

23. März 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Wachstumsstarker Dividendenwert

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 61,50 € | Kursziel: 71,00 € (zuvor: 73,40 €)

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
Finanzen.....	18
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

Das Geschäftsmodell von Mensch und Maschine beruht auf den zwei Säulen eigene Software und Systemhaus als Autodesk-Partner. Mit dieser Aufstellung adressiert das Unternehmen attraktive Märkte, in denen es zu den führenden Anbietern gehört. Im Software-Geschäft punktet MuM vor allem mit der technologischen Exzellenz seiner Produkte, die eine Positionierung im Hochpreissegment des Marktes und die Erzielung hoher Margen ermöglicht, während im Systemhaus die Rolle als Digitalisierungspartner der Kunden immer mehr zum Wachstumstreiber wird. Dass dieses Geschäftsmodell funktioniert, verdeutlichen die Zahlen eindrucksvoll. Seit 2012 wächst MuM mit durchschnittlich 9,4 Prozent p.a. beim Umsatz und 21,1 Prozent beim EBIT. In den letzten zwei Jahren hat sich der Margenanstieg trotz der Corona-Pandemie sogar weiter beschleunigt. Diesen Pfad will MuM auch 2022 und in den Folgejahren weiter beschreiten und hat sich zum Ziel gesetzt, den Gewinn pro Aktie bis 2025/2026 erneut zu verdoppeln. Angesichts der ausgeprägten Zuverlässigkeit, mit der MuM in der Vergangenheit die eigenen Pläne verfolgt und die Prognosen erreicht hat, halten wir die Erreichung dieses Ziels für wahrscheinlich.

Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	979
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	61,50 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	1.055 Mio. Euro
Enterprise Value:	1.132 Mio. Euro
Free Float:	ca. 46,4 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	69,20 / 47,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	383,4 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020e	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	245,9	244,0	266,2	290,1	316,2	347,8
EBIT (Mio. Euro)	27,2	31,0	34,7	39,9	45,8	54,0
Jahresüberschuss	16,7	18,7	21,3	24,4	27,9	32,8
EpS	0,99	1,11	1,26	1,44	1,65	1,93
Dividende je Aktie	0,85	1,00	1,20	1,35	1,55	1,80
Umsatzwachstum	32,7%	-0,8%	9,1%	9,0%	9,0%	10,0%
Gewinnwachstum	42,6%	12,3%	13,9%	14,5%	14,6%	17,3%
KUV	4,24	4,28	3,92	3,60	3,30	3,00
KGV	62,6	55,7	49,0	42,8	37,3	31,8
KCF	39,6	30,9	28,0	28,6	25,5	22,4
EV / EBIT	41,2	36,1	32,3	28,1	24,4	20,7
Dividendenrendite	1,4%	1,6%	2,0%	2,2%	2,5%	2,9%

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 hat und damit für mehr als ein Drittel des Konzernrohertrages sorgt.
- **Wachstums- und margenstarkes Software-Geschäft:** Als größter Bestandteil des Softwaresegments trägt Open Mind maßgeblich zu dessen starkem Wachstum und der hohen Profitabilität bei. In den letzten fünf Jahren wurde das EBIT des Segments um 87 Prozent gesteigert, seine EBIT-Marge liegt seit sechs Jahren über 20 Prozent, zuletzt bei 25,4 Prozent. Sehr wachstumsstark war im Softwaresegment zuletzt auch der Spezialist für Bausoftware SOFiSTiK, der seit Anfang 2019 mehrheitlich zum Konzern gehört.
- **Autodesk-Partnerschaft seit fast 40 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 13,4 Prozent p.a. gesteigert, während das EBIT und der Jahresüberschuss um 23 bzw. 26 Prozent gewachsen sind – pro Jahr. Die EBIT-Marge liegt seit 2018 im zweistelligen Bereich, allein in den letzten beiden Jahren wurde sie trotz der Corona-Pandemie um fast 2 Prozentpunkte auf zuletzt 13 Prozent verbessert.
- **Bewährtes Wachstumsmodell:** Mittelfristig traut sich MuM zu, eine EBIT-Marge von mehr als 20 Prozent zu erzielen. In Kombination mit dem weiterhin angestrebten Umsatzwachstum von 8 bis 12 Prozent p.a. soll der Gewinn bis 2025/2026 erneut verdoppelt werden. Zu verdanken ist die starke Gewindynamik nicht zuletzt der ausgeprägten Kostendisziplin, die in einer konzernweiten Vorgabe an die Profitcenter, das Kostenwachstum auf rund zwei Drittel des Rohertragswachstums zu begrenzen, zum Ausdruck kommt und mit einer strikten EBIT-Incentivierung kombiniert wird.
- **Wachstumswert mit attraktiver Dividendenrendite:** Die Ertrags- und Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells nutzt MuM für eine großzügige Dividendenpolitik, die zusammen mit dem stetigen Gewinnwachstum für die Attraktivität der Aktie sorgt. Wir sehen diese zusätzlich durch die soliden Bilanzwerte sowie durch die ausgeprägte Prognosestreue untermauert und bestätigen unser Urteil „Strong Buy“ mit einem Kursziel von 71,00 Euro.

SWOT-Analyse

Stärken

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

Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches 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 Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

Schwächen

- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

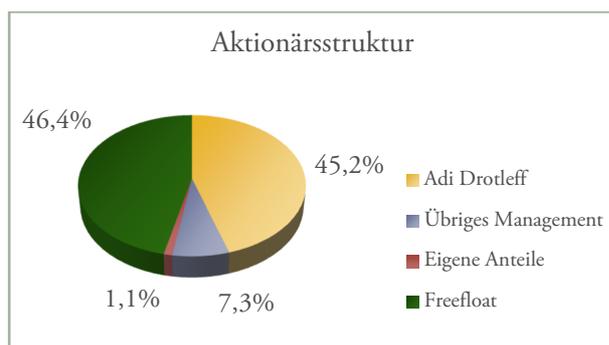
Risiken

- 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.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.
- Die aktuelle Bewertung der Aktie spiegelt das sehr hohe Gewinnwachstum und die Erwartung einer Fortsetzung dieses Trends wider. Eine Enttäuschung dieser Erwartung könnte zu deutlichen Kurseinbußen führen.

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 31.12.2021

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 (45,2 Prozent) noch in den Händen des Gründers Adi Drotleff, der seit der Umwandlung in eine Societas Europaea (SE) sowohl einfaches 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 2010 um mehr als 4 Prozentpunkte aufgestockt hat. Hierzu nutzt er insbesondere

die von MuM regelmäßig angebotene Option, die Dividendenrechte in Aktien zu tauschen. Weitere 7,3 Prozent wurden zum Jahreswechsel vom übrigen Management und 1,1 Prozent vom Unternehmen selbst gehalten. Den Eigenbesitz stockt MuM in Marktschwächephasen opportunistisch auf und nutzt die Aktien anschließend zur Bedienung der Ansprüche aus den Aktiendividenden. So wurden auch die jüngsten Marktturbulenzen für neue Käufe genutzt, so dass sich der Anteil der Aktien im Eigenbestand nach Unternehmensangaben bis Mitte März auf über 2 Prozent erhöht hat.

