

23. Oktober 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Wachstumsdynamik weiter erhöht

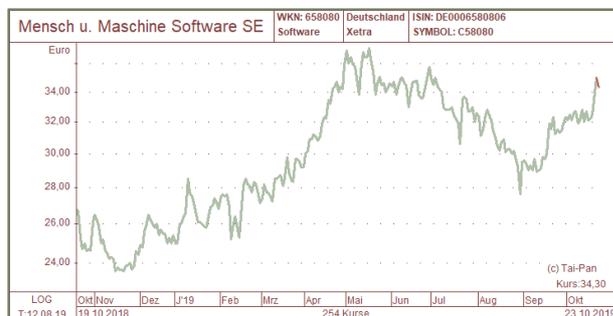
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 35,00 Euro | Kursziel: 38,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

|                                |                       |
|--------------------------------|-----------------------|
| <b>Sitz:</b>                   | Weßling               |
| <b>Branche:</b>                | CAD/CAM-Software      |
| <b>Mitarbeiter:</b>            | 918                   |
| <b>Rechnungslegung:</b>        | IFRS                  |
| <b>ISIN:</b>                   | DE0006580806          |
| <b>Ticker:</b>                 | MUM:GR                |
| <b>Kurs:</b>                   | 35,00 Euro            |
| <b>Marktsegment:</b>           | Scale / m:access      |
| <b>Aktienanzahl:</b>           | 17,2 Mio. Stück       |
| <b>Market-Cap:</b>             | 600,2 Mio. Euro       |
| <b>Enterprise Value:</b>       | 664,7 Mio. Euro       |
| <b>Free Float:</b>             | 45,2 %                |
| <b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>   | 37,90 / 23,10 Euro    |
| <b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b> | 178,3 Tsd. Euro / Tag |

Von einer Abnahme der Wachstumsdynamik infolge der konjunkturellen Abkühlung ist bei Mensch und Maschine auch nach neun Monaten des laufenden Jahres nichts zu spüren. Stattdessen konnte der Softwarespezialist sein Wachstumstempo im dritten Quartal weiter auf 38 Prozent erhöhen, woraus sich in Summe der neun Monate ein Umsatzplus von 30,5 Prozent (auf 174,3 Mio. Euro) ergibt. 23 Prozentpunkte davon sind organisch, während der Rest auf die Mehrheitsübernahme von SOFiSTiK zurückzuführen ist. Das Ergebnis konnte – zum wiederholten Mal – überproportional verbessert werden: das EBIT hat sich im Neunmonatszeitraum um nahezu 40 Prozent auf 18,2 Mio. Euro erhöht, der Nettoüberschuss blieb mit einem Wachstum um fast 38 Prozent auf 10,9 Mio. Euro nur knapp dahinter. Auf dieser Basis hat MuM nun seine Umsatzprognose für 2019 auf 222 bis 240 Mio. Euro angehoben und stellt bezüglich des Gewinns ein Erreichen des oberen Endes der unveränderten EBIT-Zielspanne (24 bis 26 Mio. Euro) in Aussicht. Auch wir haben unsere Schätzungen angehoben und sehen den fairen Wert nun bei 38,50 Euro je Aktie. Damit trauen wir der MuM-Aktie eine Fortsetzung der sehr erfreulichen Entwicklung zu und bestätigen auf dieser Basis das Urteil „Buy“.

