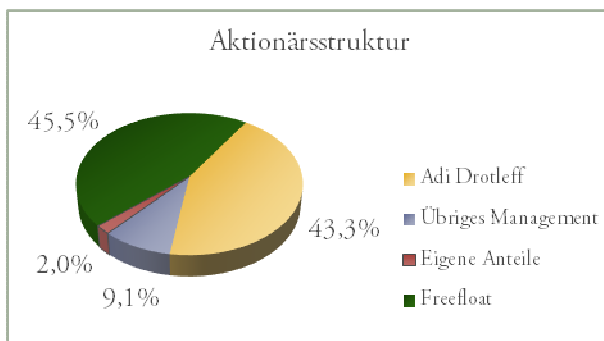
# Profil

## 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 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.

## Aktienmehrheit beim Management

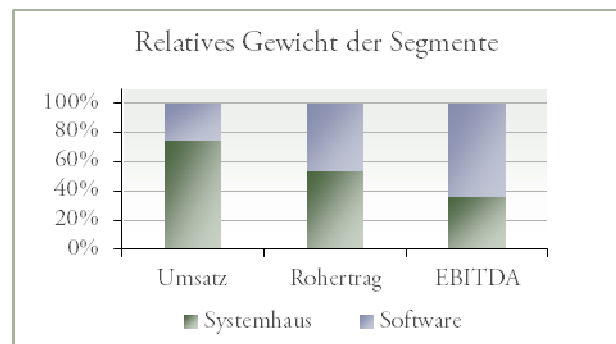
Das mit Abstand größte Aktienpaket (43,3 Prozent) befindet sich nach wie vor in Händen des Gründers Adi Drotleff, der seit der Umwandlung in eine Societas Europea (SE) sowohl Mitglied des geschäftsführenden Direktoriums als auch Vorsitzender des Verwaltungsrates ist. Weitere 9,1 Prozent werden vom übrigen Management gehalten, der Streubesitz beläuft sich auf 45,5 Prozent. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert, seit dem Frühjahr 2010 gehört sie dem m:access-Segment der Börse München und seit Anfang 2012 dem Entry Standard der Frankfurter Börse an.



Quelle: Unternehmen

## 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 konzerntypischen Management- und Serviceaufgaben übernimmt. Das operative Geschäft selbst wird demgegenüber von über 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 762 Mitarbeiter beschäftigen und weltweit mehr als 50 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 118,9 Mio. Euro fast drei Viertel der Konzernerlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages sind die beiden Segmente gleichgewichtig, das EBITDA wird sogar (noch) zu zwei Dritteln im Softwaresegment generiert.

## Systemhaus im Aufbau

Der niedrige Ergebnisbeitrag des Systemhaussegments ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass sich die Sparte noch in der Aufbauphase befindet. Bis 2009 konzentrierte sich MuM nämlich auf die Großhandelsdistribution der Autodesk-Software, die aber aufgrund der begrenzten Margenpotenziale und der unsicheren Zukunftsaussichten zugunsten des direkten Endkundenvertriebes aufgegeben wurde. Damit einhergehend wurde die eigene Wertschöpfungstiefe erweitert, mit der Vereinnahmung der Einzelhandelsmarge sowie mit dem Angebot von Dienstleistungen wie Installation, Konfiguration, Wartung und Schulungen hat sich MuM weitere Ertragsquellen erschlossen. Der Umstieg erfolgte in zwei Phasen. Im ersten Schritt wurden 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 Auslandstochter zu Systemhäusern.

## 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 rund 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 4,1 Prozent). Die mit dem Umstellungsprozess verbundenen Anlaufverluste hat MuM in den letzten Jahren durch die Verrechnung mit den Erträgen aus dem Verkauf des europäischen Distributionsgeschäfts aufgefangen, letztmalig wurde das Segmentergebnis im Geschäftsjahr 2014 mit 3 Mio. Euro gestützt.

## Drei eigene Softwareprodukte

Die zweite Säule stellen die Entwicklung und der Vertrieb eigener Software dar. Diese besteht im Kern aus drei Produktreihen, wobei der Löwenanteil der Segmentumsätze auf das Hauptprodukt, die CAM-Software der hundertprozentigen Tochter Open Mind Technologies AG entfällt. Diese hat im letzten Jahr mit 34,6 Mio. Euro 83,5 Prozent der Segmentumsätze erzielt, der Rest verteilt sich auf die Lösung zur Planung von Grünanlagen DATAflor (5,4 Mio. Euro) und die Elektrotechnik-Planungssoftware ECSCAD (1,5 Mio. Euro).

## ECSCAD zurückerworben

Das letztgenannte Produkt gehört erst seit Anfang 2014 wieder zum MuM-Portfolio. Die Software, die ursprünglich von MuM auf Autodesk-Basis entwickelt und 2008 an die Amerikaner verkauft wurde, eignet sich insbesondere zur Planung und Verwaltung von sehr großen Elektroprojekten, wie sie unter anderem bei Eisenbahnen, Anlagenbauern 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 und Weiterentwicklung der Software und die Übernahme der Betreuung der mehr als 1.000 ECSCAD-Kunden angeboten.

## DATAflor in der Nische führend

Ebenfalls auf Autodesk-Basis ist die DATAflor-Software, 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.

## Highend-CAM-Lösung

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments MuM-Software nimmt wie ausgeführt die hundertprozentige Tochter Open Mind ein. Das

Unternehmen ist auf hochwertige Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr 34,6 Mio. Euro umgesetzt. Das Produkt, das zwischen 10.000 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. 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 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 13 Mio. Euro in Übersee erwirtschaftet.