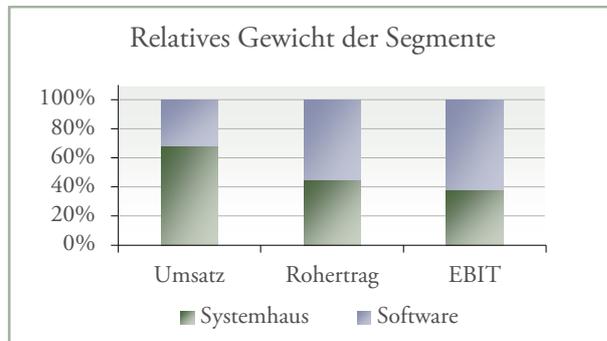
Klare Holdingstruktur

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 rund 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 979 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) beschäftigen und weltweit rund 75 Standorte unterhalten. Ein geographischer Schwerpunkt liegt eindeutig im deutschsprachigen Raum, in dem MuM mit mehr als 40 Standorten flächendeckend vertreten ist. Darüber hinaus ist das Unternehmen mit eigenen Standorten im europäischen Ausland, in einigen 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 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 182 Mio.

Euro fast 70 Prozent der Konzern Erlöse erwirtschaftete. Doch auf der Ebene des Rohertrages überwiegt der Beitrag des Softwaresegments (55 zu 45 Prozent), das EBIT wird sogar zu fast zwei Dritteln im Geschäft mit eigenen Softwareprodukten generiert.



Quelle: Unternehmen, Stand 2021

Hochprofitables Softwaregeschäft

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während das Systemhaus 2021 eine Rohmarge von 34,2 Prozent und eine EBIT-Marge von 7,3 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 90,5 resp. 25,4 Prozent. Darin spiegelt sich die kontinuierliche und erfolgreiche Entwicklung der vier in dem Segment enthaltenen Töchter Open Mind, DATA-flor, 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, setzt deutlich über 50 Mio. Euro im Jahr um und erzielt mehr als ein Drittel des Konzernrohertrages. Die Open-Mind-Software, mit der im Durchschnitt 30.000 Euro pro Arbeitsplatz Erlös 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 Rechenkerne, mit welchen eine sehr effiziente Abbildung von hochkomplexen mathematischen und geometrischen Modellen ermöglicht wird, was sich entsprechend in den Durchlaufzeiten der damit programmierten Maschinen niederschlägt. Um diesen technologischen Vorsprung zu behaupten, legt Open Mind ein großes Gewicht auf die Softwareentwicklung, von über 350 Mitarbeitern des Unternehmens sind über 60 Softwareentwickler.

Weltweite Kundenbasis

Insgesamt verfügt Open Mind nach Angaben auf der eigenen Website über eine weltweite Basis von ca. 10.000 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.

Führende BIM-Lösung

Die zweitgrößte Einheit des Softwaresegments ist seit 2019 die SOFiSTiK AG, mit der MuM sein Produkt-

portfolio um eine führende Lösung für das Building Information Management (BIM) erweitert hat. Die SOFiSTiK AG, an der MuM bereits seit 1999 eine Minderheitsbeteiligung gehalten hatte, die 2019 auf 51 Prozent aufgestockt wurde, 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 (Quelle: MuM). Eigene Tochtergesellschaften werden in den USA, Israel und Finnland 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 besonderes Potenzial könnte sich für SOFiSTiK in den nächsten Jahren durch den großen Reparatur- und Ersatzbedarf im Brückenbestand ergeben, für den die Gesellschaft mit dem SOFiSTiK Bridge Modeler ein funktionsstarkes und voll BIM-fähiges Standardprodukt im Sortiment führt. Nach Angaben auf ihrer Homepage setzt die MuM-Tochter mit ihren 80 Mitarbeitern, die sich auf neun weltweit verteilte Standorte aufteilen, rund 19 Mio. Euro p.a. um.

DATAflor in der Nische führend

Die älteste Produkttochter des Konzerns ist hingegen die DATAflor Software AG, deren Lösungen vor al-

lem von Landschaftsarchitekten für die graphische und kaufmännische Planung von Grünanlagen eingesetzt wird. 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 Erdarbeiten rund um den Bau des Brenner-Basistunnels damit modelliert und geplant.

Neue Software für Elektro-Engineering

Unter dem Namen eXs wurde 2019 schließlich eine neue Software für Computer Aided Engineering im Markt vorgestellt, die in den Jahren zuvor unter dem Dach der Tochtergesellschaft Mensch und Maschine Mechatronik GmbH mit hoher Intensität von Grund auf neu entwickelt wurde. Die Software ist exakt auf die Abbildung von hochkomplexen 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 in der 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 zurücklizenziert 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.

Europas größtes Autodesk-Systemhaus

In dem zweiten Segment hat sich Mensch und Maschine auf den direkten Endkundenvertrieb der Autodesk-Software sowie auf angrenzende Dienstleistun-

gen und Produkte spezialisiert. Mit europaweit rund 50 Standorten, davon 40 in der DACH-Region, sowie mit rund 500 Mitarbeitern ist Mensch und Maschine 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 bei 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. Ein weiterer Wachstumstreiber im Systemhaus sind kundenspezifische Projekte, in deren Rahmen 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 geht. In den Projekten, deren Volumen mehrere Mannjahre umfassen kann, 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-Ori-

entierung, 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 booster (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 nehmen zu müssen. Andere Beispiele sind digitale Gebäudehandbücher für Liegenschaftsverwaltungen oder das Konzept einer digitalen Fabrik, das zum Beispiel 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

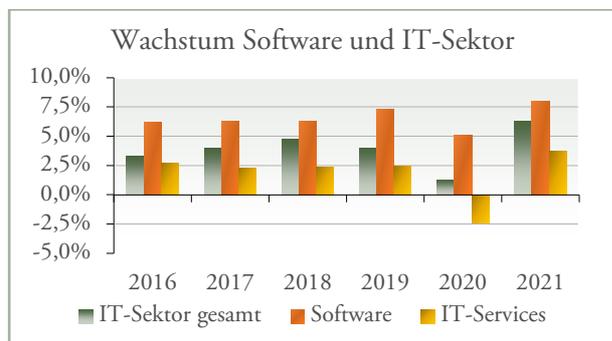
Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Branchenstruktur als auch noch viel mehr hinsichtlich der Umsatzanteile der konzernweit über 30.000 einzelnen Kunden, von denen keiner für mehr als 2 Prozent der Konzern Erlöse verantwortlich ist. Die Branchenzusammensetzung der Kundenkartei (gemessen am Rohertrag) gibt MuM mit 55 Prozent Industrie (wazu alle Eigner und Käufer von Werkzeugmaschinen sowie Unternehmen aus solchen Bereichen wie Maschinenbau, Fahrzeug-, Flugzeug- und Schiffsbau, For-

men- und Werkzeugbau, Elektro- und Verfahrenstechnik, Hydraulik und Pneumatik zählen) und 35 Prozent im Sektor Architektur und Bauwesen an. Zu letzteren zählen Kunden aus sämtlichen Segmenten des Baus, dem Garten- und Landschaftsbau, der Haustechnik, der technischen Gebäudeausstattung und der Liegenschaftsverwaltung. Die restlichen 10 Prozent der Wertschöpfung werden nach Angaben von MuM mit Unternehmen an der Nahtstelle der beiden Bereiche erzielt, wie zum Beispiel mit Bauzulieferern.

Marktumfeld

Software als Wachstumstreiber

Mit dem Fokus auf Software und IT-Dienstleistungen agiert Mensch und Maschine in Märkten mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. So ist der deutsche Softwaremarkt in den letzten zehn Jahren um durchschnittlich mehr als 6 Prozent pro Jahr gewachsen, auf zuletzt fast 30 Mrd. Euro. Selbst im ersten Corona-Jahr 2020 ging das Wachstum lediglich auf 5,1 Prozent zurück, bevor es sich im letzten Jahr wieder auf 8,0 Prozent beschleunigte (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 2,0 Prozent p.a., 2021 erhöhten sich die Umsätze um 3,7 Prozent auf 41,4 Mrd. Euro.

