

27. Juli 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

## Umsatz- und Ergebnisdynamik unverändert stark

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 49,90 € | Kursziel: 65,00 € (zuvor: 71,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

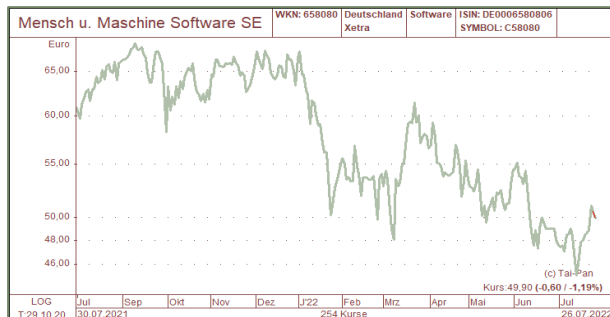
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

**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>	1.025
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	49,90 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	855,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	941,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	45,1%
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	69,20 / 44,80 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	419,1 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat im ersten Halbjahr den Erfolgskurs der letzten Jahre nahtlos fortgesetzt: Der Halbjahresumsatz wurde um 15 Prozent auf 156,6 Mio. Euro gesteigert, was einmal mehr in eine überproportionale Erhöhung sämtlicher Ergebniskennzahlen umgemünzt werden konnte. Das EBIT erhöhte sich um fast 23 Prozent auf 22,7 Mio. Euro, das Vorsteuerergebnis stieg im Gleichschritt dazu auf 22,3 Mio. Euro und der Halbjahresgewinn nach Steuern und Minderheiten legte sogar um 28 Prozent auf 14,3 Mio. Euro zu. Auf dieser Basis hat das Unternehmen seine Prognose für das Gesamtjahr bestätigt und strebt weiterhin ein Wachstum des Gewinns je Aktie um 14 bis 19 Prozent auf 144 bis 150 Cent an, auf dessen Basis die Dividende um 15 bis 20 Cent auf 135 bis 140 Cent je Aktie angehoben werden soll. Mit einem einschränkenden Verweis auf eine mögliche weitere Eskalation des Ukraine Konflikts sieht sich MuM derzeit sogar auf einem guten Kurs, um den oberen Rand des Zielkorridors zu erreichen. Da wir bisher eher Werte am unteren Ende unterstellt hatten, haben wir unsere Schätzungen nun angehoben, was aber im Hinblick auf den fairen Wert durch die gleichzeitige Anpassung der Modellrahmendaten an das veränderte Zinsumfeld mehr als aufgewogen wurde.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	245,9	244,0	266,2	295,4	319,1	351,0
EBIT (Mio. Euro)	27,2	31,0	34,7	41,0	46,6	54,0
Jahresüberschuss	16,7	18,7	21,3	25,1	28,1	32,7
EpS	0,99	1,11	1,26	1,49	1,67	1,94
Dividende je Aktie	0,85	1,00	1,20	1,40	1,60	1,81
Umsatzwachstum	32,7%	-0,8%	9,1%	11,0%	8,0%	10,0%
Gewinnwachstum	42,6%	12,3%	13,9%	17,9%	12,1%	16,1%
KUV	3,41	3,44	3,15	2,84	2,63	2,39
KGV	50,4	44,9	39,4	33,4	29,8	25,7
KCF	31,9	24,9	22,5	22,5	20,5	18,1
EV / EBIT	34,0	29,8	26,6	22,6	19,8	17,1
Dividendenrendite	1,7%	2,0%	2,4%	2,8%	3,2%	3,6%

## Umsatz wächst um 15 Prozent

Nach dem starken Jahresauftakt ist Mensch und Maschine auch im zweiten Quartal zweistellig gewachsen und hat den Umsatz um 12 Prozent auf 71,2 Mio. Euro gesteigert. Für das erste Halbjahr ergibt sich daraus ein Umsatzwachstum um 15 Prozent auf 156,6 Mio. Euro. Die Dynamik war in beiden Segmenten gleich stark mit jeweils rund 15 Prozent. Für das Software-Segment berichtet MuM vor allem von starken Zuwächsen im CAM- und, noch auf einem niedrigen Niveau, im CAE-Geschäft, während das Systemhaus vom starken Wachstum im Bestandsgeschäft mit Autodesk-Mietverträgen (insb. Verlängerung von Dreijahresverträgen) profitierte. Demgegenüber war die Entwicklung der 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, der im gesamten ersten Halbjahr zu beobachten gewesen ist, diesmal ruhiger.