### **Breiter Branchenfokus**

Während auf der Einkaufsseite die eigene Größe dafür sorgt, dass MuM als europäischer Partner für Autodesks 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 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

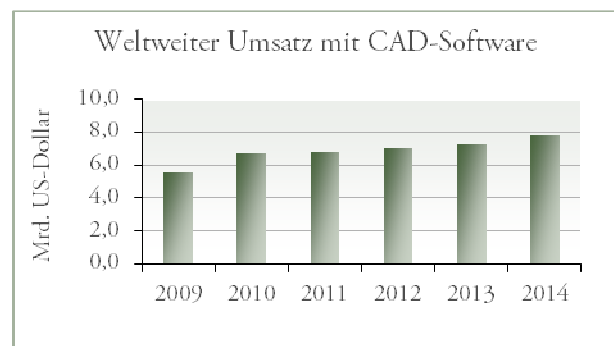
## CAD-Welt mit hoher Dynamik

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. Glo-

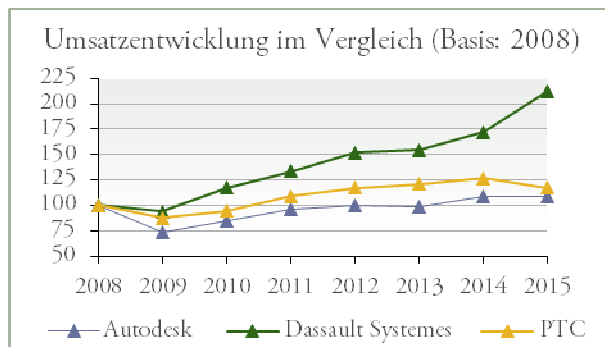
bal wird der Markt von Jon Peddie Research (JPR) (in der engeren CAD-Abgrenzung) auf 7,8 Mrd. US-Dollar geschätzt. Seit der globalen Rezession im Jahr 2009 hat sich das Wachstum demnach auf durchschnittlich 7 Prozent p.a. belaufen, bis 2017 rechnen die Analysten von JPR mit einer weiteren Expansion um 4 Prozent p.a.



Quelle: Jon Peddie Research

## Hohe Wettbewerbsintensität

Nach Einschätzung von JPR wird der – eng abgegrenzte – Markt nach wie vor von Autodesk angeführt, gemessen an der Installationsbasis wird der Marktanteil des CAD-Pioniers auf rund 29 Prozent geschätzt. Dahinter folgen Dassault Systemes (22 Prozent), Siemens PLM Software (11 Prozent), PTC (9 Prozent) und Bentley Systems (6 Prozent). Besonders stark ist Autodesk im mittelpreisigen Segment, während das Premiumsegment, das sich vor allem durch umfassende PLM-Funktionalitäten definiert, von SolidWorks 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.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

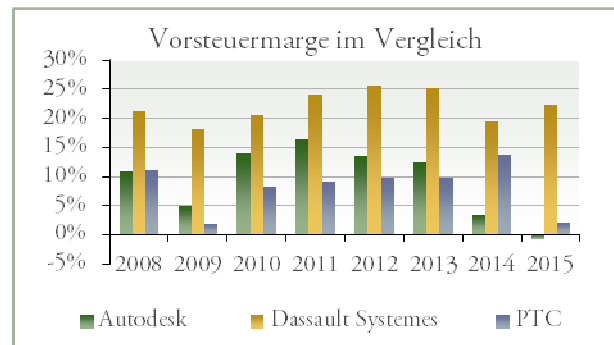
### Autodesk fällt zurück

Gemessen am Umsatz hat Autodesk inzwischen die Marktführerschaft an Dassault Systems verloren, mit zuletzt steigendem Abstand. Dazu beigetragen hat auch der seit rund drei Jahren forcierte Umbau des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware, was in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzeinnahmen verbunden ist. In Summe sind die Autodesk-Erlöse im letzten Geschäftsjahr minimal (-0,3 Prozent) auf 2,5 Mrd. US-Dollar gesunken, während der französische Weltmarktführer seinen Umsatz um fast ein Viertel auf 2,8 Mrd. Euro erhöht hat. Damit hat sich ein seit der Finanzkrise zu beobachtende Trend fortgesetzt. Während Autodesk seinen Umsatz seit 2008 um lediglich 8 Prozent erhöht hat, haben die Franzosen ihre Einnahmen mehr als verdoppelt. Die Franzosen haben dabei sowohl von ihrer starken Positionierung im 3D-Bereich sowie im PLM-Markt als auch von einem offensiven Akquisitionskurs profitiert. So hat die Übernahme der ehemaligen PLM-Sparte von IBM die Wachstumsraten der Jahre 2010 und 2011 befeuert, während 2013 und 2014 weitere Zukäufe im Wert von 213 resp. 952 Mio. Euro folgten. Die erstmalig ganzjährige Konsolidierung der Akquisitionen aus dem Vorjahr war maßgeblich für das hohe Umsatzwachstum in 2015 verantwortlich.

### Große Profitabilitätsunterschiede

Die schwache Umsatzentwicklung um letzten Jahr hat sich auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das erstmalig ins Minus gerutscht ist. Während auch PTC einen Umsatz- und Ergebnisrückgang hinnehmen musste, hat Dassault Systems nicht nur

den Abstand zu den Wettbewerbern, sondern auch seine Profitabilität weiter ausgebaut und die Vorsteuerermarge um drei Prozentpunkte auf 22,3 Prozent erhöht. 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 zwei Jahren um 4 Prozentpunkte auf mehr als 31 Prozent des Umsatzes geklettert.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

### Autodesk mit starker Marktstellung

Ungeachtet dieser relativen Wachstums- und vor allem Ertragsschwäche 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 Verfüg-

barkeit an Nutzern, die mit der Autodesk-Software umgehen können, aus Kundensicht ein wichtiges Argument pro Autodesk.

# Strategie

## Marktanteilssteigerung

Aufgrund der Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk stellt die Entwicklung des CAD-Pioniers für MuM eine zentrale Determinante dar. 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 der Bayern 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 insgesamt knapp 40 Prozent auf 118,9 Mio. Euro steigern, während die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) lediglich um 7,6 Prozent auf 934,6 Mio. US-Dollar zugelegt haben. Im letzten Jahr ist die Schere noch weiter auseinandergegangen, in dem MuM im Systemhaus um 17,2 Prozent gewachsen und Autodesk in Europa um 4,6 Prozent geschrumpft ist. Den eigenen Anteil am Autodesk-Geschäft beziffert MuM auf europaweit rund 8 Prozent und global auf etwa 3 bis 4 Prozent.

