

06. August 2019  
Research-Studie

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Profitables Wachstum hält an

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 31,50 Euro | Kursziel: 37,10 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

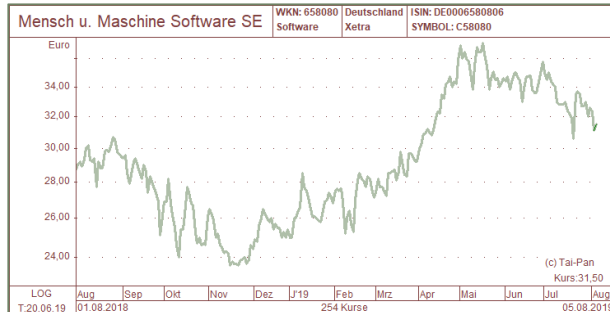
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	11
Strategie.....	14
Zahlen .....	17
Equity-Story .....	22
DCF-Bewertung.....	24
Fazit .....	26
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	27
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	28
Impressum & Disclaimer.....	29

# Snapshot



## Kurzportrait

Mit den Zahlen zum ersten Halbjahr, in dem bei einem Umsatzwachstum um 27 Prozent zum wiederholten Mal eine überproportionale EBIT-Steigerung (diesmal um 36 Prozent) erzielt wurde, hat Mensch und Maschine den seit mehreren Jahren anhaltenden Aufwärtstrend fortgesetzt und erneut eindrucksvoll demonstriert, dass die Kombination aus dem Geschäft mit eigener Software und dem Systemhausgeschäft als Autodesk-Partner sehr gut funktioniert. Für zusätzliche Dynamik sorgte im ersten Halbjahr die neue Tochter SOFiSTiK, mit der MuM nun die attraktiven Bereiche Bausoftware und BIM verstärkt adressieren kann. Entgegen dem derzeit am Markt vorherrschenden Trend hat MuM seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr angehoben und die Gewinnziele bestätigt. Das Wachstum soll auch in den nächsten Jahren fortgesetzt werden und eine Erhöhung der Dividende um 15 bis 20 Cent pro Jahr ermöglichen. Schon die für dieses Jahr angekündigte Ausschüttung entspräche einer Dividendenrendite von 2,6 Prozent, womit die Aktie auch für dividendenorientierte Anleger attraktiv ist. Den fairen Wert der Aktie sehen wir derzeit bei 37,10 Euro und stufen unser Urteil deswegen auf „Buy“ hoch.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	930
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	31,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	540,2 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	599,2 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 46,4 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	37,90 / 23,10 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	157,2 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	167,1	160,9	185,4	226,0	249,7	275,9
EBIT (Mio. Euro)	12,5	15,2	19,7	26,2	29,3	34,1
Jahresüberschuss	6,6	9,4	11,7	15,5	17,4	20,6
EpS	0,39	0,56	0,71	0,92	1,03	1,22
Dividende je Aktie	0,35	0,50	0,65	0,82	0,97	1,12
Umsatzwachstum	4,2%	-3,7%	15,3%	21,9%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	70,4%	42,9%	24,1%	32,7%	11,9%	18,7%
KUV	3,18	3,30	2,86	2,35	2,13	1,92
KGV	80,6	56,4	45,4	34,2	30,6	25,8
KCF	36,3	34,9	34,9	22,1	18,4	17,2
EV / EBIT	47,2	38,7	30,0	22,5	20,1	17,3
Dividendenrendite	1,1%	1,6%	2,1%	2,6%	3,1%	3,6%

## Executive Summary

---

- **Hochprofitables Geschäft mit CAM-Software:** Die Profitabilitätsperle des Konzerns stellt die hundertprozentige Tochter Open Mind dar, die eine technologisch führende CAM-Software entwickelt und vertreibt. Das Unternehmen, das weltweit aktiv ist und über eine sehr breite Kunden- und Installationsbasis verfügt, steuert zwar lediglich ein Viertel zum Konzernumsatz bei, ist aber für deutlich mehr als die Hälfte des Ergebnisses verantwortlich. Als größter Bestandteil des Softwaresegments sorgt das Unternehmen entscheidend für dessen hohes Umsatz- und Margenwachstum in den letzten Jahren. Die EBIT-Marge des Segments liegt seit 2016 über 20 Prozent, im ersten Halbjahr 2019 wurde ein Wert von 24,6 Prozent erzielt.
- **Autodesk-Partnerschaft seit mehr als 30 Jahren:** Seinen Ursprung hat Mensch und Maschine aber im Handelsgeschäft mit der CAD-Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk. Seit der Unternehmensgründung vor mehr als 30 Jahren hat sich Mensch und Maschine als ein führender Vertriebspartner von Autodesk etabliert und verfügt in dem adressierten Markt über eine gefestigte Marktstellung mit einer breiten geographischen Präsenz und einer sehr großen Kundenbasis. Nach dem 2009 eingeleiteten Wechsel der Handelsstufe von der Großhandelsdistribution zum Endkundenvertrieb in Form eines Systemhauses ist MuM inzwischen zum größten europäischen Systemhauspartner von Autodesk aufgestiegen.
- **Hohes Margenpotenzial:** Der wichtigste Beweggrund für den Wechsel war die höhere Wertschöpfung und das daraus resultierende höhere Margenpotenzial im Systemhausgeschäft. Inzwischen stammen rund 65 Prozent der Wertschöpfung des Systemhauses aus Dienstleistungen sowie aus dem Geschäft mit eigenen Softwarelösungen, während die Handelsmarge aus dem Autodesk-Vertrieb nur noch 35 Prozent des Segment- und 17 Prozent des Konzernrohertrages ausmacht.
- **Dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum:** In den sieben Jahren seit dem Vollzug des Wechsels der Handelsstufe im Autodesk-Geschäft hat MuM den Umsatz um 56 Prozent gesteigert und das Ergebnis mehr als verdreifacht. Auch für die Zukunft peilt das Unternehmen ein Umsatzwachstum von 10 bis 12 Prozent p.a. sowie eine dazu überdurchschnittliche Gewinndynamik an. Die EBIT-Marge, die seit 2015 bereits auf 10,6 Prozent verdoppelt worden ist, soll mittelfristig Werte oberhalb von 14 Prozent erreichen. Auch im ersten Halbjahr 2019 wurde das dynamische Wachstum fortgesetzt, wobei der Gewinn erneut deutlich überproportional gesteigert werden konnte.
- **Vielversprechende Akquisition:** Mit der Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG hat MuM seine Expertise auf einem sehr attraktiven Gebiet gestärkt. Die neue Tochter ist Europas führender Softwarehersteller für die Berechnung, Bemessung und Konstruktion von Bauprojekten, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf dem Brücken- und Tunnelbau liegt.
- **Gute Dividendenrendite und attraktives Kurspotenzial:** Das hohe Gewinnwachstum nutzt MuM für eine großzügige Dividendenpolitik, weswegen die Aktie gleichermaßen als Wachstums- und als Dividendenwert überzeugt. Aktuell verspricht das Papier eine Dividendenrendite von 2,6 Prozent und ein Kurspotenzial von fast 18 Prozent, weswegen wir unser Urteil auf „Buy“ hochstufen.

# SWOT-Analyse

## Stärken

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

## Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends sollte dies in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen.
- Der Wechsel des Preismodells bei Autodesk scheint die damit verbundenen Erwartungen zu erfüllen und könnte das Wachstum im Handelsgeschäft weiter befeuern.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau erschließt die neue Tochter SO-FiSTiK für MuM sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs könnte MuM von dem Trend zur Elektromobilität profitieren.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

## Schwächen

- Der Ergebnisbeitrag des Systemhaus-Segments liegt trotz der bereits erzielten Fortschritte noch unter seinem Potenzial.
- 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, grundsätzlich ist das Skalierungspotenzial des Segments begrenzt.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.

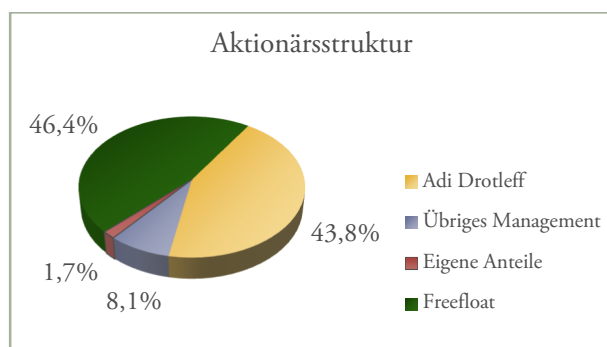
## Risiken

- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedingt ein hohes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung im Systemhaus ist kein Selbstläufer und könnte sich als deutlich langwieriger als geplant herausstellen oder gar gänzlich misslingen.
- Der konjunkturelle Abschwung könnte sich dämpfend auswirken.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Geschäftslage der Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert von Open Mind intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.

# Profil

## Führende Marktposition

Die Mensch und Maschine Software SE (MuM) wurde 1984 gegründet und hat ihren Ursprung im Vertrieb der Software des aus den USA stammenden CAD-Herstellers Autodesk (die Abkürzung CAD steht für Computer Aided Design). Inzwischen hat sich der Fokus erweitert bzw. der Markt weiterentwickelt, weswegen MuM das eigene Betätigungsfeld als den Markt für CAD/CAM/CAE/PDM/BIM-Lösungen (Computer Aided Manufacturing, Computer Aided Engineering, Product Data Management und Building Information Management) definiert, auf dem die im bayerischen Weßling ansässige Gesellschaft zu den europaweit führenden Anbietern gehört.



Quelle: Unternehmen

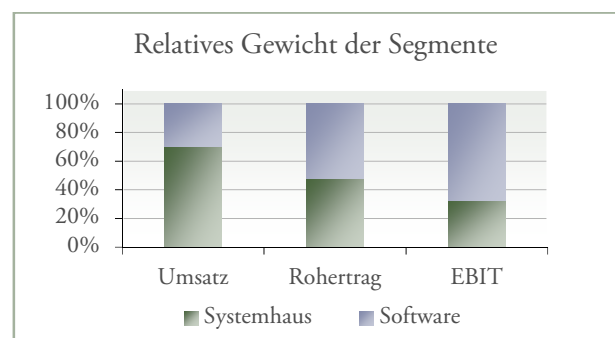
## Aktienmehrheit beim Management

Das mit Abstand größte Aktienpaket (43,8 Prozent) befindet sich nach wie vor in Händen des Gründers Adi Drotleff, der seit der Umwandlung in eine Societas Europaea (SE) sowohl Mitglied des geschäftsführenden Direktoriums als auch Vorsitzender des Verwaltungsrates ist. Seine außergewöhnliche Bindung an das Unternehmen dokumentiert Herr Drotleff nicht zuletzt mit seinen stetigen Zukäufen der MuM-Aktie, mit denen er seinen Anteil seit Beginn des Jahrzehnts um rund 3 Prozentpunkte aufgestockt hat. Auch in diesem Jahr optierte Adi Drotleff statt der Bardividende für die Aktiendividende und tauschte einen Großteil seiner Dividendenrechte in Aktien.

