

22. April 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# Mensch und Maschine Software SE

## Q1 mit neuen Rekorden

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 57,00 € | Kursziel: 71,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

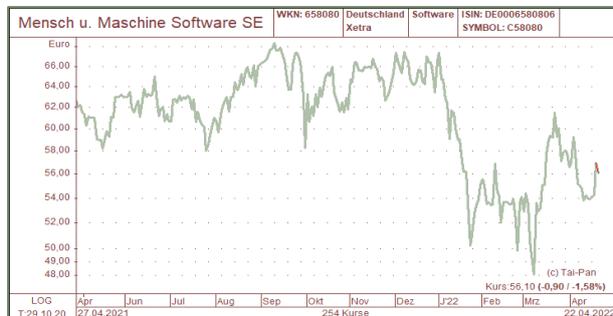
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

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

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

|                                |                       |
|--------------------------------|-----------------------|
| <b>Sitz:</b>                   | Weßling               |
| <b>Branche:</b>                | CAD/CAM-Software      |
| <b>Mitarbeiter:</b>            | 979                   |
| <b>Rechnungslegung:</b>        | IFRS                  |
| <b>ISIN:</b>                   | DE0006580806          |
| <b>Ticker:</b>                 | MUM:GR                |
| <b>Kurs:</b>                   | 57,0 Euro             |
| <b>Marktsegment:</b>           | Scale / m:access      |
| <b>Aktienanzahl:</b>           | 17,2 Mio. Stück       |
| <b>Market-Cap:</b>             | 977,5 Mio. Euro       |
| <b>Enterprise Value:</b>       | 1.049 Mio. Euro       |
| <b>Free Float:</b>             | 45,5%                 |
| <b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>   | 69,20 / 47,00 Euro    |
| <b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b> | 385,5 Tsd. Euro / Tag |

Anscheinend ungestört von der unsicheren gesamtwirtschaftlichen Situation hat Mensch und Maschine im ersten Quartal den Erfolgskurs der letzten Jahre fortgesetzt und neue Rekorde bei Umsatz, Ergebnis und den Margen gemeldet. Auf der Grundlage eines Umsatzwachstums um 18 Prozent (auf 85,4 Mio. Euro) wurde das EBIT um 20 Prozent auf 13,4 Mio. Euro erhöht, womit die EBIT-Marge auf 15,7 Prozent geklettert ist. Der Quartalsgewinn legte sogar um fast 25 Prozent auf 8,3 Mio. Euro zu. Mit diesen Zahlen bewegt sich MuM nach eigener Aussage derzeit eher am oberen Ende der Planung, die für das Gesamtjahr ein Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent auf 150 bis 155 Mio. Euro und eine erneut überproportionale Gewinnzunahme um 14 bis 19 Prozent auf 144 bis 150 Cent je Aktie vorsieht. Allerdings hat das Unternehmen diese Prognose nun unter den expliziten Vorbehalt gestellt, dass es zu keiner globalen Eskalation des Konflikts in der Ukraine kommt, der bislang für das Unternehmen ohne nennenswerte geschäftliche Folgen geblieben ist. Wir haben das Risiko, das sich aus der russischen Aggression auch für MuM noch ergeben könnte, bisher zum Anlass genommen, unsere Schätzungen am unteren Ende der Guidance zu platzieren, und halten an diesem etwas vorsichtigeren Ansatz weiter fest.