## Stabile Rohmarge

Der starke Anstieg der Handelsumsätze mit der Autodesk-Software und die relative Schwäche im Dienstleistungsgeschäft haben sich in einer von 33,7 Prozent im Vorjahr auf 33,0 Prozent leicht niedrigeren Rohmarge im Systemhaus niedergeschlagen. Demgegenüber führte die in Richtung CAM leicht veränderte Umsatzzusammensetzung im Softwaresegment zum Anstieg der dortigen Rohmarge von 90,2 auf 91,1 Prozent, woraus auf Konzernebene ein fast unveränderter Wert von 51,1 Prozent resultierte (Vorjahr: 51,3 Prozent). In absoluten Zahlen legte der Halbjahresrohertrag um 14,6 Prozent auf 80,0 Mio. Euro zu, wobei der Anstieg im Softwaresegment mit fast 16 Prozent etwas überproportional ausfiel.

## Moderates Kostenwachstum

Einmal mehr wurde das Wachstum des Rohertrages von einem deutlich unterproportionalen Kostenanstieg begleitet. Zwar haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach den Corona-bedingten Rückgängen der Vorjahre etwas normalisiert, so dass, nicht zuletzt aufgrund der wieder stattfindenden

Präsenzveranstaltungen im Marketingbereich, mit 27 Prozent (auf 8,2 Mio. Euro) ein überdurchschnittlicher Anstieg verzeichnet wurde, doch der Personalaufwand, die mit Abstand wichtigste Kostenart, erhöhte sich mit 8,3 Prozent (auf 46,3 Mio. Euro) deutlich geringer als der Rohertrag. In dem Anstieg spiegelt sich vor allem die um knapp 6 Prozent auf 1.025 Vollzeitäquivalente erhöhte Mitarbeiterzahl wider, während die vielerorts befürchtete spürbare Beschleunigung des Lohnwachstums bei MuM derzeit noch nicht zu beobachten ist. Einen margenerhöhenden Effekt hatte auch der nur moderate Anstieg der Abschreibungen, die sich um lediglich 5 Prozent auf 4,9 Mio. Euro erhöhten.

Geschäftszahlen	HJ 2021	HJ 2022	Änderung
Umsatz	136,07	156,59	+15,1%
<i>Systemhaus</i>	93,60	107,82	+15,2%
<i>Software</i>	42,47	48,77	+14,8%
Rohertrag	69,83	80,03	+14,6%
<i>Systemhaus</i>	31,51	35,61	+13,0%
<i>Software</i>	38,32	44,43	+15,9%
Rohmarge	51,3%	51,1%	
EBIT	18,51	22,70	+22,6%
<i>Systemhaus</i>	6,90	8,97	+30,0%
<i>Software</i>	11,61	13,73	+18,2%
EBIT-Marge	13,6%	14,5%	
<i>Systemhaus</i>	7,4%	8,3%	
<i>Software</i>	27,3%	28,2%	
EBT	18,09	22,27	+23,1%
EBT-Marge	13,3%	14,2%	
Nettoergebnis	11,18	14,34	+28,2%
Netto-Marge	8,2%	9,2%	
Free-Cashflow	18,21	22,09	+21,3%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT steigt um 23 Prozent

Ergebnisseitig hat sich die Entwicklung in deutlich überproportionalen Gewinnzuwächsen niedergeschlagen. Konkret erhöhte sich das EBIT um fast 23 Prozent auf den neuen Halbjahresrekord von 22,7 Mio.

Euro, wovon 13,7 Mio. Euro (Marge: 28,2 Prozent) vom Softwaresegment und 9,0 Mio. Euro (Marge: 8,3 Prozent) vom Systemhaus beigesteuert wurden. Somit konnte die EBIT-Marge in beiden Segmenten weiter verbessert werden: Im Software-Segment legte sie um 0,8 Prozentpunkte auf 28,2 Prozent zu, während im Systemhaus eine Verbesserung um 0,9 Prozentpunkte auf 8,3 Prozent erzielt wurde. Die Konzern-EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen auf 14,5 Prozent (Vorjahr: 13,6 Prozent).