Weitere 8,1 Prozent werden vom übrigen Management gehalten, wobei dieser Anteil sich zuletzt durch die teilweise aktienbasierte Aufstockung des Anteils an der Beteiligung SOFiSTiK AG (siehe unten) weiter erhöht hat. 1,7 Prozent der Aktien befinden sich im Unternehmensbesitz, während sich der Streubesitz auf 46,4 Prozent beläuft. Die MuM-Aktie ist seit 1997 börsennotiert und wird im m:access-Segment der Börse München sowie in dem Scale-Segment der Frankfurter Börse gehandelt.

## Klare Holdingstruktur

Innerhalb des Konzerns fungiert die Mensch und Maschine Software SE als eine reine Finanzholding. Darunter ist die Mensch und Maschine Management AG angesiedelt, die für die übrigen Gesellschaften die konzerntypischen Management- und Serviceaufgaben übernimmt. Das operative Geschäft selbst wird demgegenüber von über 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 930 Mitarbeiter beschäftigen und weltweit fast 60 Standorte unterhalten. Ein geographischer Schwerpunkt liegt eindeutig im deutschsprachigen Raum, in dem MuM mit mehr als 40 Standorten flächendeckend vertreten ist, weitere 10 Niederlassungen werden im europäischen Ausland unterhalten. Darüber hinaus ist das Unternehmen mit eigenen Büros in fünf asiatischen Ländern sowie in den USA und in Brasilien präsent.



Quelle: Unternehmen, Stand 2018

## Zwei Geschäftssegmente

Das Geschäftsmodell beruht seit 2012 auf zwei Säulen: einerseits dem Systemhausgeschäft, in dem der direkte Endkundenvertrieb von Autodesk-Software sowie Dienstleistungen im CAD- und BIM-Bereich zusammengefasst sind, und andererseits der Entwicklung und dem Vertrieb eigener Software. Umsatzmäßig wird das Geschäft von dem erstgenannten Segment dominiert, das im letzten Jahr mit 129,7 Mio. Euro 70 Prozent der Konzern Erlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages sind die beiden Segmente gleichgewichtig, das EBIT wird sogar (noch) zu zwei Dritteln im Softwaresegment generiert.

## Hochprofitables Softwaregeschäft

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während das Systemhaus im ersten Halbjahr 2019 eine Rohmarge von 34,9 Prozent und eine EBIT-Marge von 5,7 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 93,9 resp. 24,6 Prozent. Darin spiegelt sich die kontinuierliche und erfolgreiche Entwicklung der vier in dem Segment enthaltenen Töchter Open Mind, DATAfor, MuM Mechatronik und SOFiSTiK wider, die allesamt eine operative Marge von mehr als 20 Prozent erzielen.

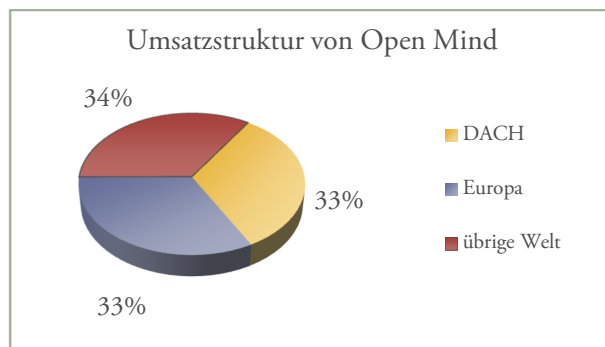
## Highend-CAM-Lösung

Die Profitabilitätsperle des Konzerns und die mit Abstand größte Einheit innerhalb des Software-Segments ist aber eindeutig der 1994 gegründete und seit 2002 vollständig zum MuM-Konzern gehörige CAM-Spezialist Open Mind. Das Unternehmen ist auf hochwertige Software für die computergestützte Fertigung (CAM) spezialisiert und hat damit letztes Jahr etwa 47 Mio. Euro bzw. 85 Prozent der Segmenterlöse (noch ohne SOFiSTiK) generiert. Das Produkt, das zwischen 15.000 und 100.000 Euro pro Arbeitsplatz kostet, versetzt den Kunden in die Lage, hochkomplexe und äußerst präzise Bohr- und Fräsarbeiten (z.B. mit 5-Achs-Fräsen) in Bruchteilen der üblicherweise dafür benötigten Zeit durchzuführen. Dadurch kann die Produktivität der damit gesteuerten Maschinen

um ein Vielfaches gesteigert werden. Die Software kann für alle gängigen NC-Fräs- und Drehmaschinen eingesetzt werden, ist kompatibel mit den führenden CAD-Produkten (unter anderem Autodesk und Solidworks), verfügt über eine anwenderfreundliche Bedienoberfläche und ermöglicht durchgängige Prozesse von der Konstruktion bis zur Fertigung auf der Maschine. Ergänzend wird auch eine eigene CAD-Lösung angeboten, die im Unterschied zu den marktführenden CAD-Programmen, die hauptsächlich für die Bedürfnisse von Konstrukteuren optimiert sind, klar auf die Anforderungen der CAM-Programmierung ausgerichtet ist. Als zentrales Alleinstellungsmerkmal betont MuM aber vor allem die eigenen, hochmodernen Rechenkerne, mit welchen eine sehr effiziente Abbildung von hochkomplexen mathematischen und geometrischen Modellen ermöglicht wird, was sich entsprechend auf die Durchlaufzeiten der damit programmierten Maschinen niederschlägt. Um diesen technologischen Vorsprung zu behaupten, setzt Open Mind ein großes Gewicht auf die Softwareentwicklung, von über 300 Mitarbeitern des Unternehmens sind rund 60 Softwareentwickler.

## Weltweite Kundenbasis

Insgesamt verfügt Open Mind über eine weltweite Basis von ca. 6.000 Kunden und mehr als 20.000 Installationen. Die Kunden rekrutieren sich aus zahlreichen Branchen, die entsprechende Werkzeugmaschinen einsetzen. Dazu zählen die Bereiche Prototypenbau, Werkzeug- und Formenbau, Luft- und Raumfahrt, Turbinen- und Generatorenbau, Maschinenbau, Medizintechnik und Schmuckherstellung. Aber auch mehrere Rennställe der Formel-1 greifen auf die Software zurück, um etwa die Motoren zu tunen oder die Karbon-Elemente aerodynamisch zu optimieren. Im Unterschied zum Systemhaus adressiert Open Mind auch außereuropäische Märkte und verfügt über Niederlassungen in Japan, Singapur, Taiwan, China, Indien, Brasilien und in den USA. Im letzten Jahr hat Open Mind etwas mehr als ein Drittel seiner Erlöse (16,2 Mio. Euro) in Übersee erwirtschaftet, jeweils ein weiteres knappes Drittel stammten aus dem deutschsprachigen Raum und aus dem europäischen Ausland.



Quelle: Unternehmen

## Neue Software für Elektro-Engineering

Unter dem Namen eXs wurde in diesem Jahr eine neue Software für Computer Aided Engineering im Markt vorgestellt, die in den letzten Jahren mit hoher Intensität vom Grund auf neu entwickelt wurde. Die Software ist exakt auf die Abbildung von extrem komplexen elektrischen Schaltplänen zugeschnitten und ermöglicht eine effiziente Planung und Verwaltung von sehr großen Elektroprojekten mit tausenden Einzelblättern, wie sie zum Beispiel in den Bereichen Eisenbahnen, Maschinen- und Anlagenbau, Energieversorgung, Verfahrenstechnik, Hydraulik und Pneumatik sowie Audio- und Videotechnik anfallen. Mit dieser Lösung wird ein älteres Produkt (ecscad) abgelöst, das ursprünglich von Mensch und Maschine als Erweiterung des Autodesk-Standardprogramms entwickelt, anschließend an die Amerikaner verkauft und 2014 inkl. der zu diesem Zeitpunkt mehr als 1.000 Kunden wieder zurücklizenziiert wurde. Da Mensch und Maschine bei der Neuentwicklung auf die volle Datenkompatibilität zu ecscad geachtet hat, sollen die Kunden mit Wartungsverträgen automatisch auf eXs wechseln und von den zahlreichen Vorteilen der neuen Lösung profitieren können. Als solche nennt MuM die schnellere Datenbank, die größere Funktionsvielfalt bei vereinfachter Bedienung, die weitgehend freie Konfigurierbarkeit sowie den leichten Datenaustausch mit anderen Systemen. Mit dieser modernen Software sieht sich MuM in einem Bereich gut positioniert, der nicht zuletzt vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung der Elektromobilität attraktive Perspektiven bietet.

## Führende BIM-Lösung

Mit der im letzten Jahr vereinbarten und im ersten Halbjahr 2019 vollzogenen Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG hat MuM sein Produktportfolio um eine führende Lösung für Building Information Management (BIM) erweitert. Die SOFiSTiK AG, an der MuM bereits seit 1999 eine Minderheitsbeteiligung gehalten hatte, ist seit 1987 im Markt aktiv und hat sich auf die Entwicklung von Bausoftware spezialisiert. Inzwischen ist das Unternehmen nach eigenen Angaben Europas führender Softwarehersteller für die Berechnung, Bemessung und Konstruktion von Bauprojekten, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf dem Brücken- und Tunnelbau liegt. Die SOFiSTiK-Software hat ihre Stärken vor allem bei der Planung und Berechnung von Statik und Bewehrung sowie in ihren BIM-Funktionalitäten, die eine friktions- und lückenlose Abbildung des gesamten Konstruktions- und Bauprozesses in konsistenten Datenmodellen ermöglichen und mit denen das Unternehmen zu den führenden BIM-Anbietern gehört. Ihre Vorteile kann die Software vor allem dort ausspielen, wo besondere Ansprüche an die Statik des Objekts gestellt werden, weswegen die Referenzliste mehrere weltbekannte und spektakuläre Bauwerke umfasst. Dazu gehören zahlreiche Brücken, wie etwa die neue Bosphorus-Brücke in der Türkei, mehrere Stadien oder auch die BMW-Welt in München. Doch die Software eignet sich auch für den „normalen“ Einsatz im Hoch- und Tiefbau. Insgesamt spricht MuM von Tausenden von Bauprojekten, die mit den SOFiSTiK-Produkten berechnet und konstruiert wurden. Ein besonders Potenzial könnte sich für SOFiSTiK in den nächsten Jahren durch den großen Reparatur- und Ersatzbedarf im Brückenbau ergeben, für den mit dem SOFiSTiK Brigade Modeler ein neues Produkt vorgestellt wurde, das mit seiner vollen BIM-Fähigkeit bereits die ab dem nächsten Jahr geltenden Vorschriften erfüllt. Im ersten Halbjahr 2019 hat die neue MuM-Tochter mit ihren über 70 Mitarbeitern einen Umsatz von rund 7 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von knapp 23 Prozent erwirtschaftet.

## DATAflor in der Nische führend

Das Produktspektrum des Softwaresegments wird durch die DATAflor-Software komplettiert, mit der



Landschaftsarchitekten und Gartencenter sowohl die graphische als auch die kaufmännische Planung von Grünanlagen vornehmen können. Das Produkt, das nach Unternehmensangaben ca. 5 Tsd. Euro pro Arbeitsplatz kostet, ist bereits seit 1982 im Markt und in der adressierten Nische im deutschsprachigen Raum führend. Zuletzt wurde der Anwendungsbereich auf den Erd- und Tiefbau erweitert.

