

18. September 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

Vom Vertriebspartner zum Digitalisierungsspezialisten

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 52,20 € | Kursziel: 52,20 € (zuvor: 50,50 €)

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

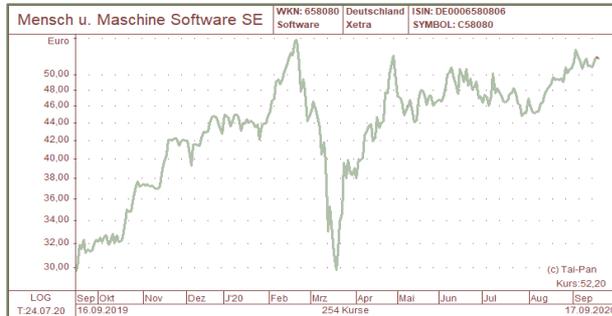
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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.....	15
Zahlen	17
Equity-Story	21
DCF-Bewertung.....	24
Fazit	26
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	27
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	28
Impressum & Disclaimer.....	29

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	964
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	52,20 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	895,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	973,1 Mio. Euro
Free Float:	ca. 45,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	55,80 / 29,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	422,7 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Das Geschäftsmodell von Mensch und Maschine beruht seit vielen Jahren auf den beiden Säulen eigene Software und Systemhaus als Autodesk-Partner. In beiden Segmenten verfügt MuM über eine starke Marktstellung, die sich in anhaltendem Wachstum und im Trend der letzten Jahre in steigender Profitabilität auszahlt. So ist der Umsatz seit 2015 um durchschnittlich 12 Prozent p.a. gewachsen, beim EBIT lag die CAGR sogar bei 32 Prozent. Auch dieses Jahr will MuM trotz der Corona-Pandemie den Gewinn pro Aktie um mindestens 18 Prozent auf einen neuen Rekord erhöhen und auf dieser Basis die Dividende erneut anheben. Im ersten Halbjahr wurde dafür bereits eine gute Grundlage mit einem Umsatzwachstum um 8,5 Prozent und einem Gewinnwachstum um 18,4 Prozent gelegt. Angesichts der ausgeprägten Zuverlässigkeit, mit der MuM in der Vergangenheit die eigenen Pläne verfolgt und die Prognosen erreicht hat, halten wir die diesjährige Zielerreichung für genauso wahrscheinlich wie eine Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses in den nächsten Jahren, zumal Themen wie die Erneuerung der Verkehrsinfrastruktur und noch viel mehr die Digitalisierung für zusätzlichen Rückenwind sorgen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	160,9	185,4	245,9	258,2	289,2	321,0
EBIT (Mio. Euro)	15,2	19,7	27,2	31,2	39,7	45,8
Jahresüberschuss	9,4	11,7	16,7	19,6	24,5	28,5
EpS	0,56	0,71	0,99	1,17	1,47	1,71
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,85	1,02	1,21	1,40
Umsatzwachstum	-3,7%	15,3%	32,7%	5,0%	12,0%	11,0%
Gewinnwachstum	42,9%	24,1%	42,6%	17,7%	25,0%	16,4%
KUV	5,43	4,71	3,55	3,38	3,02	2,72
KGV	92,7	74,7	52,4	44,5	35,6	30,6
KCF	57,3	57,3	33,1	29,3	24,8	22,1
EV / EBIT	62,4	48,3	34,9	30,4	23,9	20,7
Dividendenrendite	1,0%	1,2%	1,6%	2,0%	2,3%	2,7%

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 und damit allein für 40 Prozent des Konzernrohertrages sorgt.
- **Software-Geschäft wird ausgebaut:** Als größter Bestandteil des Softwaresegments trägt Open Mind maßgeblich zu dessen hohem Umsatz- und Ergebniswachstum und der hohen Profitabilität bei. Allein zwischen 2016 und 2019 wurde das EBIT des Segments um 84 Prozent gesteigert, seine EBIT-Marge liegt seit vier Jahren über 20 Prozent. Das attraktive Softwaregeschäft wurde Anfang 2019 durch die Mehrheitsübernahme des Spezialisten für Bausoftware SOFiSTiK um ein weiteres Standbein erweitert, darüber hinaus adressiert MuM seit dem letzten Jahr mit der selbstentwickelten Lösung eXs den CAE-Markt (CAE: Computer Aided Engineering).
- **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, in dem MuM als größter europäischer Systemhauspartner von Autodesk über eine gefestigte Marktposition mit einer breiten geographischen Präsenz und einer sehr großen Kundenbasis verfügt.
- **Digitalisierung sorgt für Rückenwind:** Doch auch im Systemhaus spielen der reine Autodesk-Vertrieb und die dazugehörigen Services inzwischen eine immer kleinere Rolle. Stattdessen verschiebt sich der Schwerpunkt zunehmend auf eigene Dienstleistungen wie etwa Schulungen im BIM-Umfeld (Building Information Management) und vor allem Digitalisierungsprojekte in der Industrie und Bauwirtschaft. Hierbei punktet MuM dank der Erfahrung mit BIM und PDM (Product Data Management) vor allem mit der Expertise für das Datenmanagement und der Fähigkeit, Konstruktionsdaten mit kaufmännischen Informationen zu verknüpfen, auf dessen Basis komplette Geschäftsprozesse digitalisiert werden können.
- **Dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum:** In den letzten fünf Jahren hat MuM den Umsatz um durchschnittlich 12 Prozent p.a. gesteigert, während das EBIT und der Jahresüberschuss um rund ein Drittel gewachsen sind – pro Jahr. Die EBITDA-Marge liegt seit 2017 im zweistelligen Bereich und soll weiter gesteigert werden, mittelfristig traut sich MuM Werte oberhalb von 18 Prozent zu. Auch das Umsatzwachstum soll mit jährlich rund 10 Prozent fortgesetzt werden.
- **Gewinnprognose für 2020 bestätigt:** Basierend auf der Erwartung einer zumindest moderaten Nachfrageerholung im zweiten Halbjahr will MuM das Gewinnwachstum trotz Corona auch 2020 fortsetzen und dabei den Jahresüberschuss um mindestens 18 Prozent auf 117 Cent je Aktie und die Dividende um mindestens 15 Cent auf 100 Cent erhöhen. Diese Zuversicht begründet das Management mit einer hohen Kostenelastizität des Geschäftsmodells, mit der umsatzseitige Bremspuren mehr als ausgeglichen werden sollen.
- **Gute Dividendenrendite:** Die anhaltend gute operative Entwicklung wurde in den letzten Monaten an der Börse nachvollzogen, weswegen die Aktie aktuell auf dem von uns ermittelten fairen Wert von 52,20 Euro notiert. In Verbindung mit der für 2020 zu erwartenden Dividendenrendite von aktuell 2,0 Prozent stufen wir die Aktie daher als eine Halteposition.

SWOT-Analyse

Stärken

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

Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, was bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen sollte.
- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die neue Tochter SO-FiSTiK 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

- Open Mind, die Profitabilitätsperle des Konzerns, sieht sich durch die Corona-Pandemie in einem herausfordernden Umfeld.
- 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.

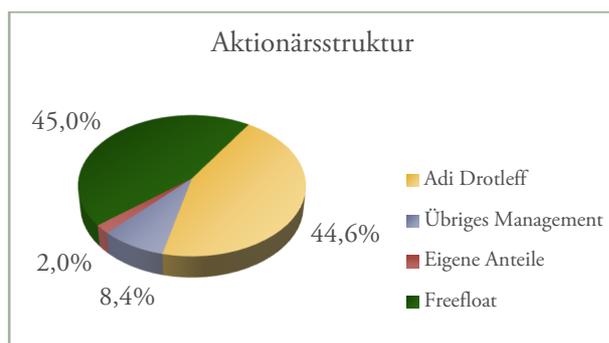
Risiken

- Die Auswirkungen der Corona-Krise könnten sich als tiefgreifender und langwieriger als bisher erwartet herausstellen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung ist gerade auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer und könnte sich als deutlich langwieriger als geplant herausstellen oder gar gänzlich misslingen.
- 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, Stand 30.06.2020

Aktienmehrheit beim Management

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. Trotz dieser langen Börsenzugehörigkeit befindet sich das mit Abstand größte Aktienpaket (44,6 Prozent) noch in den 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 4 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 8,4 Prozent werden vom übrigen Management gehalten, wobei sich dieser Anteil zuletzt durch die weitgehend aktienbasierte Aufstockung des Anteils an der Beteiligung SOFiSTiK AG (siehe unten) weiter erhöht hat. 2,0 Prozent der Aktien befinden sich im Unternehmensbesitz. Diesen Anteil stockt MuM in Marktschwächephasen opportunistisch auf und nutzt die Aktien anschließend zur Bedienung der Ansprüche aus den Aktiendividenden. Zuletzt hat MuM den Corona-Crash im März zum Anlass genommen, um mehr als 80 Tsd. Aktien für einen Durchschnittskurs von 33,22 Euro zu erwerben, die im Juli zum Wert von 46,80 Euro als Dividenden ausgegeben wurden.