| GJ-Ende: 31.12.    | 2019  | 2020  | 2021  | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 245,9 | 244,0 | 266,2 | 290,1 | 316,2 | 347,8 |
| EBIT (Mio. Euro)   | 27,2  | 31,0  | 34,7  | 39,9  | 45,8  | 54,0  |
| Jahresüberschuss   | 16,7  | 18,7  | 21,3  | 24,4  | 27,9  | 32,8  |
| EpS                | 0,99  | 1,11  | 1,26  | 1,44  | 1,65  | 1,93  |
| Dividende je Aktie | 0,85  | 1,00  | 1,20  | 1,35  | 1,55  | 1,80  |
| Umsatzwachstum     | 32,7% | -0,8% | 9,1%  | 9,0%  | 9,0%  | 10,0% |
| Gewinnwachstum     | 42,6% | 12,3% | 13,9% | 14,5% | 14,6% | 17,3% |
| KUV                | 3,93  | 3,96  | 3,63  | 3,33  | 3,06  | 2,78  |
| KGV                | 58,0  | 51,7  | 45,4  | 39,6  | 34,6  | 29,5  |
| KCF                | 36,7  | 28,7  | 26,0  | 26,5  | 23,7  | 20,7  |
| EV / EBIT          | 38,2  | 33,4  | 29,9  | 26,0  | 22,6  | 19,2  |
| Dividendenrendite  | 1,5%  | 1,8%  | 2,1%  | 2,4%  | 2,7%  | 3,2%  |

## Starkes Wachstum in Q1

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal 85,4 Mio. Euro umgesetzt und ist damit gegenüber dem Vorjahr um 18 Prozent gewachsen. Gleichzeitig wurde damit auch ein neuer Quartalsrekord erzielt, der bisherige stammte aus dem ersten Quartal 2020 und belief sich auf 78,6 Mio. Euro. Heruntergebrochen auf die beiden Segmente war die Dynamik im Systemhaus mit +21 Prozent auf 60,7 Mio. Euro etwas stärker, doch auch im Softwaregeschäft wurde mit 12 Prozent (auf 24,7 Mio. Euro) ein zweistelliges Wachstum erreicht. Auf Nachfrage berichtet das Unternehmen von einer besonders starken Dynamik im CAM-Geschäft sowie im Handel mit Autodesk-Lizenzen, während sich die Bereiche BIM (im Software-Segment) und Dienstleistungen, die letztes Jahr besonders stark waren, nun aufgrund der höheren Vergleichsbasis bzw. wegen eines höheren Krankenstandes (aufgrund der Omikron-Welle) diesmal etwas verhaltener entwickelt haben.

## Schwächere Rohmarge im Systemhaus

Der starke Anstieg der Handelsumsätze mit der Autodesk-Software und die relative Schwäche im Dienstleistungsgeschäft haben sich in einer von 33,8 Prozent im Vorjahr auf 31,9 Prozent gesunkenen Rohmarge im Systemhaus niedergeschlagen. Auch die Konzernrohmarginen hat sich infolgedessen (und wegen der leichten Umsatzverschiebung in Richtung Systemhaus) im Vorjahresvergleich um 1,9 Prozentpunkte auf 49,0 Prozent ermäßigt, während die Software-Sparte ihre Marge um 1,4 Prozentpunkte verbessert hat. Insgesamt konnten aber beide Segmente den Rohertrag steigern, und zwar im Gleichschritt um jeweils fast 14 Prozent, so dass auch der Konzernrohertrag mit diesem Tempo auf 41,9 Mio. Euro gewachsen ist.

## Personalaufwandsquote weiter gesunken

Nur etwa halb so stark (7 Prozent auf 23,1 Mio. Euro) hat der Personalaufwand zugelegt, worin sich die um 5 Prozent erhöhte Mitarbeiterzahl (Vollzeitäquivalente) widerspiegelt. Eine bereits spürbare Beschleunigung des Lohnwachstums verneint das Unternehmen auf Nachfrage, sieht sich aber mit dem flexiblen Kos-

tenmanagement, welches sich bereits in der schwierigen Pandemiephase bewährt hat, auch für eine mögliche Herausforderung dieser Art gut gewappnet. Ebenfalls deutlich schwächer als der Umsatz, nämlich nur um 2 Prozent auf 2,4 Mio. Euro, haben die Abschreibungen zugelegt, während sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach den Corona-bedingten Rückgängen nun etwas normalisiert haben und mit 29 Prozent (auf 3,8 Mio. Euro) überdurchschnittlich gestiegen sind.