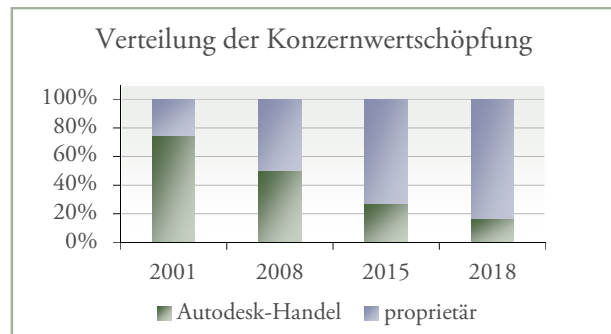
### Europas größtes Autodesk-Systemhaus

In dem zweiten Segment hat sich Mensch und Maschine auf den direkten Endkundenvertrieb der Autodesk-Software sowie auf angrenzende Dienstleistungen und Produkte spezialisiert. Mit europaweit rund 50 Standorten, davon 40 in der DACH-Region, sowie mit knapp 470 Mitarbeitern ist Mensch und Maschine inzwischen das größte Autodesk-Systemhaus in Europa.

### Autodesk-Handel mit sinkendem Gewicht

Allerdings hat auch innerhalb des Systemhaus-Segments die Bedeutung des Handels mit Autodesk-Lizenzen, der Keimzelle und dem Ursprung des MuM-Konzerns, im Trend der letzten Jahre abgenommen. Ermöglicht wurde dies einerseits durch den Wechsel der Handelsstufe von der Großhandelsdistribution auf das Systemhaus, der zwischen 2009 und 2011 in zwei Schritten vollzogen wurde. Im ersten Schritt wurde 2009 und 2010 durch den Umbau eigener Niederlassungen sowie durch die Übernahme mehrerer bisheriger Kunden in der DACH-Region eine weitgehende Marktabdeckung erreicht, während Ende 2011 das europäische Distributionsgeschäft verkauft und die eigenen Auslandstöchter zu Systemhäusern umgewandelt wurden. Andererseits sorgen das überproportionale Wachstum der Dienstleistungsumsätze sowie die kontinuierliche Ausweitung des Angebots an eigenen Zusatzmodulen und Speziallösungen für ein sinkendes Gewicht des Autodesk-Handels. Im letzten Geschäftsjahr trug die Handelsmarge nur noch 35 Prozent zum Rohertrag des Systemhaussegments bei, auf Konzernebene waren es sogar nur 17 Prozent. Zum Vergleich: 2001 entfielen mehr als drei Viertel

der Konzernwertschöpfung auf die Handelsmarge und 2008 noch mehr als die Hälfte.



Quelle: Unternehmen

### Hoher Dienstleistungsanteil

Damit zahlt es sich aus, dass MuM mit dem Wechsel des Geschäftsmodells die eigene Wertschöpfungstiefe erweitert und sich mit der Vereinnahmung der Einzelhandelsmarge sowie mit dem Angebot von Dienstleistungen wie Installation, Konfiguration, Wartung und Schulungen weitere Ertragsquellen erschlossen hat. Als besonders dynamisch und potenzialträchtig haben sich in den letzten Jahren die Schulungsangebote rund um die neuen Möglichkeiten im Datenmanagement erwiesen, die sich den Anwendern durch die neuen Softwareprodukte in den Bereichen PDM und BIM (Product Data Management und Building Information Management) erschließen. Auf solche Schulungsangebote entfielen im letzten Jahr rund 40 Prozent des Dienstleistungsrohertrages im Systemhaus, während etwa 60 Prozent mit kundenspezifischen Projekten erwirtschaftet wurden. Im Rahmen solcher Projekte, die bis zu mehreren Mannjahren umfassen können, geht es in der Regel um die Implementierung und die kundenindividuelle Anpassung und Erweiterung der Autodesk-Software, um den Aufbau entsprechender Datenmodelle sowie um die Migration von Datenbeständen. In den Projekten kommen verstärkt auch eigene Software-Module zum Einsatz, mit denen die Basissoftware von Autodesk um besondere Funktionalitäten oder Branchenlösungen ergänzt wird. Unter anderem gehören dazu Branchenlösungen für den Anlagenbau oder für den Baubereich sowie die Varianten- und Konfiguratorsoftware customX, mit der die Variantenkonstruktion mit

einer Zeitersparnis von mehr als 90 Prozent automatisiert werden kann.

### **Breiter Branchenfokus**

Während auf der Einkaufsseite die eigene Größe dafür sorgt, dass MuM als europäischer Partner für Autodesks nahezu unentbehrlich ist, verfolgen die Bayern auf der Kundenseite eine genau entgegengesetzte Strategie in Form einer sehr starken Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der

über 25.000 einzelnen Kunden, von denen keiner für mehr als 1 Prozent der Konzern Erlöse verantwortlich ist. Die Branchenzusammensetzung der Kundenkartei wird zwar vom Maschinenbau dominiert, doch ist dieser so heterogen, dass sich die Zyklen einzelner Subsektoren üblicherweise gegenseitig aufheben. Auch hat zuletzt im Neugeschäft das Gewicht des Kundensegments AEC (u.a. Architektur, Tiefbau, Haustechnik, Ingenieurbau) deutlich zugenommen, in dem MuM von der starken Nachfrage nach BIM-Lösungen (Building Information Management) profitiert.

# Marktumfeld

## CAD-Welt mit hoher Dynamik

Der Markt für CAD wurde Anfang der achtziger Jahre von dem CAD-Pionier und MuM-Partner Autodesk mitgeschaffen und hat sich inzwischen zu einem globalen Milliardenmarkt entwickelt. Auch inhaltlich ist der Sektor einem sehr dynamischen Wandel unterworfen. Nachdem die Anfangsjahre durch 2D-Produkte vor allem für den Einsatz in der Architektur und im Bauwesen geprägt waren, wird die CAD-Welt inzwischen von 3D-Anwendungen dominiert, die auch aus anderen Bereichen wie dem Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierungsindustrie oder der Konsumgüterproduktion nicht mehr wegzudenken sind. Auch wurde der Leistungsumfang der Software massiv erweitert, wodurch die Überschneidungen mit anderen Bereichen wie etwa der ERP-Software zunehmend größer werden. Ein wichtiger Branchentrend ist zum Beispiel das Angebot von Softwarelösungen, mit denen eine vollständig softwaregestützte Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus (PLM), von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zu Controlling, Vertrieb und Service, ermöglicht wird. Eine ähnlich umfassende Funktionserweiterung im Bauwesen findet unter der Bezeichnung BIM (Building Information Management) zunehmende Verbreitung und ermöglicht es, Gebäude, Infrastrukturanlagen und Versorgungseinrichtungen effizient in einem einzigen System zu planen, zu entwerfen, zu errichten und schließlich zu verwalten. Ein großer Schwerpunkt innerhalb der CAD-Welt wird inzwischen auf konsistente Datenmodelle und Lösungen für die Zusammenarbeit zahlreicher Beteiligter gelegt. Und natürlich geht der Trend in Richtung cloud-gestützter und mobiler Anwendungen.

## Robustes Wachstum

Angesichts der starken Überschneidungen zu anderen Softwaresegmenten ist eine klare Abgrenzung des CAD-Marktes nicht leicht. Mensch und Maschine schätzt den europäischen Gesamtmarkt für

CAD/CAM/PLM/BIM auf rund 3 Mrd. Euro. Weltweit wird der Markt von Research and Markets (in der engeren CAD-Abgrenzung) auf etwas mehr als 8 Mrd. US-Dollar geschätzt, wobei der größte Anteil auf Amerika entfällt und die höchsten Wachstumsraten in Asien verzeichnet werden. Insgesamt erwarten die Analysten für die nächsten Jahre ein fortgesetzt dynamisches Marktwachstum, das auf 6,8 Prozent p.a. geschätzt wird. Dementsprechend erwartet Research and Markets für das Jahr 2026 ein globales Marktvolumen von über 14 Mrd. US-Dollar.

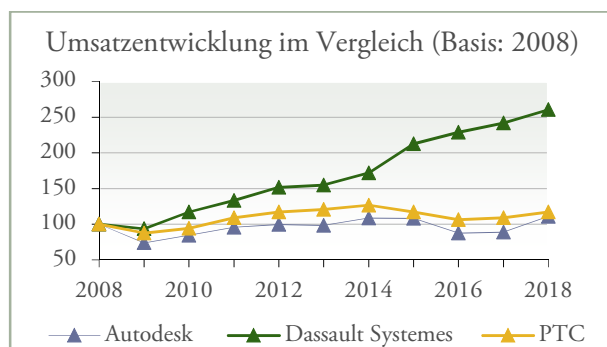
## Hohe Wettbewerbsintensität

Der Markt gilt aber als wettbewerbsintensiv. Nach einer – älteren – Einschätzung von Jon Peddie Research wird der – eng abgegrenzte – Markt nach wie vor von Autodesk angeführt (gemessen an der Installationsbasis), dahinter folgen Dassault Systemes, Siemens PLM Software, PTC und Bentley Systems. Besonders stark ist Autodesk im mittelpreisigen Segment, während das Premiumsegment, das sich vor allem durch umfassende PLM-Funktionalitäten definiert, von Dassault Systemes dominiert wird. Eine führende Rolle in dem Segment spielt zudem Siemens PLM. Die Münchener, die in dem Markt seit der Übernahme von UGS aus Texas im Jahr 2007 aktiv sind, reklamieren die Marktführerschaft im PLM-Bereich für sich. Am unteren Ende des Marktes finden sich wiederum zahlreiche kostenfreie Lösungen, die teilweise von den großen Herstellern selbst als Türöffner zu neuen Kundenkreisen lanciert werden.

## Autodesk mit kräftigen Umsatzsprung

Gemessen am Umsatz hat Autodesk die Marktführerschaft allerdings längst an Dassault Systemes verloren. Dazu beigetragen hat auch der forcierte Umbau des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware, was in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzeinnahmen verbunden ist. Nachdem der Verkauf

von Einmallyzenzen 2015 zugunsten des Abonnementmodells eingestellt wurde, hat sich der Autodesk-Umsatz 2016 um 19 Prozent auf etwas über 2 Mrd. US-Dollar reduziert und blieb auch 2017 auf diesem Niveau. Erst letztes Jahr hat das neue Modell sein hohes Potenzial gezeigt. Getrieben von den Subscription-Erlösen, die sich auf 1,8 Mrd. US-Dollar mehr als verdoppelt haben, konnte der Umsatz um ein Viertel auf 2,6 Mrd. US-Dollar gesteigert werden. Damit ist es Autodesk zum ersten Mal seit der Finanzkrise gelungen, stärker als der französische Weltmarktführer zu wachsen, der weiter am Modell der Dauerlizenzen festhält und 2018 um 7,7 Prozent auf 3,5 Mrd. Euro zugelegt hat. Doch der kumulierte Wachstumsabstand seit 2008 ist noch gewaltig. Während Autodesk nach dem letztjährigen Umsatzsprung nun um 11 Prozent über dem Niveau aus 2008 liegt, haben die Franzosen ihre Einnahmen im selben Zeitraum um mehr als 160 Prozent erhöht. Dassault Systemes hat dabei sowohl von der starken Positionierung im 3D-Bereich sowie im PLM-Markt als auch von einem offensiven Akquisitionskurs profitiert. Insbesondere hat die Übernahme der ehemaligen PLM-Sparte von IBM die Wachstumsraten der Jahre 2010 und 2011 befeuert, doch auch danach folgten zahlreiche weitere Zukäufe. In den letzten drei Jahren summierten sich die Investitionen in den Erwerb neuer Tochterunternehmen auf über 850 Mio. Euro, ein weiterer Zukauf im Volumen von 377 Mio. Euro wurde bereits in diesem Jahr vollzogen.