## 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 margenschwachen 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 inzwischen auf gut 20 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 als Alleinstellungsmerkmal

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern stellen die beiden Autodesk-basierten Softwareprodukte DATAflor und ECSCAD dar, mit denen Mensch und Maschine passgenaue Lösungen für eine bestimmte Branche bzw. für bestimmte Anforderungen (hochkomplexe Schaltpläne) im Angebot führt. Insbesondere mit ECSCAD verfügt MuM über ein Angebot, das gera-

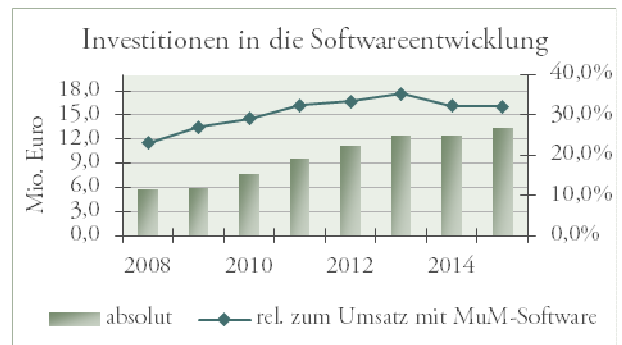
de im technologisch geprägten deutschen Mittelstand eine wichtige Türöffnerfunktion erfüllt.

### Diversifikation durch CAM-Geschäft

Den mit Abstand größten Stellenwert innerhalb des Segments MuM-Software nimmt die hundertprozentige Tochter Open Mind ein, die mit ihrer Software für computergestützte Fertigung (CAM) einen sehr attraktiven Markt adressiert und die Profitabilitätsperle des gesamten Konzerns darstellt. 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 Gesamtkonzerns.

### Technologieführerschaft im CAM-Geschäft

Diese hohe Profitabilität verdankt Open Mind 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 im Schnitt der letzten fünf Jahre bei 33 Prozent.



Quelle: MuM

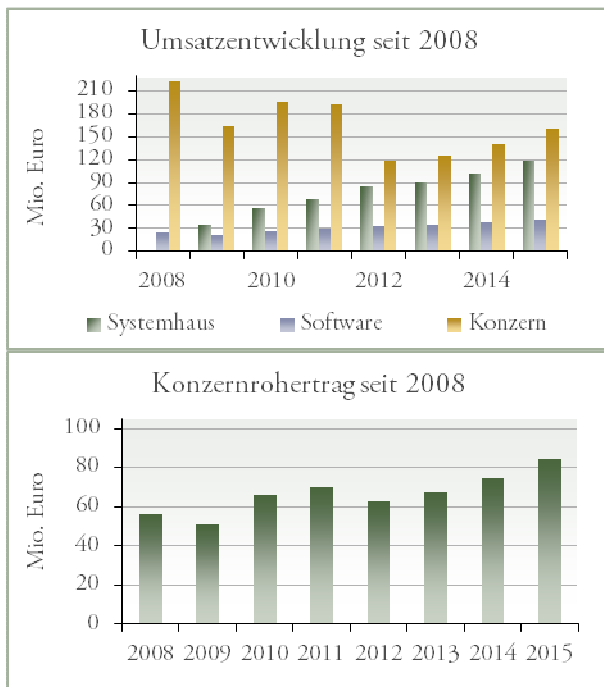
### CAM-Geschäft als Werttreiber

Welche Potenziale dem CAM-Sektor derzeit zuge-  
traut werden, verdeutlicht ein Anfang 2014 vollzo-  
gene 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 Niederlas-  
sungen unterhält. Für das Unternehmen, das 2012  
umgerechnet 56 Mio. Euro Umsatz erzielt und da-  
mit ein EBIT von ca. 5,9 Mio. Euro erwirtschaftet  
hatte, hat Autodesk rund 200 Mio. Euro bezahlt –  
das 34-fache des EBIT also. Rechnet man diese Rela-  
tion auf die umsatzmäßig in etwa nur halb so große,  
dafür aber deutlich profitablere Open Mind (EBIT-  
Marge des Softwaresegments lag 2015 bei 17,2 vs. 10  
Prozent bei Delcam; trotz einer um 5 Prozentpunkte  
höheren Investitionsquote in die Softwareentwick-  
lung) um, würde sich für diese hieraus ein Wert von  
mehr als 200 Mio. Euro ergeben.

# Zahlen

## Anhaltendes Wachstum

Der Wechsel des Geschäftsmodells von dem umsatzstarken Großhandelsvertrieb (Distribution) auf den Endkundenvertrieb (Systemhaus) zunächst in der DACH-Region und anschließend in Resteuropa bedingte 2009 und 2012 zwei deutliche Abwärtsverschiebungen des Konzernumsatzes, von denen die erste im Jahr 2009 zusätzlich durch die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise verstärkt wurde. Doch in den beiden aktuellen Segmenten konnte MuM seit 2009 ein kontinuierliches Wachstum verzeichnen, mit dem sich die Softwareerlöse in Summe von 21,8 auf 41,4 Mio. Euro und die Umsätze der Systemhauspartie (teils akquisitionsbedingt) von 35,3 auf zuletzt 118,9 Mio. Euro erhöhten.



Quelle: Unternehmen

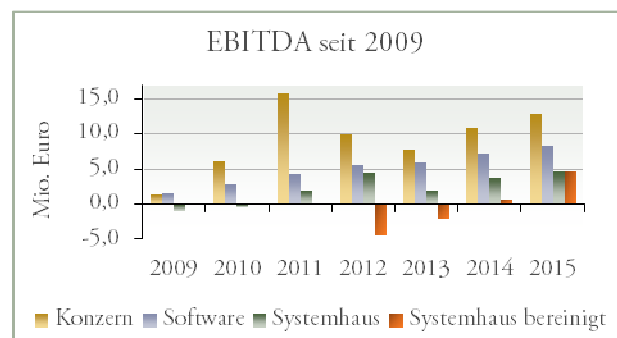
## Rohertrag auf Rekordniveau

Der Vorteil des neuen Geschäftsmodells, die größere Wertschöpfungstiefe, ist auf der Ebene des Rohertrags bemerkbar, der auf Konzernebene bereits vor zwei Jahren den Rekordwert aus dem Jahr 2011

(70,0 Mio. Euro) – trotz des noch deutlich niedrigeren Umsatzes – übertroffen hat. Im letzten Jahr ist der Rohertrag weiter um 13,2 Prozent auf 84,5 Mio. Euro gestiegen, gleichbedeutend mit einer Rohertragsmarge von 52,7 Prozent. Vor dem Geschäftsmodellwechsel waren hingegen Werte unterhalb von 30 Prozent üblich.

