

Update Mensch und Maschine SE

Zahlen leicht unter den Erwartungen - Fokus auf 2018

Kursziel leicht auf 18,40€ gesenkt

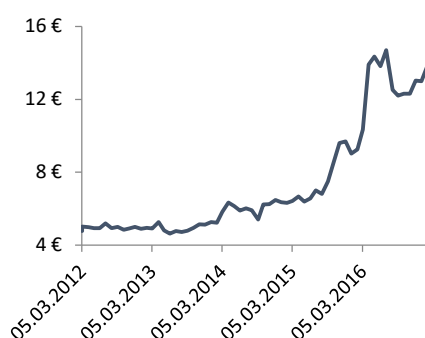
Mensch und Maschine SE

Aktueller Kurs: 13,85 €	Kursziel: 18,40 € (alt: 19,10€)	Kurspotenzial: 32,90%
Marktkapitalisierung: 226,14	Branche: Spezialsoftware	WKN: 658080

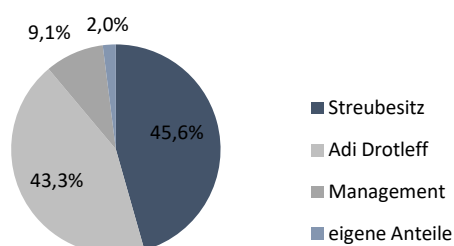
Unternehmensbeschreibung:

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) ist einer der führenden Anbieter von CAD-Lösungen in Europa. Das Leistungsspektrum umfasst eigenentwickelte CAD-Branchenlösungen und Standardlösungen, die auf der Technologieplattform AutoCAD von Autodesk basieren. CAD steht für Computer Aided Design, es handelt sich dabei um Softwarelösungen für die Bereiche Konstruktion und Planung. Die Softwares des Unternehmens werden in verschiedenen Branchen wie Maschinenbau, dem Werkzeug- und Formenbau, der Automobil-, Elektrotechnik-, Luft- und Raumfahrtindustrie sowie in der Medizintechnik, Spielzeug-, Schmuck- und Uhrenindustrie eingesetzt.¹

Kursverlauf der letzten 5 Jahre:



Aktionärsstruktur:



Schätzungen*	<u>2015</u>	<u>2016e</u>	<u>2017e</u>	<u>2018e</u>
Umsatz	160,38	167,00	177,02	194,72
Δ in %	14,5%	4,1%	6,0%	10,0%
EBITDA	12,81	15,70	18,16	23,37
EBITDA-Marge	8,0%	9,4%	10,3%	11,5%
Ergebnis je Aktie	0,24 €	0,40 €	0,54 €	0,74 €
Dividende je Aktie	0,25 €	0,35 €	0,45 €	0,60 €

Kennzahlen

KGv	-	34,8	25,7	18,8
EV/EBITDA	-	15,1	12,8	10,1
Dividendenrendite	-	2,53%	3,25%	4,33%
ROCE	37,4%	61,5%	71,8%	86,3%
ROE	10,3%	16,4%	19,5%	24,5%

*Angaben in Mio. € (außer: Ergebnis je Aktie, Dividende je Aktie)

¹ vgl. Comdirect

Die Kleine Nemetschek unter den Bausoftware Unternehmen

Das spricht für die Aktie...

- Mittelfristig > 13% EBITDA-Marge angestrebt
- Deutlich steigende Dividende (~ +10 -15 Cent p.a.) ab 2017
- Unternehmen nutzt Kursrückgänge von <12,50€ weiter zum Rückkauf eigener Aktien

Die Mensch und Maschine SE (MuM) hat Mitte Februar vorläufige Zahlen für das vergangene Geschäftsjahr vorgelegt. Mit einem Umsatzanstieg von 4,1% auf 167,0 Mio. € (LSe: 170,5) konnte die zuletzt in Aussicht gestellte Prognose von rund 170 Mio. € zwar nicht ganz erreicht werden, wohingegen das EBITDA mit 15,7 Mio. € (LSe: 16,7) (+22,6%) in der genannten Spanne von 15,5-16,0 Mio. € lag. Somit konnte das Unternehmen seine Erwartungen allerdings nicht ganz erreichen. Hintergrund für das schwache Umsatzwachstum ist die seit dem 2. Quartal 2016 laufende Umstellung vom Verkauf- auf Mietmodell bei Autodesk-Software, wodurch sich im Vorfeld Vorzieheffekte ergeben hatten. Dies hatte sich bereits im Geschäftsjahr 2015 sowie im ersten Quartal 2016, mit einem Umsatzzuwachs von 17,7% gezeigt. Kurzfristig ergibt sich zwar ein gewisser Bremseffekt, langfristig (4-5 Jahre) amortisiert sich dies jedoch und führt zu insgesamt höheren Einnahmen.