### Nettomarge über 9 Prozent

Bei einem weitgehend unveränderten Finanzergebnis von -0,4 Mio. Euro hat sich der Vorsteuergewinn in etwa im Gleichschritt mit dem EBIT auf 22,3 Mio. Euro erhöht. Da sich gleichzeitig die Minderheitsanteile am Konzerngewinn auf 1,4 Mio. Euro leicht reduziert haben, ist der Halbjahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen sogar um mehr als 28 Prozent gestiegen. Mit 14,3 Mio. Euro wurde somit im ersten Halbjahr eine Nettomarge von 9,2 Prozent erwirtschaftet.

### Free-Cashflow mit neuem Rekord

Getragen vom Gewinnanstieg hat sich auch der operative Cashflow um knapp 6 Prozent auf 24,5 Mio. Euro erhöht, womit der bisherige Rekordwert aus dem ersten Halbjahr 2020 übertroffen wurde. MuM hat somit 15,7 Prozent der Halbjahresumsätze als operativen Cash-Überschuss ausweisen können und ist damit zum vierten Mal in Folge (auf Halbjahresbasis) im zweistelligen Bereich geblieben. Nach Abflüssen in Höhe von 2,4 Mio. Euro für Investitionszwecke, die sich somit gegenüber dem Vorjahreszeitraum, in dem der Kauf des langjährigen OpenMind-Vertriebspartners in der Benelux-Region für einen Anstieg gesorgt hatte, halbiert haben, betrug der Free-Cashflow 22,1 Mio. Euro – über 21 Prozent mehr als vor einem Jahr. Deutlich größere Bewegungen gab es diesmal im Finanzierungs-Cashflow, wo u.a. Dividendenzahlungen (21,5 Mio. Euro) und der Kauf eigener Aktien (8,6 Mio. Euro) für hohe Abflüsse sorgten, denen vor allem Zuflüsse aus der Inanspruchnahme von Kreditlinien (11,2 Prozent) und aus der Ausgabe eigener Aktien im Rahmen der Aktiendividende gegen-

überstanden. Insgesamt summierte sich der Finanzierungs-Cashflow auf -20,1 Mio. Euro (Vorjahr: -10,9 Mio. Euro), woraus saldiert mit dem Free-Cashflow eine Nettozuwachs der Liquidität im ersten Halbjahr um 2,0 Mio. Euro auf 22,0 Mio. Euro resultierte.

### Eigenkapitalquote spürbar gesunken

In Relation zur Bilanzsumme, die sich seit dem Jahreswechsel um 4 Prozent auf 167,8 Mio. Euro leicht erhöht hat, hat die Liquidität somit auf 13 Prozent zugelegt. Demgegenüber ist die Eigenkapitalquote im ersten Halbjahr wegen der Dividendenzahlung, der Aktienrückkäufe und der Inanspruchnahme der Kreditlinien auf 48,0 Prozent deutlich gesunken (31.12.: 57,7 Prozent), liegt damit aber weiterhin in einem sehr komfortablen Bereich. Zudem erreicht die Eigenkapitalquote zum Halbjahresstichtag aufgrund der Dividendenzahlung traditionell ihren unterjährigen Tiefstwert, bevor sie im zweiten Halbjahr wieder ansteigt. Auch bleibt zu beachten, dass die eigenen Aktien, von denen sich zum 30. Juni 0,32 Mio. Stück (1,89 Prozent des gezeichneten Kapitals) im Anschaffungswert von 12,7 Mio. Euro im Besitz von MuM befanden, eine leicht mobilisierbare Eigenkapitalreserve im erheblichen Umfang darstellen.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat MuM die Gewinnprognose für das laufende Jahr bestätigt. Demnach soll bei einem Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent (auf 150 bis 155 Mio. Euro) der Gewinn je Aktie um 14 bis 19 Prozent auf 144 bis 150 Cent je Aktie zulegen und eine Dividendenerhöhung um 12,5 bis 16,7 Prozent auf 135 bis 140 Cent ermöglichen. 2023 sollen der Gewinn weiter auf 164 bis 181 Cent je Aktie und die Dividende um weitere 15 bis 25 Cent gesteigert werden. Auch die mittelfristige Prognose, die bis 2025/2026 eine weitere Ergebnisverdopplung auf mehr als 250 Cent je Aktie vorsieht, wurde bekräftigt. Bezogen auf das laufende Jahr sieht sich MuM derzeit auf einem guten Kurs, um die Zielspanne eher am oberen Rand zu erreichen, verweist aber auch auf das Risiko, dass eine globale Eskalation infolge der russischen Aggression in der Ukraine die Zielerreichung gefährden könnte. Noch verspürt