| GJ-Ende: 31.12.    | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 167,1 | 160,9 | 185,4 | 230,0 | 254,2 | 280,8 |
| EBIT (Mio. Euro)   | 12,5  | 15,2  | 19,7  | 26,2  | 29,5  | 34,4  |
| Jahresüberschuss   | 6,6   | 9,4   | 11,7  | 15,8  | 17,7  | 20,9  |
| EpS                | 0,39  | 0,56  | 0,71  | 0,94  | 1,05  | 1,25  |
| Dividende je Aktie | 0,35  | 0,50  | 0,65  | 0,83  | 0,99  | 1,15  |
| Umsatzwachstum     | 4,2%  | -3,7% | 15,3% | 24,1% | 10,5% | 10,5% |
| Gewinnwachstum     | 70,4% | 42,9% | 24,1% | 34,8% | 12,1% | 18,4% |
| KUV                | 3,51  | 3,65  | 3,17  | 2,55  | 2,31  | 2,09  |
| KGV                | 89,1  | 62,3  | 50,2  | 37,3  | 33,2  | 28,1  |
| KCF                | 40,1  | 38,6  | 38,6  | 25,4  | 19,5  | 18,3  |
| EV / EBIT          | 52,1  | 42,7  | 33,1  | 24,8  | 22,1  | 18,9  |
| Dividendenrendite  | 1,0%  | 1,4%  | 1,9%  | 2,4%  | 2,8%  | 3,3%  |

## Umsatz steigt um 30 Prozent

Im dritten Quartal hat Mensch und Maschine den Umsatz um 38,3 Prozent auf 54,1 Mio. Euro gesteigert und damit das Wachstumstempo gegenüber den ersten beiden Quartalen sogar noch erhöht. In Summe der ersten neun Monate beläuft sich der Umsatz auf 174,3 Mio. Euro, ein Plus von 30,5 Prozent. Hiervon entfallen fast 8 Prozentpunkte auf die Mehrheitsübernahme von SOFiSTiK, so dass organisch ein Wachstum von knapp 23 Prozent erreicht wurde. Die Dynamik war in der Softwaresparte mit 36,6 Prozent etwas höher als im Systemhaus mit 27,9 Prozent, wobei das Softwaregeschäft auch von dem genannten Konsolidierungseffekt profitiert hat. Bereinigt um diesen Effekt sind die Erlöse der Software-Sparte um etwas mehr als 10 Prozent gewachsen. Als Begründung für das starke Wachstum im Systemhaus verweist Mensch und Maschine auf die anhaltend starke Nachfrage im BIM-Bereich (Building Information Management). Auch ist die für das dritte Quartal erwartete Beruhigung im Autodesk-Geschäft in Folge der von den Amerikanern im Mai vollzogenen Preiserhöhung weitgehend ausgeblieben.

## Rohertragsmarge niedriger

Wie schon im ersten Halbjahr, blieb das Rohertragswachstum auch im Neunmonatszeitraum mit einem Anstieg um 23,2 Prozent auf 93,0 Mio. Euro hinter dem Umsatzwachstum zurück, was vor allem auf eine veränderte Zusammensetzung der Erlöse zurückzuführen ist, die sich in einer niedrigeren Rohmarge niederschlägt. Während im Systemhaus der höhere Anteil des Handelsgeschäfts mit Autodesk-Lizenzen für einen Rückgang der Rohertragsmarge von 38,9 Prozent auf 35,0 Prozent sorgte, wirkte sich in der Software-Sparte die SOFiSTiK-Konsolidierung dämpfend auf die Rohmarge aus, die sich um 4,2 Prozentpunkte auf 93,5 Prozent reduzierte.

## Personalwachstum gebremst

Ebenfalls eine Fortsetzung des bisherigen Trends stellt die anhaltende Kostendisziplin dar, die sich im Berichtszeitraum in Form von rückläufigen Aufwandsquoten ausgezahlt hat. So ist die Mitarbeiterzahl (FTE) im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr

trotz der SOFiSTiK-Akquisition lediglich um 12,2 Prozent gestiegen, im Systemhaus sowie gegenüber dem zweiten Quartal war sie sogar leicht rückläufig. Damit hat Mensch und Maschine auf die konjunkturelle Abkühlung bereits vorsorglich reagiert, obwohl diese in den Umsatzzahlen des Unternehmens noch überhaupt nicht sichtbar ist. Kumuliert über die ersten neun Monate hat sich der Personalaufwand um 19,8 Prozent auf 57,2 Mio. Euro erhöht, gleichbedeutend mit einer Personalaufwandsquote von 32,8 Prozent (Vorjahr: 35,8 Prozent). Auch die Summe aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Abschreibungen ist mit 18,1 Prozent nur unterproportional gestiegen und hat sich folglich margenerhöhend ausgewirkt.

