

17. August 2017
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine Software SE

Neue Rekorde im Jubiläumsjahr

Urteil: **Hold** (zuvor: Buy) | Kurs: **18,995 Euro** | Kursziel: **19,80 Euro**

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

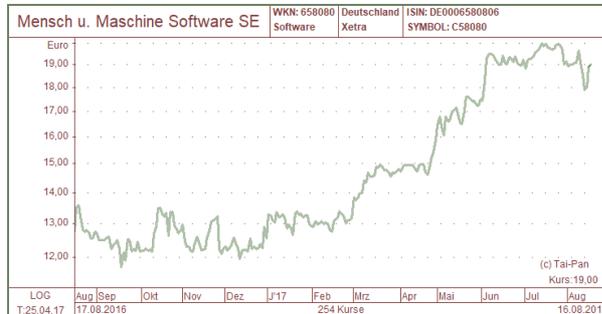
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

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

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	786
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Kurs:	18,995 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	16,68 Mio. Stück
Market Cap:	316,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	347,0 Mio. Euro
Free-Float:	44,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	20,195 / 11,685 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	147,5 Tsd. Euro

Kurzportrait

Mensch und Maschine hat seine Erfolgsstory auch im ersten Halbjahr 2017 fortgeschrieben. Obwohl das Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen infolge des Wechsels des Preismodells bei Autodesk wie angekündigt rückläufig gewesen ist, konnte dies durch Zuwächse in anderen Bereichen mehr als kompensiert werden. Bemerkenswerterweise trug dazu nicht nur das ohnehin sehr dynamische Softwaregeschäft bei, in dem bei einem erneut hohen Umsatzwachstum erstmals auf Halbjahresbasis eine EBITDA-Marge von mehr als 25 Prozent ausgewiesen werden konnte, sondern auch das Systemhaus-Segment selbst, dessen Umsätze mit Dienstleistungen und mit eigenen Lösungen sich sehr positiv entwickelt und die Schwäche des Handelsgeschäfts fast vollständig kompensiert haben. Auf dieser Basis hat MuM in dem eigentlich als schwächer erwarteten ersten Halbjahr neue Rekorde beim Rohertrag und beim Ergebnis vermeldet. Die eigenen Prognosen bezeichnet MuM als komfortabel erreichbar, während wir nun ein Übertreffen der Jahresziele modelliert haben. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert bei 19,80 Euro je Aktie. Vor dem Hintergrund des steilen Kursanstiegs ändern wir unser Rating aber auf „Hold“.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	140,0	160,4	167,1	168,7	187,3	205,1
EBIT (Mio. Euro)	6,8	8,5	12,5	17,1	20,7	24,9
Jahresüberschuss	3,7	3,9	6,6	9,9	12,5	15,4
EpS	0,24	0,24	0,39	0,59	0,75	0,92
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,35	0,50	0,60	0,70
Umsatzwachstum	11,3%	14,5%	4,2%	1,0%	11,0%	9,5%
Gewinnwachstum	42,1%	4,0%	70,4%	50,1%	26,5%	22,7%
KUV	2,26	1,98	1,90	1,88	1,69	1,55
KGV	85,2	82,0	48,1	32,0	25,3	20,6
KCF	50,40	21,51	21,64	21,49	19,42	16,60
EV / EBIT	51,3	40,9	27,8	20,2	16,7	13,9
Dividendenrendite	1,1%	1,3%	1,8%	2,6%	3,2%	3,7%

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 Viertel 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 2017 wurde in dem Segment erstmals auf Halbjahresbasis die Marke einer EBITDA-Marge von 25 Prozent überschritten.
- **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.
- **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 4,8 Prozent noch deutlich darunter. Eine erfolgreiche weitere Annäherung an den Zielwert eröffnet insofern ein großes Potenzial für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen.
- **Erstes Halbjahr besser als erwartet:** Der Aufwärtstrend konnte auch im ersten Halbjahr fortgesetzt werden, obwohl das Handelsgeschäft von der Umstellung des Lizenzmodells bei Autodesk (von Einmüllizenzen auf Mietlizenzen) belastet wurde. Den erwarteten – und vorübergehenden – Rückgang des Handelsgeschäfts konnte MuM aber dank der starken Dynamik in anderen Bereichen mehr als ausgleichen und sowohl beim Rohertrag als auch beim Ergebnis neue Rekordwerte vermelden.
- **Schätzungen angehoben:** Vor diesem Hintergrund hat MuM seine Prognose für 2017 als komfortabel 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 veranderalbfachen, 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 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.
- 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, 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 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.

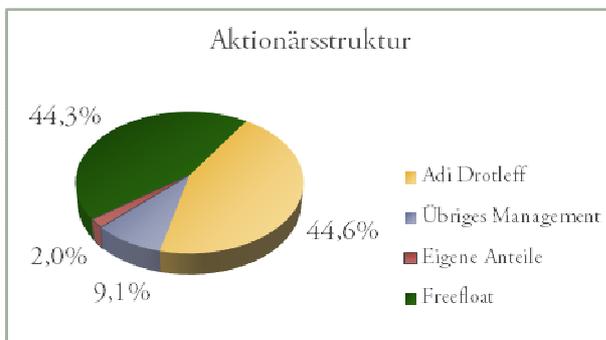
Profil

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.