| Geschäftszahlen    | Q1 2021 | Q1 2022 | Änderung |
|--------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz             | 72,34   | 85,41   | +18,1%   |
| Systemhaus         | 50,31   | 60,73   | +20,7%   |
| Software           | 22,03   | 24,68   | +12,0%   |
| Rohertrag          | 36,77   | 41,85   | +13,8%   |
| Systemhaus         | 16,99   | 19,35   | +13,9%   |
| Software           | 19,78   | 22,51   | +13,8%   |
| Rohmarge           | 50,8%   | 49,0%   |          |
| EBIT               | 11,16   | 13,38   | +19,9%   |
| Systemhaus         | 4,74    | 5,73    | +20,9%   |
| Software           | 6,42    | 7,66    | +19,2%   |
| EBIT-Marge         | 15,4%   | 15,7%   |          |
| Systemhaus         | 9,4%    | 9,4%    |          |
| Software           | 29,1%   | 31,0%   |          |
| EBT                | 10,86   | 13,20   | +21,6%   |
| EBT-Marge          | 15,0%   | 15,5%   |          |
| Periodenüberschuss | 6,68    | 8,34    | +24,8%   |
| Netto-Marge        | 9,2%    | 9,8%    |          |
| Free-Cashflow      | 13,00   | 10,85   | -16,5%   |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT steigt um 20 Prozent

Insgesamt blieb das Kostenwachstum aber einmal mehr deutlich hinter dem Anstieg des Rohertrages, so dass MuM auch für das erste Quartal wieder neue Gewinnrekorde vermelden konnte. Das EBIT erhöhte sich um 20 Prozent auf 13,4 Mio. Euro, wobei der Zuwachs im Systemhaus mit 20,9 Prozent sogar etwas stärker ausgefallen ist als im Software-Segment. Gleichwohl konnte das letztere seine Profitabilität

weiter deutlich verbessern und mit einer EBIT-Marge von 31,0 Prozent erstmalig die 30-Prozent-Marke überschreiten. Im Systemhaus blieb die EBIT-Marge hingegen mit 9,4 Prozent auf Vorjahresniveau, so dass sich die Konzern-EBIT-Marge auf 15,7 Prozent und damit auf einen neuen Bestwert (bisher: 15,4 Prozent) erhöhte.

### Geringere Minderheitsanteile

Bei einem von -0,3 Mio. Euro auf unter -0,2 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis hat sich der Vorsteuergewinn um 22 Prozent auf 13,2 Mio. Euro erhöht. Da gleichzeitig die Minderheitsanteile am Konzerngewinn konstant geblieben sind, ist der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen sogar noch stärker, um fast 25 Prozent, auf 8,3 Mio. Euro gestiegen.

### Cashflow schwächer, aber weiter sehr gut

Trotz des Gewinnanstiegs ist der operative Cashflow mit 11,7 Mio. Euro diesmal unter dem Vorjahreswert geblieben. Allerdings war jener auch außerordentlich stark ausgefallen. Die wichtigste Änderung betrifft den Aufbau des Nettoumlaufvermögens, der in Q1 2021 nahezu zum Stillstand gekommen war, während diesmal vor allem ein stärkerer Forderungs- und Vorratsaufbau den Cashflow-Saldo mit 6,7 Mio. Euro belastete. Einen deutlich geringeren Liquiditätsabfluss gab es hingegen für Investitionszwecke (-0,8 Mio. Euro nach -3,6 Mio. Euro). Hier hatte im Vorjahr der Kauf des langjährigen OpenMind-Vertriebspartners in der Benelux-Region für einen Anstieg gesorgt, der sich im Berichtsquartal nicht wiederholte. Der Free-Cashflow des ersten Quartals summierte sich somit auf 10,9 Mio. Euro, nach 13,0 Mio. Euro im Vorjahr.