| Geschäftszahlen     | 9M 2018 | 9M 2019 | Änderung |
|---------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz              | 133,55  | 174,27  | +30,5%   |
| Systemhaus          | 93,48   | 119,54  | +27,9%   |
| Software            | 40,08   | 54,73   | +36,6%   |
| Rohertrag           | 75,52   | 93,03   | +23,2%   |
| Systemhaus          | 36,34   | 41,86   | +15,2%   |
| Software            | 39,18   | 51,18   | +30,6%   |
| Rohmarge            | 56,5%   | 53,4%   |          |
| EBIT                | 13,02   | 18,19   | +39,7%   |
| Systemhaus          | 4,03    | 6,00    | +49,0%   |
| Software            | 9,00    | 12,18   | +35,5%   |
| EBIT-Marge          | 9,8%    | 10,4%   |          |
| EBT                 | 12,01   | 17,62   | +46,7%   |
| Vorsteueremarge     | 9,0%    | 10,1%   |          |
| Periodenüberschuss  | 7,93    | 10,91   | +37,6%   |
| Netto-Marge         | 5,9%    | 6,3%    |          |
| Operativer Cashflow | 11,04   | 20,04   | +81,6%   |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT steigt um 40 Prozent

Die Kombination aus hohem Umsatzwachstum und der anhaltenden Kostendisziplin ermöglichte ein erneut deutlich überproportionales Gewinnwachstum. Das EBIT erhöhte sich um fast 40 Prozent auf 18,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge

von 10,4 Prozent. Damit hat MuM zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte auch nach neun Monaten eine zweistellige EBIT-Marge erreicht. Besonders stark hat sich das Ergebnis im Systemhaus erhöht, dessen EBIT um die Hälfte auf 6,0 Mio. Euro geklettert ist. Da auch das Finanzergebnis mit -0,6 Mio. Euro deutlich besser ausgefallen ist als im Vorjahr (-1,0 Mio. Euro), erhöhte sich das Vorsteuerergebnis sogar um 46,7 Prozent auf 17,6 Mio. Euro. Nach Steuern und Minderheiten wurde ein Neunmonatsgewinn von 10,9 Mio. Euro ausgewiesen, ein Anstieg um 37,6 Prozent zum Vorjahr.

### SOFiSTiK-Marge über 20 Prozent

Das in Relation zum EBT unterproportionale Wachstum des Nettoergebnisses ist dem starken Anstieg des Anteils der Minderheitsgesellschafter am Konzernergebnis geschuldet, der sich im Vorjahresvergleich auf 1,2 Mio. Euro bzw. auf 10 Prozent nahezu verdreifacht hat. Darin kommt die starke Ergebnisentwicklung der neuen Tochter SOFiSTiK zum Ausdruck, die sich zu 49 Prozent noch im Fremdbesitz befindet. In den ersten neun Monaten hat SOFiSTiK mehr als 10,0 Mio. Euro umgesetzt und ein EBIT von rund 2,2 Mio. Euro erwirtschaftet, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von über 20,0 Prozent.

### Cashflow kräftig gestiegen

Sehr stark hat sich im dritten Quartal auch der operative Cashflow entwickelt, der im Vorjahresvergleich um 250 Prozent auf 7,3 Mio. Euro gestiegen ist. Kumuliert über die ersten neun Monate konnte MuM damit einen operativen Cash-Überschuss von 20,0 Mio. Euro erzielen, ein Anstieg um 81,6 Prozent und der mit Abstand höchste Wert der Unternehmensgeschichte. Ermöglicht wurde dies einerseits durch das starke Gewinnwachstum und andererseits durch die deutlich schwächere Zunahme des Working Capital, welches sich zwischen Januar und September lediglich um 0,8 Mio. Euro erhöht hat (Vorjahr: 2,0 Mio. Euro). Darüber hinaus wurde der operative Cashflow um Leasing-Aufwendungen in Höhe von 2,7 Mio. Euro entlastet, die in Folge der Erstanwendung von IFRS 16 in den Finanzierungs-Cashflow umgruppiert werden mussten. Bedingt durch die Auszahlungen für