20-jähriges Börsenjubiläum

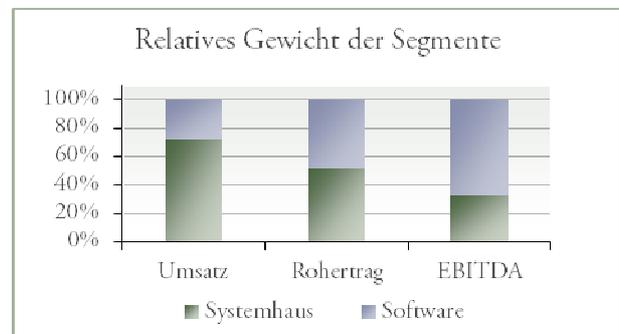
Das mit Abstand größte Aktienpaket (44,6 Prozent) befindet sich nach wie vor in Händen des Gründers Adi Drotleff, der seit der Umwandlung in eine Societas Europea (SE) sowohl Mitglied des geschäftsführenden Direktoriums als auch Vorsitzender des Verwaltungsrates ist. Weitere 9,1 Prozent werden vom übrigen Management gehalten, der Streubesitz beläuft sich auf 44,3 Prozent. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert und hat somit dieses Jahr das 20-jährige Börsenjubiläum gefeiert. Gelistet ist die MuM-Aktie im m:access-Segment der Börse München sowie in dem neuen Scale-Segment der Frankfurter Börse.



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 786 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 120,8 Mio. Euro mehr als 70 Prozent der Konzernenerlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages sind die beiden Segmente

gleichgewichtig, das EBITDA wird sogar (noch) zu zwei Dritteln im Softwaresegment generiert.

Profitabilitätsperle im Softwaresegment

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während das Systemhaus im letzten Jahr eine Rohmarge von 38,7 Prozent und eine EBITDA-Marge von 4,2 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 96,8 resp. 22,9 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.

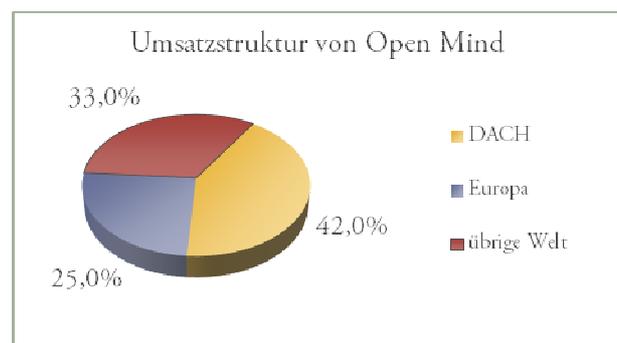
Highend-CAM-Lösung

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 über 40 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-Programmen, die hauptsächlich für die Bedürfnisse von Konstrukteuren optimiert sind, klar auf die Anforderungen der CAM-Programmierung ausgerichtet ist. Als zentrales Al-

leinstellungsmerkmal 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 13,5 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 ecscad, 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 zurücklizenziert. 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 Rücklizenizierung und Weiterentwicklung der Software und die Übernahme der Betreuung der mehr als 1.000 ECSCAD-Kunden angeboten. MuM hat die Software, mit der im letzten Jahr rund 1,5 Mio. Euro Erlöse wurden und für die der Vorstand nicht zuletzt vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung der Elektromobilität gute Perspektiven sieht, seit der Rücklizenizierung 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 und mit dem MuM ca. 5,5 Mio. Euro umsetzt, 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 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.

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 zuletzt die Schulungsangebote rund um die neuen Möglichkeiten im Datenmanagement erwiesen, die sich den Anwendern durch die neuen Softwareprodukte in den Bereichen PDM und BIM erschließen (Product Data Management und Building Information Management) erschließen. Auf solche Schulungsangebote entfielen im letzten Jahr rund ein Drittel des Dienstleistungsrohertrages im Systemhaus, während zwei Drittel 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 55 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 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 4,8 Prozent).

Breiter Branchenfokus

Während auf der Einkaufsseite die eigene Größe dafür sorgt, dass MuM als europäischer Partner für Autodesk nahezu unentbehrlich ist, verfolgen die Bay-

ern 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 Konzernerlöse 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

Angeichts 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 7,8 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.

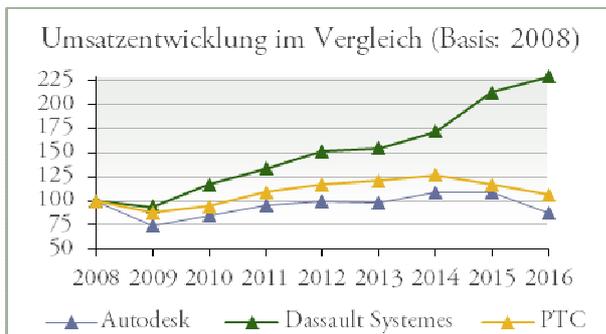
Hohe Wettbewerbsintensität

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 inzwischen die Marktführerschaft an Dassault Systemes verloren, mit zuletzt deutlich steigendem Abstand. Dazu beigetragen hat auch der seit rund vier Jahren forcierte Umbau des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware, was in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzeinnahmen verbunden ist. Nachdem der Verkauf von Einmallyzenzen im letzten Jahr

eingestellt wurde, hat sich der Autodesk-Umsatz um 19 Prozent auf 2 Mrd. US-Dollar reduziert, während der französische Weltmarktführer weiter um 7,6 Prozent auf 3,1 Mrd. Euro gewachsen ist. 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 mehr als verdoppelt. Dassault Systemes hat dabei sowohl von der 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. Auch 2016 haben die Franzosen ihren Einkaufskurs fortgesetzt und drei weitere Unternehmen erworben, von denen die Computer Simulation Technology AG, ein Spezialist für elektromagnetische Simulationen, mit einem Kaufpreis von 295 Mio. Euro die mit Abstand größte war.