## Steigende Profitabilität

Die EBITDA-Entwicklung war in den letzten Jahren ebenfalls sehr dynamisch, wobei dies erst auf den zweiten Blick erkennbar ist. Während des operative Ergebnis des Software-Segments Jahr für Jahr stärker als der Segmentumsatz gesteigert werden konnte, ist die Gewinnsituation im Systemhaus aufgrund von umfangreichen Sondereffekten 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 +4,6 Mio. Euro im letzten Geschäftsjahr.



Quelle: Unternehmen

## Abschreibungen belasten

Eine weitere, noch spürbare, Konsequenz des Geschäftsmodellwechsels sind 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 in den letzten Jahren mit rund 2,0 Mio. Euro p.a belastet haben. Deswegen hat es bis zum letzten Jahr gedauert, bis das operative (also ohne Berücksichtigung der Kaufpreisbestandteile) Segment-EBIT in die schwarzen Zahlen zurückgekehrt ist. Die Software-Sparte hat hingegen ihr EBIT im Gleichschritt mit dem EBITDA stetig verbessert und 2015 eine Marge vor Steuern und Zinsen von 17,2 Prozent erzielt. Das Konzern-EBIT, das noch weitgehend im Software-Segment erwirtschaftet wird, verbesserte sich im letzten Jahr trotz des weggefallenen Ergebnisbeitrags aus dem Verkauf der Distribution um ein Viertel auf 8,5 Mio. Euro, womit der beste Wert seit 2008 erreicht wurde.

Geschäftszahlen	GJ 2014	GJ 2015	Änderung
Umsatz	140,02	160,34	14,5%
Systemhaus	101,52	118,94	17,2%
Software	38,50	41,44	7,6%
EBITDA	10,87	12,81	17,8%
Systemhaus	3,66	4,60	25,5%
Software	7,21	8,22	13,9%
EBITDA-Marge	7,8%	8,0%	
EBIT	6,76	8,47	25,3%
Systemhaus	0,41	1,33	224,6%
Software	6,35	7,14	12,4%
EBIT-Marge	4,8%	5,3%	
Vorsteuerergebnis	5,57	7,53	35,1%
Vorsteuermarge	4,0%	4,7%	
Jahresüberschuss	3,72	3,87	4,0%
Netto-Marge	2,7%	2,4%	

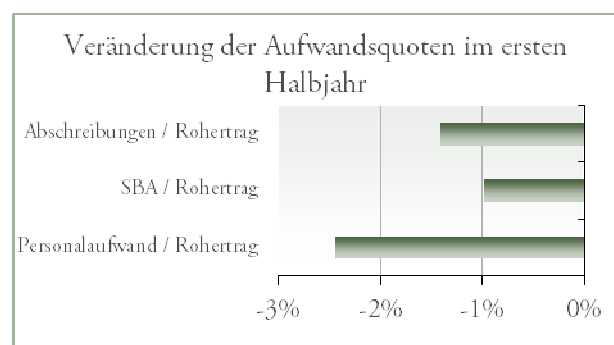
## Stabiles Nettoergebnis

Da zudem das negative Finanzergebnis um 20 Prozent auf 0,9 Mio. Euro reduziert werden konnte, ist

der Zuwachs des Vorsteuerergebnisses mit 35 Prozent auf 7,5 Mio. Euro sogar noch stärker ausgefallen. Allerdings konnte dies wegen eines nachteiligen Steuereffekts nicht in eine entsprechende Verbesserung des Jahresüberschusses umgemünzt werden. Durch die fehlende steuerliche Ansetzbarkeit der Aufwendungen aus Kaufpreisallokation (PPA) – ein Effekt, der in den Vorjahren durch latente Steuern aufgewogen wurde und der im laufenden Jahr durch den Wegfall eines großen Teils der PPA entfallen wird – erhöhte sich die rechnerische Steuerquote auf über 40 Prozent, so dass das Nachsteuerergebnis mit 3,9 Mio. Euro nur um 4 Prozent verbessert werden konnte.

## Ergebnissprung im ersten Halbjahr

Die noch 2015 fehlende Dynamik auf der Ebene des Nettoergebnisses hat MuM im ersten Halbjahr 2016 aufgeholt und den Halbjahresüberschuss deutlich überproportional, um 73,9 Prozent, gesteigert. Neben dem Umsatzwachstum um 7,9 Prozent haben dazu rückläufige Aufwandsquoten beigetragen. So haben der Personalaufwand lediglich um 6,1 Prozent und der sonstige betriebliche Aufwand um 5,4 Prozent zugelegt, die Abschreibungen haben sich durch den Wegfall der PPA sogar um 21,4 Prozent im Vorjahresvergleich reduziert. Schließlich hat das Ergebnis auch von der zu erwartenden Normalisierung der Steuerquote (von 43,3 auf 35 Prozent) profitiert.



Quelle: Unternehmen

## Sehr starkes Softwaregeschäft

Wachstums- und Gewinntrieber des ersten Halbjahrs war eindeutig das Softwaregeschäft, das vor allem dank der ungebrochenen Dynamik der Tochter

Open Mind den Umsatz um 12,1 Prozent und das EBITDA sogar um ein Drittel auf 5,7 Mio. Euro gesteigert hat. Damit hat das Segment nicht nur über 68 Prozent des Konzern-EBITDA erwirtschaftet, sondern auch seine operative Marge sprunghaft, um vier Prozentpunkte, erhöht. Mit 24,7 Prozent liegt das Softwaresegment, für das MuM eigentlich eine stetige Margenverbesserung um einen Prozentpunkt p.a. in Aussicht gestellt hatte, bereits im mittelfristigen Zielkorridor.