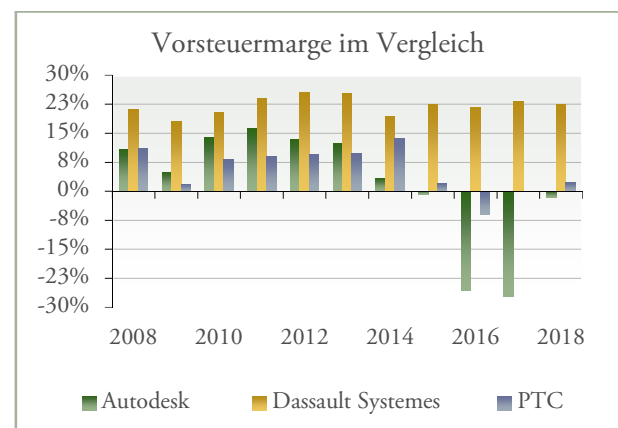


Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

## Große Profitabilitätsunterschiede

Die zwischenzeitlich schwache Umsatzentwicklung hat sich auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das 2015 erstmalig ins Minus gerutscht war und

seitdem die Rückkehr in die Gewinnzone noch nicht geschafft hat. Durch den letztjährigen Wachstumsschub konnte die Vorsteueremarge zwar von -27,1 Prozent auf -1,7 Prozent deutlich verbessert werden, doch das EBT blieb mit fast 43 Mio. US-Dollar im negativen Bereich. Ähnlich ist es PTC ergangen. Die Amerikaner haben ihr Lizenzmodell genau wie Autodesk auf Mietsoftware umgestellt und haben im Zuge dessen 2015 und 2016 einen rückläufigen Umsatz verzeichnet. Seit 2017 wächst PTC wieder, wenn auch die letztjährige Dynamik mit 7,3 Prozent weit unter dem Niveau von Autodesk geblieben ist. Ergebnisseitig hat PTC zwar schon letztes Jahr die Rückkehr in die schwarzen Zahlen geschafft, wenn auch die Vorsteueremarge mit +2,3 Prozent noch sehr moderat blieb. Demgegenüber hat Dassault Systemes 2018 zum vierten Mal hintereinander eine Vorsteueremarge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet. Eine wichtige Ursache der Wachstums- und Ergebnisschwäche bei Autodesk war die Neuausrichtung des Geschäftsmodells, weil die hochmargigen Lizenzeinnahmen im neuen Modell nicht auf einmal anfallen, sondern sich über die Nutzungszeit verteilen. Aber auch die Entwicklungsoffensive in neue Produkte, die sich in den steigenden Installationszahlen bemerkbar macht, wirkte sich zunächst ergebnisbelastend aus. So wurde der Forschungs- und Entwicklungsaufwand gerade in den umsatzschwächeren Jahren erhöht und summierte sich in der Spitze auf fast 38 Prozent der Umsätze.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

## Autodesk mit starker Marktstellung

Ungeachtet dieser relativen Wachstums- und vor allem Ertragsschwäche verfügt Autodesk weiterhin über eine starke Marktstellung. So verfügen die Kalifornier über die mit Abstand breiteste Angebotspalette und können daher die gesamte Breite des Marktes adressieren, während sich die Konkurrenz vor allem auf den Industriebereich konzentriert und auch dort Schwerpunkte auf einzelne Branchen wie Automotive oder Luftfahrt setzt. Unangefochtener Marktführer ist Autodesk zum Beispiel weiterhin in dem Bereich Bauwesen/ Architektur/ Ingenieurbau (AEC), auf den schätzungsweise rund ein Drittel des Marktes entfällt. Für Autodesk spricht zudem auch, dass seine Produkte aufgrund der großen Verbreitung quasi einen Industriestandard darstellen, den viele Nutzer mit dem Begriff CAD gleichsetzen. Damit zusammenhängend bedeutet auch die große Verfügbarkeit an Nutzern, die mit der Autodesk-Software umgehen können, aus Kundensicht ein wichtiges Argument pro Autodesk.

## Hohe Erwartungen an das Mietmodell

Die starke Dynamik im letzten Jahr deutet zudem darauf hin, dass sich die hohen Vorleistungen in die Umstellung des Lizenzmodells auszahlen dürften. Mit der zweiten Verdopplung der Subscription-Erlöse in Folge ist der Wechsel nun weitgehend vollzogen, so dass Autodesk künftig im vollen Umfang von den höheren Preisen des Modells sowie von dem wiederkehrenden Charakter der Erlöse profitieren dürfte. Auch verbindet das Unternehmen große Erwartungen mit dem Abbau der immer noch weit verbreiteten Unterlizenzierung auf Kundenseite, die im Mietmodell deutlich leichter zu identifizieren ist. Grundsätzlich kalkuliert Autodesk in dem neuen Modell mit einem Wachstum von 20 Prozent p.a., was im letzten Jahr sogar deutlich übertroffen wurde. Auch im ersten Quartal des laufenden Jahres lag das Umsatzwachstum mit 31 Prozent auf 735,5 Mio. US-Dollar weit oberhalb dieser Marke. Hiervon entfielen 595,8 Mio.

Euro auf die Aboerlöse, die sich somit um 70 Prozent verbesserten. Auf dieser Basis ist auf Vorsteuerebene auch die Erzielung eines leichten Gewinns endlich gelungen, wenn auch nach Steuern noch ein Verlust ausgewiesen werden musste.

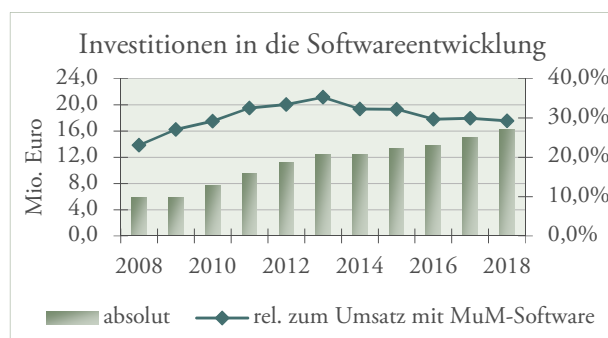
## BIM als wichtiger Markttreiber

Gerade im Zusammenhang mit der starken Stellung in dem Bereich Bauwesen/ Architektur/ Ingenieurbau (AEC) könnte Autodesk von dem Trend profitieren, die CAD-Software um ein komplettes Management aller mit einem Gebäude zusammenhängenden Daten zu erweitern. Entsprechende BIM-Angebote (Building Information Management) stoßen derzeit im Markt auf ein sehr hohes Interesse. Da mit dem Datenmanagement die Modelle auch eine zeitliche Komponente erhalten, sprechen manche Marktbeobachter in diesem Zusammenhang von einem Übergang auf 5D-Modelle, die neben den drei räumlichen Dimensionen noch die Kosten und eben die Zeitachse umfassen. Teilweise reichen die Definitionen bis 7D, wenn zusätzlich eine Nachhaltigkeitsbewertung sowie Applikationen für das Facility Management (Handbücher, Servicekontakte, Ersatzteilmformationen etc.) enthalten sind. Unabhängig davon, welche Definition zugrunde gelegt wird, trauen viele Marktbeobachter dem BIM-Konzept ein disruptives Potenzial für das Bauwesen zu. Welche Bedeutung diesem Thema beigemessen wird, verdeutlicht nicht zuletzt die neue Vorschrift des Bundesministeriums für Verkehr und digitale Infrastruktur, die für Brücken- und Tunnelprojekte ab 2020 zwingend den Einsatz von BIM vorsieht. Diese Vorschrift steht im Zusammenhang mit dem Aufbau des neuen BIM-Kompetenzzentrums des Bundes, das zukünftig als zentrale Anlaufstelle für die digital gestützte Ausschreibung und Vergabe öffentlicher Bauvorhaben fungieren und alle Bereiche des Planens, Bauens und Nutzens von Bauwerken abdecken soll.

# Strategie

## Technologieführerschaft im CAM-Bereich

Die aus Konzernsicht zentrale strategische Stoßrichtung, die maßgeblich für die erfolgreiche Entwicklung der letzten Jahre verantwortlich gewesen ist, ist die Technologieführerschaft der Tochter Open Mind in dem von ihr adressierten CAM-Geschäft. Die teils gravierenden Produktivitätsgewinne, die Open Mind den eigenen Kunden ermöglicht, stellen das zentrale Vertriebsargument dar und schaffen erst den Spielraum für die Positionierung im Hochpreissegment und folglich für die dauerhafte Erzielung von sehr hohen Margen. Um diese Positionierung aufrechtzuerhalten und auszubauen, sind hochwertige Innovationen von entscheidender Bedeutung, weswegen hohe Investitionen in die Wartung und Entwicklung der eigenen Software (die bilanziell nur in einem sehr geringen Umfang aktiviert werden) zum Kern der MuM-Strategie gehören. Bezogen auf die Segmentumsätze lag der Entwicklungsaufwand im Schnitt der letzten fünf Jahre bei knapp 31 Prozent. Auch im letzten Jahr wurden die Bemühungen weiter um 8 Prozent auf 16,3 Mio. Euro intensiviert, die Quote des Entwicklungsaufwands am Segmentumsatz lag bei 29,2 Prozent.



Quelle: MuM

## Diversifikation durch zwei Segmente

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

lichen Segmenten bietet MuM einen positiven Diversifikationseffekt, ohne den sich beispielsweise der Wechsel des Geschäftsmodells im Autodesk-Handel viel schwieriger gestaltet hätte. Auch wenn die Synergien zwischen den beiden Segmenten nach Unternehmensangaben begrenzt sind, bringt die Zweisäulenstrategie MuM handfeste Vorteile. Zum einen sorgt das CAM-Geschäft für einen wichtigen Diversifikationseffekt sowohl inhaltlicher (außerhalb der Autodesk-Welt) als auch geographischer Natur (starkes außereuropäisches Geschäft), und zum anderen erhöht das CAM-Geschäft spürbar die Profitabilität des Gesamtkonzerns.