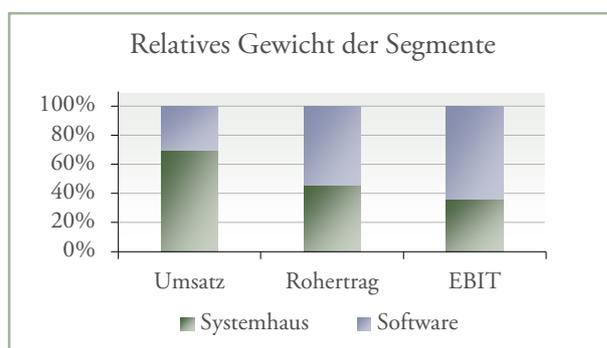
Klare Holdingstruktur

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 964 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) 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.

Zwei Geschäftssegmente

Das Geschäftsmodell beruht seit 2012 auf zwei Säulen: einerseits dem Systemhausgeschäft, in dem der di-

rekte 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 über 170 Mio. Euro 70 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages sind die beiden Segmente gleichgewichtig, das EBIT wird sogar (noch) zu fast zwei Dritteln im Softwaresegment generiert.



Quelle: Unternehmen, Stand 2019

Hochprofitables Softwaregeschäft

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während das Systemhaus im ersten Halbjahr 2020 eine Rohmarge von 33,5 Prozent und eine EBIT-Marge von 7,3 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 91,6 resp. 26,3 Prozent. Darin spiegelt sich die kontinuierliche und erfolgreiche Entwicklung der vier in dem Segment enthaltenen Töchter Open Mind, DATAflor, 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

rund 70 Prozent der Segmenterlöse und somit über 50 Mio. Euro generiert. Bezogen auf den Rohertrag beläuft sich der Beitrag von Open Mind sogar auf rund 40 Prozent der gesamten Konzernzahlen. Die Open Mind-Software, mit der im Durchschnitt 30.000 Euro pro Arbeitsplatz Erlöse erzielt werden, 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 Open Mind aber vor allem die eigenen, hochmodernen Rechnerkerne, 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 den USA.

Neue Software für Elektro-Engineering

Unter dem Namen eXs wurde 2019 eine neue Software für Computer Aided Engineering im Markt vorgestellt, die in den Jahren zuvor mit hoher Intensität von Grund auf neu entwickelt wurde. Die Software ist exakt auf die Abbildung von extrem komplexen Schaltplänen zugeschnitten und ermöglicht eine effiziente Planung und Verwaltung von sehr großen Projekten 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 zurückklienziert 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

Ebenfalls im letzten Jahr erfolgte die Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG, mit der MuM sein Produktportfolio um eine führende Lösung für Building Information Management (BIM) erweitert hat. 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. Wie Open Mind, ist SOFiSTiK weltweit aktiv und verfügt über 3.000 Kunden in 60 Ländern. Eigene Tochtergesellschaften werden in den USA, Israel und Südafrika unterhalten. Ihre Stärken hat die SOFiSTiK-Software 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 Brückenbestand ergeben, für den mit dem SOFiSTiK Brigade Modeler ein funktionsstarkes Standardprodukt vorgestellt wurde, das mit seiner vollen BIM-Fähigkeit bereits die ab diesem Jahr geltenden Vorschriften erfüllt. Im letzten Jahr hat die neue MuM-Tochter mit ihren über 70 Mitarbeitern einen Umsatz von rund 14,3 Mio. Euro und ein Ergebnis von 1,7 Mio. Euro zu den Konzernzahlen beigetragen.

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, unter anderem werden die Erdarbeiten rund um den Bau des Brenner-Basistunnels damit modelliert und geplant.

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 rund 500 Mitarbeitern ist Mensch und Maschine inzwischen das größte Autodesk-Systemhaus in Europa.

Hoher Dienstleistungsanteil

Allerdings hat die Bedeutung des Handels mit Autodesk-Lizenzen, Keimzelle und Ursprung des MuM-Konzerns, im Trend der letzten Jahre abgenommen. Trug die Handelsmarge noch 2001 mehr als drei Viertel zur Konzernwertschöpfung bei, liegt ihr Anteil inzwischen unter 20 Prozent. Neben dem starken Wachstum des Software-Segments ist dies auf den Ausbau des Dienstleistungsanteils im Systemhaus zurückzuführen. Zu den Dienstleistungen gehören Aktivitäten wie Installation, Konfiguration, Wartung und Schulungen, wobei sich in den letzten Jahren gerade der letztgenannte Bereich besonders dynamisch entwickelt hat. Hier punktet MuM vor allem mit Angeboten rund um die neuen Möglichkeiten im Datenmanagement, 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, deren Volumen mehrere Mannjahre umfassen kann, 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.

Wachsende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten

Innerhalb der großen Kundenprojekte entfernt sich der Schwerpunkt zunehmend von der Autodesk-Orientierung, stattdessen geht es immer mehr um die Digitalisierung von Kundenprozessen. Ein besonders großer Stellenwert kommt hierbei dem Datenmanagement (PDM und BIM) zu. In diesem Bereich ist MuM den Kunden dabei behilflich, als Grundlage von Digitalisierungsvorhaben bereichsübergreifend konsistente Datenmodelle zu erstellen und Datenbestände friktionslos zu verbinden. Vielfach geht es auch darum, mitarbeitergebundenes Wissen systematisch zu erheben und digital zu sichern. Hierbei kann es sich zum Beispiel um die geographischen Daten auf großen Firmenarealen oder um die Erfassung und die Administration von Assets handeln. Hinsichtlich der Verknüpfung von Daten spielt vor allem die Verbindung von Konstruktionsdaten mit den kaufmännischen Informationen eine zentrale Rolle in den Projekten.

Durchgehend digitale Prozesse als Ziel

Auf dieser Grundlage können Kunden ihre Prozesse komplett digital verknüpfen. Unter anderem ermöglichen es die MuM-Lösungen customX (Variantenkonstruktion) und MuM PDM pinpoint (Anbindung an ERP-Systeme), die auf einem mobilen Gerät im Kundentermin vorgenommene individuelle Konfiguration in Echtzeit zu kalkulieren und die entsprechenden Bestell- und Produktionsprozesse auszulösen. Durch solche Projekte werden die Unternehmen in die Lage versetzt, selbst minimale Losgrößen (MuM: Losgröße 1) anbieten zu können, ohne die hierfür sonst anfallenden Komplexitätskosten in Kauf neh-

men zu müssen. Andere Beispiele sind digitale Gebäudehandbücher für Liegenschaftsverwaltungen oder das Konzept einer digitalen Fabrik, das seit zehn Jahren für das Hüttenwerk Krupp Mannesmann (HKM) in Duisburg umgesetzt wird und in dessen Rahmen inzwischen ein detailliertes 3D-Abbild des Werkes mit sämtlichen dazugehörigen Metadaten erstellt wurde.

Breiter Branchenfokus

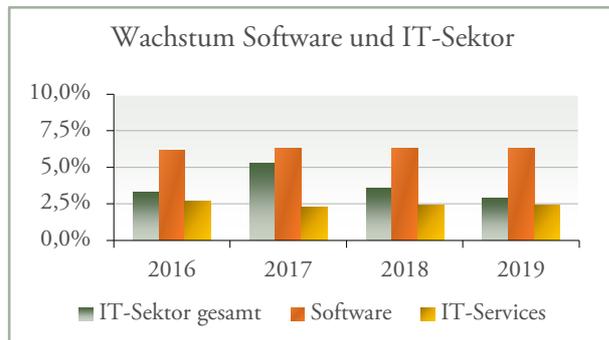
Obwohl solche Projekte große Ausmaße annehmen können, werden sie in der Regel in so kleine Teilvorhaben aufgeteilt, dass kein Einzelprojekt und kein

Kunde für MuM ein Klumpenrisiko darstellt. Vielmehr sorgt MuM auf der Kundenseite für eine starke Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der über 30.000 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 profitiert.

Marktumfeld

Software als Wachstumstreiber

Mit dem Fokus auf Software und IT-Dienstleistungen agiert Mensch und Maschine in Märkten mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Insbesondere der Software-Sektor gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft. So ist der deutsche Softwaremarkt seit 2010 um durchschnittlich mehr als 6 Prozent pro Jahr gewachsen, im letzten Jahr sogar um 6,3 Prozent auf 26,2 Mrd. Euro (Quelle: BITKOM). Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist demgegenüber etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im Schnitt der letzten zehn Jahre betrug das Wachstum 2,3 Prozent p.a., in 2019 erhöhten sich die Umsätze um 2,4 Prozent auf 40,9 Mrd. Euro.