die SOFiSTiK-Übernahme sowie für die Fertigstellung der neuen SOFiSTiK-Zentrale, aber auch durch den Kauf eines Kundenstamms, hat sich aber auch der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit von -1,4 auf -6,8 Mio. Euro deutlich erhöht. Trotzdem konnte der Free-Cashflow ebenfalls kräftig verbessert werden, er erhöhte sich um 37,0 Prozent auf 13,2 Mio. Euro. Diesen Mittelzufluss hat MuM vor allem für die Dividendenzahlung sowie für den Rückkauf eigener Anteile verwendet, mit dem das Unternehmen eine vorübergehende Schwäche des Aktienkurses nutzte und sich bereits für die auch für 2019 geplante (für die Anleger optionale) Aktiendividende gewappnet hat. Insgesamt betrug der Mittelabfluss aus der Finanzierungstätigkeit 11,1 Mio. Euro, sodass sich die Liquidität zwischen Januar und September netto um 2,3 Mio. Euro auf 11,9 Mio. Euro erhöht hat.

### Eigenkapitalquote stabil

Dank dem hohen Gewinn sowie der Ausgabe neuer Aktien (für die SOFiSTiK-Übernahme sowie für die Aktiendividende) hat sich das Eigenkapital zwischen Januar und September um 29 Prozent auf 66,4 Mio. Euro erhöht, wobei ein noch stärkerer Anstieg durch die hohe Dividendenzahlung (10,6 Mio. Euro) sowie durch den Rückkauf eigener Aktien verhindert wurde. Deren Bestand hat sich seit dem Jahreswechsel um knapp 80 Prozent auf 6,9 Mio. Euro erhöht, allein im dritten Quartal wurden eigene Aktien im Wert von 3,3 Mio. Euro erworben. In Relation zu der Bilanzsumme, die sich seit dem Jahreswechsel wegen der Konsolidierung von SOFiSTiK sowie aufgrund der Erstanwendung von IFRS 16 von 106,1 Mio. Euro auf 137,6 Mio. Euro erhöht hat, konnte das Eigenkapital demnach stabil bei einem Anteil von 48,2 Prozent gehalten werden.

### Umsatzprognose erneut angehoben

Vor dem Hintergrund der insbesondere im Systemhaus überraschend starken Dynamik hat Mensch und Maschine die Prognose für das Erlöswachstum in 2019 erneut angehoben. Nachdem die Zielspanne bereits im Rahmen der Halbjahresberichterstattung von zuvor 15 bis 20 Prozent auf 20 bis 24 Prozent angehoben wurde, werden nun Erlöse zwischen 222 und

240 Mio. Euro angestrebt, gleichbedeutend mit einem Umsatzwachstum um 20 bis 30 Prozent. Demgegenüber wurde die Ergebnisprognose (EBIT: +22 bis +33 Prozent auf 24 bis 26 Mio. Euro, EpS: +25 bis +34 Prozent auf 89 bis 95 Cent) bestätigt, wobei Mensch und Maschine auf Nachfrage einräumt, nun das jeweils obere Ende anzupeilen und auch ein leichtes Übertreffen der Zielspanne als realistisch zu betrachten. Auch der Ausblick für die nächsten Jahre wurde unverändert gelassen: Demnach will MuM den dynamischen Weg fortsetzen und den Umsatz um 10 bis 12 Prozent p.a. steigern, woraus ein EBIT-Wachstum um 3,5 bis 5,0 Mio. Euro und ein EPS-Wachstum um 18 bis 24 Cent pro Jahr resultieren soll. Auf dieser Grundlage wird ein Dividendenwachstum um 15 bis 20 Cent pro Jahr angestrebt.