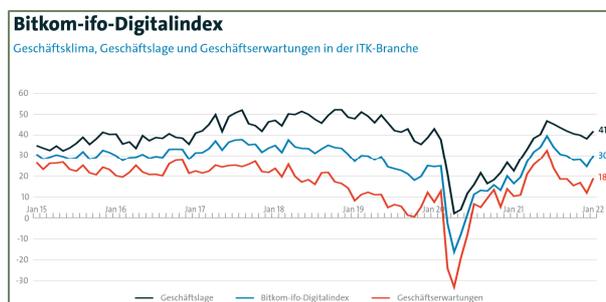


Quelle: BITKOM

Zuversichtliche Prognose

Für das laufende Jahr ging der Branchenverband BITKOM noch im Januar von einer weiteren Beschleunigung aus, auf 9 Prozent im Software-Markt und 3,9 Prozent bei den IT-Services. Diese Prognose des Branchenverbandes beruhte nicht zuletzt auf der monatlichen Konjunkturumfrage, die im Januar Optimismuswerte auf dem Vorkrisenniveau signalisierte. Der von BITKOM und dem ifo-Institut berechnete Bitkom-ifo-Digitalindex zur Messung des Geschäftsklimas in der Branche war im Januar 2022 um 5,4 Punkte auf 30 Punkte geklettert (siehe Abbildung, Quelle: BITKOM). Da diese Prognosen aber noch auf

einem Stimmungsbild vor dem russischen Angriff auf die Ukraine beruhen, dürften sie inzwischen an Aussagekraft eingebüßt haben. Wie stark sich der Krieg auf die Konjunktüreinschätzung in der IT-Branche ausgewirkt hat, wird die nächste Auswertung des Digitalindex zeigen.



Quelle: BITKOM

Rückenwind für Digitalisierung

So schmerzhaft der Corona-Einbruch in anderen Sektoren auch war, für die IT-Branche hat er sich im Nachhinein als ein Nachfragetreiber erwiesen. Denn die Kontaktbeschränkungen in zahlreichen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereichen haben 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 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 als 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 Mitarbei-

ter 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 Schwerpunkt innerhalb der CAD-Welt wird inzwischen auf konsistente Datenmodelle und Lösungen für die Zusammenarbeit zahlreicher Beteiligten gelegt. Und natürlich geht der Trend in Richtung cloud-gestützter und mobiler Anwendungen.

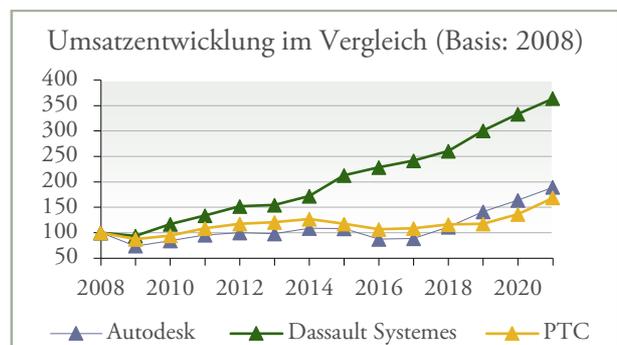
Robustes Wachstum

Angesichts der starken Überschneidungen zu anderen Softwaresegmenten ist eine klare Abgrenzung des CAD-Marktes nicht leicht. Das weltweite Marktvolumen im Jahr 2021 wird von Jon Peddie Research auf 9,4 Mrd. US-Dollar taxiert, womit der Markt um 6,8 Prozent gewachsen ist. Die Analysten von Grandview-research sehen das letztjährige Marktvolumen sogar bei 10 Mrd. US-Dollar und trauen der Branche zu, ihre Umsätze bis 2028 um durchschnittlich 6,4 Prozent p.a. auf dann 15,4 Mrd. US-Dollar zu steigern. Als wichtige Markttreiber gelten unter anderem die steigende Adaption in vielen Branchen (zum Bei-

spiel Unterhaltung, Medizintechnik) und die Entwicklung in den Schwellenländern, darüber hinaus nennen die Analysten die wachsende Cloud-Nutzung und den 3D-Druck als wichtige Aspekte.

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 nach mehreren Übernahmen (unter anderem UGS und Mentor Graphics) Siemens mit seiner Tochter Siemens Digital Industries Software. Im Zahlenwerk des DAX-Konzerns wird diese in der übergeordneten Sparte Digital Industries geführt, deren Software-Erlöse 2021 bei 4,3 Mrd. Euro gelegen haben. Damit dürfte sich Siemens im PLM-Bereich inzwischen in einer vergleichbaren Größenordnung wie Dassault Systemes bewegen.

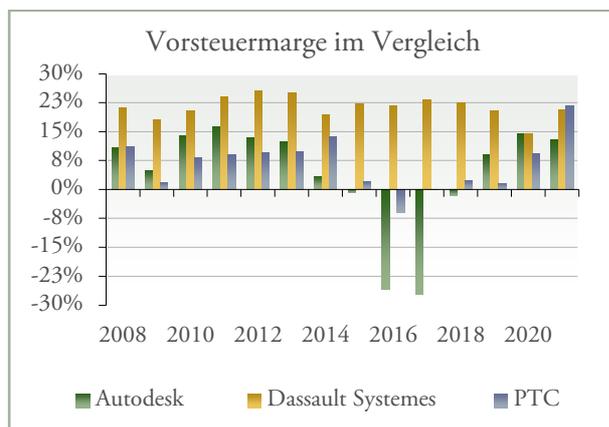


Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

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 Lizenzeinnahmen 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 stärker als der von Dassault. In den letzten beiden Jahren konnte Autodesk um jeweils knapp 16 Prozent zulegen, während der französische Marktführer um knapp 11 bzw. 9 Prozent wuchs. Inzwischen entfallen 95 Prozent der Autodesk-Einnahmen auf die wiederkehrenden Subscription-Erlöse, was zukünftig für ein stabiles Wachstum sorgen sollte. Trotz dieser neuen Dynamik ist der kumulierte Wachstumsabstand zu Dassault (seit 2008) noch gewaltig. Während Autodesk nun 90 Prozent über dem Niveau aus dem Basisjahr liegt, haben die Franzosen ihre Einnahmen im selben Zeitraum um mehr als 260 Prozent erhöht, wozu allerdings auch sehr intensive Akquisitionstätigkeiten beigetragen haben.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

...und mit verbesserter Profitabilität

Die zwischenzeitlich schwache Umsatzentwicklung hat sich auch im Autodesk-Ergebnis niedergeschlagen, das 2015 erstmalig ins Minus gerutscht war und dort bis 2018 geblieben ist. Seit 2019 ist Autodesk aber wieder in den schwarzen Zahlen, 2020 wurde mit 14,4 Prozent die höchste Vorsteueremarge seit 2012 erwirtschaftet. Letztes Jahr konnte dieses Niveau nicht ganz gehalten werden, die EBT-Marge ging leicht auf 12,9 Prozent zurück. Damit hinkt Autodesk auch in puncto Profitabilität noch deutlich hinter Dassault zurück. Denn die Franzosen erzielen regelmäßig eine Vorsteueremarge von mehr als 20 Prozent, nur im ersten Corona-Jahr rutschte diese auf „lediglich“ 14,5 Prozent ab. 2021 wurde aber wieder ein Wert von über 20 Prozent erzielt. Eine beeindruckende Renais-

sance erlebt in den letzten zwei Jahren der dritte börsennotierte Anbieter PTC, der noch 2019 mit einem mageren Wachstum und einer niedrigen Profitabilität abgeschlagen schien, seitdem aber die beiden anderen hinsichtlich der Wachstumsraten überflügelt (2020: 16 Prozent, 2021: 24 Prozent) und seine Vorsteueremarge in zwei Schritten um 20 Prozentpunkte auf zuletzt 21,7 Prozent gesteigert hat (wobei ein signifikanter Teil des letztjährigen Gewinnsprungs auf Sondereffekte zurückzuführen war).