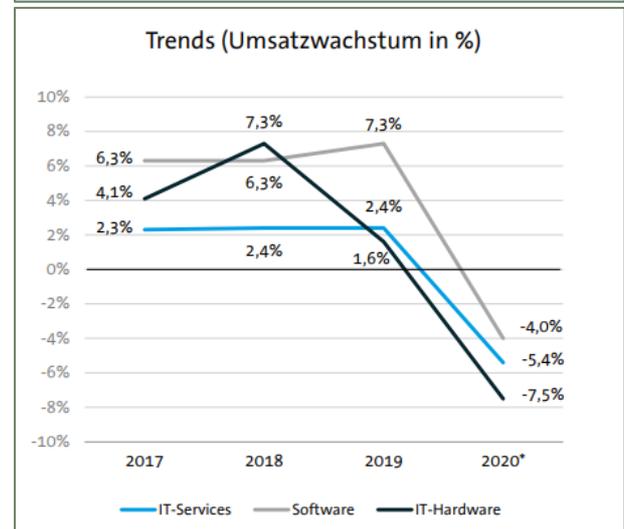
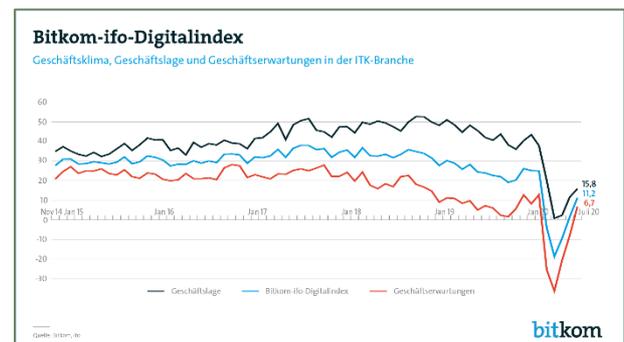


Quelle: BITKOM

Vollbremsung durch Corona

Für das laufende Jahr hatte der Branchenverband BITKOM im Januar noch eine weitere Zunahme der Softwareumsätze um 5,3 Prozent auf 27,6 Mrd. Euro und der Erlöse mit IT-Services um 2,4 Prozent auf 41,9 Mrd. Euro prognostiziert, musste diese Prognose aber angesichts der Corona-Pandemie inzwischen revidieren. Wie stark und wie plötzlich der Einbruch kam, verdeutlicht der auf einer monatlichen Konjunkturumfrage basierende Bitkom-ifo-Digitalindex zur Messung des Geschäftsklimas, der von 24,6 Punkten im Februar auf -18,7 Punkte im April und damit auf den tiefsten Stand seit der erstmaligen Erhebung 2006 gefallen ist. Besonders negativ ist der Teilindex

der Erwartungen für die nächsten sechs Monate ausgefallen, der auf -36,3 Punkte abgesackt ist. Auch wenn sich das Geschäftsklima in den letzten Monaten wieder spürbar erholt hat, sind die Brems Spuren doch noch so stark, dass BITKOM für das Gesamtjahr nun mit einem Rückgang der Softwarebranche um 4 Prozent rechnet und für IT-Dienstleister eine Schrumpfung um 5,4 Prozent erwartet.



Quelle: BITKOM

Rückenwind für Digitalisierung

So schmerzhaft der Einbruch auch war, mittelfristig könnte die IT-Branche hiervon doch profitieren. Denn die Kontaktbeschränkungen in zahlreichen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereichen haben nicht nur kurzfristig für einen wachsenden Bedarf

an funktionsfähigen Digitalisierungslösungen, mit denen Leistungen online erbracht und Betriebsabläufe aufrechterhalten werden können, gesorgt, sondern auch verdeutlicht, wie wichtig die Digitalisierung der Produkte und viel mehr noch der Prozesse für die Krisenfestigkeit von Geschäftsmodellen ist. Der Branchenverband BITKOM spricht in diesem Zusammenhang von einem Digitalisierungsschub durch Corona. Einer aktuellen Umfrage von Bitkom Research im Auftrag des IT-Dienstleisters Tata Consultancy Services (TCS) zufolge haben drei Viertel der befragten 955 Unternehmen aus Deutschland angegeben, dass sie in Reaktion auf die Pandemie ihre Investitionen in digitale Geräte, Technologien und Anwendungen erhöht haben. Bei vier von zehn der Unternehmen hat sich die Digitalisierung der Produkte und Leistungen beschleunigt, bei einem Viertel trifft das auf die eigenen Geschäftsprozesse zu. Auch berichten die Unternehmen von einem positiven Wandel der Einstellung der Mitarbeiter zum Thema Digitalisierung (Quelle: BITKOM: Corona führt zu einem Digitalisierungsschub).

CAD-Welt mit hoher Dynamik

Die Digitalisierung ist auch eine treibende Kraft im CAD-Markt, der von dem MuM-Partner Autodesk in den 80er Jahren mitgeschaffen wurde. Nachdem der Markt in seinen Anfangsjahren von 2D-Produkten für den Einsatz in der Architektur und im Bauwesen geprägt gewesen war, sind die aktuellen 3D-Anwendungen auch aus anderen Bereichen wie dem Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierungsindustrie oder der Konsumgüterproduktion nicht mehr wegzudenken. Ein wichtiger Schritt in Richtung der Digitalisierung von kompletten Geschäftsprozessen war die Erweiterung der Funktionalitäten in Richtung der vollständig softwaregestützten Optimierung des gesamten Produktlebenszyklus (PLM), von der Planung, über die Konstruktion, Kalkulation und Fertigung bis hin zu Controlling, Vertrieb und Service. 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.

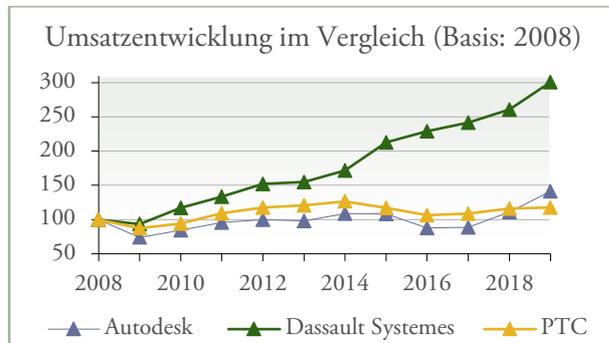
Robustes Wachstum

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 reichen die Schätzungen des Marktvolumens bis 9,3 Mrd. US-Dollar (Schätzung von Prescient & Strategic Intelligence), während das jährliche Wachstum für die nächsten Jahre auf 6 bis 7 Prozent taxiert wird. 2030 soll das Marktvolumen bereits 18,7 Mrd. US-Dollar erreichen, wobei die steigende Adaption in vielen Branchen und die Entwicklung in den Schwellenländern (vor allem im asiatischen Raum) als die wichtigsten Wachstumstreiber angesehen werden. Etwas weniger optimistisch sind die Analysten von Jon Peddie Research, die für den weltweiten CAD-Markt für dieses und nächstes Jahr Umsätze spürbar unter dem Niveau aus 2019 erwarten und deswegen die CAGR im Gesamtzeitraum von 2018 bis 2022 auf lediglich 2,4 Prozent taxieren.

Hohe Wettbewerbsintensität

Der Markt gilt als wettbewerbsintensiv. Zu den wichtigsten Akteuren gehören neben dem MuM-Partner Autodesk vor allem Dassault Systemes, PTC, Siemens PLM Software und Bentley Systems. Bezogen auf die weltweite Installationsbasis gilt weiterhin Autodesk als Marktführer, der vor allem im mittelpreisigen Segment seine Stärken hat, 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 kosten-

freie Lösungen, die teilweise von den großen Herstellern selbst als Türöffner zu neuen Kundenkreisen lanciert werden.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

