

26. März 2025
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Wachstumsstark, profitabel
und verlässlich

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 50,80 € | Kursziel: 67,00 € (unverändert)

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

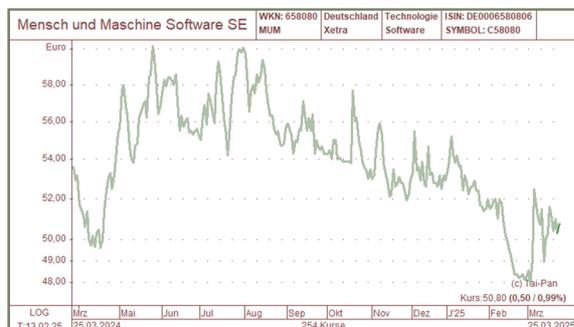
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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	23
DCF-Bewertung.....	26
Fazit	28
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	29
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	30
Impressum & Disclaimer.....	31

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	1.095
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	50,80 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	871,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	900,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 45,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	61,50 / 47,65 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	418,1 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Mensch und Maschine ist einerseits als Anbieter eigener Standardsoftware und andererseits als Digitalisierungsdienstleister rund um die Software des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk aktiv. 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 Segment Digitalisierung die Kombination aus Autodesk-Software, eigenen Schulungs- und Dienstleistungsangeboten sowie eigenen Softwaremodulen den Erfolg sichert. Dass dieses Geschäftsmodell funktioniert, verdeutlichen die Zahlen eindrucksvoll. Seit 2012 wächst MuM mit durchschnittlich 8,8 Prozent p.a. beim Rohertrag und 18,3 Prozent beim EBIT. Nach einem schwächeren Jahr 2024 will MuM diesen Pfad ab diesem Jahr wieder fortsetzen, um den Gewinn pro Aktie bis 2028/2029 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.

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	320,5	322,3	325,8	246,8	272,7	299,9
EBIT (Mio. Euro)	42,6	46,8	46,5	52,2	62,2	71,4
Jahresüberschuss	26,0	28,9	30,5	34,4	40,7	46,5
EpS	1,53	1,72	1,80	2,04	2,41	2,75
Dividende je Aktie	1,40	1,65	1,85	2,10	2,40	2,75
Umsatzwachstum	20,4%	0,6%	1,1%	-24,3%	10,5%	10,0%
Gewinnwachstum	22,1%	11,0%	5,6%	13,0%	18,3%	14,2%
KUV	2,68	2,66	2,63	3,48	3,15	2,86
KGV	33,0	29,7	28,2	24,9	21,1	18,5
KCF	22,0	17,0	13,8	25,8	18,8	13,7
EV / EBIT	20,8	18,9	19,1	17,0	14,3	12,4
Dividendenrendite	2,8%	3,2%	3,6%	4,1%	4,7%	5,4%