Autodesk als Marktstandard

Ungeachtet der in Summe der letzten Jahre im Vergleich zu Dassault schwächeren Wachstumsdynamik und 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.

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. Dieses Konzept, welches unter dem heute im Markt geläufigen Begriff Building Information Management (BIM) von Autodesk geprägt wurde, stößt derzeit auf ein sehr hohes Interesse. Da mit dem Datenmanagement die Modelle auch eine zeitliche Komponente erhalten, sprechen manche Marktbeobachter in diesem Zusam-

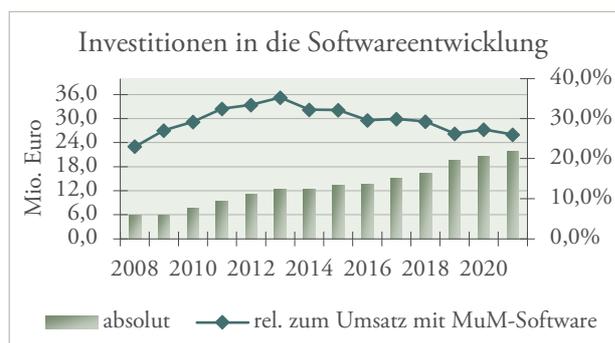
menhang von einem Übergang auf 5D-Modelle, die neben den drei räumlichen Dimensionen noch die Kosten und eben die Zeitachse umfassen. Teilweise reichen die Definitionen bis 7D, wenn zusätzlich eine Nachhaltigkeitsbewertung sowie Applikationen für das Facility Management (Handbücher, Servicekontakte, Ersatzteilinformationen etc.) enthalten sind. Unabhängig davon, welche Definition zugrunde ge-

legt wird, trauen viele Marktbeobachter dem BIM-Konzept ein disruptives Potenzial für das Bauwesen zu. Als Pionier könnte der MuM-Lieferant Autodesk hiervon besonders stark profitieren, zumal die Amerikaner den BIM-Markt mit dem Produkt Revit nach Angaben von Mensch und Maschine ohnehin klar dominieren.

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 28 Prozent, wenn auch wachstumsbedingt mit abnehmender Tendenz. Im letzten Jahr ist die Position absolut erneut um 6 Prozent auf 21,9 Mio. Euro gestiegen, während der Anteil an den Segmenterlösen von 27,2 auf 26,0 Prozent zurückgegangen ist.



Quelle: MuM

Ausbau des Software-Geschäfts

Mit der Mehrheitsübernahme der SOFiSTiK AG, mit der sich MuM als Softwarehersteller für die Berechnung, Bemessung und Konstruktion von statisch be-

sonders anspruchsvollen Bauprojekten, vor allem im Brücken- und Tunnelbau, positioniert hat, wurde das margenstarke Software-Geschäft weiter ausgebaut. 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. Eine weitere Stärkung des Softwareangebotes wurde mit der Entwicklung der Lösung eXs vollzogen, mit der MuM nun über ein modernes Produkt verfügt, das gerade im technologisch geprägten deutschen Mittelstand auf eine große Nachfrage stoßen dürfte und zudem eine wichtige Türöffnerfunktion erfüllen kann.

Diversifikation durch zwei Segmente

Mit der Zwei-Säulen-Strategie, die in den zwei Segmenten zum Ausdruck kommt, sorgt MuM für eine Diversifikation der eigenen Aktivitäten sowohl in inhaltlicher als auch in geographischer Hinsicht. Während das Systemhaus-Geschäft für einen großen Marktanteil in Europa sowie für wiederkehrende Dienstleistungserlöse sorgt, trägt das Produktgeschäft stärker zur Internationalisierung der Einnahmenbasis bei und ermöglicht höhere Margen.

Marktanteilssteigerung

Im Systemhaus stellt die Ausrichtung auf die Produkte von Autodesk die zentrale strategische Determinante dar, womit die Entwicklung des CAD-Pioniers eine prägende Rolle für diese MuM-Sparte spielt. 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 Ergebniswach-

tum 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 MuM hierbei durchaus erfolgreich ist, verdeutlicht die Entwicklung der letzten Jahre. Seit 2012 konnte Mensch und Maschine seine Systemhaus-Umsätze um 114 Prozent auf 182 Mio. Euro steigern, während sich die Autodesk-Erlöse des geographischen Segments EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) in dieser Zeit auf 1,7 Mrd. US-Dollar „lediglich“ verdoppelt haben.

Nutzung der Größenvorteile

Die inzwischen erreichte Größe 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 eine fünfstellige Zahl an Kundenmitarbeitern durchlaufen hat. Mindestens genauso potenzialträchtig 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 bei nur noch rund 20 Prozent.

Standardisierung des Angebots

Wichtige Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb mit anderen Autodesk-Partnern und gleichzeitig zentrale Bausteine in vielen Kundenprojekten sind die eigenen 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. Dazu gehören solche Lösungen wie BIM- und PDM-Booster, mit denen die Standardprodukte von Autodesk u.a. an die europäischen Begebenheiten angepasst werden, customX für die Digitalisierung der Variantenfertigung und MapEdit, eine Lösung für die Integration von Kartendaten. Die Standardisierung kommt aber nicht nur in Softwaremodulen zum Ausdruck, sondern auch in dem Angebot an Dienstleistungen und Schulungen, für die MuM ebenfalls ein breites Spektrum an „vorgefertigten“ Komponenten entwickelt hat.

Klarer Fokus auf die Profitabilität

Die seit Jahren kontinuierlich steigende Profitabilität verdankt Mensch und Maschine nicht zuletzt der konsequenten Steuerung des Konzerns über das EBIT. Das bedeutet, dass die Verantwortlichen der rund 100 eigenständigen Profit-Center ausschließlich über das EBIT incentiviert werden. Gleichzeitig gilt konzernweit die Vorgabe, das Kostenwachstum auf zwei Drittel des Rohertragswachstums zu halten. Mit dieser Kombination verbindet MuM ein ausgeprägtes Kostenbewusstsein mit einem hohen Motivationsniveau, was sich Jahr für Jahr in den guten Konzernzahlen widerspiegelt. Gleichzeitig sichert das dezentrale Kostenmanagement ein hohes Maß an Flexibilität, was sich nicht zuletzt beim Ausbruch der Corona-Krise bemerkbar machte, auf den der Konzern sehr schnell mit einem Kostenstopp reagieren konnte, was letztlich die Basis für das überdurchschnittliche Gewinnwachstum auch in dem schwierigen Jahr 2020 darstellte.

Kontinuität und Berechenbarkeit

MuM verfolgt seine langfristige Strategie mit großer Zuverlässigkeit und sorgt damit für eine hohe Verlässlichkeit für Kunden, Partner und Investoren. Kontinuität wird auch im personellen Bereich und vor allem in der Führungsstruktur großgeschrieben. Dieser Linie folgend, wurde auch der Generationswechsel an der Führungsspitze über mehrere Jahre durch den Aufbau geeigneter Führungskräfte sowie durch die zunehmende Delegation von Aufgaben und Verantwortung friktionslos vollzogen.