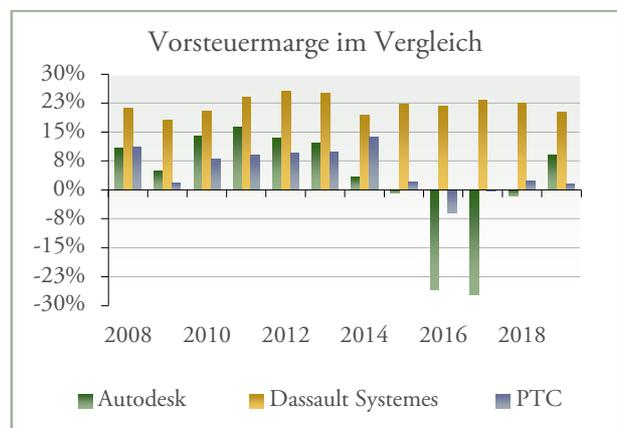
Autodesk mit kräftigem Umsatzsprung

Gemessen am Umsatz hat Autodesk die Marktführerschaft allerdings längst an Dassault Systemes verloren, wozu aber auch der forcierte Umbau des Geschäftsmodells in Richtung Cloud- und Mietsoftware beigetragen hat, der in der Übergangszeit mit niedrigeren Lizenzentnahmen verbunden war. Dieser Prozess führte 2016 zu einem deutlichen Umsatzrückgang um 19 Prozent, dem 2017 eine Stagnation folgte. Doch seit 2018 wächst der Autodesk-Umsatz wieder, und zwar deutlich. Mit 25,0 resp. 27,4 Prozent war die Dynamik spürbar größer als bei Dassault (7,7 und 15,6 Prozent). Vor allem die Subscription-Erlöse haben an Tempo zugelegt und sind allein 2019 um mehr als die Hälfte gewachsen. Mit 2,8 Mrd. US-Dollar entfallen inzwischen fast 85 Prozent der Autodesk-Erlöse auf diese Abrechnungen. Beflügelt wurde das Wachstum aber auch durch den Umstieg langjähriger Wartungskunden auf das neue Modell, was für eine Sonderkonjunktur gesorgt hat und in diesem Jahr auslaufen dürfte. Trotz dieser neuen Dynamik ist der kumulierte Wachstumsabstand zu Dassault (seit 2008) noch gewaltig. Während Autodesk nun 41 Prozent über dem Niveau aus 2008 liegt, haben die Franzosen ihre Einnahmen im selben Zeitraum um mehr als 200 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 vier Jahren summierten sich die Investitionen in den Erwerb neuer Tochterunternehmen auf über 1,2 Mrd. Euro.

Große Profitabilitätsunterschiede

Die zwischenzeitlich schwache Umsatzentwicklung hat sich auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das 2015 erstmalig ins Minus gerutscht war und dort bis 2018 geblieben ist. Erst letztes Jahr gelang die Rückkehr in die Gewinnzone, die mit einer Vorsteueremarge von 9 Prozent sehr deutlich ausgefallen ist. Doch auch in punkto Profitabilität weist Dassault Systemes noch deutliche Vorteile auf. 2019 haben die Franzosen zum fünften Mal hintereinander eine Vorsteueremarge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet, wobei der Trend seit 2017 rückläufig ist. Inzwischen weit abgeschlagen ist der dritte börsennotierte Anbieter PTC, der noch 2008 in etwa gleichauf mit Dassault Systemes lag, seitdem aber kaum gewachsen ist und inzwischen nur noch eine EBT-Marge im niedrigen einstelligen Bereich erzielt.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

Autodesk mit starker Marktstellung

Ungeachtet dieser vorübergehenden Wachstumsschwäche und der im Vergleich zu Dassault niedrigeren Profitabilität verfügt Autodesk weiterhin über eine starke Marktstellung. So haben die Kalifornier 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 in den letzten zwei Jahren deutet zudem darauf hin, dass sich die hohen Vorleistungen in die Umstellung des Lizenzmodells auszahlen dürften. Der Wechsel auf das Subscription-Modell ist nun 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 in den letzten zwei Jahren sogar deutlich übertroffen wurde.

BIM als wichtiger Markttreiber

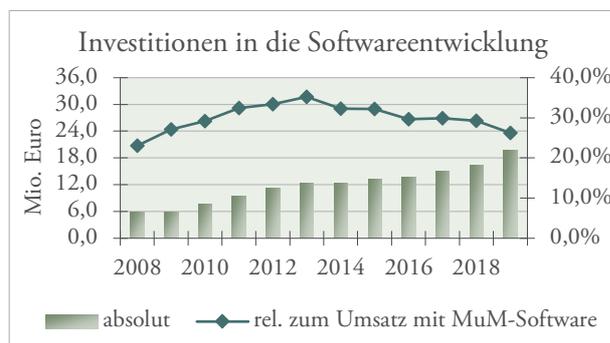
Gerade im Zusammenhang mit der starken Stellung in dem AEC-Bereich könnte Autodesk von dem

Trend profitieren, die CAD-Software um ein komplettes Management aller mit einem Gebäude zusammenhängenden Daten zu erweitern. Entsprechende BIM-Angebote 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 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 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 mit Software

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 30 Prozent. Im letzten Jahr ist die Position erneut um fast 21 Prozent auf 19,7 Mio. Euro gestiegen, wofür aber auch die erstmalige Konsolidierung von SOFiSTiK verantwortlich war. Bezogen auf den Segmentumsatz hat sich das Gewicht des Entwicklungsaufwands sogar von 29,9 auf 26,2 Prozent ermäßigt.



Quelle: MuM

Ausbau des Software-Geschäfts

Die 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, stellt eine wichtige Erweiterung des Software-Geschäfts dar. Wie Open Mind, ist SOFiSTiK in dem adressierten Markt Technologieführer und verspricht für die nächsten Jahre hohes Wachstum. Allein mit dem neuen Produkt Bridge-Modeler wird ein Marktsegment adressiert, in dem in Deutschland mittelfristig der Neubau oder die Instandsetzung von mehr als 100.000 Autobahn- und Eisenbahnbrücken ansteht.

Diversifikation durch zwei Segmente

Gleichzeitig stärkt die starke Stellung von SOFiSTiK im BIM-Bereich auch die Positionierung des Systemhauses auf diesem sehr aussichtsreichen Gebiet. Damit könnten die beiden Geschäftssegmente zukünftig etwas stärker synergetisch verzahnt werden, wofür sich das CAM-Geschäft nicht gut eignet. Dementsprechend hat MuM bisher den wichtigsten Vorteil der Zwei-Säulen-Strategie weniger in der Erzielung möglicher Synergieeffekte als in dem positiven Diversifikationseffekt gesehen, sowohl inhaltlicher (außerhalb der Autodesk-Welt) als auch geographischer Natur (starkes außereuropäisches Geschäft).

Marktanteilssteigerung

Die Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk bedeutet für die Systemhaussparte, dass die Entwicklung des CAD-Pioniers eine zentrale Determinante ihres Wachstums 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 auf 170,9 Mio. Euro mehr als verdoppeln, während die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) in dieser Zeit „lediglich“ um 50 Prozent auf 1,3 Mrd. US-Dollar gestiegen sind.

Nutzung der Größenvorteile

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

Ausbau des Leistungsspektrums

Ein wichtiger Aspekt der Wachstumsstrategie ist die Erweiterung des eigenen Leistungsspektrums. Inzwischen bietet MuM im Systemhaus ein umfangreiches Portfolio an Dienstleistungen, die weit über das ursprüngliche Angebot rund um den Support, die Wartung und die Implementierung der Autodesk-Software hinausgehen. Ein wichtiges Standbein stellen dabei die Schulungen im BIM-Bereich dar, die nach MuM-Angaben bisher fast 10 Tsd. Kundenmitarbeiter durchlaufen haben. Mindestens genauso potenziellträchtig sind die Digitalisierungsprojekte, die zunehmend herstellerunabhängig ablaufen und in denen Aspekte wie Datenmanagement oder Prozessvernetzung eine zentrale Rolle spielen. Mit dieser Entwicklung geht auch eine Reduktion der Abhängigkeit von

Autodesk einher. Der Anteil des Handelsgeschäfts, also der Autodesk-Lizenzen, am Konzernrohertrag liegt inzwischen dauerhaft unter 20 Prozent.

Ausbau des eigenen Softwareangebotes

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern und gleichzeitig zentrale Bausteine in vielen Kundenprojekten sind die beiden Autodesk-basierten bzw. -kompatiblen Softwareprodukte DATAflor und eXs (früher eccad), 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.

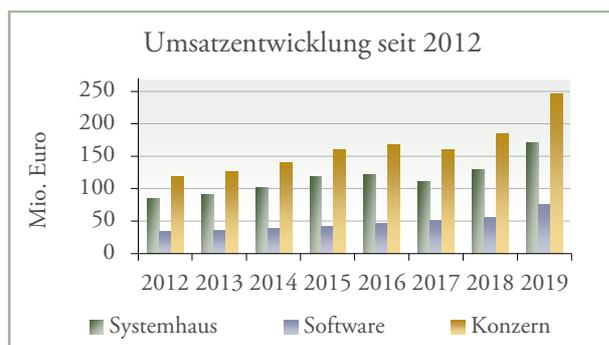
Kontinuität und Berechenbarkeit

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 Lizenzmodell-Wechsels bei Autodesk die Systemhausumsätze und dadurch auch die Konzernerlöse gesunken sind, ist MuM seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell kontinuierlich gewachsen und hat die Einnahmen zwischen 2012 und 2019 auf zuletzt 245,9 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Besonders stark legte dabei das Software-Segment zu (+123,5 Prozent auf 75,1 Mio. Euro), doch auch im Systemhaus wurden die Erlöse auf 170,9 Mio. Euro verdoppelt.