### Umsatzschätzung angehoben

Obwohl wir schon seit dem Sommer für 2019 mit einem Umsatz von 226,0 Mio. Euro und damit mit einem Wert oberhalb der bisherigen Unternehmensprognose kalkuliert hatten, haben wir in Reaktion auf die starken Q3-Zahlen sowie auf die neue Management-Guidance unsere Umsatzschätzung angehoben und erwarten nun 230,0 Mio. Euro. Da wir die Wachstumsraten für die kommenden Jahre (10,5 Prozent pro Jahr und damit am unteren Rand der Unternehmensprognose) unverändert gelassen haben, ergibt sich daraus eine – erneut – erhöhte Umsatzreihe. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums erwarten wir einen Umsatz von fast 463 Mio. Euro und damit eine Verdopplung gegenüber dem laufenden Jahr (bisher: 455 Mio. Euro). Damit haben wir bewusst darauf verzichtet, die aktuelle konjunkturelle Abkühlung in unserer Schätzung explizit abzubilden. Dies sehen wir dadurch gerechtfertigt, dass MuM über starke Wachstumstreiber verfügt, die weniger konjunktur- als technologiebedingt sind und (bisher) noch keine Schwäche zeigen. Das gilt vor allem für den BIM-Bereich, in dem das Unternehmen eine weiterhin sehr rege Nachfrage verzeichnet. Auch das Geschäft von SOFiSTiK dürfte allein schon aufgrund des enormen Sanierungsbedarfs bei deutschen Straßen- und Eisenbahnbrücken in den nächsten Jahren deutlich aufwärtsgerichtet sein. Bei OpenMind hingegen verschiebt sich der Vertriebsschwerpunkt in konjunkturell schwächeren

Phasen von der Ausstattung neuer Werkzeugmaschinen auf den Ersatz älterer Software auf bestehenden Maschinen, weil die hierdurch ermöglichte Produktivitätssteigerung auch im Abschwung ein zugkräftiges Argument darstellt.

### EBIT-Schätzung unverändert

Etwas angepasst haben wir auch die Aufwandsschätzungen, wobei wir den Materialaufwand und die Abschreibungen angehoben und gleichzeitig die Ansätze für den Personalaufwand sowie für den sonstigen betrieblichen Aufwand reduziert haben. In Summe bleibt es aber bei einer unveränderten EBIT-Schätzung von 26,2 Mio. Euro, mit der wir weiterhin leicht oberhalb der Management-Guidance liegen. Da wir gleichzeitig die Annahmen bezüglich des Finanzergebnisses und des Gewinnanteils der Minderheitsgesellschafter leicht abgesenkt haben, erwarten wir nun einen Gewinn pro Aktie von 0,94 Euro (bisher: 0,92 Euro). Auch die Gewinnschätzungen für die nächsten Jahre haben sich vor allem wegen der höheren Umsatzbasis, aber auch aufgrund der veränderten Kostenschätzungen, leicht erhöht. Das EBIT für das Jahr 2026 erwarten wir nun bei 66,4 Mio. Euro (bisher: 64,5 Mio. Euro) bzw. bei einer Marge von 14,3 Prozent (bisher: 14,2 Prozent). Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der nächsten Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Anschließend arbeiten wir zur Risikoreduktion weiterhin mit einem 15-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarke des detaillierten Prognosezeitraums und setzen auf dieser Basis ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent an. Unverändert geblieben sind auch die anderen Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem WACC-Satz von 6,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen.