Arrondierende Akquisitionen

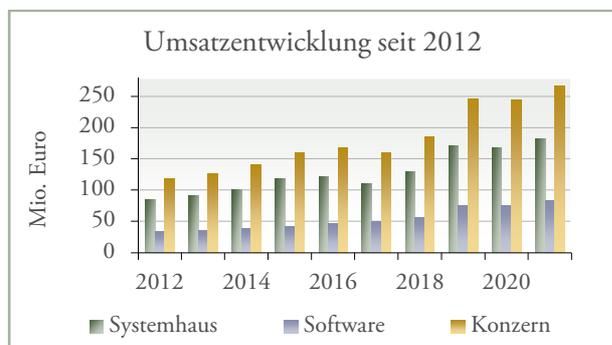
Das exzellent funktionierende Geschäftsmodell erlaubt es, sich auf das gut planbare und risikoarme or-

ganische Wachstum zu konzentrieren und auf größere Akquisitionen zu verzichten. Größere Zukäufe zur Markterschließung oder Kundengewinnung stehen deswegen nicht auf der Agenda, vielmehr beschränkt sich MuM bei den eigenen M&A-Aktivitäten auf kleinere, opportunistische Zukäufe, mit denen die eigene Position arrondiert wird. So wurde Anfang 2021 als Altersnachfolgelösung der CAM-Vertriebspartner für die Region Benelux für knapp 2,6 Mio. Euro übernommen. Die neue Tochter, die unter Open Mind Technologies Benelux BV firmiert, trug im letzten Jahr 2,2 Mio. Euro zum Konzernumsatz und 0,6 Mio. Euro zum Vorsteuerergebnis bei.

Finanzen

CAGR von fast 10 Prozent

MuM ist seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell kräftig gewachsen und hat den Umsatz zwischen 2012 und 2021 auf zuletzt 266 Mio. Euro um mehr als 120 Prozent gesteigert. Trotz einer zwischenzeitlichen Umsatzdelle infolge einer strategischen Änderung beim Hauptlieferanten Autodesk und trotz der bremsenden Wirkung der Corona-Pandemie beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für diesen Zeitraum damit auf 9,4 Prozent. Besonders stark legte dabei das Software-Segment zu (+151 Prozent auf 84 Mio. Euro), doch auch im Systemhaus wurden die Erlöse auf 182 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Auch im letzten Geschäftsjahr war das Wachstumstempo der Softwaresparte etwas höher als im Systemhaus, auch wenn der Abstand mit 11 vs. 8 Prozent diesmal nur gering war und auf den kleinen Konsolidierungseffekt durch die Übernahme von Open Mind Technologies Benelux BV zurückgeführt werden kann. Das Wachstum auf Konzernebene betrug 9,1 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Stabile Rohmarge

Im Gleichschritt mit dem Umsatz, aber deutlich stetiger, weil die Erlösschwankungen vor allem im Bereich der niedrigmargigen Handelsumsätze mit Autodesk-Lizenzen zu beobachten sind, ist in diesem Zeitraum der Rohertrag gewachsen, der zwischen 2012 und 2021 um knapp 120 Prozent auf 138,4 Mio. Euro zugelegt hat. Damit weist das Geschäftsmodell in lang-

fristiger Betrachtung eine stabile Rohmarge auf, die sich im letzten Jahr auf 52 Prozent belief. Auch hier gibt es allerdings einen deutlichen Unterschied zwischen den beiden Segmenten: Während im Software-Geschäft durchgehend eine Marge von über 90 Prozent erwirtschaftet wird (2021: 90,5 Prozent), unterliegt diese im Systemhaus in Abhängigkeit vom Gewicht des Handelsgeschäfts stärkeren Schwankungen. In den letzten Jahren schwankte sie zwischen 41,6 und 34,1 Prozent, mit einem Durchschnittswert von 37,4 Prozent. 2021 lag sie bei 34,2 Prozent und damit etwas unter dem Vorjahreswert, was auf die Zunahme der Handelsumsätze zurückzuführen ist.



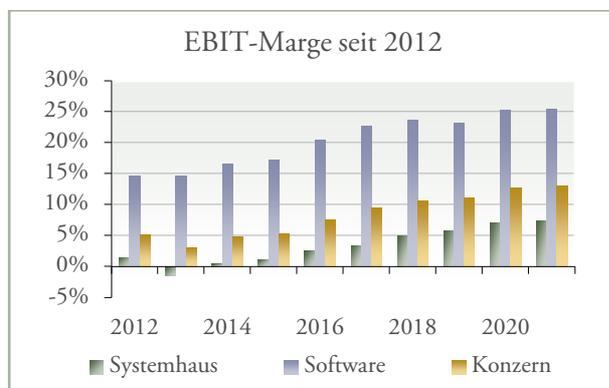
Quelle: Unternehmen

EBIT wächst jedes Jahr überproportional

Das stetige Wachstum kombiniert Mensch und Maschine mit einer konsequenten Kostendisziplin, was ein dauerhaft überproportionales Ergebniswachstum ermöglicht. Insgesamt hat sich das EBIT in den zehn Jahren bis 2021 auf 34,7 Mio. Euro mehr als verfünffacht, gleichbedeutend mit einer beachtlichen CAGR von 21,1 Prozent. Dabei wurde das EBIT seit 2014 (zuvor sorgten außerordentliche Erträge noch für einen verzerrenden Effekt) nicht nur in jedem Jahr gesteigert, sondern auch jedes Mal überproportional zum Umsatz.

Zweistellige EBIT-Marge

Der kontinuierliche Profitabilitätsanstieg lässt sich an der Entwicklung der EBIT-Marge nachvollziehen, die sich zwischen 2014 und 2021 um mehr als 8 Prozentpunkte auf zuletzt 12,7 Prozent erhöht hat. Seit 2018 liegt die EBIT-Marge im zweistelligen Bereich, letztes Jahr wurde mit 13,0 Prozent ein neuer Rekordwert markiert. Im Software-Geschäft wird bereits seit 2016 eine EBIT-Marge oberhalb von 20 Prozent erwirtschaftet (zuletzt 25,4 Prozent), während im Systemhaus, welches 2013 noch defizitär war, zuletzt 7,3 Prozent erreicht wurden.