### Umfangreiche Aktienrückkäufe

Einen sehr deutlichen Mittelabfluss weist schließlich der Quartalsabschluss im Finanzierungs-Cashflow aus. Neben den üblichen Positionen wie Tilgungen und Zins- sowie Leasingzahlungen war diesmal vor allem der Rückkauf eigener Aktien im Wert von 7,9 Mio. Euro für einen negativen Saldo von 10,5 Mio. Euro verantwortlich. Der Aktienkauf, mit dem MuM,

wie schon oft in der Vergangenheit, die Marktschwäche ausnutzte, umfasste 151 Tsd. Aktien zum Durchschnittspreis von 52,29 Euro, mit denen sich der Bestand an eigenen Aktien zum 31. März auf 2,0 Prozent des Grundkapitals erhöhte. Diese Aktien kann das Unternehmen für die Bedienung der Dividendenansprüche derjenigen Aktionäre nutzen, die für die Aktiendividende optieren.

### Eigenkapitalquote leicht gesunken

Durch die umfangreichen Aktienkäufe blieb die bilanzielle Liquidität im ersten Quartal in Summe nahezu unverändert bei 20,3 Mio. Euro. Da die eigenen Aktien vom Eigenkapital abgezogen werden, konnte auch dieses trotz des hohen Quartalgewinns nur geringfügig auf 93,8 Mio. Euro gesteigert werden, so dass sich die Eigenkapitalquote gegenüber dem Jahreswechsel um 2,2 Prozentpunkte auf 55,5 Prozent reduzierte. Gegenüber dem Vorjahr wurde der Anstieg mit einem Plus von 3 Prozentpunkten aber fortgesetzt.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Q1-Zahlen hat MuM die Prognose für das laufende Jahr bestätigt. Im Durchschnitt der Jahre 2022 und 2023 wird weiterhin ein Umsatz- und Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent p.a. angestrebt, auf dessen Basis das EBIT um 14 bis 20 Prozent, und damit erneut klar überproportional, gesteigert werden soll. Für das geplante EpS-Wachstum nennt MuM für das laufende Jahr eine Spanne um 18 bis 24 Cent auf 144 bis 150 Cent und will auf dieser Grundlage die Dividende erneut um 15 bis 20 Cent je Aktie erhöhen. Für 2023 traut sich das Management sogar Zuwächse von 20 bis 30 Cent je Aktie beim Ergebnis und 15 bis 25 Cent je Aktie bei der Dividende zu. Obwohl sich MuM nach eigener Aussage nach dem starken Jahresauftakt derzeit eher am oberen Ende der Planung bewegt, hat das Unternehmen die Guidance um den expliziten Hinweis ergänzt, dass eine globale Eskalation infolge der russischen Aggression in der Ukraine die Zielerreichung gefährden könnte. Noch verspürt MuM aber keinerlei negative Auswirkungen des Konflikts auf die eigene Geschäftsentwicklung.

| Mio. Euro                         | 12 2022     | 12 2023     | 12 2024     | 12 2025     | 12 2026     | 12 2027     | 12 2028     | 12 2029      |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Umsatzerlöse                      | 290,1       | 316,2       | 347,8       | 382,6       | 420,9       | 463,0       | 509,3       | 560,2        |
| Umsatzwachstum                    |             | 9,0%        | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%        |
| EBIT-Marge                        | 13,7%       | 14,5%       | 15,5%       | 16,3%       | 17,1%       | 17,9%       | 18,6%       | 19,3%        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>39,9</b> | <b>45,8</b> | <b>54,0</b> | <b>62,4</b> | <b>72,0</b> | <b>82,7</b> | <b>94,8</b> | <b>108,4</b> |
| Steuersatz                        | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%        |
| Adaptierte Steuerzahlungen        | 12,2        | 14,0        | 16,5        | 19,0        | 22,0        | 25,2        | 28,9        | 33,1         |
| <b>NOPAT</b>                      | <b>27,7</b> | <b>31,9</b> | <b>37,5</b> | <b>43,4</b> | <b>50,0</b> | <b>57,5</b> | <b>65,9</b> | <b>75,3</b>  |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 4,2         | 4,5         | 4,7         | 4,8         | 4,8         | 4,9         | 4,9         | 4,8          |
| + 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>31,9</b> | <b>36,4</b> | <b>42,2</b> | <b>48,2</b> | <b>54,9</b> | <b>62,3</b> | <b>70,8</b> | <b>80,2</b>  |
| - Zunahme Net Working Capital     | -0,7        | -0,8        | -0,9        | -1,0        | -1,1        | -1,2        | -1,3        | -1,5         |
| - Investitionen AV                | -4,7        | -4,6        | -4,6        | -4,5        | -4,5        | -4,4        | -4,4        | -4,3         |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>26,5</b> | <b>31,0</b> | <b>36,8</b> | <b>42,7</b> | <b>49,3</b> | <b>56,7</b> | <b>65,0</b> | <b>74,4</b>  |