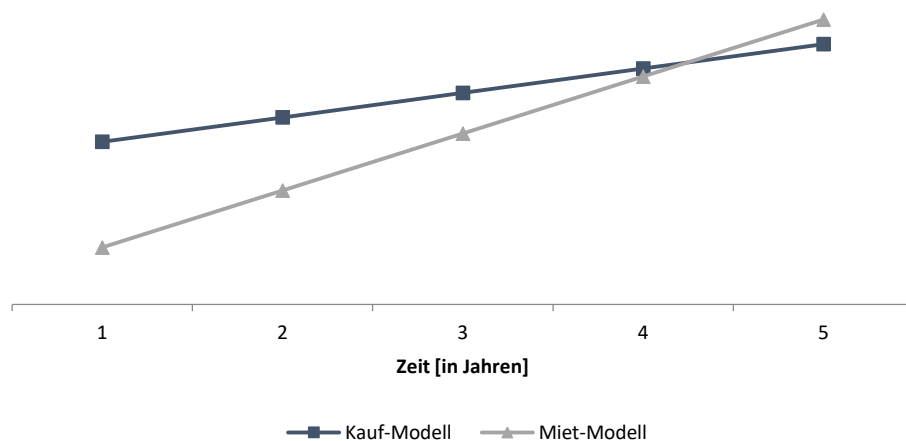
Vorl. Zahlen 2016 im Überblick

	<u>2015</u>	<u>2016e (LS)</u>	<u>2016p</u>	<u>Δ in %</u>
Umsatz	160,38	170,50	167,00	+4,1%
EBITDA	12,81	16,65	15,70	+22,6%
EPS	0,24€	0,46€	0,40€	+66,1%
DPS	0,25€	0,33€	0,35€	+40,0%

Angaben in Mio. €, p=presented, e=expected

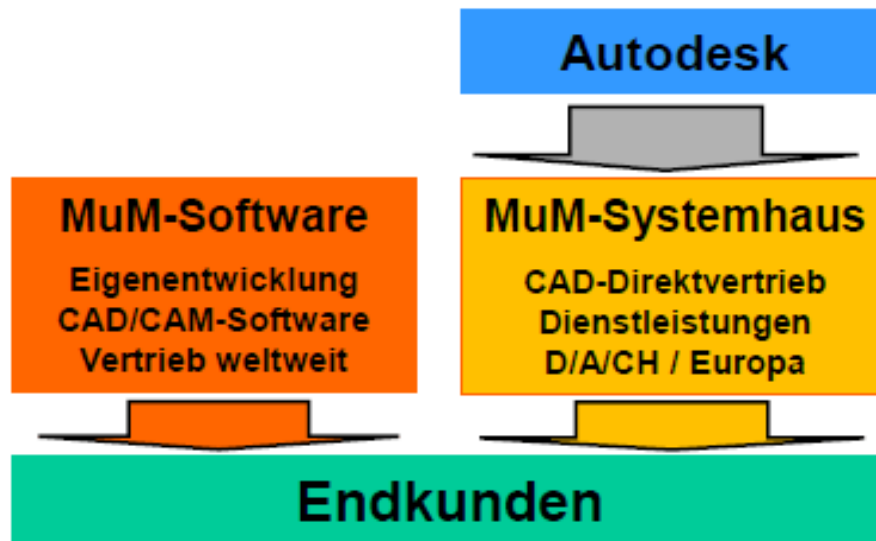
Quelle: Mensch und Maschine SE, Eigene Schätzungen

Kauf vs. Miete (bei 35% Mieteinnahmen p.a.)