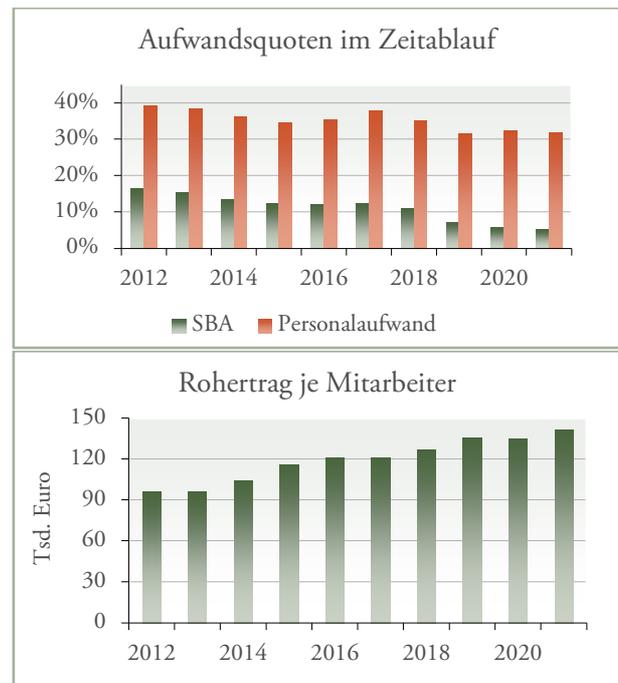


Quelle: Unternehmen

Anhaltende Kostendisziplin

Den kontinuierlichen Margenanstieg verdankt MuM der ausgeprägten Kostendisziplin im Konzern. Diese kommt in einer konzernweiten Vorgabe an die rund 100 dezentral agierenden Profitcenter, das Kostenwachstum auf rund zwei Drittel des Rohertragswachstums zu halten, sowie in einer strikten EBIT-Incentivierung zum Ausdruck. Dass dieses Modell auch langfristig funktioniert, verdeutlicht ein Blick auf die Entwicklung der Aufwandsquoten, die im Zeitablauf deutlich abwärtsgerichtet ist. So hat sich die Personalaufwandsquote zwischen 2012 und 2021 um 7,4 Prozentpunkte ermäßigt, während der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sogar um 11 Prozentpunkte auf zuletzt 5,2 Prozentpunkte abgenommen hat. Ein Teil dieses Rückgangs ist allerdings auf die Erstanwendung von IFRS 16 im Jahr 2019 zurückzuführen, in deren Folge Miet- und Leasingkosten in Höhe von ca. 5,5 Mio. Euro p.a. nicht mehr als sonstiger Aufwand, sondern als Abschreibungen er-

fasst werden. Der Rückgang der Aufwandsquote spiegelt letztlich den deutlichen Produktivitätsfortschritt im MuM-Konzern wider: Der durchschnittliche Rohertrag je Mitarbeiter hat sich zwischen 2012 und 2021 von knapp 96 Tsd. Euro auf mehr als 141 Tsd. Euro um die Hälfte erhöht.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Neue Rekorde in 2021

Diese positiven Trends haben sich ungeachtet der Corona-Pandemie auch in den letzten zwei Jahren fortgesetzt, durch die vorsichtige Kostenpolitik und Corona-bedingte Einsparungen konnte die Gewinndynamik sogar noch weiter gesteigert werden. So erhöhte sich das EBIT in 2021 um 11,8 Prozent auf 34,7 Mio. Euro, gegenüber dem letzten Vor-Corona-Jahr 2019 entspricht das sogar einem Zuwachs von fast 28 Prozent. Zum Vergleich: der Umsatz ist in dieser Zeit „lediglich“ um 8 Prozent gestiegen. Ein wichtiger Grund ist der massive Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich 2020 um 21,5 Prozent reduzierten und 2021 stabil blieben. Zurückzuführen war dies unter anderem auf die Corona-bedingten Einsparungen bei den Reise-, Kfz- und Veranstaltungskosten, die zukünftig zwar wieder zulegen dürften, ohne aber das alte Gewicht wieder zu erreichen. Dank positiver Effekte im Finanzergebnis

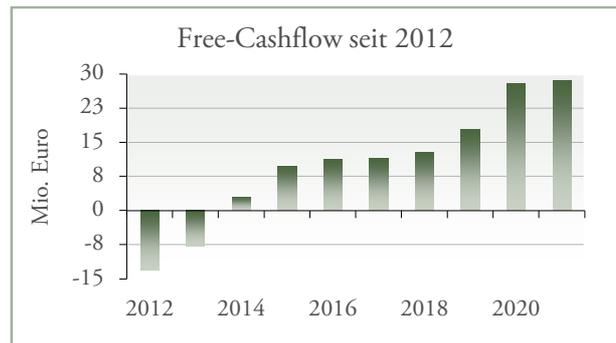
wurde der Jahresüberschuss 2021 sogar um 13,9 Prozent auf 21,3 Mio. Euro gesteigert, je Aktie entspricht das einem Zuwachs um 13 Prozent auf 1,26 Euro.

Geschäftszahlen	GJ 2020	GJ 2021	Änderung
Umsatz	244,0	266,2	+9,1%
Systemhaus	168,4	182,0	+8,1%
Software	75,6	84,2	+11,3%
Rohertrag	128,0	138,4	+8,2%
Systemhaus	59,1	62,3	+5,4%
Software	68,8	76,1	+10,6%
Rohmarge	52,4%	52,0%	
EBITDA	40,3	44,4	+10,2%
EBITDA-Marge	16,5%	16,7%	
EBIT	31,0	34,7	+11,8%
Systemhaus	11,9	13,3	+12,1%
Software	19,1	21,4	+11,6%
EBIT-Marge	12,7%	13,0%	
Vorsteuerergebnis	29,8	33,8	+13,6%
Vorsteueremarge	12,2%	12,7%	
Jahresüberschuss	18,7	21,3	+13,9%
Netto-Marge	7,7%	8,0%	
Free-Cashflow	27,8	28,6	+3,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Sehr hohe Cash-Überschüsse

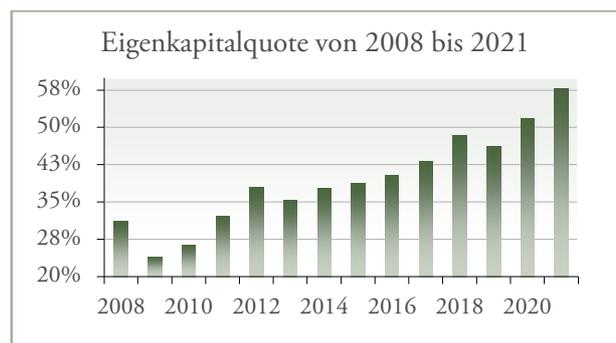
Sehr eindrucksvoll zeigt sich die Stärke des MuM-Geschäftsmodells auch in den Cashflow-Zahlen. Der Konzern erwirtschaftet seit vielen Jahren durchgehend sowohl beim operativen Cashflow als auch beim Free-Cashflow hohe Überschüsse, die zudem einen deutlichen Aufwärtstrend aufweisen. Seit 2016 liegt der Free-Cashflow im zweistelligen Millionenbereich, der operative Cashflow sogar schon seit 2015. 2021 wurde der Letztere erneut um 9,4 Prozent auf 36,9 Mio. Euro gesteigert, womit 13,9 Prozent der Umsätze am Jahresende in der Kasse geblieben sind. Der Free-Cashflow ist wegen der Akquisition des niederländischen CAM-Vertriebspartners etwas langsamer gewachsen, konnte aber dennoch um 3,0 Prozent auf 28,6 Mio. Euro verbessert werden.



Quelle: Unternehmen

Hohe Ausschüttungsquote

Die Ertrags- und Cashflow-Stärke nutzt MuM für eine sehr aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik, die von einer hohen Ausschüttungsquote und stetig steigenden Dividenden gekennzeichnet ist. So hat sich die Dividende je Aktie zwischen 2014 und 2021 ver-sechsfacht, auf zuletzt 1,20 Euro.



Quelle: Unternehmen

Exzellente Bilanzwerte

Trotz der großzügigen Ausschüttungspolitik wächst auch das Eigenkapital seit Jahren beständig, per Ende 2021 betrug es 92,8 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 58 Prozent. Auch die Liquiditätssituation ist sehr komfortabel. Die bilanzielle Liquidität betrug Ende Dezember 20,0 Mio. Euro und überstieg damit die Bankverbindlichkeiten (inkl. eines Immobilienkredits) um fast 12 Mio. Euro. Die mit Abstand größte Position auf der Vermögensseite der Bilanz sind aber die aktivierten Firmenwerte früherer Übernahmen, die sich auf 47,9 Mio. Euro belaufen. Da diese Firmenwerte teilweise Unternehmen betreffen, die bereits vor Jahrzehnten erworben wurden und seitdem sehr erfolgreich gewachsen sind

(wie etwa Open Mind), stellen sie aktuell in keiner Weise ein bilanzielles Risiko dar.