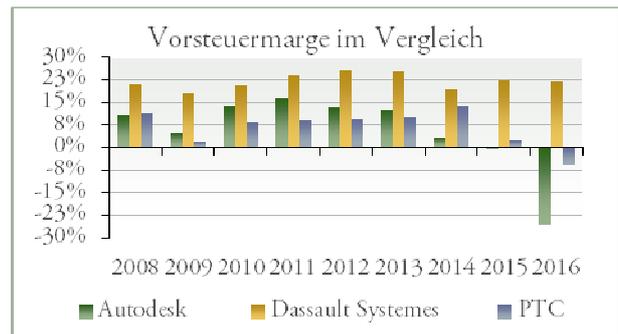


Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

Große Profitabilitätsunterschiede

Die schwache Umsatzentwicklung hat sich zuletzt auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das 2015 erstmalig ins Minus gerutscht war. Im letzten Jahr bedingte der deutliche Umsatzrückgang eine kräftige Ausweitung des Defizits, vor Steuern wurde eine negative Marge von 25,8 Prozent ausgewiesen. Ähnlich ist es PTC ergangen. Die Amerikaner stellen ihr Lizenzmodell derzeit genau wie Autodesk auf Mietsoftware um und haben im Zuge dessen im letzten Jahr einen rückläufigen Umsatz und ein negatives Ergebnis (EBT-Marge von -5,9 Prozent) erwirtschaftet. Demgegenüber konnte Dassault Systemes

das hohe Margenniveau verteidigen. Der Vorjahreswert von 22,6 Prozent wurde zwar unterschritten, doch mit 21,6 Prozent liegen die Franzosen noch klar oberhalb der 20-Prozent-Marke und meilenweit vor ihren Konkurrenten. 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 zwei Jahren betrug sie (dies aber auch bedingt durch den Umsatzrückgang) im letzten Geschäftsjahr 38 Prozent.



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 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. Im ersten Quartal des laufenden Jahres war der Autodesk-Umsatz noch um 5 Prozent rückläufig, doch die Einnahmen aus den Software-Abonnements konnten mehr als verdoppelt werden. Nach Abschluss der Übergangsphase kalkuliert Autodesk mit einem Wachstum von 20 Prozent 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.

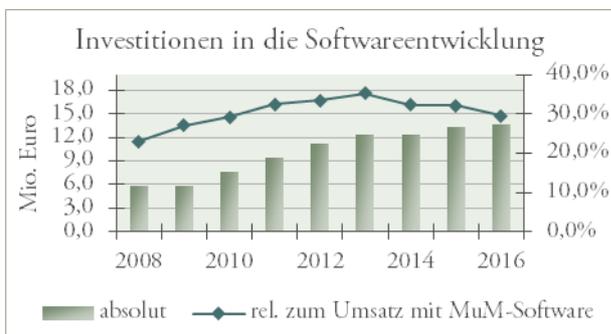
BIM als wichtiger Markttreiber

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-Angebote 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-Geschäft

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 33 Prozent. Auch im letzten Jahr wurden die Bemühungen weiter um 2,8 Prozent intensiviert, wenn auch das noch stärkere Umsatzwachstum für einen relativen – und margen erhöhenden – Rückgang sorgte, in dessen Folge die Quote des Entwicklungsaufwands am Segmentumsatz mit 29,6 Prozent zum ersten Mal seit 2010 unter die Marke von 30 Prozent rutschte.



Quelle: MuM

Diversifikation durch zwei Segmente

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

schiedlichen 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 Gesamtkonzerns.

Marktanteilssteigerung

Die Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk bedeutet für die Systemhausparte, 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 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 fast 42 Prozent auf 120,8 Mio. Euro steigern, während die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) um 7,8 Prozent auf 800,4 Mio. US-Dollar gesunken sind. Vor allem in den letzten beiden Jahren ist die Schere noch weiter auseinanderge-

gangen. Während MuM im Systemhaus in 2015 um 17,2 Prozent und in 2016 um 1,6 Prozent gewachsen ist, sind die Autodesk-Umsätze in Europa im gleichen Zeitraum um 4,6 Prozent resp. um 14,4 Prozent geschrumpft. Auch das reine Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen hat sich bei MuM stabiler entwickelt, den letztjährigen Rückgang des Rohertrags aus diesem Bereich konnten die Bayern auf ca. 8 Prozent begrenzen.

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 unter 20 Prozent des Konzernrohertrags ermäßigt (im ersten Halbjahr 2017 waren es sogar nur 17,7 Prozent). 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.

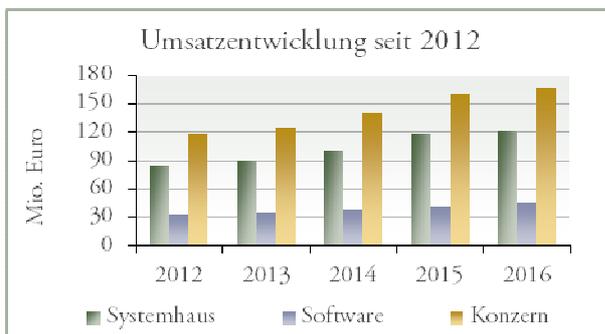
Eigensoftware und Lösungen als Differenzierungsmerkmal

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern stellen zudem die beiden Autodesk-basierten Softwareprodukte DATAflor und 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 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

Anhaltendes Wachstum

Die Entwicklung von Mensch und Maschine zeichnet sich seit vielen Jahren durch ein stetiges Wachstum aus, das im letzten Jahrzehnt lediglich in den Jahren 2009 und 2012 durch den Wechsel des Geschäftsmodells von dem umsatzstarken Großhandelsvertrieb (Distribution) auf den Endkundenvertrieb (Systemhaus) unterbrochen wurde. In den beiden aktuellen Segmenten konnte MuM seit 2009 ein kontinuierliches Wachstum verzeichnen, mit dem sich die Softwareerlöse in Summe von 21,8 auf 46,2 Mio. Euro und die Umsätze der Systemhausparte (teils akquisitionsbedingt) von 35,3 auf zuletzt 120,8 Mio. Euro erhöhten. Seit 2012 weist auch der Konzernumsatz ein deutliches beständiges Wachstum auf, das sich auf mehr als 40 Prozent summierte.