## Marktanteilssteigerung

Die Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk bedeutet für die Systemhaussparte, dass die Entwicklung des CAD-Pioniers eine zentrale Determinante ihrer Entwicklung darstellt. Strategische Entscheidungen von Autodesk, wie etwa die Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Richtung Mietsoftware, strahlen genauso wie die Qualität und der Innovationsgrad des Produktportfolios der Amerikaner unmittelbar auf die Entwicklung von MuM aus. Doch innerhalb dieses Rahmens verfügt Mensch und Maschine über eine ausreichende Anzahl an Stellgrößen, um das eigene Umsatz- und Ergebniswachstum selbst zu beeinflussen. Die Hauptwachstumsquelle besteht demnach vor allem in einer intensiveren Durchdringung der bereits abgedeckten Märkte sowie der Erhöhung des eigenen Anteils an den Autodesk-Umsätzen (zulasten anderer Händler). Dass die Bayern hierbei durchaus erfolgreich sind, verdeutlicht die Entwicklung der letzten Jahre. Seit 2012 konnte Mensch und Maschine seine Systemhaus-Umsätze um mehr als die Hälfte auf 129,7 Mio. Euro steigern, während die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) um 19,1 Prozent auf 1,0 Mrd. US-Dollar gestiegen sind. Im letzten Jahr war

das geographische Autodesk-Segment EMEA allerdings deutlich stärker gewachsen als das MuM-Systemhaus, was teilweise auf die nicht ganz deckungsgleiche kalendarische Abgrenzung zurückzuführen sein dürfte, durch die der ganz starke Januar bei Autodesk im letzten und bei MuM im laufenden Geschäftsjahr erfasst wird.

### Nutzung der Größenvorteile

Einen wichtigen Vorteil im Wettbewerb gegen andere Autodesk-Systemhäuser stellt die inzwischen erreichte Größe dar, mit der MuM sich nach eigenen Angaben zum größten europäischen Autodesk-Systemhauspartner aufgeschwungen hat. Mit der damit ermöglichten Zentralisierung einiger wichtiger Funktionen wie Marketing oder Hotline-Support kann MuM handfeste Kostenvorteile realisieren, gleichzeitig erleichtern die einheitliche Marke und die flächendeckende Präsenz die Ansprache und die Betreuung von größeren Kunden.

### Verlängerung der Wertschöpfungskette

Einen wichtigen Aspekt der Strategie, den eigenen Anteil am Autodesk-Geschäft zu steigern, stellt die seit 2009 eingeleitete Umstellung des Geschäftsmodells von der umsatzstarken, aber vergleichsweise marginsschwachen Distribution zum Systemhaus dar. Dadurch hat MuM die eigene Wertschöpfungstiefe innerhalb des Marktes entscheidend verlängert. Mit zusätzlichen Leistungen wie Schulungen, Support, Wartung, Implementierung und individueller Anpassung sowie mit der Vereinnahmung der Einzelhandelsmarge sieht das Management im Systemhaus ein dreimal so hohes Margenpotenzial wie im Distributionsgeschäft.

### Reduzierung der Abhängigkeit von Autodesk

Mit dem Auf- und Ausbau des Systemhausgeschäfts ging auch eine Reduktion der Abhängigkeit von Autodesk einher, der Anteil des Handelsgeschäfts, also der Autodesk-Lizenzen, hat sich inzwischen auf rund 17 Prozent des Konzernrohertrags ermäßigt. Dazu trägt auch bei, dass die MuM-Systemhäuser zunehmend herstellerunabhängig als CAD-Spezialisten

wahrgenommen und für umfassende Projekte engagiert werden, in denen auch Fremdsoftware zum Einsatz kommt.

### Ausbau des eigenen Softwareangebotes

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern stellen zudem die beiden Autodesk-basierten bzw. -kompatiblen Softwareprodukte DATAflor und eXs (früher ecscad) dar, mit denen Mensch und Maschine passgenaue Lösungen für eine bestimmte Branche bzw. für bestimmte Anforderungen (hochkomplexe Schaltpläne) im Angebot führt. Insbesondere mit eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt, das gerade im technologisch geprägten deutschen Mittelstand eine wichtige Türöffnerfunktion erfüllt. Darüber hinaus entwickelt MuM in Projekten laufend neue Module und Erweiterungen zur Autodesk-Standardsoftware, mit denen die kunden- oder branchenspezifischen Anforderungen erfüllt werden. Diese Lösungen dokumentieren anschließend die Expertise für die adressierten Branchen, erleichtern den Vertrieb, erhöhen die Produktivität in den Projekten und erleichtern deren Kalkulierbarkeit.

### Stärkung der Wachstumstreiber

Eine wichtige Erweiterung erfuhr das Software-Geschäft mit der Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG, mit der sich MuM als Softwarehersteller für die Berechnung, Bemessung und Konstruktion von statisch besonders anspruchsvollen Bauprojekten, vor allem im Brücken- und Tunnelbau, positioniert hat. Dadurch sowie durch die ebenfalls starke Stellung von SOFiSTiK im BIM-Bereich hat MuM die eigene Positionierung auf zwei sehr aussichtsreichen Gebieten deutlich gestärkt.

### Kontinuität und Berechenbarkeit

MuM verfolgt seine langfristige Strategie mit großer Zuverlässigkeit und sorgt damit für eine hohe Verlässlichkeit für die Kunden, Partner und Investoren. Kontinuität wird auch im personellen Bereich und vor allem in der Führungsstruktur großgeschrieben. Dieser Linie folgend wird der anstehende Generationswechsel an der Führungsspitze bereits seit mehreren Jahren

durch den Aufbau geeigneter Führungskräfte sowie durch die zunehmende Delegation von Aufgaben und

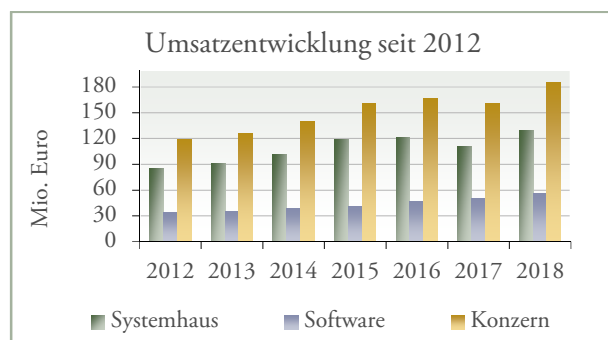
Verantwortung nicht nur vorbereitet, sondern bereits umgesetzt.



# Zahlen

## Dynamisches Umsatzwachstum

Mit Ausnahme des Jahres 2017, in dem infolge des Wechsels des Lizenzmodells bei Autodesk die Systemhaus- und dadurch auch die Konzernerlöse gesunken sind, ist MuM seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell kontinuierlich gewachsen und hat zwischen 2012 und 2018 den Umsatz um 56 Prozent auf zuletzt 185,4 Mio. Euro gesteigert. Besonders stark legte dabei das Software-Segment zu (+65,9 Prozent auf 55,7 Mio. Euro), doch auch im Systemhaus wurden die Erlöse um mehr als die Hälfte auf 129,7 Mio. Euro erhöht.

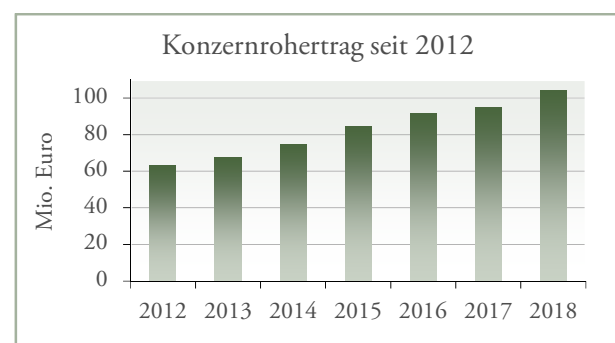


Quelle: Unternehmen

## Rohrertrag auf Rekordniveau

Noch stärker ist in den letzten Jahren der Rohrertrag gewachsen, der zwischen 2012 und 2018 um 64,9 Prozent auf 103,9 Mio. Euro zugelegt hat. Damit hat sich der zentrale Vorteil des neuen Geschäftsmodells (Systemhaus statt Großhandelsdistribution), die größere Wertschöpfungstiefe, deutlich ausgezahlt. Anders als der Umsatz, war der Rohrertrag im Nachgang an den Wechsel des Geschäftsmodells nur moderat zurückgegangen und hat schon 2014 den Rekordwert aus dem Jahr 2011 (70,0 Mio. Euro) – trotz des noch deutlich niedrigeren Umsatzes – übertroffen. Die Konzernrohertragsmarge, für die bis 2008 noch Werte unterhalb von 30 Prozent üblich waren, hat 2017 mit 59,0 Prozent einen neuen Rekordwert erreicht. Da dieser aber teilweise durch die vorübergehende Schwäche des Autodesk-Handelsgeschäfts infolge der Umstellung des Lizenzmodells durch die

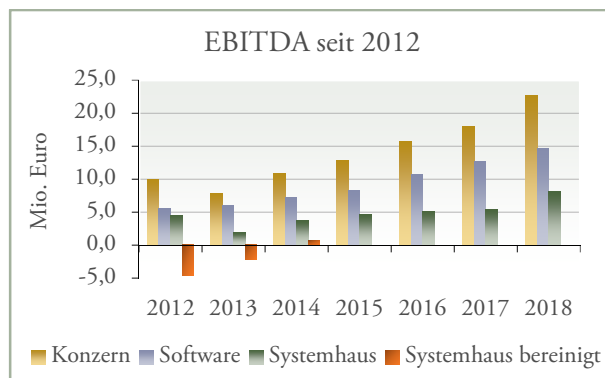
Amerikaner bedingt war, sorgte die letztjährige Nachholbewegung im Autodesk-Geschäft wieder für eine Normalisierung der Rohmarge auf 56,0 Prozent. In absoluten Zahlen konnte der Rohertrag aber erneut gesteigert werden und lag mit 103,9 Mio. Euro zum ersten Mal oberhalb der 100-Mio.-Euro-Marke.



Quelle: Unternehmen

## EBITDA vervielfacht

Das Umsatzwachstum und die steigende Rohmarge haben in Summe der letzten Jahre eine sehr positive EBITDA-Entwicklung ermöglicht. Insgesamt hat sich das berichtete EBITDA in den sieben Jahren bis 2018 um 128,2 Prozent auf 22,7 Mio. Euro mehr als verdoppelt, wobei der operative Gewinnanstieg noch deutlich stärker gewesen ist. Die anfänglichen operativen Anlaufverluste im Systemhaus hat MuM nämlich in den Jahren bis 2014 mit den hohen Erträgen, die aus dem Verkauf des europäischen Autodesk-Distributionsgeschäfts im Herbst 2011 vereinnahmt worden waren, gedeckt und damit die EBITDA-Entwicklung etwas gestützt. Bereinigt um diese Erträge hat sich das EBITDA im Systemhaus zwischen 2012 und 2018 von -4,5 Mio. Euro auf +8,1 Mio. Euro verbessert. Zusammen mit dem stetigen und kräftigen EBITDA-Wachstum im Softwaresegment summierte sich das operative Ergebniswachstum im Konzern in dieser Zeit auf mehr als 2.000 Prozent (von 1,0 auf 22,7 Mio. Euro).