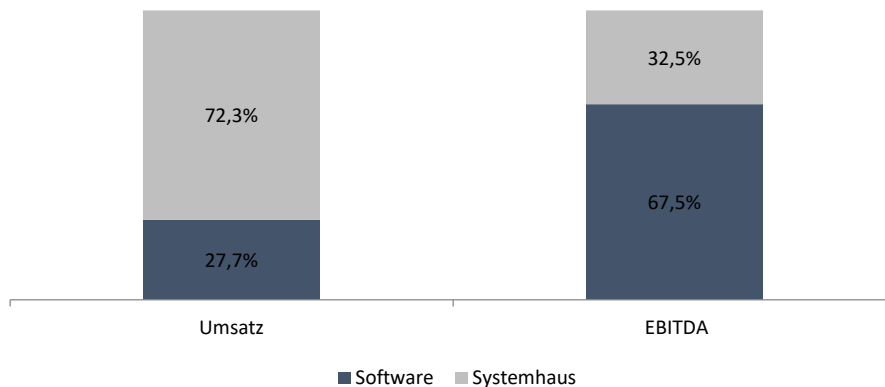
Quelle: Mensch und Maschine SE, Eigene Darstellung

Somit wird sich aller Voraussicht der Umsatz in den ersten Monaten dieses Jahres rückläufig entwickeln, da die Erlöse durch das Mietmodell zukünftig jährlich 30-40% vom Listenpreis betragen, während beim Kaufmodell nach einmaligem Verkauf lediglich Wartungserlöse i.H.v. 15% des Listenpreises generiert wurden. Autodesk selber rechnet laut Angaben von MuM ab August mit Umsatzzuwächsen von 20%, sodass sich auch für MuM ab dem dritten Quartal wieder Schubeffekte ergeben und im vierten Quartal eigenen Angaben zu Folge zu einem Wachstum von 15-20% führen sollten. Nicht betroffen hiervon ist die **eigene MuM-Software, die im vergangenen Geschäftsjahr um 11,5% beim Umsatz zulegen konnte** und somit maßgeblich zum Ergebnis beigetragen hat.



Quelle: Mensch und Maschine SE

Zwar steuert das Software Segment beim Umsatz lediglich knapp 28% bei, erzielt mit rund 2/3 des EBITDA jedoch die deutliche Mehrheit auf der Ergebnisseite. Dies ist auf die hohe Ergebnismarge von >20% beim EBITDA zurückzuführen, während sich das Systemhaus Geschäft noch in der Entwicklung befindet und mit aktuell 4,2% eine erheblich niedrigere Marge aufweist. Zukünftig ist jedoch mit einer zunehmenden Margenverbesserung in diesem Segment zu erwarten, sodass laut Unternehmensangaben **bis 2020 beide Segmente in gleichen Teilen zum Ergebnis beitragen sollen.**



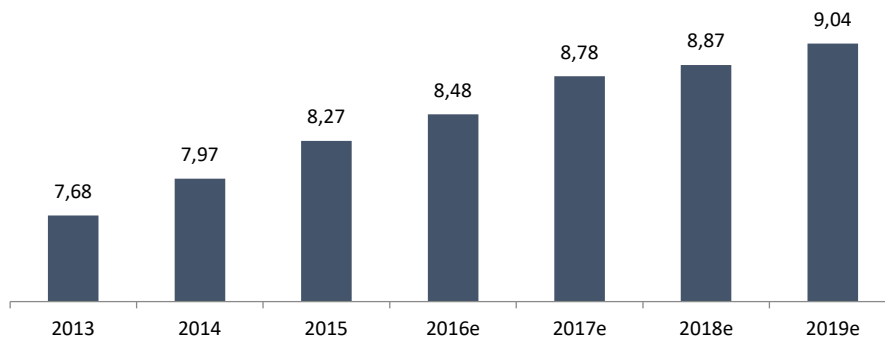
Quelle: Mensch und Maschine SE, Eigene Darstellung

<u>Langfristige Ziele der Mensch und Maschine SE (Vergleichen zu 2016)</u>			
	<u>Systemhaus</u>	<u>Software</u>	<u>Konzern</u>
EBITDA-Marge	4,2%/>10%	22,9%/>25%	8,0%/>13,0%