Geschäftszahlen	HJ 2015	HJ 2016	Änderung
Umsatz	81,42	87,83	+7,9%
<i>Systemhaus</i>	60,82	64,72	+6,4%
<i>Software</i>	20,61	23,11	+12,1%
EBITDA	6,42	8,33	+29,8%
<i>Systemhaus</i>	2,14	2,64	+23,0%
<i>Software</i>	4,28	5,70	+33,2%
EBITDA-Marge	7,9%	9,5%	
EBIT	4,34	6,70	+54,4%
<i>Systemhaus</i>	0,51	1,61	+216,1%
<i>Software</i>	3,83	5,09	+32,9%
EBIT-Marge	5,3%	7,6%	
Vorsteuerergebnis	4,03	5,91	+46,8%
Vorsteuer <span>­</span> marge	4,9%	6,7%	
Jahresüberschuss	2,06	3,58	+73,9%
Netto-Marge	2,5%	4,1%	

### Starke Schwankungen im Systemhaus

Seine Marge verbessert, allerdings im kleineren Umfang, hat auch das Systemhaus-Segment, dessen EBITDA im ersten Halbjahr bei einem Umsatzwachstum von 6,4 Prozent um 23,0 Prozent auf 2,6 Mio. Euro gestiegen ist. Da zudem erwartungsgemäß die Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation der Übernahmen aus dem Frühjahr 2009 ausgelaufen sind, hat sich das Segment-EBIT auf 1,6 Mio. Euro mehr als verdreifacht. Hinter diesen Zahlen verstecken sich allerdings zwei sehr unterschiedliche Quartale, was wiederum durch die Umstellungen des Preismodells bei Autodesk verursacht wurde. Diese führte im Januar zu einem sehr hohen Wachstum der Handelsumsätze mit Autodesk-Lizenzen, dem in

den Folgemonaten (und somit auch im zweiten Quartal) eine Umsatzzelle in diesem Geschäft folgte. Dieses Muster wird sich aufgrund der per Ende Juli vollzogenen Umstellung der Komplettsuiten auf das Abonnementmodell auch im zweiten Halbjahr wiederholen (ein sehr starker Juli und entsprechend schwächere Folgemonate). Die Partizipation an diesem Schlussverkauf ist zwar zunächst wenig margenträchtig und dürfte sich durch die vorübergehende vertriebliche „Vernachlässigung“ der lukrativeren Dienstleistungsverträge zugunsten der reinen Lizenzverkäufe auf die Profitabilität negativ ausgewirkt haben, aber MuM betont den strategischen Wert der verstärkten Kundengewinnung, woraus zukünftig weiteres Geschäftspotenzial erschlossen werden könnte. Die intensiven Vertriebsaktivitäten, die erst im Juli erlöswirksam geworden sind, haben deswegen im zweiten Quartal das Segmentergebnis belastet. Bei separater Betrachtung hat das Systemhaus den Umsatz im ersten Quartal um fast 20 Prozent und das EBITDA um fast 70 Prozent gesteigert, während im zweiten Quartal ein um 8,8 Prozent geringerer Umsatz und ein deutlich rückläufiges EBITDA angefallen sind.

### Cashflow auf hohem Niveau

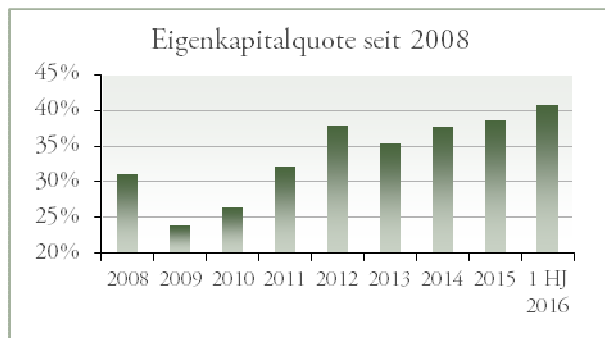
Das starke Ergebniswachstum hat sich erneut in einem hohen positiven operativen Cashflow niederschlagen, der mit 7,4 Mio. Euro allerdings unter dem Vorjahreswert geblieben ist. Zum größten Teil lag dies an der letzten Rate des Verkaufspreises des Distributionsgeschäfts, die zwar 2014 ertragswirksam geworden, aber erst 2015 zugeflossen ist, und die sich auf 3 Mio. Euro belaufen hat. Darüber hinaus hat MuM im Vorjahresvergleich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen deutlich reduziert. Da aber auch die Auszahlungen für Investitionen im Vorjahresvergleich auf 1,6 Mio. Euro halbiert wurden, hat sich der Free-Cashflow, bereinigt um die 3 Mio. Euro aus dem Distributionsverkauf, um 0,8 Mio. Euro auf 5,8 Mio. Euro verbessert.

### Tilgungen und Dividende

Die erwirtschafteten Mittel hat MuM für eine erhöhte Nettotilgung von fast 5 Mio. Euro eingesetzt, darüber hinaus wurden 2,5 Mio. Euro in Form von



Bardividenden ausgeschüttet und weitere 0,7 Mio. Euro für den Rückkauf eigener Aktien eingesetzt. Insgesamt belief sich der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit auf -8,7 Mio. Euro, so dass sich die Liquidität gegenüber dem Jahreswechsel von 10,6 auf 6,7 Mio. Euro reduziert hat.



Quelle: Unternehmen

### Eigenkapitalquote deutlich gestiegen

Ein Effekt der Tilgungen und der rückläufigen Verbindlichkeiten ist eine trotz des Wachstums reduzierte Bilanzsumme von 98,4 Mio. Euro (Jahreswechsel: 102,5 Mio. Euro, Vorjahr: 108,1 Mio. Euro). In Verbindung mit dem erwirtschafteten Gewinn und dem dadurch trotz der Dividendenzahlung leicht erhöhten Eigenkapital hat dies eine Verbesserung der Eigenkapitalquote von 38,6 Prozent zum Jahresanfang auf nun 40,7 Prozent ermöglicht. Gegenüber dem 30. Juni 2015 hat sich die Eigenkapitalquote somit um fast 5 Prozentpunkte verbessert.