Quelle: Unternehmen

## Zweistellige EBIT-Marge

Der Margenanstieg in beiden Segmenten war beim EBIT noch stärker ausgefallen. Konzernweit hat sich die EBIT-Marge in den letzten sieben Jahren mehr als verdoppelt und erreichte 2018 mit 10,6 Prozent erstmals einen zweistelligen Wert. Im Software-Geschäft wird bereits seit 2016 eine EBIT-Marge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet (zuletzt 23,7 Prozent), während im Systemhaus zuletzt 5,0 Prozent erreicht wurden. Damit hat es Mensch und Maschine geschafft, auch letztes Jahr trotz der wieder ermäßigten Rohmarge eine Profitabilitätssteigerung zu erreichen, das EBIT deutlich überproportional um 29,2 Prozent zu steigern und die EBIT-Marge in beiden Segmenten zu verbessern. Im Systemhaus betrug die Verbesserung 1,6 Prozentpunkte, im Software-Bereich 1,0 Prozentpunkte. Damit profitierte MuM erneut von der anhaltenden Kostendisziplin, die sich nicht zuletzt in dem deutlich unterproportionalen Wachstum der Mitarbeiterzahl bemerkbar machte. So erhöhte sich diese im Systemhaus um lediglich 1,8 Prozent und im Konzern um 4,7 Prozent. Der Anstieg des Personalaufwands konnte hierdurch auf 7,0 Prozent beschränkt werden, der sonstige betriebliche Aufwand erhöhte sich sogar nur um 3,3 Prozent.

## Dividende um 30 Prozent erhöht

Dank eines verbesserten Finanzergebnisses und einer niedrigeren Steuerquote wuchs der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheiten sogar um 36,7 Prozent auf 11,7 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 6,3 Prozent. Auf Basis dieses hohen Gewinnwachstums und der unverändert ausgeprägten Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells (siehe unten)

konnte MuM seine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik fortsetzen und eine Dividende von 65 Cent je Aktie ausschütten. Damit wurde die Dividende, die nach einer vierjährigen Konstanz bei 20 Cent seit 2015 kontinuierlich gesteigert und allein zwischen 2015 und 2017 verdoppelt worden war, 2018 um weitere 30 Prozent angehoben. Damit hat sich die Ausschüttung in den letzten fünf Jahren verdreifacht.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	Änderung
Umsatz	160,85	185,40	+15,3%
Systemhaus	110,39	129,67	+17,5%
Software	50,47	55,73	+10,4%
Rohertrag	94,82	103,91	+9,6%
Systemhaus	45,88	49,55	+8,0%
Software	48,94	54,36	+11,1%
Rohmarge	59,0%	56,0%	
EBITDA	18,04	22,75	+26,1%
Systemhaus	5,35	8,07	+51,0%
Software	12,69	14,68	+15,6%
EBITDA-Marge	11,2%	12,3%	
EBIT	15,21	19,66	+29,2%
Systemhaus	3,76	6,45	+71,5%
Software	11,45	13,21	+15,3%
EBIT-Marge	9,5%	10,6%	
Vorsteuerergebnis	13,59	18,16	+33,6%
Vorsteuermarge	8,5%	9,8%	
Jahresüberschuss	8,55	11,69	+36,7%
Netto-Marge	5,3%	6,3%	

## SOFiSTiK und Autodesk-Handel als Umsatztreiber im ersten Halbjahr

Im ersten Halbjahr 2019 hat Mensch und Maschine das Wachstum fortgesetzt und den Umsatz um 27,3 Prozent auf 120,3 Mio. Euro gesteigert. Ein Teil des Zuwachses in Höhe von rund 7,0 Mio. Euro geht auf den Konsolidierungseffekt der Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK GmbH zurück, so dass organisch ein Wachstum von etwa 20 Prozent erreicht wurde. Dieses wurde vor allem vom Systemhaus mit einem Zuwachs um 24,4 Prozent auf 82,7 Mio. Euro getrieben,

während das Software-Geschäft bereinigt um den Konsolidierungseffekt „lediglich“ um rund 9 Prozent gewachsen ist. Während MuM bezüglich des Software-Segments tatsächlich von einer leichten Abkühlung und „einer Konsolidierung auf hohem Niveau“ spricht, ist das hohe Wachstum im Systemhaus vor allem auf den von Autodesk vollzogenen Wechsel des Preismodells zurückzuführen. Nachdem der Wechsel im Neugeschäft 2017 die Umsatzentwicklung belastet hatte, weil die anfänglichen Subscription-Zahlungen nur einen Teil der früher zum Vertragsabschluss fälligen Lizenzzahlung ausmachen, sorgt der Wechsel der Wartungskunden aus dem alten Modell in das Subscription-Modell nun für einen entgegengesetzten Effekt, weil die laufenden Subscription-Gebühren deutlich höher sind als die Wartungszahlungen im alten Modell. Darüber hinaus war die hohe Dynamik auch einer von Autodesk im Mai umgesetzten Preiserhöhung geschuldet, die sich entsprechenden Vorzieheffekten bemerkbar gemacht hat.

### SOFiSTiK mit sehr hoher Dynamik

Sehr zufrieden zeigt sich das Unternehmen mit der aktuellen Entwicklung der neuesten Konzerntochter SOFiSTiK, die sowohl im BIM-Bereich als auch mit dem neuen Produkt Bridge Modeler, einer BIM-fähigen Speziallösung zum Entwerfen und Berechnen von Brücken, auf eine sehr lebhaft Nachfrage stößt. Mit dem Bridge Modeler verfügt SOFiSTiK nicht nur über eine moderne Lösung, die bereits die ab 2020 geltenden gesetzlichen Vorgaben erfüllt, sondern auch über ein Produkt, mit dem sich das Unternehmen strategisch von dem bisher adressierten High-End-Bereich auch dem breiteren Markt öffnet. Angesichts der Zigttausenden Brücken, die allein in Deutschland in den nächsten Jahren saniert oder ersetzt werden müssen, erschließt sich SOFiSTiK damit ein sehr großes Marktpotenzial.

### Rohermargen etwas niedriger

Das starke Wachstum im Handelsgeschäft sorgte für eine Verschiebung der Umsatzzusammensetzung in Richtung von niedrigmargigen Umsätzen, weswegen sich der Konzernrohertrag unterproportional zum Umsatz, um 22,4 Prozent, auf 64,1 Mio. Euro erhöht hat. Ein weiterer dämpfender Effekt auf die Rohmarge

resultierte aus der Konsolidierung von SOFiSTiK, deren Rohmarge unterhalb des bisher im Software-Segment erreichten Niveaus liegt, weswegen sich diese im ersten Halbjahr von 97,8 auf 93,9 Prozent ermäßigte. Im Systemhaus wurde hingegen eine Rohmarge von 34,9 Prozent erzielt, nach 37,6 Prozent im Vorjahr.

Geschäftszahlen	HJ 2018	HJ 2019	Änderung
Umsatz	94,46	120,22	+27,3%
<i>Systemhaus</i>	66,50	82,70	+24,4%
<i>Software</i>	27,95	37,51	+34,2%
Rohertrag	52,39	64,12	+22,4%
<i>Systemhaus</i>	25,04	28,90	+15,4%
<i>Software</i>	27,35	35,22	+28,8%
<i>Rohmarge</i>	55,5%	53,3%	
EBIT	10,28	13,98	+36,0%
<i>Systemhaus</i>	3,12	4,75	+52,4%
<i>Software</i>	7,16	9,23	+28,8%
<i>EBIT-Marge</i>	10,9%	11,6%	
Vorsteuerergebnis	9,60	13,56	+41,2%
<i>Vorsteuermarge</i>	10,2%	11,3%	
Jahresüberschuss	6,34	8,32	+31,2%
<i>Netto-Marge</i>	6,7%	6,9%	

### EBIT steigt um mehr als ein Drittel

Wie schon im Vorjahr, konnte MuM das Rohertragswachstum in ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum ummünzen. Dazu trug erneut auch die anhaltende Kostendisziplin bei, die sich in einem gegenüber dem Rohertrag nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwands bemerkbar machte. Dieser legte um 18,8 Prozent zu, so dass sich die Personalaufwandsquote (bezogen auf den Rohertrag) im Vorjahresvergleich von 61,7 auf 59,9 Prozent reduzierte. Margenerhöhend hat sich auch die Summe aus dem sonstigen betrieblichen Aufwand und dem Leasingaufwand entwickelt, die sich um 20 Prozent erhöht hat. Da sich auch die sonstigen Abschreibungen (ohne IFRS 16-Abschreibungen) mit 11 Prozent nur unterproportional erhöht haben, konnte das Halbjahres-EBIT um 36 Prozent auf 14,0 Mio. Euro verbessert werden, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 11,6 Prozent (Vorjahr: 10,2 Prozent).

## Minderheitenanteil vervierfacht

Dank einer leichten Verbesserung des Finanzergebnisses betrug der Gewinnanstieg nach Steuern sogar 41 Prozent auf 9,3 Mio. Euro, wovon allerdings diesmal infolge der SOFiSTiK-Übernahme ein deutlich höherer Anteil auf Minderheitsgeschafter entfiel. Dieser hat sich auf knapp 1,0 Mio. Euro vervierfacht, so dass sich der Halbjahresüberschuss nach Minderheiten auf 8,3 Mio. Euro belaufen hat, 31,2 Prozent mehr als im Vorjahr.

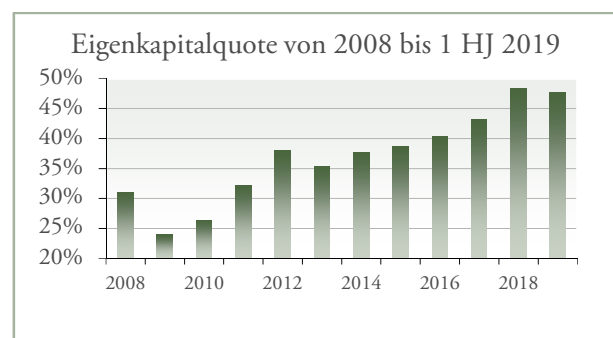
## Operativer Cashflow und Investitionen steigen kräftig

Die hohe Ertragsstärke des MuM-Geschäftsmodells spiegelt sich auch im operativen Cashflow wider, der im ersten Halbjahr um 42,5 Prozent auf 12,8 Mio. Euro bzw. auf 10,6 Prozent der Sechsmonatsumsätze gesteigert wurde. Allerdings sind davon 1,8 Mio. Euro auf die Erstanwendung von IFRS 16 zurückzuführen, in deren Folge Leasing-Aufwendungen in dieser Höhe aus dem operativen Cashflow in den Finanzierung-Cashflow umgruppiert werden mussten. Bereinigt um diesen Effekt hat sich der operative Cashflow um 22,4 Prozent auf knapp 11 Mio. Euro verbessert. Bedingt durch die Auszahlungen für die SOFiSTiK-Übernahme sowie für die Fertigstellung der neuen SOFiSTiK-Zentrale, aber auch durch die aufgrund des Kaufs eines Kundenstamms mehr als verdoppelten sonstigen Investitionen (von 1,0 auf 2,5 Mio. Euro) hat sich der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit in den ersten sechs Monaten im Vorjahresvergleich deutlich von -0,9 auf -5,9 Mio. Euro erhöht, weswegen der Free-Cashflow mit +6,9 Mio. Euro um knapp 15 Prozent gesunken ist. Nach Berücksichtigung der Mittelabflüsse aus der Finanzierungstätigkeit in Höhe von -3,1 Mio. Euro (vor allem für die Dividendenzahlung für 2018) hat sich der Liquiditätsbestand in den ersten sechs Monaten 2019 um 3,9 Mio. Euro auf 13,4 Mio. Euro erhöht.