## Schätzungen unverändert

Da sowohl das erste Quartal als auch die bestätigte Prognose im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Schätzungen ebenfalls unverändert gelassen. Demnach kalkulieren wir für dieses Jahr mit einem Rohertragswachstum um 9 Prozent auf 150,9 Mio. Euro. Für die nächsten zwei Jahre unterstellen wir eine leichte Beschleunigung auf 10 resp. 11 Prozent, anschließend rechnen wir mit einer konstanten Wachstumsrate von 10,5 Prozent. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 resultiert daraus die Umsatzerwartung von 560 Mio. Euro und auf dieser Basis ein Rohertrag von 303 Mio. Euro.

## Stetiger Margenanstieg

Auch die Gewinnsschätzungen sind gleich geblieben. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem EBIT von 39,9 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 13,7 Prozent, sowie mit einem Nettoergebnis von 24,4 Mio. Euro bzw. 1,44 Euro je Aktie. Damit bewegen wir uns weiterhin am unteren Ende der Unternehmens-Guidance, was nach dem starken Q1 möglicherweise etwas vorsichtig anmutet, wir aber vor dem

Hintergrund der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Risiken (noch) für angemessen halten. Wie bisher, gehen wir darüber hinaus davon aus, dass MuM die beachtlichen Profitabilitätsfortschritte der letzten Jahre auch in Zukunft wird fortsetzen können und unterstellen eine schrittweise Verbesserung der EBIT-Marge bis auf 19,3 Prozent am Ende des detaillierten Prognosezeitraums. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem zehnprozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

## Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapi-

talkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisiko-prämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 7,7 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 37,5 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 5,8 Prozent.

## Kursziel: 71,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.210 Mio. Euro bzw. 71,32 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 71,00 Euro ableiten. Unverändert gelassen haben wir auch die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter zwei von sechs möglichen Punkten.

## Fazit

---

Mensch und Maschine ist gut in das laufende Jahr gestartet und konnte neue Rekorde bei Umsatz und Ergebnis vermelden. Die Erlöse erhöhten sich um 18 Prozent auf 85,4 Mio. Euro, das EBIT legte um 20 Prozent auf 13,4 Mio. Euro und der Quartalsgewinn nach Steuern und Minderheiten stieg sogar um ein Viertel auf 8,3 Mio. Euro. Die EBIT-Marge erreichte damit den neuen Quartalsrekord von 15,7 Prozent, im Softwaresegment lag sie mit 31 Prozent sogar erstmals über der Grenze von 30 Prozent.

Das Unternehmen befindet sich damit auf einem guten Weg, um die eigenen Ziele für das laufende Jahr zu erreichen. Dementsprechend wurde die eigene Prognose bestätigt, die von einem Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent auf 150 bis 155 Mio. Euro und einer erneut überproportionalen Gewinnzunahme um 14 bis 19 Prozent auf 144 bis 150 Cent je Aktie ausgeht.