## Equity-Story

### Starke Marktstellung

MuM ist seit mehr als drei Jahrzehnten im Markt für CAD-Software tätig und ist das größte europäische Systemhaus für die Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk. 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. Auch in dem zweiten Segment, der Entwicklung und dem Vertrieb einer technologisch führenden CAM-Software, zählt MuM zu den weltweit führenden Anbietern.

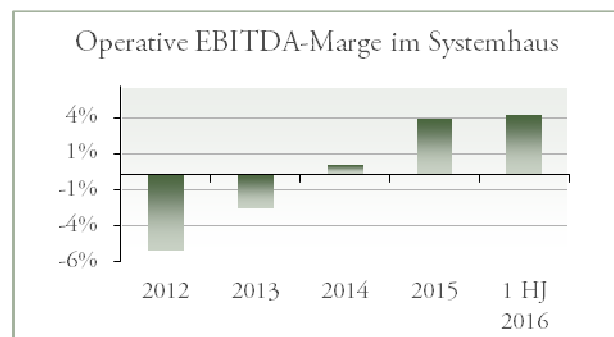
### Ausgeprägte Kontinuität

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 43,3 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.

### Planmäßiger Wechsel des Geschäftsmodells

Die einzige große Änderung, die MuM in den letzten Jahren vorgenommen hat, war der 2009 eingeleitete Wechsel der Vertriebsstufe von der Großhandelsdistribution 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, die sich erfreulicherweise auch im ersten Halbjahr 2016 fortgesetzt hat.



Quelle: Unternehmen

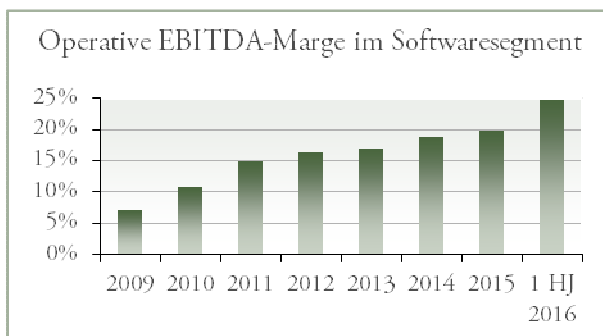
### Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

Vor allem die zu erwartende sukzessive Verbesserung der Profitabilität im Systemhaus sorgt für eine erhebliche Gewinnphantasie bei MuM. So lag im ersten Halbjahr die EBITDA-Marge des Segments bei 4,1 Prozent, während das MuM-Management langfristig rund 10 Prozent für erreichbar hält – und gerade mit diesem Ertragspotenzial den Umstieg zum Systemhausgeschäft begründet hatte. Dass diese Fortschritte erzielbar sind, haben nicht zuletzt die letzten drei Geschäftsjahre gezeigt, in denen die operative Marge (ohne verbuchte Erträge aus dem Distributionsverkauf) der Sparte von -5,3 auf 3,9 Prozent verbessert werden konnte. Auch im ersten Halbjahr setzte sich der Trend trotz der Störeffekte durch die erhöhte Volatilität im Autodesk-Geschäft fort. Als wichtige Treiber für diese stetigen Verbesserungen nennt Mensch und Maschine auf der operativen Ebene vor allem wachstumsbedingte Größendegressionseffekte sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des neuen Segments. Im laufenden sowie im

nächsten Jahr wird das Systemhausergebnis zudem vom Wegfall der Abschreibungen auf Kaufpreisbestandteile profitieren, die das Segment-EBIT im letzten Jahr noch mit rund 2 Mio. Euro belastet haben.

### Hochprofitables Softwaregeschäft

Dass auch das bereits hochprofitable Softwaregeschäft noch weiteren Spielraum für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen bietet, hat gerade das erste Halbjahr gezeigt, in dem die EBITDA-Marge des Segments um vier Prozentpunkte auf 24,7 Prozent geklettert ist. Damit bewegt sich die Profitabilität bereits in der Nähe des von MuM eigentlich erst mittelfristig angestrebten Zielkorridors von über 25 Prozent. Wir sehen weiteres Potenzial für wachstumsbedingte Degressionseffekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand. Da Open Mind seine Software in den letzten Jahren runderneuert hat und derzeit nur noch ein weiteres größeres Entwicklungsprojekt verfolgt, das in etwa zwei Jahren abgeschlossen werden dürfte, sollten die Entwicklungsaufwendungen allenfalls nur noch deutlich unterproportional wachsen. Welche Wirkung dies auf das Ergebnis hat, wurde im ersten Halbjahr deutlich, in dem der Anteil der Entwicklungsaufwendungen an den Segmenterlösen um zwei Prozentpunkte zurückgegangen ist.



Quelle: Unternehmen

### Sehr hohe stille Reserven

Die anhaltende Wachstumsdynamik von Open Mind, in Verbindung mit der starken Marktstellung und der hohen Profitabilität, lassen die Vermutung plausibel erscheinen, dass die Multiples, die bei anderen Übernahmen im Sektor bezahlt werden, auch

für eine separate Bewertung der MuM-Tochter angemessen wären. Auf Basis dieser Annahme rechtfertigt allein der – hypothetische – Verkaufswert der CAM-Tochter einen Großteil der aktuellen Marktkapitalisierung von Mensch und Maschine.

### Gewinnverdopplung steht an

Nachdem bereits 2015 ein sehr deutliches Wachstum fast aller Ergebniskennzahlen gebracht hat (lediglich das Nettoergebnis wurde durch die erhöhte Steuerquote belastet), dürfte die Ergebnisdynamik im laufenden Jahr sogar noch weiter zunehmen. Zum einen aufgrund der fortgesetzten operativen Fortschritte, die erstmalig unverfälscht zum Vorschein treten dürften und bereits im ersten Halbjahr sehr deutlich ausgefallen sind, und zum anderen aufgrund der im Jahresverlauf größtenteils auslaufenden Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation aus den Übernahmen des Jahres 2009, wodurch das EBIT schlagartig um 1,3 Mio. Euro entlastet wird. Da sich damit auch die Steuerquote wieder normalisieren sollte, dürfte 2016 auch und gerade das Nettoergebnis einen kräftigen Sprung vollziehen, wir rechnen mit einer Verdopplung des Ergebnisses je Aktie auf 0,47 Euro. Auch für die Folgejahre ist mit einer weiterhin dynamischen Gewinnentwicklung zu rechnen, MuM selbst strebt ab 2017 eine Zunahme des Ergebnisses pro Aktie um 13 bis 20 Cent p.a.