Quelle: Mensch und Maschine SE

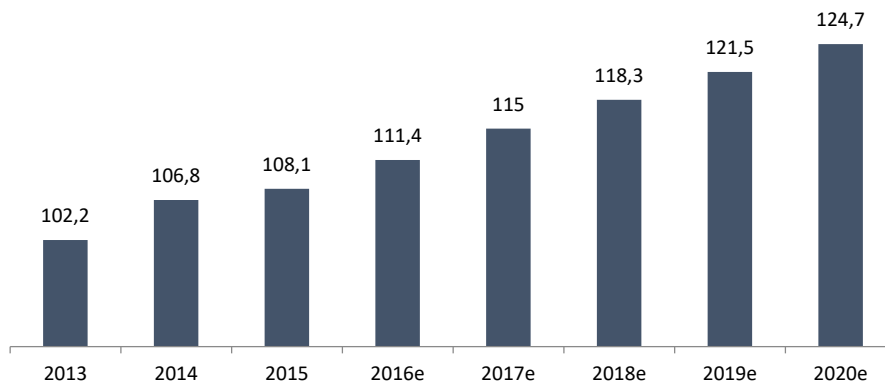
Die grundsätzlichen Rahmenbedingungen sind ebenso gut für die MuM SE. Zum einen soll der weltweite Umsatz mit CAD/CAM-Software in den Jahren 2017-2019 um 2,2% jährlich ansteigen und zum anderen ist die Stimmung in der Braubranche aktuell sehr gut. In Deutschland sollen die Umsätze im Baugewerbe bis 2020 um jährlich 2,9% ansteigen aber auch die weltweite Baukonjunktur befindet sich laut PWC auf Wachstumskurs. Insgesamt liefert MuM jedoch insbesondere Instrumente zur Rationalisierung von Prozessen und ist damit letztlich nur geringfügig von der Konjunktur abhängig.

**Prognose zum Umsatz mit CAD/CAM-Software weltweit
(in Mrd. \$)**



Quelle: Jon Peddie Research; Juli 2016

Prognose zum Umsatz im Baugewerbe in Deutschland (in Mrd. €)

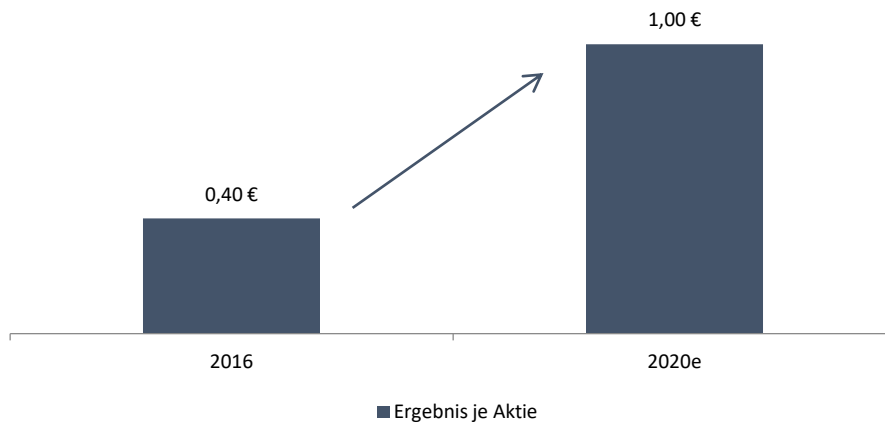


Quelle: Statista, Statistisches Bundesamt, ZDB, Hauptverband der Deutschen Bauindustrie; Juni 2016

Daher ist die Gesellschaft trotz der kurzfristigen Bremseffekte durch die Umstellung bei Autodesk sehr positiv gestimmt und blickt entsprechend positiv in die Zukunft. Zwar ist für 2017 mit einem geringeren Ergebniszuwachs als bislang zu rechnen, jedoch dafür bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr mit einer umso höheren Ergebnisdynamik. So erwartet das Unternehmen für dieses Geschäftsjahr ein EBITDA i.H.v. 17,5-18,5 Mio. € (LSe: 18,2) und für das kommende Jahr einen Anstieg auf rund 22 Mio. € (LSe: 22,4). In den Folgejahren soll dann eine jährliche Steigerung von 3-4 Mio. € beim EBITDA erzielt werden. Das Ergebnis je Aktie wird in diesem Jahr durch einen weiteren Rückgang der Abschreibungen auf Kaufpreisallokationen profitieren und soll zwischen 52-57 Cent (LSe: 54 Cent) liegen. Im kommenden Jahr soll es auf rund 70 Cent (LSe: 74 Cent) anstiegen und in den Folgejahren um 13-20 Cent p.a., sodass **im Jahre 2020 das Erreichen der 1€ Marke** erreicht werden soll.