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	295,4	319,1	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9	565,3
Umsatzwachstum		8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	13,9%	14,6%	15,4%	16,2%	16,9%	17,6%	18,4%	19,1%
<b>EBIT</b>	<b>41,0</b>	<b>46,6</b>	<b>54,0</b>	<b>62,4</b>	<b>71,8</b>	<b>82,4</b>	<b>94,4</b>	<b>107,8</b>
Steuersatz	30,0%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	12,3	14,2	16,5	19,0	21,9	25,1	28,8	32,9
<b>NOPAT</b>	<b>28,7</b>	<b>32,4</b>	<b>37,5</b>	<b>43,4</b>	<b>49,9</b>	<b>57,3</b>	<b>65,6</b>	<b>74,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,7	5,9
+ 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>33,0</b>	<b>37,0</b>	<b>42,3</b>	<b>48,4</b>	<b>55,1</b>	<b>62,7</b>	<b>71,3</b>	<b>80,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
- Investitionen AV	-5,4	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>26,9</b>	<b>31,3</b>	<b>36,3</b>	<b>42,0</b>	<b>48,4</b>	<b>55,7</b>	<b>63,8</b>	<b>72,9</b>

MuM aber kaum negative Auswirkungen des Konflikts auf die eigene Geschäftsentwicklung.

## Schätzungen für 2022 erhöht

Wir hatten bisher unsere Schätzungen am unteren Rand der Prognosespanne des Managements ausgerichtet und dies mit der Sorge vor negativen gesamtwirtschaftlichen Folgen der russischen Aggression begründet. Diese ist zwar weiter akut, doch nach zwei starken Quartalen erscheint unsere Vorsicht hinsichtlich 2022 doch etwas zu ausgeprägt. Wir haben unsere Schätzungen für das laufende Jahr deswegen in Richtung des oberen Prognoserandes angehoben und unterstellen nun ein Umsatzwachstum um 11 Prozent (bisher: 9 Prozent), ein EBIT von 41,0 Mio. Euro (39,9 Mio. Euro) und einen Gewinn je Aktie von 1,49 Euro (1,44 Euro). Zum letzteren hat auch eine Reduktion des unterstellten Gewinnanteils der Minderheitsgesellschafter beigetragen.

## Leichte Änderungen in den Folgejahren

Das unterstellte höhere Umsatzwachstum in 2022 ist nicht zuletzt eine Folge des dynamischen Geschäfts mit Autodesk-Bestandskunden aufgrund einer Rabattaktion für die Verlängerung von Dreijahresverträgen, worauf im nächsten Jahr in diesem Bereich eine

Umsatzdelle folgen könnte. Deswegen haben wir die höhere Umsatzschätzung für 2022 durch eine geringfügig reduzierte Wachstumserwartung für 2023 teilweise kompensiert (8 statt 9 Prozent). Insgesamt überwiegt aber der Effekt der höheren Basis aus 2022, so dass sich auch für 2023 und die Folgejahre die Umsatzreihe etwas erhöht hat. Bezüglich der Margen führte die Integration der Aufwandswerte des Halbjahresberichts in das Modell zu geringfügigen Verschiebungen, wobei die Ziel-EBIT-Marge am Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit 19,2 Prozent nahezu unverändert geblieben ist (bisher: 19,3 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 oben zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem zehnpromtigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

## Zinsniveau angepasst

Eine Änderung hat es auch an den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den



Märkten passen wir den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,2) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 8,2 Prozent. Im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise haben wir auch den FK-Zins um 0,5 Prozentpunkte auf 4,5 Prozent angehoben. Bei einer unveränderten Zielkapitalstruktur mit 37,5 Prozent Fremdkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,2 Prozent (bisher: 5,8 Prozent).

## Fazit

---

Ungeachtet der sich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen hat Mensch und Maschine seinen profitablen Wachstumskurs auch im zweiten Quartal fortgesetzt. Das Unternehmen berichtet zwar von einem schwächelnden Neugeschäft im Systemhaus wie auch von einem erhöhten Krankenstand, konnte aber das zweistellige Wachstum trotzdem auch in den Monaten April bis Juni fortsetzen.

Auf Halbjahressicht resultierte daraus ein Umsatzwachstum um 15 Prozent auf 156,6 Mio. Euro, das einmal mehr auf allen Ergebnisebenen von überproportionalen Gewinnzuwächsen begleitet wurde. Das EBIT legte um 23 Prozent auf 22,7 Mio. Euro zu, womit sich die EBIT-Marge um einen knappen Prozentpunkt auf 14,5 Prozent erhöhte.