### Attraktive Ausschüttungspolitik

Nachdem die MuM-Aktie seit dem Jahreswechsel die von uns zuvor konstatierte Unterbewertung in einem Rekordtempo abgebaut hat, ist das Kurspotenzial aktuell begrenzt. Weitere Kurssteigerungen dürften sich demnach an der Dynamik des Gewinnwachstums orientieren. Allerdings bietet die Aktie gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine attraktive Dividendenrendite und eine vergleichsweise verlässliche Aussicht auf im Zeitablauf weiter steigende Ausschüttungen. So entspricht die für dieses Jahr angestrebte Dividende von 35 Cent je Aktie (am oberen Ende der Prognose, was wir für realistisch halten) aktuell einer Dividendenrendite von 2,5 Prozent. Eine Dividendenerhöhung um 10 Cent p.a. unterstellt (wie von MuM geplant) würde sich die Rendite für 2017 und 2018 auf 3,4 resp. 3,8 Prozent erhöhen.

## DCF-Bewertung

### Ergebnisdynamik hält an

Im Rahmen der Halbjahresberichterstattung hat das MuM-Management seine Prognose bekräftigt. Demnach strebt das Unternehmen für das laufende Jahr einen Umsatz von mehr als 170 Mio. Euro und einen Rohertrag von über 90 Mio. Euro an. Das EBITDA soll sich auf rund 16 Mio. Euro belaufen und für den Jahresüberschuss erwartet das Unternehmen einen Anstieg auf knapp 8 Mio. Euro. Allerdings hat MuM bezüglich des Nettoergebnisses auf die erhöhte Unsicherheit im Bezug auf Währungseinflüsse sowie die Steuerquote hingewiesen. Bestätigt hat MuM auch seine Mittelfristprognose, die für die nächsten Jahre ein durchschnittliches Rohertragswachstum von rund 10 Prozent p.a. sowie ein EBITDA-Wachstum von 3 bis 4 Mio. Euro p.a. unterstellt. Auf dieser Basis sollen das Ergebnis je Aktie mit 13 bis 20 Cent p.a. und die Dividende mit rund 10 Cent p.a. zulegen.

### Software-Segment stärker als erwartet

Sowohl die Halbjahreszahlen als auch die Prognose liegen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Ergebnisseitig hat sich MuM etwas besser entwickelt als von uns unterstellt, was an der sehr starken Performance des Softwaresegments liegt. Dessen Umsatzanteil und vor allem die bereits erreichte Marge liegen oberhalb der von uns zu diesem Zeitpunkt angenommenen Werte. Auch wenn es sich hierbei um eine Momentaufnahme handelt und die Marge im Gesamtjahr wieder etwas moderater ausfallen könnte, ist der Trend auf jeden Fall stärker als von uns antizipiert. Da zudem aktuell kein Grund ersichtlich ist, warum die Entwicklung sich nicht fortsetzen sollte, haben wir unsere Schätzungen nachjustiert. Dabei haben wir den Umsatzmix in Richtung des Softwaregeschäfts verschoben und die unterstellte Margenverbesserung in dem Segment beschleunigt. Da zudem im Systemhaus durch die Umstellungsphase bei Autodesk für das zweite Halbjahr und für 2017 mit einem verhaltenen Handelsgeschäft zu rechnen ist, haben wir hierfür die Umsatzreihe leicht abge-

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	170,0	180,2	198,2	217,1	237,7	260,2	285,0	312,0
Umsatzwachstum		6,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT-Marge	8,3%	10,2%	10,3%	11,5%	12,2%	12,5%	12,8%	12,9%
<b>EBIT</b>	<b>14,1</b>	<b>18,4</b>	<b>20,4</b>	<b>25,0</b>	<b>28,9</b>	<b>32,5</b>	<b>36,4</b>	<b>40,2</b>
Steuersatz	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,9	5,5	6,1	7,5	8,7	9,7	10,9	12,0
<b>NOPAT</b>	<b>9,2</b>	<b>12,9</b>	<b>14,2</b>	<b>17,5</b>	<b>20,2</b>	<b>22,7</b>	<b>25,5</b>	<b>28,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	3,1	3,3	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4
+ 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>12,0</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>	<b>20,6</b>	<b>23,4</b>	<b>26,0</b>	<b>28,8</b>	<b>31,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0
- Investitionen AV	-3,2	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>8,9</b>	<b>13,0</b>	<b>14,3</b>	<b>17,1</b>	<b>19,6</b>	<b>21,9</b>	<b>24,4</b>	<b>26,7</b>

senkt, dafür aber die Rohmarge erhöht. In Summe haben wir für das laufende Jahr die Umsatzerwartung etwas reduziert, aber die EBITDA-Schätzung geringfügig auf 16,9 Mio. Euro angehoben. Diese Anpassungen wirken sich auch in den Folgejahren aus, bei einer leicht abgesenkten Umsatzreihe haben wir die Annahmen bezüglich der Profitabilität angehoben und unsere Ziel-EBITDA-Marge von 13,6 auf 14,0 Prozent erhöht.

### Detailprognosezeitraum

Als weitere Änderung haben wir den Entwicklungspfad der Investitionen etwas flacher gestaltet und damit auf die Aussage des Unternehmens reagiert, dass in den nächsten Jahren keine größeren Investitionsvorhaben anstünden. Eine Zusammenfassung des aus diesen Annahmen resultierenden Schätzmodells findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind dem Anhang zu entnehmen. In Konsequenz unserer geänderten Annahmen zur Profitabilität haben wir auch den für den Zeitraum ab 2024 vorgenommenen Sicherheitsabschlag (auf die Marge) auf 30 Prozent abgesenkt, sodass wir nun zur Ermittlung des Terminal Value mit einer EBIT-Marge von 9,0 Prozent rechnen. Das unterstellte ewige Cashflow-Wachstum beläuft sich auf 1,0 Prozent.

### Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen 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 einer unterstellten Ziel-FK-Quote von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,7 Prozent.

### Kursziel: 14,90 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,7 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 248,5 Mio. Euro bzw. 14,90 je Aktie. Nach unserer Einschätzung ist die MuM-Aktie damit aktuell in etwa fair bewertet.

### Mittleres Prognoserisiko

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 erwiesenen 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 für angemessen (3 Punkte).

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 11,78 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,7 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 20,56 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,7%	20,56	19,06	17,82	16,78	15,89
7,2%	18,44	17,24	16,24	15,38	14,65
7,7%	16,69	15,72	14,90	14,19	13,57
8,2%	15,22	14,42	13,74	13,14	12,62
8,7%	13,97	13,31	12,73	12,23	11,78

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat im letzten Geschäftsjahr wie auch in den erstens sechs Monaten 2016 eine sehr überzeugende Entwicklung genommen und mit zunehmender Deutlichkeit gezeigt, dass der 2009 eingeleitete Wechsel des Geschäftsmodells richtig gewesen ist und dem Unternehmen ein ungleich höheres Margenpotenzial erschlossen hat. Dieses Potenzial innerhalb des Systemhaus-Segments nun zu realisieren, bleibt trotz der bereits erzielten Fortschritte die größte Herausforderung für die kommenden Quartale und Jahre. Anders als im Software-Segment, das bereits im ersten Halbjahr das eigentlich erst mittelfristig angestrebte Margenniveau erreicht hat, ist Mensch und Maschine im Systemhaus noch weit von der Ziel-EBITDA-Marge von 10 Prozent entfernt.

Allerdings haben die letzten Quartale gezeigt, dass der Weg funktioniert, was auch das Vertrauen des Kapitalmarktes nachhaltig gestärkt hat. Nachdem die Aktie zuvor lange unter ihrem fairen Wert gehandelt wurde, hat sie in diesem Jahr ihre Unterbewertung endlich abgebaut. Weiteres Kurspotenzial sehen wir deswegen nur noch im Gleichschritt mit der Gewinnentwicklung, auf dem aktuellen Niveau stellt die MuM-Aktie eine risikoarme Halteposition mit einer attraktiven Dividendenrendite dar. Dementsprechend belassen wir unser Rating auf „Hold“, das aus unserem DCF-Modell resultierende Kursziel liegt nun bei 14,90 Euro.

## Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	62,4	62,7	62,6	62,5	62,6	62,8	63,1	63,5	63,9
1. Immat. VG	42,7	42,0	41,2	40,5	39,9	39,5	39,0	38,6	38,3
2. Sachanlagen	13,2	14,2	14,9	15,6	16,2	16,9	17,7	18,4	19,2
II. UV Summe	40,2	39,4	42,8	47,1	52,9	59,7	69,7	79,5	87,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	39,6	45,1	51,1	56,3	63,9	73,2	82,9	92,8	101,0
II. Rückstellungen	7,9	8,4	8,9	9,4	9,9	10,4	11,0	11,5	12,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	36,2	28,6	24,0	20,8	16,9	12,4	10,3	7,9	5,2
2. Kurzfristiges FK	18,8	20,0	21,4	23,1	24,8	26,6	28,6	30,8	33,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>102,5</b>	<b>102,1</b>	<b>105,3</b>	<b>109,6</b>	<b>115,5</b>	<b>122,5</b>	<b>132,8</b>	<b>143,0</b>	<b>151,4</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	160,4	170,0	180,2	198,2	217,1	237,7	260,2	285,0	312,0
Rohhertrag	84,5	93,6	104,6	113,1	124,3	136,6	150,1	165,0	180,7
EBITDA	12,8	16,9	21,5	23,6	28,1	32,1	35,7	39,8	43,6
EBIT	8,5	14,1	18,4	20,4	25,0	28,9	32,5	36,4	40,2
EBT	7,5	12,9	17,5	19,5	24,3	28,4	32,3	36,5	40,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,3	8,4	12,2	13,7	17,0	19,9	22,6	25,5	28,3
JÜ	3,9	7,9	11,7	13,1	16,3	19,1	21,7	24,5	27,2
EPS	0,24	0,47	0,70	0,79	0,98	1,14	1,30	1,47	1,63

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	14,7	11,3	15,4	16,9	19,9	22,7	25,3	28,1	30,7
CF aus Investition	-5,0	-3,2	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8
CF Finanzierung	-6,6	-11,0	-11,2	-11,8	-13,5	-15,5	-15,0	-18,1	-22,8
Liquidität Jahresanfa.	6,5	9,6	6,7	7,8	9,7	12,7	16,6	23,3	29,6
Liquidität Jahresende	9,6	6,7	7,8	9,7	12,7	16,6	23,3	29,6	33,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	14,5%	6,0%	6,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Rohermargemarge	52,7%	55,1%	58,1%	57,1%	57,3%	57,5%	57,7%	57,9%	57,9%
EBITDA-Marge	8,0%	10,0%	12,0%	11,9%	12,9%	13,5%	13,7%	14,0%	14,0%
EBIT-Marge	5,3%	8,3%	10,2%	10,3%	11,5%	12,2%	12,5%	12,8%	12,9%
EBT-Marge	4,7%	7,6%	9,7%	9,9%	11,2%	12,0%	12,4%	12,8%	13,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,4%	4,6%	6,5%	6,6%	7,5%	8,0%	8,3%	8,6%	8,7%



# 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

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

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

## Disclaimer

### Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

#### I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 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: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
28.04.2016	Hold	12,90 Euro	1), 3), 4)
19.02.2016	Buy	10,50 Euro	1), 3),
03.11.2015	Buy	9,50 Euro	1), 3),
12.08.2015	Buy	8,90 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.