Auch wir haben unsere Schätzungen unverändert gelassen und kalkulieren weiterhin mit Werten am unteren Ende der Management-Guidance, obwohl sich MuM nach eigener Aussage derzeit noch eher im oberen Bereich der Planung bewegt. Mit dem etwas vorsichtigeren Ansatz tragen wir den erhöhten gesamtwirtschaftlichen Risiken (Krieg in der Ukraine, Inflation) Rechnung. Auf Nachfrage berichtet MuM zwar, derzeit noch keine nennenswerten negativen Effekte der Ereignisse zu spüren sind, stellt aber die eigenen Ziele unter die Bedingung, dass es zu keiner weiteren Eskalation des Konflikts kommt.

Auf der Grundlage der unveränderten Schätzungen bestätigen wir auch unser Kursziel von 71,00 Euro sowie das bisherige Urteil „Strong Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

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

## Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Marginsteigerungspotenzial, was bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen sollte.
- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

## Schwächen

- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen.
- 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.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

## Risiken

- Eine Eskalation des Ukraine-Krieges könnte den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Marginsteigerung ist auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.
- Die aktuelle Bewertung spiegelt die Erwartung des dynamischen Gewinnwachstums wider. Eine Enttäuschung dieser Erwartung könnte zu deutlichen Kurseinbußen führen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

| Mio. Euro           | 2021 Ist     | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | 2028e        | 2029e        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. AV Summe         | 100,4        | 100,9        | 101,0        | 100,9        | 100,6        | 100,2        | 99,8         | 99,3         | 98,8         |
| 1. Immat. VG        | 65,2         | 64,6         | 64,0         | 63,5         | 62,9         | 62,4         | 61,9         | 61,4         | 60,9         |
| 2. Sachanlagen      | 33,8         | 34,9         | 35,6         | 36,0         | 36,3         | 36,5         | 36,6         | 36,6         | 36,5         |
| II. UV Summe        | 60,4         | 65,2         | 71,1         | 79,2         | 88,5         | 99,4         | 112,1        | 126,6        | 143,3        |
| <b>PASSIVA</b>      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. Eigenkapital     | 92,8         | 100,0        | 106,6        | 115,0        | 124,6        | 135,5        | 148,0        | 162,3        | 178,5        |
| II. Rückstellungen  | 12,9         | 13,0         | 13,1         | 13,2         | 13,3         | 13,4         | 13,5         | 13,6         | 13,7         |
| III. Fremdkapital   |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 1. Langfristiges FK | 20,2         | 18,6         | 18,6         | 18,6         | 18,6         | 18,6         | 18,6         | 18,6         | 18,6         |
| 2. Kurzfristiges FK | 34,9         | 34,5         | 33,9         | 33,2         | 32,7         | 32,2         | 31,8         | 31,5         | 31,3         |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>160,8</b> | <b>166,1</b> | <b>172,1</b> | <b>180,0</b> | <b>189,1</b> | <b>199,7</b> | <b>211,9</b> | <b>226,0</b> | <b>242,1</b> |

### GUV-Prognose

| Mio. Euro             | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse          | 266,2    | 290,1 | 316,2 | 347,8 | 382,6 | 420,9 | 463,0 | 509,3 | 560,2 |
| Rohertrag             | 138,4    | 150,9 | 166,0 | 184,2 | 203,5 | 224,9 | 248,4 | 274,4 | 303,2 |
| EBITDA                | 44,4     | 49,6  | 55,8  | 64,2  | 72,7  | 82,3  | 93,1  | 105,2 | 118,7 |
| EBIT                  | 34,7     | 39,9  | 45,8  | 54,0  | 62,4  | 72,0  | 82,7  | 94,8  | 108,4 |
| EBT                   | 33,8     | 39,5  | 45,5  | 53,7  | 62,1  | 71,7  | 82,5  | 94,6  | 108,2 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 23,9     | 27,4  | 31,6  | 37,3  | 43,2  | 49,8  | 57,3  | 65,8  | 75,2  |
| JÜ                    | 21,3     | 24,4  | 27,9  | 32,8  | 37,7  | 43,2  | 49,4  | 56,3  | 64,0  |
| EPS                   | 1,26     | 1,44  | 1,65  | 1,93  | 2,22  | 2,55  | 2,91  | 3,32  | 3,77  |