Quelle: Unternehmen

Sondereffekt bremst vorübergehend

Im letzten Jahr wurde die Dynamik allerdings durch einen externen Effekt im Systemhaus-Segment etwas gebremst, wodurch sich das Umsatzwachstum des Segments auf 1,6 Prozent ermäßigte. Ursächlich dafür war das Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen, das vor allem im vierten Quartal durch den von den Amerikanern eingeleiteten Wechsel des Lizenzmodells belastet wurde. Durch den Wechsel des Preismodells von Einmallyzenzen auf Abonnements hat sich der kurzfristige Umsatzeffekt des Neugeschäfts zwar reduziert, was aber durch höhere wiederkehren-

de Einnahmen in den Folgejahren mehr als aufgewogen wird.

Rohrertrag auf Rekordniveau

Da es sich beim Handelsgeschäft um den margin schwächsten Bereich von MuM handelt, blieb die dämpfende Wirkung des Lizenzmodellwechsels auf das Rohertragswachstum moderat. Im Systemhaus konnte diese zentrale Steuerungsgröße um 3,9 Prozent und konzernweit sogar um 8,2 Prozent auf den neuen Rekordwert von 91,4 Mio. Euro gesteigert werden. Damit hat sich der zentrale Vorteil des neuen Geschäftsmodells (Systemhaus statt Großhandelsdistribution), die größere Wertschöpfungstiefe, erneut ausgezahlt. Anders als der Umsatz, war der Rohertrag 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 sogar die 60-Prozent-Marke überschreiten.

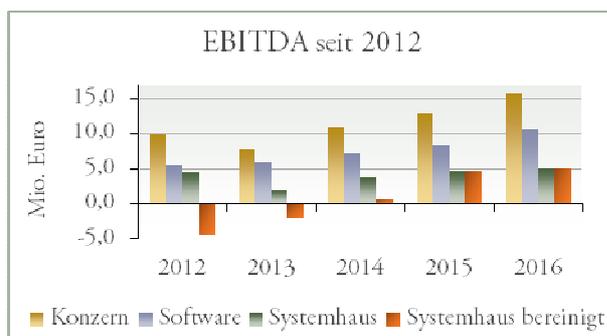


Quelle: Unternehmen

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 5,1 Mio. Euro im letzten Geschäftsjahr.



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 in den letzten Jahren mit rund 2,0 Mio. Euro p.a belastet haben. Erst deren weitgehendes Auslaufen im letzten Jahr hat im Systemhaus einen EBIT-Sprung von 1,3 auf 3,1 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. Das Konzern-EBIT, das noch weitgehend im Software-Segment erwirtschaftet wird, verbesserte sich im letzten Jahr infolgedessen um fast die

Hälfte auf 12,5 Mio. Euro, den höchsten Wert der Unternehmensgeschichte.

Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	Änderung
Umsatz	160,34	167,07	+4,2%
Systemhaus	118,94	120,83	+1,6%
Software	41,44	46,24	+11,6%
Rohertrag	84,52	91,43	+8,2%
Systemhaus	44,94	46,70	+3,9%
Software	39,58	44,74	+13,0%
Rohmarge	52,7%	54,7%	
EBITDA	12,81	15,76	+23,0%
Systemhaus	4,60	5,09	+10,9%
Software	8,22	10,67	+29,8%
EBITDA-Marge	8,0%	9,4%	
EBIT	8,47	12,49	+47,4%
Systemhaus	1,33	3,07	+129,8%
Software	7,14	9,42	+32,0%
EBIT-Marge	5,3%	7,5%	
Vorsteuerergebnis	7,53	11,12	+47,7%
Vorsteueremarge	4,7%	6,7%	
Jahresüberschuss	3,87	6,59	+70,4%
Netto-Marge	2,4%	3,9%	

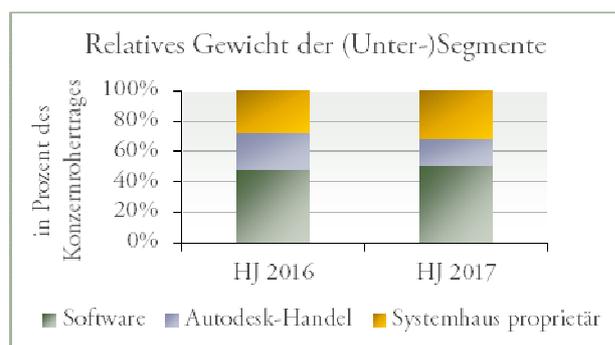
Nettoergebnis und Dividende deutlich gesteigert

Obwohl die Währungsentwicklung im letzten Jahr einen um 0,4 Mio. Euro verschlechterten Währungseffekt auf die GuV bewirkte, konnte MuM den starken EBIT-Anstieg in ein um 70 Prozent auf 6,6 Mio. Euro verbessertes Nettoergebnis ummünzen. Auf dieser Basis hat MuM die Dividende, die nach einer vierjährigen Konstanz bei 20 Cent bereits 2015 um ein Viertel auf 25 Cent erhöht worden war, um stattliche 40 Prozent auf 35 Cent je Aktie erhöhen.