Nächste Gewinnverdopplung geplant

Aufbauend auf der Erfahrung der letzten Jahre und vor allem vor dem Hintergrund der während der Corona-Krise noch einmal erwiesenen Resistenz, Flexibilität und Skalierbarkeit des Geschäftsmodells zeigt sich Mensch und Maschine zuversichtlich, den dynamischen Gewinnwachstumstrend noch lange fortsetzen zu können. Nachdem der Gewinn je Aktie zwischen 2017 und 2021 mehr als verdoppelt wurde, traut sich MuM nun auch für die nächsten vier bis fünf Jahre eine erneute Verdopplung auf mehr als 250 Cent zu. Für den Umsatz rechnet das Unternehmen mit einer etwas längeren Verdopplungsspanne, so dass

die Marke von einer halben Milliarde in den Jahren 2028/2029 genommen werden soll.

Weiteres Dividendenwachstum

Die konkrete Prognose für 2022 und 2023 sieht im Durchschnitt dieser Perioden ein Umsatz- und Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent p.a. vor, auf dessen Basis das EBIT um 14 bis 20 Prozent, und damit erneut klar überproportional, gesteigert werden soll. Für das geplante EpS-Wachstum nennt MuM für das laufende eine Spanne um 18 bis 24 Cent auf 144 bis 150 Cent und will auf dieser Grundlage die Dividende erneut um 15 bis 20 Cent je Aktie erhöhen. Für 2023 traut sich das Management sogar Zuwächse von 20 bis 30 Cent je Aktie beim Ergebnis und 15 bis 25 Cent je Aktie bei der Dividende zu.

Equity-Story

Starke Marktstellung

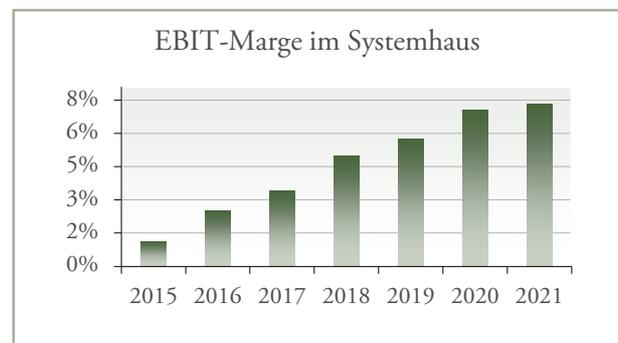
In den adressierten Märkten verfügt MuM über eine starke Marktstellung. Im CAM-Bereich gehört das Unternehmen über seine Tochter Open Mind zu den Pionieren auf dem Gebiet des 5-Achs-FräSENS, ist dort technologisch führend und verfügt über eine breite, weltweit verteilte Kunden- und Installationsbasis. 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 fast vier Jahrzehnten tätig und ist damit ein führendes europäisches 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. Der Gründer Adi Drotleff, der trotz der 25-jährigen Börsenhistorie noch immer der mit Abstand größte Aktionär mit einem Anteil von 45,2 Prozent ist, ist weiter im geschäftsführenden Direktorium und im Verwaltungsrat aktiv. Gleichzeitig wurde der Generationswechsel an der Unternehmensspitze in einem mehrjährigen Prozess absolut reibungs- und friktionslos vollzogen, indem die operative Verantwortung schrittweise auf andere Teammitglieder übertragen wurde. 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.



Quelle: Unternehmen

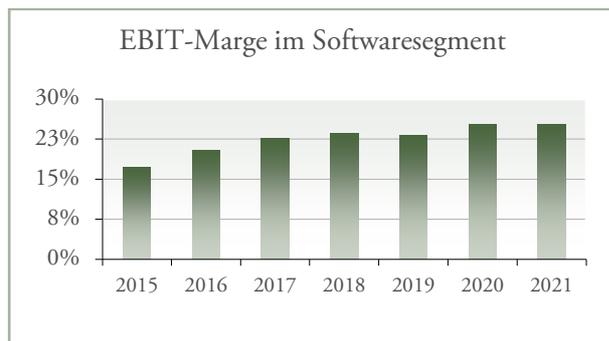
Hohes Gewinnsteigerungspotenzial

Obwohl MuM in den letzten Jahren bereits hohe Margenzuwächse im Systemhaus erzielt und die EBIT-Marge zwischen 2015 und 2021 fast versiebenfacht 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 Branchenmodu-

len sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des Segments.

Hochprofitables Softwaregeschäft

Doch auch das bereits hochprofitable Softwaregeschäft bietet noch weiteren Spielraum für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen. Hier konnte MuM allein seit 2019 die EBIT-Marge um 2,3 Prozentpunkte auf zuletzt 25,4 Prozent erhöhen, die Marke von 30 Prozent nennt das Unternehmen als realistisch. Margentreiber sind hier unter anderem wachstumsbedingte Degressionseffekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand. Letzterer wächst zwar auch dynamisch, doch klar unterproportional zum Segmentumsatz. Durch die Kombination der Margenzuwächse in beiden Segmenten traut sich MuM zu, die konzernweite EBIT-Marge mittelfristig auf mehr als 20 Prozent zu steigern.



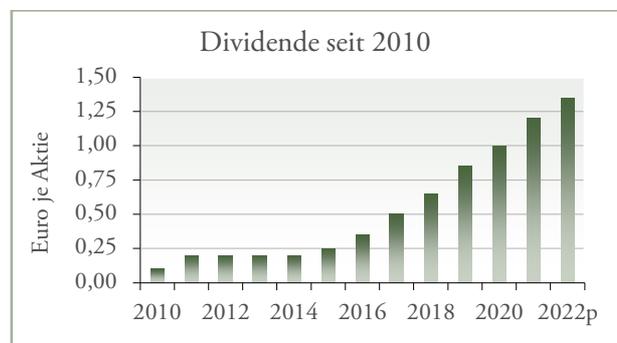
Quelle: Unternehmen

Zuverlässige Prognosen

Mensch und Maschine hat in den letzten Jahren zuverlässig die eigenen Prognosen erfüllt und dabei vor allem die angekündigten Gewinnverbesserungen erreicht. Insofern sehen wir auch die aktuelle Prognose, sowohl im Hinblick auf das laufende Jahr als auch bezüglich der mittelfristigen Ziele, als plausibel und gut begründet an und räumen ihr eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit ein.

Starke Kostenelastizität

Gerade die Tatsache, dass MuM auch während der Corona-Krise das überdurchschnittliche Gewinnwachstum mit hoher Dynamik fortgesetzt hat, verdeutlicht, wie gut das EBIT-fokussierte Steuerungssystem funktioniert und wie stark die Kostenelastizität des Geschäftsmodells ist. 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, 2022: unterer Rand der MuM-Prognose

Attraktive Ausschüttungspolitik

Eine weitere Konstante ist inzwischen die hohe Ausschüttungsquote, die sich in den letzten Jahren zwischen 85 und 96 Prozent bewegte und im Gleichschritt mit dem dynamischen Gewinnwachstum für starke Dividendenzuwächse sorgte. Mit der geplanten Ausschüttung für 2021 in Höhe von 1,20 Euro hat sich die Dividende seit 2014 versechsfacht, für das laufende Jahr ist ein weiterer Anstieg um 15 bis 20 Cent geplant, der sich 2023 sogar noch weiter beschleunigen könnte. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bietet die MuM-Aktie damit eine attraktive Dividendenrendite (aktuell 2,0 Prozent) sowie eine vergleichsweise verlässliche Aussicht auf im Zeitablauf weiter steigende Ausschüttungen.