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

| Mio. Euro              | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ            | 37,2     | 36,5  | 40,8  | 46,6  | 52,5  | 59,1  | 66,5  | 74,8  | 84,1  |
| CF aus Investition     | -8,3     | -4,7  | -4,6  | -4,6  | -4,5  | -4,5  | -4,4  | -4,4  | -4,3  |
| CF Finanzierung        | -25,0    | -29,7 | -32,9 | -36,7 | -41,5 | -46,7 | -52,6 | -59,3 | -66,8 |
| Liquidität Jahresanfa. | 16,0     | 20,3  | 22,4  | 25,8  | 31,2  | 37,7  | 45,6  | 55,0  | 66,1  |
| Liquidität Jahresende  | 20,3     | 22,4  | 25,8  | 31,2  | 37,7  | 45,6  | 55,0  | 66,1  | 79,1  |

### Kennzahlen

| Prozent              | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum       | 9,1%     | 9,0%  | 9,0%  | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Rohertragswachstum   | 8,2%     | 9,0%  | 10,0% | 11,0% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% |
| Rohertragsmarge      | 52,0%    | 52,0% | 52,5% | 53,0% | 53,2% | 53,4% | 53,7% | 53,9% | 54,1% |
| EBITDA-Marge         | 16,7%    | 17,1% | 17,7% | 18,5% | 19,0% | 19,6% | 20,1% | 20,6% | 21,2% |
| EBIT-Marge           | 13,0%    | 13,7% | 14,5% | 15,5% | 16,3% | 17,1% | 17,9% | 18,6% | 19,3% |
| EBT-Marge            | 12,7%    | 13,6% | 14,4% | 15,4% | 16,2% | 17,0% | 17,8% | 18,6% | 19,3% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 8,0%     | 8,4%  | 8,8%  | 9,4%  | 9,8%  | 10,3% | 10,7% | 11,1% | 11,4% |

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum |        |       |       |       |
|------|--------------------------|--------|-------|-------|-------|
|      | 2,0%                     | 1,5%   | 1,0%  | 0,5%  | 0,0%  |
| 4,8% | 117,61                   | 102,55 | 91,46 | 82,95 | 76,22 |
| 5,3% | 99,10                    | 88,41  | 80,21 | 73,72 | 68,45 |
| 5,8% | 85,48                    | 77,58  | 71,32 | 66,24 | 62,04 |
| 6,3% | 75,04                    | 69,01  | 64,11 | 60,06 | 56,65 |
| 6,8% | 66,79                    | 62,07  | 58,17 | 54,88 | 52,08 |

# 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 22.04.2022 um 12:45 Uhr fertiggestellt und am 22.04.2022 um 13:15 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/impresum/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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 23.03.2022 | Strong Buy       | 71,00 Euro | 1), 3), 4)          |
| 11.02.2022 | Strong Buy       | 73,40 Euro | 1), 3)              |
| 25.10.2021 | Strong Buy       | 70,00 Euro | 1), 3), 4)          |
| 05.08.2021 | Strong Buy       | 68,00 Euro | 1), 3), 4)          |
| 23.04.2021 | Hold             | 63,70 Euro | 1), 3)              |
| 16.03.2021 | Strong Buy       | 63,40 Euro | 1), 3)              |
| 12.02.2021 | Hold             | 62,70 Euro | 1), 3), 4)          |
| 22.10.2020 | Hold             | 52,30 Euro | 1), 3), 4)          |
| 18.09.2020 | Buy              | 52,20 Euro | 1), 3), 4)          |
| 24.07.2020 | Hold             | 50,50 Euro | 1), 3)              |
| 22.04.2020 | Buy              | 50,00 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.