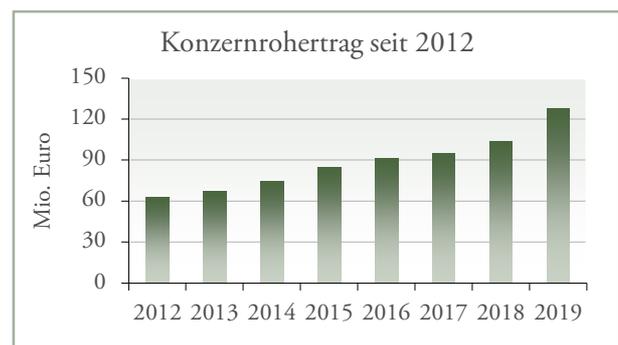


Quelle: Unternehmen

Rohrertrag auf Rekordniveau

Im Gleichschritt mit dem Umsatz ist in diesem Zeitraum auch der Rohrertrag gewachsen, der zwischen 2012 und 2019 um 103 Prozent auf 127,9 Mio. Euro zugelegt hat. Bis 2018 war der Zuwachs des Rohertrages sogar noch deutlich überproportional zur Umsatzentwicklung, ein Beleg für die Vorteilhaftigkeit der im Systemhaus vergrößerten Wertschöpfungstiefe. Durch die Akquisition von SOFiSTiK, die aufgrund des höheren Anteils an Fremdsoftware eine niedrigere Rohmarge ausweist als das „alte“ Softwaresegment, sowie durch eine starke Sonderkonjunktur im Handel mit Autodesk-Lizenzen (ausgelöst durch den Umstieg von Wartungskunden auf das neue Subscription-Modell) wurden dies aber 2019 überdeckt. Die Konzernrohmarginde wurde reduziert im Jahr 2019

um vier Prozentpunkte auf 52 Prozent, doch in absoluten Zahlen wurde der Rohertrag auch im letzten Jahr kräftig, um fast ein Viertel, gesteigert.



Quelle: Unternehmen

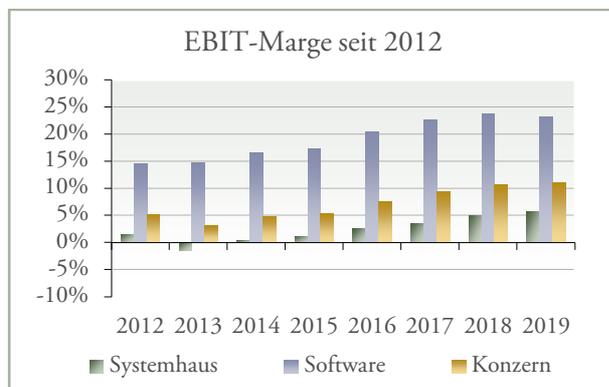
EBIT vervielfacht

Das Umsatzwachstum und die steigende Rohmarge haben in Summe der letzten Jahre eine sehr positive EBIT-Entwicklung ermöglicht. Insgesamt hat sich das EBIT in den acht Jahren bis 2019 um 340 Prozent auf 27,2 Mio. Euro erhöht, wobei der operative Gewinnanstieg noch deutlich stärker gewesen ist. Die Anlaufverluste im Systemhaus hat MuM nämlich in den Jahren bis 2014 mit den hohen Erträgen, die aus den variablen Kaufpreisbestandteilen des im Herbst 2011 vollzogenen Verkaufs des europäischen Autodesk-Distributionsgeschäfts resultierten, gedeckt und damit die Ergebnisentwicklung etwas gestützt. Bereinigt um diese Erträge waren die operativen Ergebnisse bis 2014 deutlich schwächer und der seitdem erzielte Anstieg umso steiler. Das derart bereinigte Konzern-EBITDA hat sich zwischen 2012 und 2018 um mehr als 2.000 Prozent erhöht (von 1,0 auf 22,7 Mio. Euro; da die EBITDA-Entwicklung in 2019 sehr stark von der Erstanwendung von IFRS 16 überzeichnet wurde, haben wir diese Reihe nicht mehr fortgeführt).

Zweistellige EBIT-Marge

Der kontinuierliche Profitabilitätsanstieg lässt sich an der Entwicklung der EBIT-Marge nachvollziehen, die

sich zwischen 2012 und 2019 mehr als verdoppelt hat, seit 2018 im zweistelligen Bereich liegt und 2019 den neuen Rekord von 11,1 Prozent markiert hat. Im Software-Geschäft wird bereits seit 2016 eine EBIT-Marge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet (zuletzt 23,1 Prozent), während im Systemhaus zuletzt 5,7 Prozent erreicht wurden. Damit hat es Mensch und Maschine geschafft, auch letztes Jahr trotz der ermäßigten Rohmarge eine Profitabilitätssteigerung zu erreichen, das EBIT deutlich überproportional um 38,3 Prozent zu steigern und die Konzern-EBIT-Marge zu verbessern. Die Verbesserung wurde dabei im Systemhaus erzielt, wo sich die EBIT-Marge um 0,7 Prozentpunkte erhöht hat, während im Software-Segment durch die Konsolidierung von SOFiSTiK ein leichter Rückgang um 0,6 Prozentpunkte auf 23,1 Prozent verzeichnet wurde. Damit profitierte MuM erneut von der anhaltenden Kostendisziplin, die sich nicht zuletzt in dem deutlich unterproportionalen Wachstum der Mitarbeiterzahl bemerkbar macht. So erhöhte sich diese im Systemhaus um lediglich 0,9 Prozent, während es im Softwaresegment und im Konzern einen größtenteils konsolidierungsbedingten Anstieg um ein Drittel bzw. um 15,2 Prozent gegeben hat.



Dividende um 30 Prozent erhöht

Noch etwas stärker als das EBIT hat sich der Jahresüberschuss erhöht, der trotz der im Zuge der SOFiSTiK-Konsolidierung gestiegenen Minderheitsanteile um fast 43 Prozent auf 16,7 Mio. Euro geklettert ist. Hieraus ergeben sich eine Nettomarge von 6,8 Prozent und ein Gewinn pro Aktie von 99 Cent. Auf Basis dieses hohen Gewinnwachstums und der unverän-

dert ausgeprägten Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells (siehe unten) konnte MuM seine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik fortsetzen und eine um 31 Prozent erhöhte Dividende von 85 Cent je Aktie ausschütten. Damit hat sich die Ausschüttung in den letzten fünf Jahren um das 3,4-fache erhöht.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	185,4	245,9	+32,7%
<i>Systemhaus</i>	129,7	170,9	+31,8%
<i>Software</i>	55,7	75,1	+34,7%
Rohertrag	103,9	127,9	+23,1%
<i>Systemhaus</i>	49,5	58,2	+17,4%
<i>Software</i>	54,4	69,7	+28,2%
Rohmarge	56,0%	52,0%	
EBITDA	22,7	36,5	+60,7%
<i>Systemhaus</i>	8,1	14,3	+76,8%
<i>Software</i>	14,7	22,3	+51,8%
EBITDA-Marge	12,3%	14,9%	
EBIT	19,7	27,2	+38,3%
<i>Systemhaus</i>	6,5	9,8	+52,2%
<i>Software</i>	13,2	17,4	+31,5%
EBIT-Marge	10,6%	11,1%	
Vorsteuerergebnis	18,2	26,3	+44,7%
Vorsteueremarge	9,8%	10,7%	
Jahresüberschuss	11,7	16,7	+42,6%
Netto-Marge	6,3%	6,8%	

Solides Wachstum im ersten Halbjahr

Den positiven Trend konnte MuM trotz der Covid-19-Pandemie auch im ersten Halbjahr 2020 fortsetzen. Die Geschäftsentwicklung der Monate April bis Juni zeigte zwar ankündigungs- und erwartungsgemäß sichtbare Bremseffekte durch Corona, doch in Kombination mit dem sehr starken ersten Quartal konnte MuM für die erste Jahreshälfte ein Umsatzwachstum um 8,5 Prozent auf 130,4 Mio. Euro erzielen. Dabei blieb das Softwaresegment, das mit seiner weltweiten Präsenz die Corona-Auswirkungen nach Unternehmensangaben stärker zu spüren bekommen hat, mit 37,9 Mio. Euro fast auf dem Vorjahresniveau (+1,0 Prozent), während das Systemhaus vor allem

dank des Umstiegs von Autodesk-Wartungskunden auf das Subscription-Modell um 11,9 Prozent auf 92,5 Mio. Euro gewachsen ist. Da dieses Wachstum somit vom vergleichsweise margenarmen Handel mit Autodesk-Lizenzen getrieben war, hat sich die durchschnittliche Rohmarge sowohl im Systemhaus als auch im Konzern reduziert, auf 33,5 resp. 50,4 Prozent (Vorjahr: 34,9 und 53,3 Prozent). Auch im Software-Segment blieb die Rohmarge unter dem Vorjahr (91,6 Prozent vs. 93,9 Prozent), was vor allem auf die Verschiebung der Umsatzanteile zwischen dem CAM-Geschäft und SOFiSTiK zurückzuführen war. In absoluten Zahlen ist der Rohertrag im Systemhaus und im Konzern im ersten Halbjahr um 7,2 resp. 2,4 Prozent gestiegen, während in der Softwaresparte ein leichter Rückgang um 1,5 Prozent hingenommen werden musste.