| Mio. Euro                         | 12 2019     | 12 2020     | 12 2021     | 12 2022     | 12 2023     | 12 2024     | 12 2025     | 12 2026     |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse                      | 230,0       | 254,2       | 280,8       | 310,3       | 342,9       | 378,9       | 418,7       | 462,7       |
| Umsatzwachstum                    |             | 10,5%       | 10,5%       | 10,5%       | 10,5%       | 10,5%       | 10,5%       | 10,5%       |
| EBIT-Marge                        | 11,4%       | 11,6%       | 12,3%       | 12,9%       | 13,9%       | 14,7%       | 14,3%       | 14,3%       |
| <b>EBIT</b>                       | <b>26,2</b> | <b>29,5</b> | <b>34,4</b> | <b>40,1</b> | <b>47,6</b> | <b>55,6</b> | <b>59,8</b> | <b>66,4</b> |
| Steuersatz                        | 32,0%       | 32,0%       | 32,0%       | 32,0%       | 31,5%       | 31,0%       | 30,5%       | 30,5%       |
| Adaptierte Steuerzahlungen        | 8,4         | 9,4         | 11,0        | 12,8        | 15,0        | 17,2        | 18,2        | 20,2        |
| <b>NOPAT</b>                      | <b>17,8</b> | <b>20,0</b> | <b>23,4</b> | <b>27,3</b> | <b>32,6</b> | <b>38,4</b> | <b>41,5</b> | <b>46,1</b> |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 7,6         | 10,5        | 9,1         | 8,1         | 6,0         | 3,3         | 5,1         | 5,1         |
| + 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>25,5</b> | <b>30,6</b> | <b>32,5</b> | <b>35,4</b> | <b>38,6</b> | <b>41,7</b> | <b>46,7</b> | <b>51,3</b> |
| - Zunahme Net Working Capital     | -1,9        | 0,1         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,2        | -0,3        |
| - Investitionen AV                | -7,7        | -2,3        | -2,4        | -2,5        | -2,7        | -2,8        | -2,9        | -3,1        |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>15,9</b> | <b>28,4</b> | <b>30,1</b> | <b>32,9</b> | <b>35,9</b> | <b>38,8</b> | <b>43,5</b> | <b>47,9</b> |

SMC Schätzmodell

## Kursziel: 38,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 645,7 Mio. Euro bzw. 38,50 Euro je Aktie, was wir als unser neues Kursziel nehmen (bisher: 37,10 Euro). Die Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist den genannten Anhebungen der Schätzungen sowie einem leichten Diskontierungseffekt geschuldet. Auch hat sich die kalkulatorische Aktienzahl durch die Rückkäufe des dritten Quartals leicht reduziert. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,5 und 7,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 29,44 und 57,75 Euro je Aktie.

| Sensitivitätsanalyse | Ewiges Cashflow-Wachstum |       |              |       |       |
|----------------------|--------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|                      | 2,0%                     | 1,5%  | 1,0%         | 0,5%  | 0,0%  |
| 5,5%                 | 57,75                    | 51,95 | 47,44        | 43,85 | 40,91 |
| <b>6,0%</b>          | 50,34                    | 45,99 | 42,52        | 39,68 | 37,32 |
| 6,5%                 | 44,60                    | 41,24 | <b>38,50</b> | 36,22 | 34,29 |
| 7,0%                 | 40,00                    | 37,35 | 35,15        | 33,28 | 31,69 |
| 7,5%                 | 36,25                    | 34,12 | 32,32        | 30,77 | 29,44 |

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat für das dritte Quartal exzellente Zahlen vorgelegt, das Umsatzwachstum weiter auf über 38 Prozent beschleunigt und das Ergebnis um 63 Prozent erhöht. Nach neun Monaten summieren sich die Zuwächse auf 30,5 Prozent beim Umsatz und 37,6 Prozent beim Ergebnis. Noch stärker hat der operative Cashflow zugelegt, der sich um über 80 Prozent auf 20,0 Mio. Euro verbessert hat, wobei ein Teil davon auf die Erstanwendung von IFRS 16 zurückzuführen ist.

Auf der Grundlage dieser starken Zahlen, die vor allem, aber nicht nur, durch die hohe Dynamik im Autodesk-Geschäft, im BIM-Bereich sowie bei der neuen Tochter SOFiSTiK ermöglicht wurden, hat Mensch und Maschine seine Umsatzprognose für 2019 spürbar angehoben und strebt nun einen Wert zwischen 222 und 240 Mio. Euro an. Die Ergebnisspanne wurde hingegen unverändert gelassen, wobei das Management einräumt, dass ein Wert am oberen Ende nun wahrscheinlicher geworden ist.