DCF-Bewertung

Kernannahme: Fortgesetztes Wachstum

Nachdem wir bereits in unserem letzten Update die vorläufigen Zahlen für 2021 in das Modell eingepflegt haben und diese von den endgültigen Zahlen bestätigt wurden, haben sich aus der Integration der finalen Abschlusszahlen in das Modell nur geringfügige Änderungen bezüglich einiger Aufwands- und Bilanzposten ergeben. Allerdings haben wir in Reaktion auf den russischen Überfall auf die Ukraine und die hieraus resultierenden konjunkturellen Risiken unsere Schätzung für 2022 und 2023 vorsichtiger ausgestaltet. Dessen ungeachtet halten wir an unserem 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, fest.

Vorsichtigere Wachstumsannahmen

Obwohl Mensch und Maschine nach eigener Aussage unmittelbar so gut wie gar nicht von dem Krieg und den Sanktionen betroffen ist, sind negative Wirkungen auf die Konjunktur wahrscheinlich, vor allem,

wenn sich die Energieversorgung weiter verteuern oder wenn es zu größeren Lieferengpässen kommen sollte. Wie sich dies auf die Nachfrage nach den MuM-Produkten und -Leistungen, die vielfach gerade einen effizienteren Ressourceneinsatz ermöglichen, auswirkt, bleibt abzuwarten. Auch begründet das Management die eigene Zuversicht mit dem Verweis auf ein sehr starkes erstes Quartal, das sich zum Zeitpunkt der Bilanzpressekonferenz klar auf Rekordkurs befunden hat. Wir bleiben deswegen mit unseren Schätzungen im Rahmen der Guidance, haben sie aber aus Vorsicht in Richtung der unteren Begrenzungen verschoben.

Umsatzschätzung niedriger

So hatten wir bisher für 2022 und 2023 mit einem Umsatzwachstum um 11,5 bzw. 10,5 Prozent kalkulieren, was wir nun für beide Jahre auf 9 Prozent abgesenkt haben. Anschließend rechnen wir, wie bisher, mit einem stetigen Wachstum von 10 Prozent p.a. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums ergibt sich daraus eine Umsatzschätzung von 560,2 Mio. Euro (bisher: 580,6 Mio. Euro).

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

Zielmarge nahezu unverändert

Auch die Gewinnschätzung für die nächsten zwei Jahre fällt nun etwas vorsichtiger aus. Die diesjährige EBIT-Marge erwarten wir zwar weiterhin bei 13,7 Prozent, aber in Kombination mit der niedrigeren Umsatzerwartung ergeben sich daraus eine EBIT-Schätzung von 39,9 Mio. Euro (bisher: 40,6 Mio. Euro) und eine EpS-Schätzung von 1,44 Euro je Aktie. Damit liegt das für 2022 unterstellte EpS-Wachstum nun am unteren Ende der Prognosespanne des Vorstands, bisher hatten wir mit 1,46 Euro kalkuliert. Die Änderungen wirken sich auch auf die Schätzwerte der Folgejahre aus, dies allerdings im abnehmenden Ausmaß. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 liegt die EBIT-Marge mit 19,3 Prozent nahezu gleichauf mit der alten Schätzung (19,4 Prozent).

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2029 haben wir, wie bisher, einen moderaten Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut und kalkulieren entsprechend mit einer EBIT-Marge von 17,4 Prozent, auf deren Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen.

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 auf 5,8 Prozent (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem fundamen-

tal abgeleiteten Beta von 1,2, einem Zielfremdkapitalanteil von 37,5 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 5,8 Prozent.

Kursziel: 71,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 5,8 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.204 Mio. Euro bzw. 70,98 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 71,00 Euro ab. Gegenüber dem letzten Update ist unser Kursziel somit leicht gesunken (bisher: 73,40 Euro), was auf die etwas vorsichtigeren Wachstumsannahmen für 2022 und 2023 infolge des Krieges in der Ukraine zurückzuführen ist.

Geringes Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Angesichts der gefestigten Marktposition, des langjährigen Track-records und der erwiesenen hohen Prognosezuverlässigkeit des Managements halten wir die Berechenbarkeit der Entwicklung von MuM für gut. Aus diesem Grund halten wir die Einstufung mit einem Punkt (geringes Schätzrisiko) weiter für gerechtfertigt.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,8%	117,15	102,16	91,11	82,63	75,92
5,3%	98,68	88,03	79,87	73,40	68,16
5,8%	85,08	77,21	70,98	65,93	61,75
6,3%	74,67	68,66	63,79	59,76	56,37
6,8%	66,43	61,73	57,85	54,58	51,79

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 51,79 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 6,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 117,15 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Mensch und Maschine besticht seit vielen Jahren mit hohem Wachstum und steigenden Margen. Ermöglicht wird dies durch die Kombination aus attraktiven Zielmärkten, technologisch führenden Produkten, einer durchdachten und konsequent umgesetzten Wachstumsstrategie und nicht zuletzt einer konsequent auf das Thema Profitabilität ausgerichteten Unternehmenskultur.

Die damit erzielten Erfolge sind beeindruckend: Allein in den letzten fünf Jahren wurde der Umsatz um zwei Drittel gesteigert und das EBIT währenddessen um fast 130 Prozent sowie der Jahresüberschuss um 150 Prozent erhöht. Diese Dynamik traut sich MuM auch in der Zukunft zu und will den Gewinn je Aktie bis 2025/2026 erneut verdoppeln.

Die starke Wachstumsdynamik und die ausgesprochene Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells nutzt MuM für eine sehr aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik, in den letzten Jahren wurden zwischen 85 und 96 Prozent der jeweiligen Gewinne an die Anteilseigner ausgekehrt. Trotzdem weist die Bilanz mit

einer Eigenkapitalquote von 58 Prozent und einer Nettoliquidität exzellente Werte auf.

Da die adressierten Märkte allesamt noch große Potenziale versprechen, ist ein Ende der Erfolgsgeschichte von MuM nicht absehbar. Die ehrgeizigen Ziele halten wir deswegen für plausibel und gut erreichbar. Da sich das MuM-Management in den letzten Jahren zudem mit einer beeindruckenden Prognosestreue ausgezeichnet hat, haben wir unsere Schätzungen an der Management-Guidance ausgerichtet. Das gilt auch für das laufende Jahr, in dem MuM ungeachtet der russischen Aggression in der Ukraine und der hieraus drohenden Risiken für die Konjunktur an seinem Ausblick festhält.

Wir haben unsere Schätzungen aus Vorsicht zwar – innerhalb der Prognosespanne – etwas reduziert, sehen aber dennoch ein attraktives Kurspotenzial bis 71,00 Euro. In Verbindung mit der geringen Schätzunsicherheit rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Strong Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

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

GUV-Prognose

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

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

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

Kennzahlen

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

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 23.03.2022 um 12:53 Uhr fertiggestellt und am 23.03.2022 um 13:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/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
11.02.2022	Strong Buy	73,40 Euro	1), 3)
25.10.2021	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3), 4)
05.08.2021	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)
23.04.2021	Hold	63,70 Euro	1), 3)
16.03.2021	Strong Buy	63,40 Euro	1), 3)
12.02.2021	Hold	62,70 Euro	1), 3), 4)
22.10.2020	Hold	52,30 Euro	1), 3), 4)
18.09.2020	Buy	52,20 Euro	1), 3), 4)
24.07.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3)
22.04.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4)

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