Geschäftszahlen	HJ 2019	HJ 2020	Änderung
Umsatz	120,22	130,39	+8,5%
Systemhaus	82,70	92,51	+11,9%
Software	37,51	37,87	+1,0%
Rohertrag	64,12	65,68	+2,4%
Systemhaus	28,90	30,99	+7,2%
Software	35,22	34,69	-1,5%
Rohmarge	53,3%	50,4%	
EBITDA	18,44	21,21	+15,0%
Systemhaus	6,90	8,82	+27,9%
Software	11,54	12,38	+7,3%
EBITDA-Marge	15,3%	16,3%	
EBIT	14,01	16,72	+19,4%
Systemhaus	4,77	6,77	+41,8%
Software	9,23	9,95	+7,8%
EBIT-Marge	11,6%	12,8%	
EBT	13,53	15,96	+18,0%
EBT-Marge	11,3%	12,2%	
Periodenüberschuss	8,44	9,99	+18,4%
Netto-Marge	7,0%	7,7%	
Free-Cashflow	7,76	21,21	+173,5%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Sonstiger Aufwand sinkt um 2 Mio. Euro

Die angesichts der Rahmenbedingungen beachtliche Entwicklung des Rohertrages wird von den Ergebniskennzahlen noch in den Schatten gestellt, die MuM allesamt deutlich steigern konnte. Ermöglicht wurde dies durch eine sehr vorteilhafte Veränderung der wichtigsten Aufwandspositionen, die MuM als Ausdruck der starken Kostenelastizität des Geschäftsmodells sieht. Allerdings war die Kostenentwicklung an vielen Stellen, wie etwa bei den Reisekosten und den Präsenzveranstaltungen, die zusammen maßgeblich für einen Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 2,0 Mio. Euro bzw. um 23 Prozent verantwortlich waren, spezifisch für die Corona-Krise (z.B. eine Folge der Reise- und Kontaktrestriktionen). Auch hat sich die Inanspruchnahme der großzügigen Kurzarbeitsregelung, die sich in einem fast 50-prozentigen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,6 Mio. Euro bemerkbar machte, ergebnisstützend ausgewirkt.

Neue Rekorde beim Gewinn...

Aus dem moderaten Rohertragswachstum und der vorteilhaften Kostenentwicklung resultierten neue Halbjahresrekordwerte bei den Gewinnkennzahlen. Das EBITDA erhöhte sich um 15 Prozent auf 21,2 Mio. Euro, das EBIT um 19 Prozent auf 16,7 Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis um 18 Prozent auf 16,0 Mio. Euro. Nach Steuern und Minderheiten wurde ein Halbjahresgewinn von 10,0 Mio. Euro ausgewiesen, womit der Vorjahreswert um 18 Prozent übertroffen wurde. Ergebnistreiber war diesmal das Systemhaus, in dem die Mitarbeiterproduktivität (gemessen am Rohertrag je Mitarbeiter) um fast 9 Prozent auf 67 Tsd. Euro gestiegen ist.

... und Cashflow

Beflügelt vom hohen Gewinnwachstum hat sich im ersten Halbjahr auch der operative Cashflow sehr gut entwickelt, der mit 24,5 Mio. Euro den Vorjahreswert um 79 Prozent übertroffen und einen neuen Rekord markiert hat. Zu einem kleinen Teil war der Anstieg den Corona-Hilfsmaßnahmen (Steuerstundungen, Kurzarbeitergeld) geschuldet, doch größtenteils auf

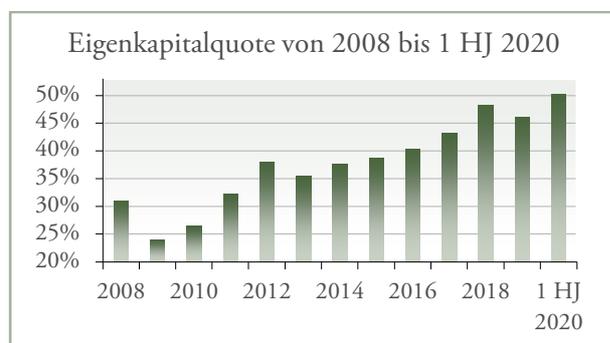
die Veränderung des Umlaufvermögens zurückzuführen. Da sich gleichzeitig die Investitionsauszahlungen von 5,9 auf 3,2 Mio. Euro reduzierten, fiel die Verbesserung des Free-Cashflows mit 174 Prozent bzw. 13,5 Mio. Euro auf 21,2 Mio. Euro noch beeindruckender aus. Nach Abzug der Auszahlungen für Zinsen, Tilgungen, Leasingraten und den Rückkauf eigener Aktien erhöhte sich die Liquidität seit Jahresbeginn um 13,4 auf 26,4 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote über 50 Prozent

Damit betrug die bilanzielle Liquidität zum 30. Juni rund 16 Prozent der Bilanzsumme. Abzüglich der Bankverbindlichkeiten (inkl. der Immobilienkredite aber ohne die Leasing-Verbindlichkeiten in Höhe von 13,7 Mio. Euro) entspricht das einer Nettoliquidität von 3,7 Mio. Euro. Die mit Abstand größte Position auf der Vermögensseite der Bilanz sind die aktivierten Firmenwerte früherer Übernahmen, die sich auf 46,5 Mio. Euro belaufen. Auf der Passivseite stellt hingegen das Eigenkapital, das sich im ersten Halbjahr um 10 Prozent auf 80,9 Mio. Euro erhöhte, den größten Einzelposten dar. Damit ist die Eigenkapitalquote, die im Trend der letzten Jahre trotz der hohen Ausschüttungen kontinuierlich steigt, per Ende Juni erstmals über die Marke von 50 Prozent gestiegen. Durch die im Juli erfolgte Dividendenausschüttung wird sich dieser Wert, genauso wie die Liquidität, inzwischen aber wieder ermäßigt haben, wenn auch der Effekt durch die hohe Akzeptanz der Option Aktiendividende gedämpft wird.

Ergebnisprognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat MuM die Ergebnisprognose, die ein Gewinnwachstum um 18 bis 24 Prozent auf 1,17 bis 1,23 Euro je Aktie vorsieht, ebenso bestätigt wie das Ziel, die Dividende von 85 Cent auf 100 bis 105 Cent steigern zu wollen. Nicht mehr bestätigt wurde hingegen die bisherige Umsatz- und Rohertragsprognose, die zuvor ein Wachstum von 10 bis 12 Prozent vorsah. Stattdessen betont MuM, dass die Umsatz- und Rohertragsziele in der zweiten Jahreshälfte nur eine untergeordnete Rolle spielen sollen und hebt die hohe Bedeutung des Kostenmanagements für die Erreichung der Ergebnisziele hervor. Auch diese stellt MuM unter den Vorbehalt, dass sich die Nachfrage gegenüber dem zweiten Quartal zumindest moderat verbessert und verweist auf aktuelle Beobachtungen, die diese Erwartungen stützen. Anfang September wurde diese Aussage im Rahmen einer Kapitalmarktveranstaltung dahingehend präzisiert, dass für das dritte Quartal eine zu Q2 vergleichbare Entwicklung erwartet wird, so dass die letzten drei Monate des Jahres über das Erreichen der Ergebnisziele entscheiden werden. Diesbezüglich zeigt sich das Management aber weiter zuversichtlich. Auch die mittelfristige Zielsetzung, die ein jährliches Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent, einen EpS-Anstieg um 18 bis 24 Cent pro Jahr und eine Dividendenerhöhung um 15 bis 20 Cent p.a. in Aussicht stellt, wurde unverändert beibehalten.



Quelle: Unternehmen

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. Auch die Tochter SOFiSTiK spielt in dem von ihr adressierten Markt sowohl technologisch als auch hinsichtlich der Marktstellung in der ersten Liga. 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.