Erstes Halbjahr besser als erwartet

Die dämpfende Wirkung der Umstellung des Lizenzmodells bei Autodesk ist auch im ersten Halbjahr spürbar gewesen. Dadurch, dass die Handelsumsätze mit den Autodesk-Lizenzen, die im Vorjahr von

der Sonderkonjunktur durch den Schlussverkauf der Einmallyzenzen im Vorfeld der Umstellung des Autodesk-Lizenzmodells auf Mietsoftware massiv profitiert hatten, nun deutlich niedriger erwartet worden waren, hatte MuM vor einem umsatzseitig schwächeren Jahr gewarnt. Dieser Umsatzrückgang war im ersten Halbjahr tatsächlich eingetreten, allerdings in einem deutlich schwächeren Ausmaß als befürchtet. Bedingt durch die dynamische Nachfrage nach Dienstleistungen und MuM-eigene Lösungen beschränkte sich der Umsatzrückgang des Systemhauses im ersten Halbjahr auf -9,8 Prozent, separat im zweiten Quartal waren es nur noch -0,5 Prozent. Da zudem das Softwaresegment gewohnt stark gewachsen ist, blieb auch der Effekt auch auf der Ebene des Konzernumsatzes mit -4,8 Prozent nur moderat. In Q2 ist der Konzernumsatz sogar wieder leicht, um 1,8 Prozent, gewachsen.



Quelle: Unternehmen

Rohrertrag wächst weiter

Da sich hiermit die Umsatzzusammensetzung weiter in Richtung der margenstärkeren Einnahmen verschoben hat, ist der Konzernrohertrag sogar trotz des Umsatzrückgangs um 3,4 Prozent auf 48,2 Mio. Euro gewachsen, wobei das Systemhaus einen leichten Rückgang um 2 Prozent und das Softwaresegment einen Anstieg um 9,3 Prozent verzeichnet hat. Im zweiten Quartal aber war der Beitrag beider Segmente positiv, mit 5,2 resp. 5,8 Prozent. Innerhalb des Systemhauses hat sich der Beitrag der Dienstleistungen und eigenen Lösungen um 17 Prozent auf 15,1 Mio. Euro erhöht, während sich der Anteil des Autodesk-Handels um 23 Prozent auf 8,6 Mio. Euro reduzierte. Damit ist der Anteil des ehemaligen Kerngeschäfts Autodesk-Handel am konzernweiten

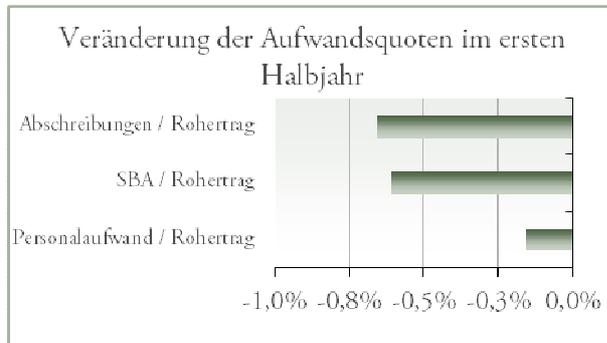
Rohrertrag auf 17,8 Prozent gefallen. Die Rohmarge hat sich dadurch im Vorjahresvergleich um 4,6 Prozentpunkte auf 57,7 Prozent erhöht, im zweiten Quartal hat sie sogar mit 60,9 Prozent erstmals die Marke von 60 Prozent überschritten.

Geschäftszahlen	HJ 2016	HJ 2017	Änderung
Umsatz	87,83	83,60	-4,8%
Systemhaus	64,72	58,37	-9,8%
Software	23,11	25,22	+9,1%
Rohrertrag	46,61	48,20	+3,4%
Systemhaus	24,16	23,67	-2,0%
Software	22,46	24,54	+9,3%
Rohmarge	53,1%	57,7%	
EBITDA	8,33	9,13	+9,5%
Systemhaus	2,64	2,77	+5,2%
Software	5,70	6,35	+11,5%
EBITDA-Marge	9,5%	10,9%	
EBIT	6,70	7,75	+15,7%
Systemhaus	1,61	1,99	+23,4%
Software	5,09	5,77	+13,3%
EBIT-Marge	7,6%	9,3%	
Vorsteuerergebnis	5,91	7,13	+20,6%
Vorsteuerermarge	6,7%	8,5%	
Jahresüberschuss	3,48	4,37	+25,7%
Netto-Marge	4,0%	5,2%	

Kostendisziplin zahlt sich aus

Das leichte Rohertragswachstum konnte MuM erneut in ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum ummünzen. Dazu trug auch die anhaltende Kostendisziplin bei, die sich in einem gegenüber dem Rohertrag nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwands bemerkbar machte. Im Systemhaus wurden im Vorjahresvergleich sogar der Personalstand und der Personalaufwand leicht reduziert. Da zudem die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fast konstant gehalten wurden, legte das EBITDA um 9,5 Prozent auf 9,1 Mio. Euro zu, womit sich die EBITDA-Marge um 1,4 Prozentpunkte auf 10,9 Prozent verbesserte. Zu der Verbesserung trugen beide Segmente gleichermaßen bei. Während im Sys-

temhaus nun eine operative Marge von 4,8 Prozent (nach 4,1 Prozent) erzielt wurde, lag der Halbjahreswert im Softwaresegment mit 25,2 Prozent erstmals über der Marke von 25 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Gewinn steigt um ein Viertel

Da zudem die Abschreibungen durch das Auslaufen weiterer Amortisationen auf die Kaufpreisbestandteile der Übernahmeserie in 2009 und 2010 um 16 Prozent abnahmen, legte das EBIT noch stärker zu. Vor allem im Systemhaus, in dem der Abschreibungseffekt zum Tragen kommt, verbesserte sich das EBIT um 23,4 Prozent auf knapp 2,0 Mio. Euro, während für die Softwaresparte ein Zuwachs um 13,3 Prozent auf 5,8 Mio. Euro ausgewiesen wurde. Konzernweit resultierte daraus ein EBIT-Anstieg um 15,7 Prozent auf 7,8 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 9,3 Prozent (nach 7,6 Prozent). In Verbindung mit einem verbesserten Finanzergebnis und einer niedrigeren angenommenen Steuerquote konnte MuM das vermeintlich schwierige erste Halbjahr mit einem Gewinnplus von 25,7 Prozent auf 4,4 Mio. Euro abschließen.