Zugleich möchte die Gesellschaft aber auch die Aktionäre weiterhin am Unternehmenserfolg beteiligen und plant für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende i.H.v. 35 Cent (LSe: 33 Cent). Für 2017 soll eine Dividende zwischen 45-50 Cent (LSe: 45 Cent), für 2018 von rund 60 Cent (LSe: 60 Cent) gezahlt werden, die in den darauffolgenden Jahren um 13-20 Cent p.a. weiter ansteigen soll. Damit ist die Aktie auch mit Blick auf die Dividendenrendite (2016: 2,5%, 2017e: 3,3%, 2018e: 4,3%) äußerst attraktiv, sodass die Aktie damit einerseits ein **dynamisches Gewinnwachstum, gepaart mit einer attraktiven Gewinnausschüttung** bietet.

Update Mensch und Maschine SE - 05.03.2017



Quelle: Mensch und Maschine SE, Eigene Darstellung

Aktion:

Insgesamt habe ich meine Schätzungen an die neuen Prognosen angepasst und meine Erwartungen für 2017/18 beim Umsatz leicht, beim Ergebnis teils deutlich gesenkt. Langfristig rechne ich jedoch weiterhin mit einer EBITDA-Marge von 13,0% und habe meine Wachstumserwartungen von 5,0% auf 6,0% erhöht. Während die kurzfristig niedrigeren Prognosen das Kursziel belasten, wird dies durch das leicht erhöhte mittel- und langfristige Wachstum in gewissem Maße kompensiert, sodass das Kursziel nur leicht von 19,10€ auf 18,40€ (WACC: 7,9%, TV-Wachstum: 2,0%, TV-EBIT-Marge: 12,1%) sinkt. Am 13.03. wird das Unternehmen seine endgültigen Zahlen inkl. Geschäftsbericht vorlegen, sodass ich dann auch mein Modell auf das Jahr 2017 umstellen werde, wodurch sich nochmals leichte Veränderungen beim Kursziel ergeben können. Letztlich bietet die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau trotz der mittlerweile nicht mehr sehr günstigen Bewertung weiterhin ein attraktives Chance-Risikoverhältnis und wird zudem durch Aktienrückkäufe des Unternehmens unterhalb von einem Aktienkurs von 12,50€ gestützt. **Auf Basis dessen ergibt sich ein Kurspotenzial von aktuell knapp 33%.**

<u>Schätzungsänderungen</u>						
	<u>2016 (alt)</u>	<u>Δ in %</u>	<u>2017 (alt)</u>	<u>Δ in %</u>	<u>2018 (alt)</u>	<u>Δ in %</u>
Umsatz	170,50	-2,1%	185,00	-4,3%	198,00	-1,7%
EBITDA	16,65	-5,7%	21,03	-13,7%	25,64	-12,8%
EPS	0,46€	-13,0%	0,70€	-22,9%	0,90€	-17,8%
DPS	0,33€	+6,1%	0,41€	+9,8%	0,49€	+22,4%

Quelle: Mensch und Maschine SE, Eigene Schätzungen

Disclaimer

Allgemeine Hinweise:

Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Inhalte dienen ausschließlich dem privaten Gebrauch und stellen keine Finanzanalyse gemäß § 34b WpHG in Verbindung mit FinAnV dar. Den Ausführungen liegen Quellen zugrunde, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Für die Richtigkeit des Inhalts wird trotzdem keine Haftung übernommen werden. Deshalb ist auch die Haftung für Vermögensschäden, die sich aus dem Gebrauch der Informationen für die eigene Anlageentscheidung möglicherweise ergeben, ausgeschlossen. Auch stellen die vorgestellten Szenarien oder Strategien keinesfalls einen Aufruf zur Nachbildung dar, auch nicht stillschweigend. Vor jedem Geschäft beziehungsweise vor jeder Transaktion sollte geprüft werden, ob sie im Hinblick auf die persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse geeignet sind.

Hinweise zu Interessenskonflikten:

Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Artikel Wertpapiere erwähnt werden, die sich im Besitz des Verfassers befinden. Dadurch entstehende Interessenkonflikte können nicht ausgeschlossen werden.

Hinweise zu Kurszielen:

Die genannten Kursziele sind mittels eines eigenen DCF-Modells ermittelt und sind damit zukunftsorientiert. Sie stellen somit ein Risiko hinsichtlich der Schätzungen sowie der zukünftigen Entwicklung dar. Die dafür verwendeten Schätzungen und Annahmen sind eigene und unterliegen damit Unsicherheiten, die das Kursziel erheblich beeinflussen können. Auch können politische sowie wirtschaftliche Risiken unvorhergesehen eintreffen, die im Modell nicht berücksichtigt werden können.