Executive Summary

- **Hochprofitables Software-Geschäft:** Die Profitabilitätsperle des Konzerns stellt die hundertprozentige Tochter Open Mind dar, die eine technologisch führende CAM-Software entwickelt hat und damit für rund 40 Prozent des Konzernrohertrages sorgt. Als größter Bestandteil des Softwaresegments trägt Open Mind maßgeblich zu dessen starkem Wachstum und der hohen Profitabilität bei. Ein weiterer wichtiger Teil dieses Segments ist der Bausoftwarespezialist SOFiSTiK, mit dessen Produkten komplexe Bauprojekte wie etwa Brücken berechnet und konstruiert sowie die Prozesse im Bausektor digitalisiert werden.
- **Autodesk-Partnerschaft seit 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 Digitalisierungspartner von Autodesk über eine gefestigte Marktposition mit einer breiten geographischen Präsenz und einer sehr großen Kundenbasis verfügt.
- **Wachsendes Dienstleistungsgeschäft:** Dieses Geschäft wird im Segment Digitalisierung geführt und reicht inzwischen weit über den reinen Autodesk-Vertrieb und die dazugehörigen Services hinaus. Stattdessen liegt der Schwerpunkt mittlerweile auf eigenen Dienstleistungen wie etwa Schulungen im BIM-Umfeld (Building Information Management) und vor allem Digitalisierungsprojekten in der Industrie und Bauwirtschaft. Hierbei punktet MuM dank der Erfahrung mit BIM und PDM (Product Data Management) mit der Expertise für das Datenmanagement und der Fähigkeit, Konstruktionsdaten mit kaufmännischen Informationen zu verknüpfen, was die Basis für die Digitalisierung kompletter Geschäftsprozesse darstellt.
- **Dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum:** In den letzten fünf Jahren hat MuM den Rohertrag um durchschnittlich 7,5 Prozent p.a. gesteigert, während das EBIT und der Jahresüberschuss um 10,6 bzw. 13 Prozent gewachsen sind – pro Jahr. Die EBIT-Marge liegt seit 2018 im zweistelligen Bereich, zuletzt sogar oberhalb von 14 Prozent. Bemerkenswert ist auch die Cashflow-Stärke: Die Relation vom operativen Cashflow zum Umsatz lag seit 2020 im Schnitt bei 14,9 Prozent.
- **Bewährtes Wachstumsmodell:** Mittelfristig traut sich MuM zu, eine EBIT-Marge von mehr als 25 Prozent zu erzielen. In Kombination mit dem weiterhin angestrebten Rohertragswachstum von 8 bis 12 Prozent p.a. soll der Gewinn bis 2028/2029 erneut verdoppelt werden. Zu verdanken ist die starke Gewinndynamik 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 eine hohe Attraktivität der Aktie sorgt. Wir sehen diese zusätzlich durch die soliden Bilanzwerte sowie durch die ausgeprägte Prognosetreue untermauert und bestätigen unser Urteil „Strong Buy“ mit einem Kursziel von 67,00 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 mit einer Nettoliquidität.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

Chancen

- Im Digitalisierungsgeschäft 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 weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der 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 Digitalisierungsgeschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- 2024 wurden die Wachstumsziele zum ersten Mal seit langer Zeit nicht ganz erreicht.
- Die geographische Expansion im Digitalisierungssegment erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

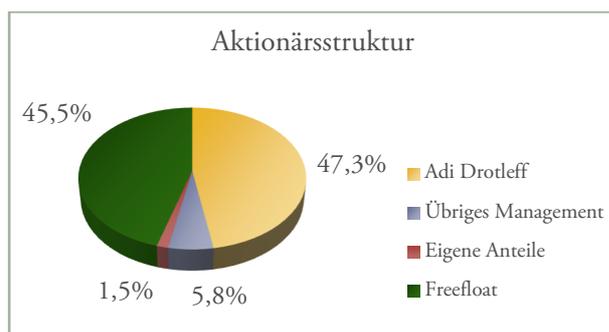
Risiken

- Eine weitere Eskalation der geopolitischen Konflikte oder eine tiefe Rezession in Europa könnten den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Digitalisierungsgeschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung ist gerade im Software-Segment auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Digitalisierungssparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment 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-Pioniers 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 31.12.2024

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 (47,3 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 6 Prozentpunkte aufgestockt hat. Hierzu nutzt er insbesondere die von MuM regelmäßig angebotene Option, die Di-

videndenrechte in Aktien zu tauschen. Weitere 5,8 Prozent wurden zum Jahreswechsel vom übrigen Management und 1,5 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 rund 2 Prozent erhöht hat.

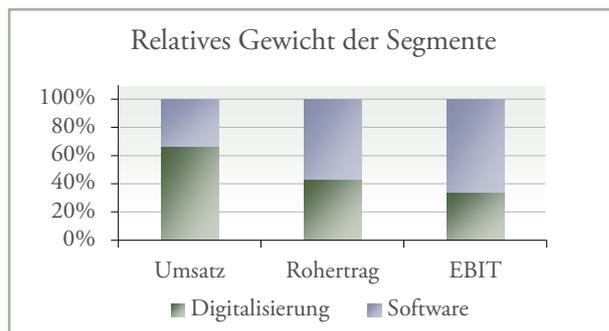
Klare Holdingstruktur

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 über 40 direkten und indirekten Tochtergesellschaften betrieben, die zusammen 1.095 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) beschäftigen und weltweit über 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 übrigen 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 Segment Digitalisierung, 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 217 Mio. Euro zwei Drittel der Konzernerlöse erwirtschaftete.