## Bilanzsumme deutlich erhöht

Größere Änderungen haben sich wegen der Konsolidierung von SOFiSTiK sowie aufgrund der Erstanwendung von IFRS 16 in der Bilanz ergeben. So sorgte allein die Aktivierung der Nutzungsrechte für

geleaste bzw. gemietete Vermögensgegenstände bzw. die Passivierung der entsprechenden Verbindlichkeiten für einen bilanzverlängernden Effekt von 6,2 Mio. Euro. Durch die Vollkonsolidierung von SOFiSTiK und durch die hohen Investitionen des ersten Halbjahrs erhöhten sich zudem auch Positionen wie Goodwill (+39 Prozent), andere immaterielle Vermögensgegenstände (+52 Prozent) sowie Immobilien (+55 Prozent) sehr deutlich. Insgesamt erhöhte sich das Anlagevermögen um 42 Prozent auf 90,5 Mio. Euro. In Verbindung mit dem Anstieg der Liquidität (+40 Prozent), der sonstigen kurzfristigen Vermögensgegenstände (+44 Prozent) und der Vorräte (+34 Prozent) resultierte daraus eine um 32 Prozent erhöhte Bilanzsumme von 140,4 Mio. Euro. Kräftig erhöht hat sich dank des Halbjahresgewinns, der Ausgabe neuer Aktien (für die SOFiSTiK-Übernahme sowie für die Aktiendividende) auch das Eigenkapital, das trotz der gleichzeitig hohen Dividendenzahlung (10,6 Mio. Euro) um 30 Prozent auf 66,9 Mio. Euro angewachsen ist. Damit hat sich die Eigenkapitalquote trotz der deutlichen Bilanzverlängerung nur moderat von 48,3 Prozent auf immer noch sehr solide 47,6 Prozent reduziert. Auch die Verschuldungsposition ist weiter komfortabel. Die Relation der Nettofinanzverschuldung zum letztjährigen EBITDA betrug selbst unter Einbeziehung des besicherten Immobilienkredits per Ende Juni lediglich 0,7.



Quelle: Unternehmen

## Gewinnziele „komfortabel unterlegt“

Vor dem Hintergrund des starken ersten Halbjahrs hat MuM seine Umsatzprognose für das laufende Jahr, wie von uns erwartet, angehoben und die Gewinnziele als „komfortabel unterlegt“ bestätigt. Demnach sollen bei einem Umsatzwachstum um 20 bis 24

Prozent auf 220 bis 230 Mio. Euro (bisher: 15 bis 20 Prozent auf 215 bis 220 Mio. Euro) eine EBIT-Steigerung um 22 bis 33 Prozent auf 24 bis 26 Mio. Euro sowie ein Anstieg des Gewinns pro Aktie um 25 bis 34 Prozent auf 89 bis 95 Cent erreicht werden, woraus MuM bei Zielerreichung eine Dividende von 77 bis 83 Cent je Aktie zahlen will. Auch der Ausblick für

die nächsten Jahre wurde unverändert gelassen und sieht ein jährliches Umsatzwachstum um 10 bis 12 Prozent, eine EBIT-Zunahme um 3,5 bis 5,0 Mio. Euro p.a. sowie einen EPS-Wachstum um 18 bis 24 Cent pro vor. Auf dieser Grundlage wird ein Dividendenanstieg um 15 bis 20 Cent pro Jahr angestrebt.

# Equity-Story

## Starke Marktstellung

In den adressierten Märkten verfügt MuM über eine starke Marktstellung. Im CAM-Bereich gehört das Unternehmen über seine Tochter Open Mind zu den Pionieren auf dem Gebiet des 5-Achs-FräSENS, ist dort technologisch führend und verfügt über eine breite, weltweit verteilte Kunden- und Installationsbasis. Im Markt für CAD-Software ist MuM sogar schon seit mehr als drei Jahrzehnten tätig und stellt das größte europäische Systemhaus für die Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk dar. Die Bayern verfügen über eine flächendeckende Präsenz in der DACH-Region und über Niederlassungen in zahlreichen weiteren europäischen Staaten sowie über eine sehr breite Kunden- und Installationsbasis.

## Neue Produkte mit hohem Potenzial

Die ohnehin gute Positionierung wurde durch die Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK weiter verbessert. Mit der starken Stellung der neuen Konzerntochter im BIM-Bereich sowie als Spezialist für Bausoftware hat MuM das eigene Standing auf zwei potenziellträchtigen Gebieten entscheidend ausgebaut. Die berichtete sehr gute Performance von SOFiSTiK im ersten Halbjahr bestätigt diese Einschätzung.

## Ausgeprägte Kontinuität

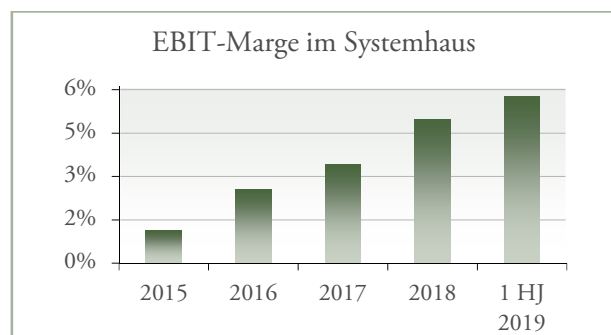
MuM zeichnet sich durch eine beeindruckende Kontinuität aus. Dies gilt sowohl für die adressierten Geschäftsfelder und die verfolgte Strategie als auch für die beteiligten Personen. Das Unternehmen wird trotz der mehr als 30-jährigen Historie immer noch von seinem Gründer, Herrn Adi Drotleff, geleitet, der gleichzeitig mit 43,8 Prozent auch der größte Einzelaktionär ist. Aber auch das Personal zeigt eine große Verbundenheit mit dem Unternehmen, die Fluktuation ist nach MuM-Angaben sehr gering und auch die zweite und die dritte Managementebene bestehen aus Mitarbeitern, die in den meisten Fällen seit mehr als 15 Jahren zum Team zählen.

## Friktionsfreier Generationswechsel

Diese stabile Führungsstruktur hat es MuM ermöglicht, den anstehenden Generationswechsel an der Unternehmensspitze bereits in den letzten Jahren vorzubereiten und einzuleiten. Inzwischen ist der Prozess, der durch die monistische Führungsstruktur der SE erleichtert wird, nach Unternehmensangaben weit fortgeschritten und bisher absolut friktionslos verlaufen.

## Umbau des Geschäftsmodells erfolgreich

Die einzige große strategische Änderung, die MuM in den letzten Jahren vorgenommen hat, war der 2009 eingeleitete Wechsel der Vertriebsstufe von der Großhandelsdistribution auf den Endkundenvertrieb in Form eines Systemhauses. Diesen großangelegten Wandel des Geschäftsmodells, der unter anderem mit 20 Übernahmen im In- und Ausland einhergegangen ist, konnte MuM ohne größere Friktionen und bisher weitgehend nach dem langjährigen Plan umsetzen. Wir werten diesen Erfolg als Beleg für die Expertise des gesamten Managementteams und leiten daraus unsere Zuversicht ab, dass auch die zweite Phase der Transformation, die Heranführung des neuen Segments an die Zielprofitabilität, ähnlich erfolgreich gestaltet werden kann. Wie die nachstehende Graphik verdeutlicht, konnte MuM diesbezüglich in den letzten Jahren eine beachtliche Entwicklung vorweisen.



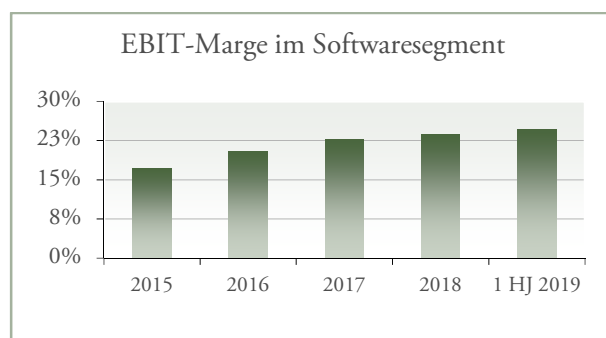
Quelle: Unternehmen

## Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

Vor allem die zu erwartende sukzessive Verbesserung der Profitabilität im Systemhaus sorgt für eine erhebliche Gewinnphantasie. Als wichtige Margentreiber nennt Mensch und Maschine auf der operativen Ebene vor allem wachstumsbedingte Größendegressionseffekte, die steigende Zahl an vorgefertigten Erweiterungs- und Branchenmodulen sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des Segments. Dass diese Fortschritte erzielbar sind, haben bereits die letzten vier Geschäftsjahre gezeigt, in denen die EBIT-Marge im Systemhaus von 1,1 auf 5,0 Prozent nahezu verfünffacht wurde. Im ersten Halbjahr 2019 lag sie bereits bei 5,7 Prozent. Auf dieser Basis traut sich MuM zu, die konzernweite EBIT-Marge mittelfristig auf mehr als 14 Prozent zu steigern.

## Hochprofitables Softwaregeschäft

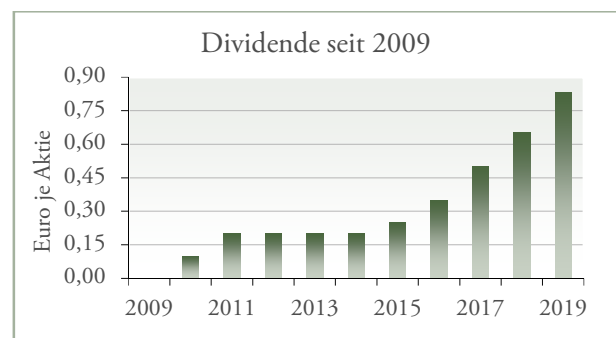
Doch auch das bereits hochprofitable Softwaregeschäft bietet noch weiteren Spielraum für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen. So konnte die EBIT-Marge hier allein zwischen 2016 und 2018 um 3,3 Prozentpunkte auf 23,7 Prozent gesteigert werden. Neben den wachstumsbedingten Degressionseffekten bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand sorgen aktuell der Marktstart des neuen Produkts eXs sowie die starke Dynamik bei SOFiSTiK für zusätzliche Margenphantasie, die MuM durch die angekündigte Verlangsamung des Personalwachstums im Segment zusätzlich stützen könnte.



Quelle: Unternehmen

## Zuverlässige Prognosen

Mensch und Maschine hat in den letzten Jahren zuverlässig die eigenen Prognosen erfüllt und dabei vor allem die angekündigten Gewinnverbesserungen erzielt. Insofern stufen wir die aktuelle Prognose, die für das laufende Jahr von einem weiteren Gewinnzuwachs um bis zu 34 Prozent und für die Folgejahre von einem stetigen weiteren Gewinnanstieg ausgeht, auch am oberen Ende als sehr glaubwürdig ein.