Cashflow auf hohem Niveau

Bedingt durch einen erhöhten Aufbau des Working Capital blieb das Wachstum des operativen Cashflows mit 3,3 Prozent hinter dem Gewinnwachstum. Doch in absoluten Zahlen wurde mit 7,7 Mio. Euro dennoch ein exzellenter Wert erreicht, mit dem mehr als 9 Prozent der Umsätze als Cash-Überschuss ausgewiesen werden konnten. Da die Investitionen auf dem moderaten Niveau des Vorjahrs (1,7 Mio. Euro, +2,6 Prozent) blieben, erhöhte sich der Free-Cash-

flow leicht um 3,5 Prozent auf 6,0 Mio. Euro. Diese Zuflüsse nutzte MuM vor allem für die Dividendenzahlung in Höhe von 5,7 Mio. Euro, so dass sich der Liquiditätsbestand in Summe um 0,9 Mio. Euro auf 7,3 Mio. Euro erhöhte.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote deutlich gestiegen

Die Kombination aus dem Halbjahresgewinn, der Dividendenzahlung, der Ausgabe neuer Aktien (im Rahmen der alternativ zur Bardividende angebotenen Aktiendividende) sowie dem Teilverkauf der Aktien aus dem eigenen Bestand führte in Summe zu einem Anstieg des Eigenkapitals um 4,3 Prozent auf 41,8 Mio. Euro. In Verbindung mit der reduzierten Bilanzsumme bewirkte das eine weitere deutliche Verbesserung der Eigenkapitalquote von 40,4 Prozent zum Jahreswechsel auf nun 43,6 Prozent. Umgekehrt hat sich auch die ohnehin komfortable Verschuldungsposition weiter verbessert, die Relation der Nettofinanzverschuldung zum letztjährigen EBITDA betrug selbst unter Einbeziehung des besicherten Immobilienkredits per Ende Juni lediglich 1,2.

Prognosen bestätigt

Vor dem Hintergrund des überraschend starken ersten Halbjahrs hat MuM seine Prognose für das laufende Jahr bestätigt und im Hinblick auf die EBITDA-Zielspanne von 17,5 bis 18,5 Mio. Euro als komfortabel erreichbar bezeichnet. Dabei verweist das Unternehmen auf die erwartete Wachstumsbeschleunigung im Systemhaus, wenn ab dem vierten Quartal die dämpfenden Effekte des Übergangs überwunden sind. Den Nettogewinn erwartet MuM

in der Spanne von 52 bis 57 Cent je Aktie (Vorjahr: 40 Cent), auf dessen Grundlage die Dividende erneut um 10 bis 15 Cent auf bis zu 50 Cent angehoben werden soll. Auch die Prognose für die nächsten Jahre wurde bestätigt. Auf Rohertragsebene will MuM weiter mit rund 10 Prozent p.a. zulegen (für 2018 wird aber eher mit 11 bis 12 Prozent kalkuliert), das EBITDA soll jährlich um 3 bis 4 Mio. Euro und das Nettoergebnis um 13 bis 20 Cent je Aktie

steigen. Dementsprechend soll die Dividende mit 10 bis 15 Cent pro Jahr zulegen. Bis zum Jahr 2020 will MuM den Gewinn auf rund 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.

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.

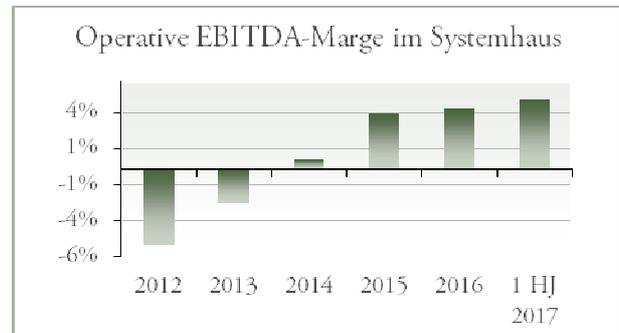
Ausgeprägte Kontinuität

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 44,6 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 umset-

zen. 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

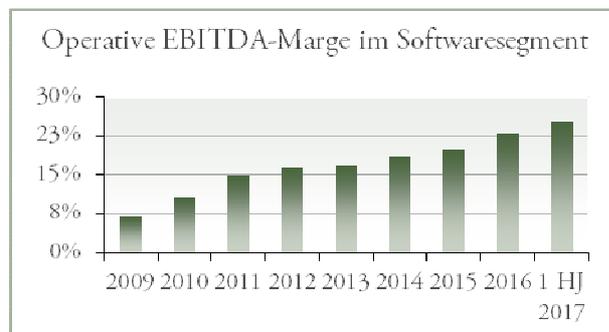
Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

Vor allem die zu erwartende sukzessive Verbesserung der Profitabilität im Systemhaus sorgt für eine erhebliche Gewinnphantasie. So lag im ersten Halbjahr die EBITDA-Marge des Segments bei 4,8 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 vier Geschäftsjahre gezeigt, in denen die operative Marge (ohne verbuchte Erträge aus dem Distributionsverkauf) der Sparte von -5,3 auf 4,3 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 Bran-

chenmodulen sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des neuen Segments. Im laufenden Jahr wird das Systemhausergebnis zudem vom Wegfall der Abschreibungen auf Kaufpreisbestandteile profitieren, die das Segment-EBIT im letzten Jahr noch mit rund 0,8 Mio. Euro belastet haben.