Dieses Verhältnis wird sich allerdings ab dem laufenden Geschäftsjahr deutlich verschieben, weil im Zuge der 2024 von Autodesk vollzogenen Umstellung des indirekten Vertriebsmodells vom Wiederverkaufs- auf das Provisionskonzept Mensch und Maschine nun nicht mehr die gesamten mit Autodesk-Lizenzen erzielten Einnahmen, sondern nur noch die darauf vereinnahmte Provision als Umsatz ausweist. Im letzten Geschäftsjahr, in dem noch fast drei Quartale nach dem alten Modell abgerechnet wurden, wäre der Umsatz 104 Mio. Euro niedriger ausgefallen, wenn der Modellwechsel bereits zum Jahresanfang umgesetzt worden wäre. Da die Änderung nur durchlaufende Posten betrifft, hat sie keinerlei Auswirkungen auf den Rohertrag, der sich schon immer deutlich gleichmäßiger auf die beiden Segmente verteilte. 2024 stammte er zu 57 Prozent aus dem Softwaresegment und zu 43 Prozent aus der Digitalisierungssparte. Das EBIT wird sogar zu fast zwei Dritteln im Geschäft mit eigenen Softwareprodukten generiert.



Quelle: Unternehmen, Stand 2024

Hochprofitables Softwaregeschäft

Die unterschiedlichen Segmentgewichte bei den einzelnen Kennzahlen sind Ausdruck deutlicher Profitabilitätsunterschiede. Während die Digitalisierung 2024 eine Rohmarge von 34,9 Prozent und eine EBIT-Marge von 7,3 Prozent erwirtschaftet hat, liegen diese Werte im Softwaresegment bei 90,6 resp. 28,0 Prozent. Auch nach der Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk werden signifikante Unterschiede bleiben, so lag die Rohmarge der Digitalisierungssparte im vierten Quartal 2024 bei 53,9 Prozent. Diese Diskrepanz spiegelt die unterschiedlichen Geschäftsmodelle (Softwarehaus vs. Dienstleistungen) wider, zugleich ist das hohe Profitabilitätsniveau

des Softwaresegments Ausdruck der kontinuierlichen und erfolgreichen Entwicklung der vier darin enthaltenen Töchter Open Mind, DATA-flor, MuM Mechatronik und SOFiSTiK, 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 etwa 70 Mio. Euro im Jahr um und steuert rund 40 Prozent zum Konzernrohertrag bei. Die Open-Mind-Software, mit der im Durchschnitt 30.000 Euro pro Arbeitsplatz Erlös 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, weshalb von über 400 Mitarbeitern des Unternehmens über 90 Softwareentwickler sind.

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 Carbon-Elemente aerodynamisch zu optimieren. Im Unterschied zum Digitalisierungssegment 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 Produktportfolio 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 51,4 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 u.a. in den USA, Indien, 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 die DATAflor Software AG, deren Lösungen vor allem 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. Inzwischen 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

Komplettiert wird das Software-Segment durch die Tochtergesellschaft Mensch und Maschine Mechatronik GmbH, die unter dem Namen eXs seit 2020 eine neue Software für Computer Aided Engineering anbietet. Das Produkt 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 eccad 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 größter Autodesk-Partner

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 mehr als 500 Mitarbeitern ist Mensch und Maschine der größte Autodesk-Partner 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 Segment Digitalisierung 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 Softwareprodukte in den Bereichen PDM und BIM (Product Data Management und Building Information Management) erschließen. Ein weiterer Wachstumstreiber 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-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 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