Quelle: Unternehmen, 2019: oberer Rand der MuM-Prognose

## Attraktive Ausschüttungspolitik

Die Gewinnsteigerung setzt MuM in hohes Dividendenwachstum um. Nachdem die Ausschüttung zwischen 2011 und 2014 bei 20 Cent je Aktie konstant gehalten wurde, wurde sie 2015 um 25 Prozent und in den beiden Folgejahren um jeweils 40 Prozent angehoben. Die diesjährige Dividende für 2018 betrug 65 Cent je Aktie und damit 30 Prozent mehr als im Vorjahr. Bei einer Zielerreichung am oberen Ende der Prognosespanne würde sich die Dividende auch dieses Jahr um rund 28 Prozent auf 83 Cent je Aktie erhöhen und entspräche aktuell einer Dividendenrendite von 2,6 Prozent. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bietet die MuM-Aktie damit eine attraktive Dividendenrendite sowie eine vergleichsweise verlässliche Aussicht auf im Zeitablauf weiter steigende Ausschüttungen, die das Unternehmen auf 15 bis 20 Cent pro Jahr beziffert.

# DCF-Bewertung

## Wachstumsszenario bestätigt

Das von uns unterstellte Wachstumsszenario, mit dem wir uns an der seit Jahren sehr zuverlässigen Guidance des Unternehmens orientieren, hat sich bisher als richtig herausgestellt, weswegen wir hieran auch für die nächsten Jahre festhalten. Dementsprechend gehen wir weiter davon aus, dass es MuM in den nächsten Jahren gelingen wird, kontinuierlich zu wachsen und die Margen weiter zu verbessern. Nach der Vorlage der Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr sogar erhöht.

## Umsatzreihe höher

Wie wir bereits erwartet hatten, hat MuM anlässlich der Halbjahreszahlen die eigene Umsatzprognose für 2019 auf 220 Mio. Euro bis 230 Mio. Euro angehoben. Obwohl wir schon bisher mit unserer Schätzung (222 Mio. Euro) oberhalb der alten Prognose gelegen hatten, haben auch wir unsere Umsatzerwartung nach oben angepasst und kalkulieren nun mit 226 Mio. Euro. Die Wachstumsraten für die nächsten Jahre haben wir hingegen unverändert bei 10,5 Prozent p.a. gelassen, woraus sich in Kombination eine höhere Umsatzreihe ergibt. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2026 rechnen wir nun mit knapp 455 Mio. Euro Umsatz.

## Margenanstieg etwas abgeflacht

Während wir beim Umsatz nun in der Mitte der neuen Unternehmensprognose liegen, rechnen wir beim EBIT mit einer leichten Überschreitung der Zielspanne von 24 bis 26 Mio. Euro und kalkulieren mit 26,2 Mio. Euro. Das Nettoergebnis erwarten wir aber mit 0,92 Euro je Aktie weiterhin innerhalb der Guidance. Etwas vorsichtiger haben wir hingegen die Margenentwicklung für die nächsten Jahre modelliert und damit auf die zuletzt leicht reduzierte organische Dynamik im Softwaresegment reagiert. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir nun mit einer EBIT-Marge von 14,2 Prozent und bleiben damit eng an der Mittelfristprognose von MuM (über

14 Prozent). Bisher hatten wir – bei Annahme eines höheren Gewichts des Softwaresegments – mit einer Zielmarge von 15,4 Prozent gerechnet. Die vorsichtiger Entwicklung der Marge im Detailprognosezeitraum erfordert unseres Erachtens aber auch einen geringeren Sicherheitsabschlag bei der Ermittlung des Terminal Value, weswegen wir diesen nun auf 15 Prozent reduziert haben und mit einer „ewigen“ EBIT-Marge von rund 12 Prozent kalkulieren. Das „ewige“ Wachstum haben wir bei 1 Prozent p.a. belassen.

## Investitionen höher

Eine größere Anpassung hat sich auch bezüglich der diesjährigen Investitionen ergeben, die wegen der Fertigstellung der neuen SOFiSTiK-Zentrale sowie des Erwerbs eines Kundenstamms mit 5,9 Mio. Euro schon im ersten Halbjahr deutlich über unserer bisherigen Schätzung für das Gesamtjahr gelegen haben. Wir haben deswegen den Ansatz für die Investitionen für 2019 nun deutlich angehoben, woraus sich auch für die Folgejahre veränderte Abschreibungsverläufe ergeben haben. Kleinere Änderungen haben wir zudem bei den Minderheitsanteilen sowie bei der Entwicklung des Working Capital vorgenommen. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 zeigt die Tabelle auf der nächsten Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

## Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres:



Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	226,0	249,7	275,9	304,9	336,9	372,3	411,4	454,6
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,6%	11,7%	12,4%	13,0%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%
<b>EBIT</b>	<b>26,2</b>	<b>29,3</b>	<b>34,1</b>	<b>39,6</b>	<b>46,8</b>	<b>52,1</b>	<b>58,0</b>	<b>64,5</b>
Steuersatz	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,4	9,4	10,9	12,7	14,8	16,2	17,7	19,7
<b>NOPAT</b>	<b>17,8</b>	<b>19,9</b>	<b>23,2</b>	<b>26,9</b>	<b>32,1</b>	<b>36,0</b>	<b>40,3</b>	<b>44,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	6,6	9,5	8,2	7,4	5,4	5,3	5,3	5,2
+ 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>24,5</b>	<b>29,5</b>	<b>31,4</b>	<b>34,3</b>	<b>37,4</b>	<b>41,3</b>	<b>45,6</b>	<b>50,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
- Investitionen AV	-7,1	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>17,5</b>	<b>27,3</b>	<b>29,1</b>	<b>31,8</b>	<b>34,8</b>	<b>38,4</b>	<b>42,5</b>	<b>46,8</b>

Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,5 Prozent.

### Kursziel: 37,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,5 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 625,7 Mio. Euro bzw. 37,12 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 37,10 Euro ab (bisher: 35,80 Euro), das gegenüber dem aktuellen Kurs ein Aufwärtspotenzial von rund 18 Prozent signalisiert.

### Mittleres Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Angesichts der seit Jahren gefestigten Marktposition, des langjährigen Track-records und der erwiesenen hohen Prognosezuverlässigkeit des Managements halten wir die Berechenbarkeit der Entwicklung von MuM für gut. Die größte Unsicherheit stellt unseres

Erachtens trotz der zuletzt erreichten Fortschritte weiterhin die angepeilte Margenverbesserung im Systemhaus dar. Der Beitrag dieses Aspekts für unsere Wertermittlung ist nicht unwesentlich, gleichzeitig ist die damit verbundene betriebswirtschaftliche Herausforderung beträchtlich. In Summe der Überlegungen halten wir deswegen den Ansatz eines mittleren Schätzrisikos weiter für angemessen (3 Punkte).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	55,62	50,06	45,75	42,31	39,50	
6,0%	48,49	44,32	41,00	38,29	36,03	
6,5%	42,95	39,74	37,12	34,94	33,09	
7,0%	38,53	36,00	33,89	32,11	30,58	
7,5%	34,91	32,88	31,16	29,68	28,41	

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 28,41 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,5 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 55,62 Euro im optimistischsten Fall.

## Fazit

---

Mensch und Maschine schreibt seit Jahren eine bemerkenswerte Erfolgsgeschichte. Deren Basis ist die Konzentration auf CAD- und CAM-Software, die das Unternehmen geschickt in kontinuierliches und vor allem immer profitableres Wachstum umsetzt. Nachdem das EBIT seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell auf 19,7 Mio. Euro bereits mehr als verdreifacht worden ist, will MuM in diesem Jahr eine weitere Steigerung um 22 bis 33 Prozent erreichen und den Wachstumskurs auch in den Folgejahren fortsetzen.

Das erste Halbjahr war diesbezüglich bereits erfolgreich, bei einem Umsatzwachstum um 27 Prozent konnte das EBIT um 36 Prozent gesteigert werden, womit die EBIT-Marge auf den neuen Rekordwert von 11,6 Prozent geklettert ist. Auf dieser Grundlage

hat MuM seine Umsatzprognose für 2019 angehoben und die Ergebnisziele als „komfortabel unterlegt“ bestätigt.

Auch wir haben unsere Schätzungen etwas angehoben und sehen den fairen Wert der MuM-Aktie bei 37,10 Euro. Damit bietet das Papier aktuell ein attraktives Aufwärtspotenzial von fast 18 Prozent, weswegen wir unser Urteil von zuletzt „Hold“ auf „Buy“ hochstufen. Auch die Dividendenrendite, die wir für dieses Jahr auf 2,6 Prozent schätzen, unterstreicht die Attraktivität der Aktie. Dies umso mehr, als Mensch und Maschine die Ausschüttung, die bereits in den letzten Jahren kräftig erhöht worden ist, auch in Zukunft um 15 bis 20 Cent pro Jahr anheben möchte.

# 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	91,8	84,5	78,6	74,8	74,0	73,5	73,1	72,8
1. Immat. VG	42,6	53,1	52,0	51,0	50,1	49,2	48,5	47,8	47,2
2. Sachanlagen	13,2	30,7	24,6	19,8	16,8	16,9	17,1	17,4	17,8
II. UV Summe	42,4	60,2	66,6	72,1	83,5	96,7	109,1	122,4	136,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	51,3	78,5	82,7	87,7	94,0	102,4	110,2	118,8	128,1
II. Rückstellungen	10,4	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,7	18,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,6	24,2	18,2	11,8	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
2. Kurzfristiges FK	23,8	36,3	36,6	37,0	39,1	42,4	45,9	49,6	53,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>106,1</b>	<b>153,0</b>	<b>152,1</b>	<b>151,8</b>	<b>159,3</b>	<b>171,7</b>	<b>183,6</b>	<b>196,5</b>	<b>210,3</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	226,0	249,7	275,9	304,9	336,9	372,3	411,4	454,6
Rohertrag	103,9	127,7	140,3	154,1	170,3	188,2	207,9	229,8	253,9
EBITDA	22,7	32,9	38,9	42,3	47,0	52,2	57,4	63,2	69,7
EBIT	19,7	26,2	29,3	34,1	39,6	46,8	52,1	58,0	64,5
EBT	18,2	25,3	28,2	33,3	39,2	46,6	52,0	58,0	64,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,5	17,2	19,2	22,6	26,6	31,9	35,9	40,3	44,9
JÜ	11,7	15,5	17,4	20,6	24,2	29,0	32,7	36,7	40,8
EPS	0,71	0,92	1,03	1,22	1,44	1,72	1,94	2,18	2,42

## 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	24,0	28,8	30,9	34,0	37,2	41,1	45,4	49,8
CF aus Investition	-2,4	-7,1	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0
CF Finanzierung	-11,2	-6,6	-21,7	-24,7	-21,9	-23,5	-28,1	-31,7	-35,5
Liquidität Jahresanfa.	7,7	9,6	19,8	24,8	28,6	38,2	49,3	59,5	70,3
Liquidität Jahresende	9,6	19,8	24,8	28,6	38,2	49,3	59,5	70,3	81,6

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	15,3%	21,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	9,6%	22,9%	9,9%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragsmarge	56,0%	56,5%	56,2%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%	55,8%
EBITDA-Marge	12,3%	14,5%	15,6%	15,3%	15,4%	15,5%	15,4%	15,4%	15,3%
EBIT-Marge	10,6%	11,6%	11,7%	12,4%	13,0%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%
EBT-Marge	9,8%	11,2%	11,3%	12,1%	12,8%	13,8%	14,0%	14,1%	14,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,3%	6,9%	6,9%	7,5%	7,9%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%

# 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 06.08.2019 um 8:30 Uhr fertiggestellt und am 06.08.2019 um 9:00 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
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)
17.08.2017	Hold	19,80 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.