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 im letzten Geschäftsjahr um bemerkenswerte 3,2 Prozentpunkte verbessert werden konnte, ist sie im ersten Halbjahr 2017 weiter auf 25,2 Prozent geklettert. Damit ist sie erstmals in einem Halbjahr oberhalb der Marke von 25 Prozent angekommen, die MuM eigentlich als das Mittelfristziel formuliert hatte. Wir sehen dennoch weiteres Potenzial für wachstumsbedingte Degressionseffekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand.



Quelle: Unternehmen

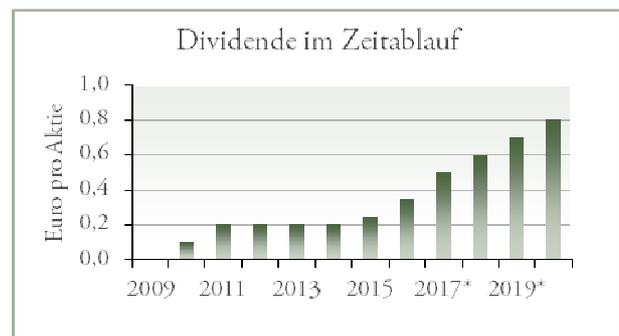
Entwicklungsaufwand sinkt relativ

Da Open Mind seine Software in den letzten Jahren runderneuert hat und derzeit nur noch ein weiteres größeres Entwicklungsprojekt verfolgt, das in etwa in einem Jahr 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 trotz eines absoluten Anstiegs der Entwicklungsaufwendungen ihr Anteil an den Segmenterlösen um fast zwei Prozentpunkte zu-

rückgegangen ist, gegenüber dem ersten Halbjahr 2015 summiert sich der Rückgang (und damit der Margeneffekt) auf 4,4 Prozentpunkte.

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, als sehr glaubwürdig ein. Die Zielerreichung würde für das Jahr 2020 einen Gewinn je Aktie von ca. 1 Euro entsprechen, womit der Überschuss gegenüber 2016 um 150 Prozent wachsen würde.



Quelle: Unternehmen, ab 2017 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. Bei einer Zielerreichung am oberen Ende der Prognosespanne, wovon wir inzwischen ausgehen, würde sich die Dividende auch dieses Jahr um über 40 Prozent erhöhen. Mit 0,50 Euro je Aktie entspräche dies aktuell einer Dividendenrendite von 2,6 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 10 bis 15 Cent pro Jahr beziffert.

DCF-Bewertung

Übertreffen der Prognose möglich

Nach dem überraschend starken ersten Halbjahr hat MuM eingeräumt, dass die diesjährige Prognose komfortabel erreichbar ist. Dies sowie die soliden Rahmenbedingungen haben wir zum Anlass genommen, unsere Schätzungen, die sich bisher teilweise in der Mitte der MuM-Prognosespanne befunden hatten, auf das obere Ende oder leicht darüber anzuheben. Dabei haben wir unsere Umsatzschätzung bei 168,7 Mio. Euro unverändert gelassen, die unterstellte Rohmarge aber vor dem Hintergrund der starken Verschiebung der Umsatzzusammensetzung auf fast 60 Prozent angehoben. Auf dieser Basis erwarten wir, dass der Rohertrag schon dieses Jahr die Marke von 100 Mio. Euro übertreffen wird, unsere Schätzung lautet nun 100,5 Mio. Euro. Bei unveränderten Annahmen bezüglich der Aufwandsquoten übersetzt sich diese Anhebung in eine entsprechend höhere EBITDA-Schätzung, die wir nun auf 19,5 Mio. Euro taxieren (bisher: 18,2 Mio. Euro). Dies korrespondiert mit einer EBIT-Schätzung von 17,1 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss erwarten wir nun

bei 59 Cent je Aktie, 5 Cent mehr als bisher unterstellt.

Zielmarge leicht erhöht

Die Erhöhung der Rohmarge haben wir auch für die Folgejahre übernommen, woraus sich bei unveränderten Annahmen bezüglich der übrigen Aufwandsquoten für den gesamten detaillierten Schätzzeitraum eine leichte Verschiebung der unterstellten Margen ergeben hat. Unsere Ziel-EBITDA-Marge für das Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2024 liegt nun bei 15 Prozent (bisher: 14,5 Prozent), die Ziel-EBIT-Marge liegt bei 13,9 Prozent. Schließlich haben wir auch das Wachstum für 2018 etwas erhöht und damit der Zuversicht des MuM-Managements bezüglich der positiven Effekte des Mietmodells im Autodesk-Handel Rechnung getragen. Statt mit einem Rohertragswachstum von 11,5 Prozent kalkulieren wir nun mit 11,9 Prozent. Die Kerndaten des aus diesen Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlaufs für die kommenden acht Jahre können der nachstehenden Tabelle entnom-

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	168,7	187,3	205,1	224,6	245,9	269,3	294,9	321,4
Umsatzwachstum		11,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge	10,2%	11,1%	12,2%	12,9%	13,4%	13,7%	13,8%	13,9%
EBIT	17,1	20,7	24,9	29,0	33,0	36,9	40,7	44,6
Steuersatz	35,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,0	6,8	8,2	9,6	10,9	12,2	13,4	14,7
NOPAT	11,1	13,9	16,7	19,5	22,1	24,7	27,3	29,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	3,2	3,4	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	13,5	17,1	20,1	22,7	25,4	28,1	30,7	33,4
- Zunahme Net Working Capital	2,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,5
- Investitionen AV	-3,1	-3,1	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0
Free Cashflow	12,4	14,0	16,5	18,8	21,2	23,5	25,7	28,0

men werden, weitere detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Für den anschließenden Zeitraum (Terminal Value) kalkulieren wir mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent sowie mit einer EBIT-Marge von 9,7 Prozent, die gegenüber dem Wert aus 2024 einen 30-prozentigen Sicherheitsabschlag beinhaltet.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 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 6,6 Prozent.