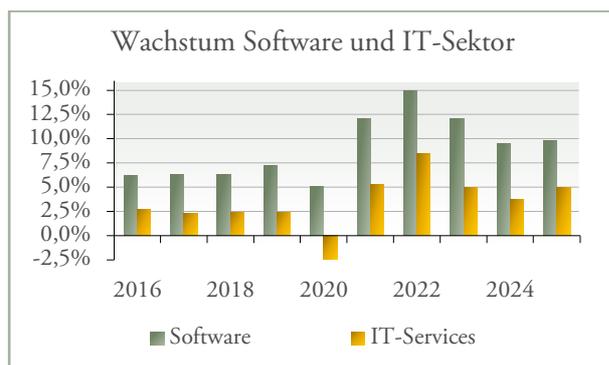
Obwohl solche Projekte große Ausmaße annehmen können, werden sie in der Regel in so kleine Teilvorhaben aufgeteilt, dass kein Einzelprojekt und kein Kunde für MuM ein Klumpenrisiko darstellt. Vielmehr sorgt MuM auf der Kundenseite für eine starke Diversifikation. Dies gilt sowohl bezüglich der Bran-

chenstruktur 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 Branchensammensetzung der Kundenkartei (gemessen am Rohertrag) gibt MuM mit 55 Prozent Industrie (wozu alle Eigner und Käufer von Werkzeugmaschinen sowie Unternehmen aus solchen Bereichen wie Maschinenbau, Fahrzeug-, Flugzeug- und Schiffsbau, Formen- 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. Insbesondere der Software-Sektor gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft. Er ist in den letzten zehn Jahren um durchschnittlich fast 9 Prozent pro Jahr gewachsen, auf 42,5 Mrd. Euro im Jahr 2023. Auch 2024 dürfte der Branchenumsatz weiter zugelegt haben, der Branchenverband BITKOM schätzt das letztjährige Wachstum auf 9,5 Prozent (auf 46,5 Mrd. Euro). Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im Schnitt der letzten zehn Jahre betrug das Wachstum 3,5 Prozent, auf 51,2 Mrd. Euro im letzten Jahr. Für das laufende Jahr erwartet BITKOM nicht nur eine Fortsetzung des Aufwärtstrends, sondern sogar eine Beschleunigung gegenüber 2024. Für die Softwarebranche wird ein Wachstum um 9,8 Prozent auf 51,1 Mrd. Euro und für IT-Services um 5,0 Prozent auf 53,8 Mrd. Euro prognostiziert.

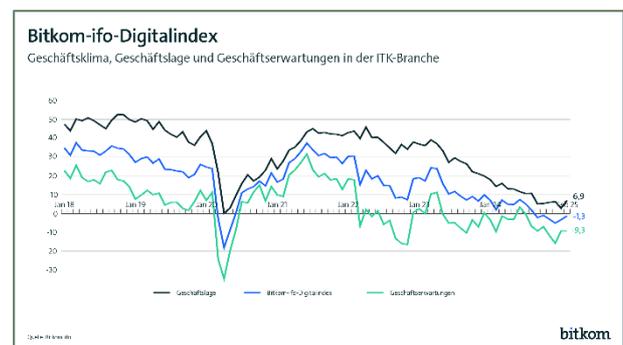


Quelle: BITKOM

Schwaches Geschäftsklima

Ob sich die Erwartungen der Verbände zur Wachstumsbeschleunigung im laufenden Jahr bewahrheiten, bleibt abzuwarten. Zumindest deutet die aktuelle Konjunkturumfrage in die andere Richtung. So liegt der auf einer monatlichen Konjunkturumfrage basie-

rende Bitkom-ifo-Digitalindex zur Messung des Geschäftsklimas bereits seit September im negativen Bereich und signalisiert damit, dass die Skepsis im Markt überwiegt. Dies betrifft insbesondere die Erwartungen für die nächsten sechs Monate, deren Teilindex im Februar bei -9,3 Punkten gelegen hat. Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage bewegt sich hingegen noch im positiven Bereich und hat sich zuletzt sogar leicht verbessert.



Quelle: BITKOM

Deutschland mit Digitalisierungsdefizit

Der zentrale Treiber hinter dem überdurchschnittlichen Wachstum des IT-Sektors ist die Digitalisierung von Wirtschaft, Gesellschaft und Verwaltung. Obwohl das Thema seit vielen Jahren allgegenwärtig ist, hinkt Deutschland diesbezüglich im internationalen Vergleich deutlich hinterher. Einer – schon etwas älteren – Studie des European Center for Digital Competitiveness zufolge lag Deutschland hinsichtlich der Digitalisierungsfortschritte zwischen 2018 und 2020 an drittletzter Stelle der G20-Länder. Für die Jahre danach gibt es eine jährliche Untersuchung des Instituts der deutschen Wirtschaft, auf deren Basis ein sogenannter Digitalisierungsindex erstellt wird. Ausgehend vom Startwert 100 im Jahr 2020 ist dessen Wert bis 2024 auf 113,6 Punkte gestiegen, wobei sich der Zuwachs vor allem in den Jahren 2021 und 2024 vollzogen hat. In den beiden Jahren dazwischen waren die Fortschritte, gemessen an dem Index, hingegen nur