Vor dem Hintergrund der starken Halbjahreszahlen hat MuM die eigene Prognose für das laufende Jahr bestätigt und bezeichnet sogar das obere Ende der

### Kursziel: 65,00 Euro je Aktie

Da die Wirkung der Anpassung der Rahmendaten des Modells an das veränderte Zinsumfeld die leichte Erhöhung der Schätzungen überwiegt, ist der von uns ermittelte faire Marktwert des Eigenkapitals gegenüber dem letzten Update etwas gesunken. Wir sehen ihn nun bei 1.100 Mio. Euro bzw. 65,40 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 65,00 Euro ableiten (bisher: 71,00 Euro). Unverändert gelassen haben wir hingegen die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter zwei von sechs möglichen Punkten.

Zielspanne (Gewinn je Aktie zwischen 144 bis 150 Cent) als erreichbar.

Wir hatten bisher lediglich das untere Ende unterstellt, was wir nun trotz aller makroökonomischen Unwägbarkeiten als zu vorsichtig erachten. Deswegen haben wir unsere Schätzungen jetzt in Richtung des oberen Randes angehoben und kalkulieren nun mit einem Umsatzwachstum um 11 Prozent und einem Gewinn von 1,49 Euro je Aktie.

Im Hinblick auf den fairen Wert wurde diese Anpassung aber durch die Modifikation der Modellrahmendaten überkompensiert, mit der wir das veränderte Zinsumfeld berücksichtigt haben. Infolgedessen hat sich unser Kursziel von zuvor 71,00 Euro auf nun 65,00 Euro reduziert, was aber für die Aktie weiterhin ein deutliches Kurspotenzial signalisiert. Dementsprechend bestätigen wir 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 weitere Eskalation des Ukraine-Konflikts 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.

## 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	101,4	101,8	102,1	102,5	102,9	103,3	103,7	104,2
1. Immat. VG	65,2	65,2	64,6	64,0	63,5	62,9	62,4	61,9	61,4
2. Sachanlagen	33,8	34,9	35,8	36,7	37,7	38,6	39,5	40,5	41,4
II. UV Summe	60,4	68,1	73,2	80,0	88,6	98,6	110,3	123,7	139,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	92,8	93,8	99,8	107,5	116,9	127,7	140,0	154,1	170,1
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	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2
2. Kurzfristiges FK	34,9	34,5	33,9	33,3	32,7	32,3	31,9	31,6	31,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>160,8</b>	<b>169,5</b>	<b>174,9</b>	<b>182,1</b>	<b>191,1</b>	<b>201,5</b>	<b>213,6</b>	<b>227,4</b>	<b>243,4</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	266,2	295,4	319,1	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9	565,3
Rohertrag	138,4	154,5	168,4	186,1	205,6	227,1	250,9	277,2	306,2
EBITDA	44,4	50,8	56,7	64,3	72,9	82,5	93,4	105,5	119,2
EBIT	34,7	41,0	46,6	54,0	62,4	71,8	82,4	94,4	107,8
EBT	33,8	40,2	45,6	53,3	61,7	71,1	81,8	93,8	107,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	23,9	28,1	31,7	37,1	42,9	49,4	56,8	65,2	74,5
JÜ	21,3	25,1	28,1	32,7	37,6	43,1	49,2	56,0	63,7
EPS	1,26	1,49	1,67	1,94	2,23	2,56	2,92	3,33	3,78



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	37,2	37,2	41,0	46,5	52,4	59,1	66,6	75,0	84,4
CF aus Investition	-8,3	-5,4	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
CF Finanzierung	-25,0	-26,9	-33,5	-37,2	-41,3	-46,5	-52,3	-58,9	-66,3
Liquidität Jahresanfa.	16,0	20,3	25,2	27,8	32,0	37,7	44,7	53,1	63,1
Liquidität Jahresende	20,3	25,2	27,8	32,0	37,7	44,7	53,1	63,1	74,8

### Kennzahlen

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

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	101,94	90,65	82,02	75,21	69,70
5,7%	87,72	79,39	72,82	67,51	63,12
6,2%	76,87	70,53	65,40	61,16	57,61
6,7%	68,32	63,37	59,28	55,85	52,92
7,2%	61,41	57,47	54,15	51,33	48,89

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 27.07.2022 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 27.07.2022 um 8:20 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
22.04.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
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)

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.