Kursziel: 19,80 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,6 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 330,2 Mio. Euro bzw. 19,79 je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 19,80 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber unserem letzten Update (17,80 Euro) ist den vorgenommenen Anhebungen der Schätzungen sowie dem Diskontierungseffekt geschuldet.

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 weiter 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 15,23 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,6 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 29,18 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,6%	29,18	26,43	24,26	22,52	21,08
6,1%	25,58	23,50	21,81	20,43	19,27
6,6%	22,76	21,13	19,79	18,67	17,72
7,1%	20,47	19,18	18,10	17,18	16,39
7,6%	18,59	17,55	16,66	15,90	15,23

Fazit

Als Spezialist für CAD- und CAM-Software überzeugt Mensch und Maschine mit seiner starken Marktposition und der durchdachten Wachstumsstrategie, dank derer das Unternehmen seit Jahren zuverlässig steigende Umsätze und überproportional zunehmende Gewinne erzielt.

Diese Erfolgsserie dürfte auch im laufenden Jahr eine Fortsetzung finden, obwohl das Jahr vom MuM-Management aufgrund der noch dämpfenden Effekte des Lizenzmodellwechsels bei Autodesk zunächst als ein Übergangsjahr deklariert worden war. Doch die Einbußen im Autodesk-Handelsgeschäft konnten im ersten Halbjahr sehr erfolgreich durch die hohe Dynamik im Software-Segment sowie im Dienstleistungsgeschäft der Systemhaussparte kompensiert werden, weswegen das erste Halbjahr mit neuen Rekorde bei Rohertrag und Ergebnis abgeschlossen werden konnte.

Auf dieser Basis hat MuM seine Prognose für das laufende Jahr als komfortabel erreichbar bezeichnet, was wir vor dem Hintergrund der ohnehin ausgeprägten Prognosetreue des Unternehmens als eine sehr starke Aussage mindestens in Richtung des oberen Randes der Prognosespanne deuten. Da wir zudem von einem weiterhin freundlichen wirtschaftlichen Umfeld ausgehen, haben wir in unserem Modell sogar ein Übertreffen der Prognosen modelliert. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 19,80 Euro. Da aber auch der Aktienkurs seit unserem letzten Update deutlich zugelegt hat, signalisiert unser neues Kursziel nur noch ein moderates Kurspotenzial von 4 Prozent. Dadurch ändern wir unser Rating auf „Hold“ und sehen die MuM-Aktie derzeit als eine Halteposition mit einer attraktiven Dividendenrendite.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	62,0	62,8	62,6	62,6	62,7	63,0	63,3	63,6	64,0
1. Immat. VG	42,9	42,3	41,5	40,7	40,1	39,6	39,2	38,8	38,4
2. Sachanlagen	13,2	14,7	15,4	16,1	16,8	17,5	18,3	19,0	19,8
II. UV Summe	38,6	40,9	44,5	48,7	53,5	59,1	68,5	78,6	92,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	40,6	47,3	51,5	56,7	63,3	71,3	80,3	90,1	101,0
II. Rückstellungen	8,8	9,6	10,5	11,4	12,3	13,2	14,1	15,1	16,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	27,2	22,0	19,1	15,6	11,6	6,9	4,9	2,3	2,3
2. Kurzfristiges FK	24,0	24,7	26,1	27,6	29,1	30,6	32,5	34,7	37,1
BILANZSUMME	100,5	103,7	107,2	111,2	116,2	122,1	131,8	142,2	156,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	167,1	168,7	187,3	205,1	224,6	245,9	269,3	294,9	321,4
Rohhertrag	91,4	100,5	112,5	123,6	135,8	149,1	163,8	179,4	195,5
EBITDA	15,8	19,5	24,0	28,3	32,3	36,3	40,3	44,1	48,2
EBIT	12,5	17,1	20,7	24,9	29,0	33,0	36,9	40,7	44,6
EBT	11,1	15,8	19,4	23,9	28,1	32,5	36,8	40,8	44,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	7,0	10,3	13,0	16,0	18,8	21,8	24,6	27,3	30,1
JÜ	6,6	9,9	12,5	15,4	18,1	20,9	23,7	26,2	28,9
EPS	0,39	0,59	0,75	0,92	1,08	1,25	1,42	1,57	1,73

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	14,6	14,7	16,3	19,1	21,6	24,4	27,1	29,6	32,1
CF aus Investition	-3,4	-3,1	-3,1	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0
CF Finanzierung	-14,5	-9,7	-12,2	-14,8	-16,7	-19,0	-18,0	-20,1	-19,2
Liquidität Jahresanfa.	9,6	6,4	8,3	9,3	10,3	11,8	13,7	19,1	24,7
Liquidität Jahresende	6,4	8,3	9,3	10,3	11,8	13,7	19,1	24,7	33,8

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	4,2%	1,0%	11,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%
Rohertragswachstum	8,2%	9,9%	11,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,5%	9,0%
Rohertragsmarge	54,7%	59,6%	60,1%	60,3%	60,4%	60,6%	60,8%	60,8%	60,8%
EBITDA-Marge	9,4%	11,6%	12,8%	13,8%	14,4%	14,8%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT-Marge	7,5%	10,2%	11,1%	12,2%	12,9%	13,4%	13,7%	13,8%	13,9%
EBT-Marge	6,7%	9,4%	10,4%	11,6%	12,5%	13,2%	13,7%	13,8%	14,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,9%	5,9%	6,7%	7,5%	8,0%	8,5%	8,8%	8,9%	9,0%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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
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)
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),

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.