Digitalisierung sorgt für Rückenwind

Die ohnehin gute Positionierung wurde durch die Mehrheitsübernahme von SOFiSTiK weiter verbessert. Dies gilt nicht nur für das Geschäft mit der Bausoftware, sondern auch für die Aktivitäten in dem boomenden BIM-Bereich, in dem die neue Konzerntochter ebenfalls eine starke Stellung innehat. Im Baubereich nimmt MuM damit eine führende Rolle als Digitalisierungspartner ein und kann erheblich von den Bestrebungen profitieren, das Datenmanagement und die Prozesse der Branche effizienter zu gestalten. Dieselben Herausforderungen und Aufgaben stellen sich aber auch Unternehmen in anderen Sektoren, weswegen MuM im Industriebereich ebenfalls verstärkt als ein erstklassiger Digitalisierungspartner wahrgenommen wird und von einer starken Nachfrage profitiert. Aufgrund der bisherigen Erfahrung kann MuM dabei vor allem auf den Gebieten Datenmanagement und Integration von Konstruktions- und ERP-Daten punkten, die in den meisten Fällen die Grundlage aller Digitalisierungsbemühungen darstellen.

Ausgeprägte Kontinuität

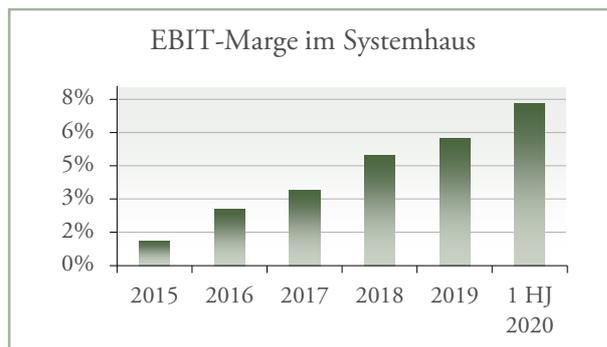
MuM zeichnet sich durch eine beeindruckende Kontinuität aus. Dies gilt sowohl für die adressierten Geschäftsfelder und die verfolgte Strategie als auch für die beteiligten Personen. Das Unternehmen wird trotz der mehr als 30-jährigen Historie immer noch von seinem Gründer, Herrn Adi Drotleff, geleitet, der gleichzeitig mit 44,6 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.

Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

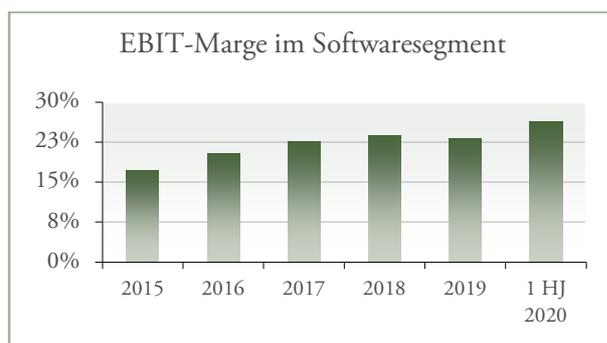
Obwohl MuM in den letzten Jahren bereits hohe Margenzuwächse im Systemhaus erzielt und die EBIT-Marge zwischen 2015 und 2019 mehr als verfünffacht hat, bietet das Segment noch erhebliches Potenzial für eine weitere Verbesserung der Profitabilität. Als wichtige Margentreiber nennt das Unternehmen auf der operativen Ebene vor allem wachstumsbedingte Größendegressionseffekte, die steigende Zahl an vorgefertigten Erweiterungs- und Branchensystemen sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des Segments. Im ersten Halbjahr konnte der Aufwärtstrend fortgesetzt und die Segmentmarge auf 7,3 Prozent erhöht werden.



Quelle: Unternehmen

Hochprofitables Softwaregeschäft

Doch auch das bereits hochprofitable Softwaregeschäft bietet noch weiteren Spielraum für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen. So konnte die EBIT-Marge hier zwischen 2016 und 2019 um 2,8 Prozentpunkte auf 23,1 Prozent gesteigert werden, obwohl die Erstkonsolidierung von SOFiSTiK für eine einmalige Abwärtsverschiebung gesorgt hat. Doch die nun hohe Dynamik gerade bei SOFiSTiK dürfte zukünftig für wachstumsbedingte Degressions-effekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand sorgen, auch der erfolgreiche Marktstart des neuen Produkts eXs bietet zusätzliche Margenphantasie. Auf dieser Basis traut sich MuM zu, die konzernweite EBIT-Marge mittelfristig auf mehr als 14 Prozent zu steigern.



Quelle: Unternehmen

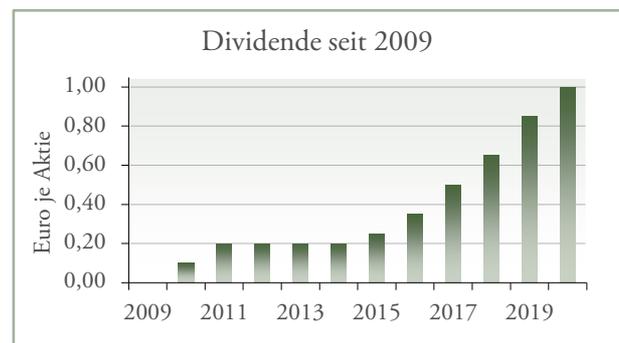
Zuverlässige Prognosen

Mensch und Maschine hat in den letzten Jahren zuverlässig die eigenen Prognosen erfüllt und dabei vor allem die angekündigten Gewinnverbesserungen erreicht. Insofern stufen wir die aktuelle Prognose, die für das laufende Jahr trotz Corona von einem weiteren

Gewinnzuwachs um mindestens 18 Prozent und für die Folgejahre von einer stetigen Fortsetzung des Aufwärtstrends beim Ergebnis ausgeht, weiter als sehr glaubwürdig ein.

Starke Kostenelastizität

Gerade die Tatsache, dass MuM die diesjährige Ergebnisprognose trotz der Corona-Krise, die nicht zuletzt im hochprofitablen CAM-Geschäft nicht spurlos an dem Unternehmen vorüberzieht, bisher aufrechterhalten hat, verdeutlicht, mit welchem Puffer das Management normalerweise plant. Ein zweiter Faktor, der im Aufrechterhalten der Prognose zum Ausdruck kommt, ist aber auch die ausgeprägte Kostenelastizität des Geschäftsmodells. Durch die strikte Ergebnisverantwortung der operativen Einheiten sind die Reaktionszeiten auf drohende Planverfehlungen sehr kurz, darüber hinaus sorgt dies für eine ausgeprägte Disziplin bei den Sachkosten und bei der Stellenplanung.



Quelle: Unternehmen, 2020: unterer Rand der MuM-Prognose

Attraktive Ausschüttungspolitik

Eine weitere Konstante ist inzwischen die hohe Ausschüttungsquote, die sich in den letzten Jahren zwischen 85 und 90 Prozent bewegte und im Gleichschritt mit dem dynamischen Gewinnwachstum für starke Dividendenzuwächse sorgte. Mit der diesjährigen Ausschüttung von 0,85 Euro (für 2019) lag die Dividende fast beim Dreifachen des Wertes aus 2017 (für 2016), noch zwei Jahre früher belief sich die Ausschüttung auf lediglich 0,20 Euro. Auch für dieses Jahr wird wieder ein Anstieg um 15 bis 20 Cent (auf 100 bis 105 Cent) angestrebt, womit die Aktie derzeit

(am unteren Ende der Prognosespanne) eine Dividendenrendite von 2,0 Prozent aufweist. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bietet die MuM-Aktie damit eine attraktive Dividendenrendite sowie eine vergleichsweise verlässliche Aussicht auf im Zeitablauf weiter

steigende Ausschüttungen, wobei sich die Zuwächse auch in den nächsten Finanzperioden auf 15 bis 20 Cent pro Jahr belaufen sollen.

DCF-Bewertung

Kernannahme: Fortgesetztes Wachstum

Nachdem wir bereits in unserem letzten Update die Halbjahreszahlen verarbeitet haben, bleiben unsere Schätzungen diesmal weitgehend unverändert. Das gilt insbesondere für das von uns unterstellte Grundszenario, mit dem wir uns an der seit Jahren sehr zuverlässigen Guidance des Unternehmens orientieren und in dem wir eine Fortsetzung des Wachstumskurses sowie weiter steigende Margen annehmen.

Umsatzverdopplung bis 2027

Komplett unverändert gelassen haben wir die Umsatzreihe und gehen folglich für 2020 von einem fünfprozentigen Wachstum auf 258,2 Mio. Euro aus. Auch die Wachstumsraten für die nächsten Jahre haben wir gleich gelassen, so dass der Zielumsatz zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2027 weiter bei 528,9 Mio. Euro liegt. In Summe der Jahre 2020 bis 2027 kalkulieren wir somit mit einer Umsatzverdopplung.