sehr gering. Besonders starke Verbesserungen gab es im Bereich der unternehmensinternen Prozesse – der entsprechende Teilindex hat seit 2020 um 36,5 Prozent zugelegt –, während sich die administrativ-rechtlichen Rahmenbedingungen der Digitalisierung sogar verschlechtert haben (Quelle: IW: Digitalisierungsindex 2024: Digitalisierung der Wirtschaft in Deutschland).

CAD-Welt mit hoher Dynamik

Als Anbieter von technischer Software und entsprechender Dienstleistungen liefert Mensch und Maschine einen wichtigen Baustein für die Digitalisierung im Industrie- und Baubereich. Zu diesen Produkten gehört insbesondere die CAD-Software, bei der der MuM-Partner Autodesk in den 80er Jahren zu den Pionieren gehörte. Nachdem der CAD-Markt in seinen Anfangsjahren von 2D-Produkten für den Einsatz in der Architektur und im Bauwesen geprägt gewesen war, sind die aktuellen 3D-Anwendungen inzwischen 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. Inzwischen geht die Entwicklung hin zum digitalen Zwilling, also einem digitalen Abbild des realen Objekts, mit dem die Prozesse rund um die Planung, Konstruktion, Herstellung und die Nutzung von Gebäuden, Infrastrukturobjekten oder Produkten ganzheitlich digitalisiert werden – mit einschneidenden Vorteilen für die Herstellungs- und Betriebskosten. U.a. bietet ein digitaler Zwilling deutlich erweiterte Möglichkeiten für Simulationen, Szenarioanalysen, Optimierungen und für

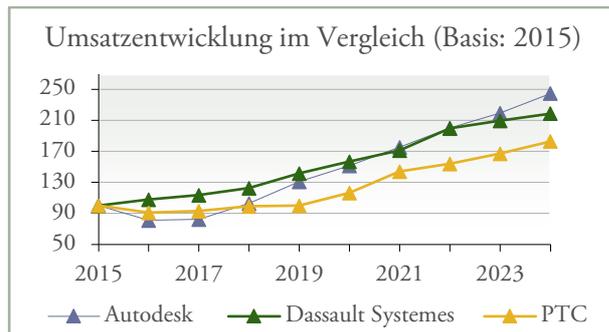
prädiktive Instandhaltung, was den Anwendern die Vorteile eines geringeren Ressourceneinsatzes und einer reduzierten Komplexität bietet.

Robustes Wachstum

Angesichts der starken Überschneidungen zu anderen Softwaresegmenten ist eine klare Abgrenzung des CAD-Marktes nicht leicht. Das weltweite Marktvolumen wird von Jon Peddie Research auf 16 Mrd. US-Dollar taxiert, das Wachstum für die nächsten Jahre wird bei rund 7 Prozent p.a. gesehen. Die Analysten von Grand View Research, die in ihrer Analyse auf die 3D-Systeme abstellen (die laut Jon Peddie Research ca. 55 Prozent des Marktes ausmachen) sehen das Marktvolumen im Jahr 2023 bei 11,0 Mrd. US-Dollar und trauen der Branche bis 2030 ein Wachstum um durchschnittlich 6,7 Prozent auf 17,3 Mrd. US-Dollar zu. Als wichtige Markttreiber gelten unter anderem die steigende Adaption in vielen Branchen (zum Beispiel Unterhaltung, Medizintechnik), die Entwicklung in den Schwellenländern und technologische Innovationen. Zu diesen gehören die wachsende Cloud-Nutzung, die zunehmende KI-Integration, der 3D-Druck, virtual bzw. augmented reality und eben der digitale Zwilling.