Auch die Prognose für 2020 und die Folgejahre wurde bestätigt. Damit zeigt sich Mensch und Maschine von

der aktuellen Eintrübung des konjunkturellen Klimas komplett unbeeindruckt. Wo andere Unternehmen verstärkt um die Erreichung ihrer Ziele bangen oder diese sogar reduzieren müssen, kann sich MuM aktuell sogar den Luxus leisten, die diesjährige Umsatz- und Ergebnisrealisierung mit Blick auf die Erwartungsbildung bezüglich der nächsten Jahre bewusst defensiv zu gestalten.

Wir sehen uns deswegen in unserer Einschätzung erneut bestätigt. Sollte sich das wirtschaftliche Umfeld nicht dramatisch und für einen längeren Zeitraum verschlechtern, dürfte MuM die beeindruckende Erfolgsgeschichte der letzten Jahre auch in Zukunft fortsetzen. Dieses Szenario haben wir unseren Schätzungen zugrunde gelegt, wobei wir diese nach den Neunmonatszahlen erneut angehoben haben. Den fairen Wert sehen wir nun bei 38,50 Euro je Aktie, woraus sich für die MuM-Aktie weiteres zweistelliges Kurspotenzial ergibt. Auch die für dieses Jahr zu erwartende Dividendenrendite von aktuell 2,4 Prozent spricht für das Papier, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

| Mio. Euro           | 12 2018      | 12 2019      | 12 2020      | 12 2021      | 12 2022      | 12 2023      | 12 2024      | 12 2025      | 12 2026      |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. AV Summe         | 63,7         | 92,3         | 84,0         | 77,4         | 72,8         | 71,4         | 72,9         | 72,7         | 72,6         |
| 1. Immat. VG        | 42,6         | 54,1         | 52,9         | 51,8         | 50,8         | 49,9         | 49,1         | 48,4         | 47,7         |
| 2. Sachanlagen      | 13,2         | 30,3         | 23,2         | 17,6         | 14,0         | 13,6         | 15,9         | 16,4         | 17,0         |
| II. UV Summe        | 42,4         | 51,3         | 58,5         | 64,6         | 76,8         | 90,8         | 103,1        | 115,3        | 129,4        |
| <b>PASSIVA</b>      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. Eigenkapital     | 51,3         | 74,6         | 78,9         | 84,0         | 90,4         | 99,0         | 108,6        | 116,4        | 125,9        |
| II. Rückstellungen  | 10,4         | 12,0         | 12,6         | 13,2         | 13,8         | 14,4         | 15,0         | 15,6         | 16,2         |
| III. Fremdkapital   |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 1. Langfristiges FK | 20,6         | 24,2         | 18,0         | 11,3         | 9,8          | 9,8          | 9,8          | 9,8          | 9,8          |
| 2. Kurzfristiges FK | 23,8         | 32,8         | 33,1         | 33,5         | 35,6         | 39,0         | 42,5         | 46,2         | 50,0         |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>106,1</b> | <b>143,6</b> | <b>142,6</b> | <b>142,0</b> | <b>149,6</b> | <b>162,2</b> | <b>175,9</b> | <b>188,0</b> | <b>202,0</b> |