Zielmarge auf Prognoseniveau angehoben

Eine Anpassung haben wir im Hinblick auf die Ziel-EBITDA-Marge des detaillierten Prognosezeitraums vorgenommen und sie mit 18,2 Prozent auf ein von MuM mittelfristig in Aussicht gestelltes Niveau (oberhalb von 18 Prozent) angehoben. Bisher hatten wir diesbezüglich einen vorsichtsbedingten Abschlag eingebaut und mit 17,4 Prozent kalkuliert. Mit der Anhebung tragen wir der ausgeprägten Prognostreue des Managements Rechnung, die trotz Corona auch im laufenden Jahr bestehen dürfte. Auch die erneut gezeigte Kostenelastizität hat dabei eine Rolle gespielt. Als eine Vorsichtskomponente sehen wir weiterhin den späteren Zeitpunkt, zu dem in unserem Modell die Zielmarge erreicht wird.

Abschreibungen erhöht

Eine weitere Änderung betraf unsere Schätzungen bezüglich der Entwicklung der aktivierten Nutzungs-

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	258,2	289,2	321,0	354,7	392,0	433,2	478,6	528,9
Umsatzwachstum		12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	12,1%	13,7%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%
EBIT	31,2	39,7	45,8	52,4	60,1	68,6	78,1	88,7
Steuersatz	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	9,4	12,3	14,2	16,3	18,6	21,3	24,2	27,5
NOPAT	21,9	27,4	31,6	36,2	41,5	47,4	53,9	61,2
+ Abschreibungen & Amortisation	8,7	8,8	8,6	8,5	8,1	7,8	7,6	7,5
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	30,5	36,2	40,2	44,7	49,6	55,2	61,5	68,7
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-3,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3
Free Cashflow	26,9	33,4	37,2	41,5	46,1	51,5	57,5	64,4

rechte und passivierten Verbindlichkeiten aus Leasingverträgen, die wir stärker dynamisiert haben und aus denen sich vor allem zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums etwas höhere Abschreibungen ergeben. Aus der Kombination der angehobenen EBITDA-Marge und der erhöhten Abschreibungen ergibt sich für 2027 eine EBIT-Marge von 16,8 Prozent, 0,3 Prozentpunkte höher als bisher. Für das laufende Jahr sind die Folgen hingegen nahezu vernachlässigbar, das EBIT erwarten wir nun bei 31,2 Mio. Euro und den Jahresüberschuss bei 19,6 Mio. Euro (bisher: 31,1 und 19,5 Mio. Euro). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf der vorherigen 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 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 6,5 Prozent auf einen überdurchschnittlichen Wert (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 6,4 Prozent.

Kursziel: 52,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,4 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 872,4 Mio. Euro bzw. 52,17 Euro je Aktie.

Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 52,20 Euro ab, das somit leicht über der alten Taxe (50,50 Euro) liegt.

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. Auch die bisher größte Unsicherheit, nämlich die Frage, ob die angepeilte Margenverbesserung im Systemhaus gelingen wird, konnte MuM in den letzten Jahren immer mehr ausräumen. Dementsprechend erwägen wir in Zukunft eine Reduktion der Einstufung des Schätzrisikos, wollen hierfür aber den Ausgang dieses doch überdurchschnittlich unberechenbaren Jahres abwarten. Bis dahin halten wir den Ansatz eines mittleren Schätzrisikos weiter für angemessen (3 Punkte).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,4%	79,15	70,93	64,60	59,57	55,49
5,9%	68,72	62,60	57,75	53,80	50,53
6,4%	60,68	55,99	52,17	49,01	46,35
6,9%	54,29	50,61	47,55	44,98	42,78
7,4%	49,10	46,15	43,66	41,54	39,70

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 39,70 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,4 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 79,15 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Die Erfolgsgeschichte von Mensch und Maschine findet trotz Corona auch im laufenden Jahr eine Fortsetzung. Obwohl die weltweite Wirtschaftskrise infolge der Pandemie vor allem an dem hochprofitablen CAM-Geschäft nicht spurlos vorübergeht, hat MuM im ersten Halbjahr den Umsatz gesteigert und den Gewinn erneut überproportional erhöht. Auch die Prognose neuer Gewinnrekorde für das Gesamtjahr wurde bestätigt.

Damit zeigt MuM einmal mehr, wie stark das Unternehmen in den adressierten Märkten positioniert ist und wie gut es geführt wird. Die bewährte Wachstumsstrategie wird konsequent verfolgt und umgesetzt, wobei es MuM wie nur wenige andere Unternehmen schafft, das anhaltende Wachstum auch mit dauerhafter Kostendisziplin und damit steigenden Margen zu verknüpfen.

Da die adressierten Märkte allesamt noch große Potenziale versprechen und die an Momentum gewinnende Digitalisierung im Bausektor und der Industrie noch auf Jahre für zusätzlichen Rückenwind sorgen dürfte, ist ein Ende der Erfolgsgeschichte von MuM nicht absehbar. Die Unternehmensprognose, die für die nächsten Jahre ein fortgesetztes Wachstum um rund 10 Prozent p.a., einen weiteren Margenanstieg und kontinuierliche Dividendenanhebungen in Aussicht stellt, halten wir deswegen für plausibel und gut erreichbar.

Unser hierauf beruhendes Schätzmodell liefert einen fairen Wert von 52,20 Euro je Aktie. Angesichts des aktuellen Kursniveaus ist die MuM-Aktie damit derzeit eine Halteposition, die aber mit einer Dividendenrendite von 2,0 Prozent und der Perspektive weiter steigender Ausschüttungen lockt. Wir bestätigen deswegen das Urteil „Hold“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	98,7	98,5	97,2	96,2	95,5	95,3	95,5	96,1	96,9
1. Immat. VG	54,1	61,0	60,4	59,7	59,2	58,6	58,1	57,6	57,1
2. Sachanlagen	34,0	34,0	33,3	32,9	32,8	33,1	33,9	34,9	36,3
II. UV Summe	60,8	70,1	72,8	82,5	95,0	109,4	125,0	140,2	157,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	73,5	84,6	93,0	102,4	113,0	125,8	140,3	154,5	170,6
II. Rückstellungen	12,2	12,7	13,2	13,8	14,3	14,8	15,4	15,9	16,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	34,0	31,6	25,3	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
2. Kurzfristiges FK	39,9	39,7	38,4	38,6	39,3	40,1	41,0	41,9	43,0
BILANZSUMME	159,5	168,6	170,0	178,7	190,5	204,6	220,5	236,3	254,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	245,9	258,2	289,2	321,0	354,7	392,0	433,2	478,6	528,9
Rohertrag	127,9	129,1	150,7	167,6	185,7	205,6	227,7	252,2	279,3
EBITDA	36,5	39,9	48,5	54,4	60,9	68,2	76,4	85,7	96,2
EBIT	27,2	31,2	39,7	45,8	52,4	60,1	68,6	78,1	88,7
EBT	26,3	30,5	38,7	45,2	51,9	59,6	68,1	77,6	88,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,3	21,3	26,7	31,2	35,8	41,1	47,0	53,5	60,9
JÜ	16,7	19,6	24,5	28,5	32,7	37,4	42,6	48,4	54,9
EPS	0,99	1,17	1,47	1,71	1,95	2,24	2,55	2,90	3,29

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	26,4	29,8	35,2	39,4	43,8	48,6	54,1	60,3	67,4
CF aus Investition	-8,6	-3,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3
CF Finanzierung	-14,5	-18,3	-31,4	-28,6	-30,2	-33,3	-37,5	-44,3	-49,7
Liquidität Jahresanfa.	9,6	12,9	21,0	22,3	30,5	41,3	53,7	67,3	80,2
Liquidität Jahresende	12,9	21,0	22,3	30,5	41,3	53,7	67,3	80,2	94,5

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	32,7%	5,0%	12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	23,1%	1,0%	16,7%	11,3%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
Rohertragsmarge	52,0%	50,0%	52,1%	52,2%	52,3%	52,5%	52,6%	52,7%	52,8%
EBITDA-Marge	14,9%	15,5%	16,8%	17,0%	17,2%	17,4%	17,6%	17,9%	18,2%
EBIT-Marge	11,1%	12,1%	13,7%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%
EBT-Marge	10,7%	11,8%	13,4%	14,1%	14,6%	15,2%	15,7%	16,2%	16,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,8%	7,6%	8,5%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 18.09.2020 um 9:35 Uhr fertiggestellt und am 18.09.2020 um 9:45 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
24.07.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3)
22.04.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4)
17.03.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3)
17.02.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3), 4)
23.10.2019	Buy	38,50 Euro	1), 3)
06.08.2019	Buy	37,10 Euro	1), 3)
02.05.2019	Hold	35,80 Euro	1), 3), 4)
19.02.2019	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
17.12.2018	Buy	33,70 Euro	1), 3), 4)
23.10.2018	Buy	31,30 Euro	1), 3)

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.