Hohe Wettbewerbsintensität

Der Markt gilt als wettbewerbsintensiv. Zu den wichtigsten Akteuren gehören neben dem MuM-Partner Autodesk vor allem Dassault Systemes und Siemens, die zusammen laut Jon Peddie Research einen Marktanteil von mehr als 65 Prozent erreichen. Weitere 20 Prozent entfallen auf Bentley, Hexagon und PTC, während sich der Rest im Wesentlichen auf 15 weitere Unternehmen verteilt. 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. Deutlich aufgeholt hat in den letzten Jahren Siemens, wobei der DAX-Konzern seine Stärken vor allem im PLM-Bereich hat. Das Geschäft wird in dem Segment Siemens Digital Industries Software geführt, dessen Softwareerlöse sich im Zeitraum 2021 bis 2024 von 4,3 auf 6,3 Mrd. Euro erhöht haben.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

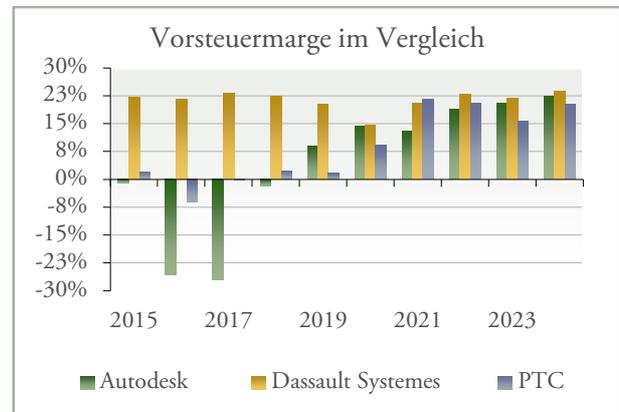
Enges Kopf-an-Kopf-Rennen

Da Siemens in dem Segment auch andere Softwareprodukte führt, ist die Zuordnung zum CAD-Markt nicht eindeutig. Gleichwohl dürfte der deutsche Konzern inzwischen nah an Autodesk und Dassault Systemes, die letztes Jahr 6,1 Mrd. US-Dollar bzw. 6,2 Mrd. Euro umgesetzt haben, herangerückt sein. Nachdem Autodesk über viele Jahre unangefochten Marktführer war, ist die Position, gemessen am Umsatz, inzwischen heftig umkämpft. In den Jahren nach der Finanzkrise 2008 war Dassault Systemes mit einem dynamischen Wachstum, das von zahlreichen Übernahmen gestützt wurde, der Konkurrenz enteilt. Dazu beigetragen hatte auch, dass sowohl Autodesk als auch PTC, die ehemalige klare Nummer drei, schon Mitte des letzten Jahrzehnts einen Umstieg auf Mietsoftware eingeleitet hatten, was die Umsatzdynamik zunächst massiv dämpfte. Doch inzwischen zahlt sich der Umstieg aus. Bezogen auf die letzten fünf Geschäftsjahre konnte Autodesk den Umsatz in Summe um 62 Prozent steigern (PTC lag mit 57 Prozent nur unwesentlich dahinter), während Dassault Systemes „lediglich“ um 40 Prozent gewachsen ist. Inzwischen entfallen 97 Prozent der Autodesk-Einnahmen auf wiederkehrende Erlöse, was zukünftig für ein stabiles Wachstum sorgen sollte.

Hohe 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 und seit 2020 wird wieder eine zweistellige Vorsteuerermarge erwirtschaftet, die in den letzten beiden Geschäftsjahren so-

gar über 20 Prozent gelegen hat. In dieser Größenordnung bewegen sich auch Dassault und PTC.



Quelle: Autodesk, Dassault Systemes und PTC

Autodesk als Marktstandard

Ungeachtet der Frage nach der Marktführerschaft 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 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. 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 dominieren. Zu den Wettbewerben zählen auch hier Dassault Systemes und Bentley, darüber hinaus Nemetschek aus Deutschland, Schneider Electric und Trimble. Das globale Marktvolumen wird hier von

MarketsandMarkets auf 8,0 Mrd. US-Dollar im Jahr 2024 geschätzt, die Wachstumserwartungen bis 2029 liegen bei einer CAGR von 13,1 Prozent.