## GUV-Prognose

| Mio. Euro             | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse          | 185,4   | 230,0   | 254,2   | 280,8   | 310,3   | 342,9   | 378,9   | 418,7   | 462,7   |
| Rohertrag             | 103,9   | 126,5   | 138,9   | 152,6   | 168,6   | 186,3   | 205,8   | 227,4   | 251,3   |
| EBITDA                | 22,7    | 33,9    | 40,0    | 43,5    | 48,3    | 53,6    | 58,9    | 64,9    | 71,5    |
| EBIT                  | 19,7    | 26,2    | 29,5    | 34,4    | 40,1    | 47,6    | 55,6    | 59,8    | 66,4    |
| EBT                   | 18,2    | 25,5    | 28,5    | 33,8    | 39,8    | 47,3    | 55,5    | 59,7    | 66,3    |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 12,5    | 17,3    | 19,4    | 23,0    | 27,0    | 32,4    | 38,3    | 41,5    | 46,1    |
| JÜ                    | 11,7    | 15,8    | 17,7    | 20,9    | 24,6    | 29,5    | 34,8    | 37,7    | 42,0    |
| EPS                   | 0,71    | 0,94    | 1,05    | 1,25    | 1,47    | 1,76    | 2,08    | 2,25    | 2,50    |

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

| Mio. Euro              | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ            | 15,2    | 23,1    | 30,1    | 32,1    | 35,2    | 38,4    | 41,4    | 46,4    | 50,9    |
| CF aus Investition     | -2,4    | -7,7    | -2,3    | -2,4    | -2,5    | -2,7    | -2,8    | -2,9    | -3,1    |
| CF Finanzierung        | -11,2   | -14,1   | -22,0   | -25,3   | -22,3   | -23,9   | -28,6   | -33,8   | -36,6   |
| Liquidität Jahresanfa. | 7,7     | 9,6     | 10,9    | 16,6    | 21,0    | 31,4    | 43,2    | 53,3    | 63,0    |
| Liquidität Jahresende  | 9,6     | 10,9    | 16,6    | 21,0    | 31,4    | 43,2    | 53,3    | 63,0    | 74,3    |

### Kennzahlen

| Prozent              | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum       | 15,3%   | 24,1%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   |
| Rohertragswachstum   | 9,6%    | 21,7%   | 9,8%    | 9,8%    | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,5%   |
| Rohertragsmarge      | 56,0%   | 55,0%   | 54,7%   | 54,3%   | 54,3%   | 54,3%   | 54,3%   | 54,3%   | 54,3%   |
| EBITDA-Marge         | 12,3%   | 14,7%   | 15,7%   | 15,5%   | 15,5%   | 15,6%   | 15,6%   | 15,5%   | 15,5%   |
| EBIT-Marge           | 10,6%   | 11,4%   | 11,6%   | 12,3%   | 12,9%   | 13,9%   | 14,7%   | 14,3%   | 14,3%   |
| EBT-Marge            | 9,8%    | 11,1%   | 11,2%   | 12,0%   | 12,8%   | 13,8%   | 14,6%   | 14,3%   | 14,3%   |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 6,3%    | 6,8%    | 7,0%    | 7,4%    | 7,9%    | 8,6%    | 9,2%    | 9,0%    | 9,1%    |

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 23.10.2019 um 14:50 Uhr fertiggestellt und am 23.10.2019 um 15:15 Uhr veröffentlicht.

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

|                 |  |
|-----------------|--|
| Strong Buy      | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.   |
| Buy             | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.  |
| Speculative Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.  |
| Hold            | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen. |
| Sell            | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.  |

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

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

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

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

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

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

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

| Datum      | Anlageempfehlung | Kursziel   | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 06.08.2019 | Buy              | 37,10 Euro | 1), 3)              |
| 02.05.2019 | Hold             | 35,80 Euro | 1), 3), 4)          |
| 19.02.2019 | Buy              | 35,00 Euro | 1), 3), 4)          |
| 17.12.2018 | Buy              | 33,70 Euro | 1), 3), 4)          |
| 23.10.2018 | Buy              | 31,30 Euro | 1), 3)              |
| 30.07.2018 | Buy              | 30,80 Euro | 1), 3), 4)          |
| 24.04.2018 | Buy              | 26,70 Euro | 1), 3)              |
| 19.02.2018 | Buy              | 25,90 Euro | 1), 3), 4)          |
| 26.10.2017 | Hold             | 21,80 Euro | 1), 3), 4)          |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei 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.