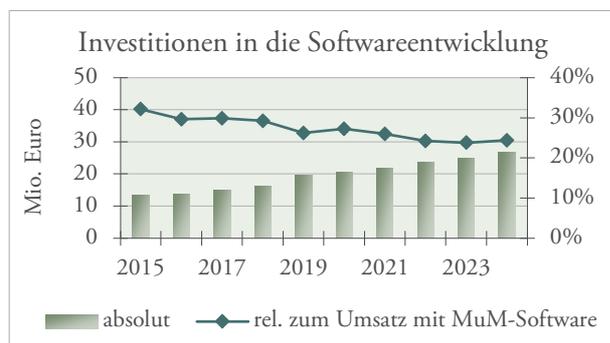
Starkes Wachstum auch im CAM-Markt

Bei der Bewertung der Marktzahlen sind allerdings die deutlichen Überschneidungen zwischen den einzelnen Software-Arten zu beachten. So führen die Studien zum CAM-Markt teilweise dieselben Akteure auf wie die zum CAD-Bereich, darüber hinaus aber auch Spezialisten wie SolidCam, CamWorks, NTT Data, Lantek oder eben die MuM-Tochter Open Mind. Das Marktvolumen wird auf 3,4 Mrd. US-Dollar (2024) beziffert, bis 2030 erwartet MarketsandMarkets ein durchschnittliches Wachstum um 9,0 Prozent auf dann 5,7 Mrd. US-Dollar. Wichtige Wachstumsthemen sind derzeit die Integration von KI, die Vernetzung im Rahmen von Industrie 4.0 sowie additive Fertigung (3D-Druck).

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 25,1 Prozent, wenn auch wachstumsbedingt mit abnehmender Tendenz. Im letzten Jahr ist die Position aber gegen den Trend wieder überproportional gewachsen (+7,2 Prozent auf 26,7 Mio. Euro), so dass der Anteil des Entwicklungsaufwands an den Segmenterlösen von 23,8 auf 24,4 Prozent gestiegen ist.



Quelle: MuM

Ausbau des Software-Geschäfts

Die Position als Technologieführer beansprucht MuM auch bei seinen weiteren Softwareprodukten.

So ist die die 51-prozentige Beteiligung SOFiSTiK AG, ein Softwarehersteller für die Berechnung, Bemessung und Konstruktion von statisch besonders anspruchsvollen Bauprojekten, vor allem im Brücken- und Tunnelbau, in dem adressierten Markt ebenso führend wie die CAE-Lösung eXs (Computer Aided Engineering), für die es nach Angaben von MuM derzeit kein vergleichbares modernes Produkt im Markt gibt.

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 nicht nur in inhaltlicher, sondern auch in geographischer Hinsicht. Während das Digitalisierungsgeschäft für einen großen Marktanteil in Europa sowie für wiederkehrende Dienstleistungserlöse sorgt, trägt das Produktgeschäft stärker zur Internationalisierung der Einnahmensegmente bei und ermöglicht höhere Margen.

Marktanteilssteigerung

Im Digitalisierungssegment 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 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. Dazu gehören u.a. die Vertriebskraft, die Kundennähe, die Attraktivität der eigenen Software-Bausteine und Dienstleistungen sowie das Schulungsangebot. Die Hauptwachstumsquelle besteht demnach vor allem in einer intensiveren Durchdringung der bereits abgedeckten Märkte.

Nutzung der Größenvorteile

Die inzwischen erreichte Größe stellt einen wichtigen Vorteil im Wettbewerb gegen andere Autodesk-Partner dar. Die damit ermöglichte Zentralisierung einiger wichtiger Funktionen wie Marketing oder Hotline-Support schafft für MuM signifikante 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 Digitalisierungssegment 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 dar. Nach MuM-Angaben beläuft sich das Volumen inzwischen auf rund 40 Tsd. Manntage pro Jahr, den Beitrag der Schulungsaktivitäten zum Konzernrohertrag beziffert das Unternehmen auf 8 bis 9 Prozent. 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 25 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, fördern 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 Gegebenheiten 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. Im Schulungsbereich gehört dazu das seit zehn Jahren sehr erfolgreiche Produkt „BIM Ready“, nach dessen Vorbild kürzlich mit „CIM Ready“ (Computer Integrated Manufacturing) ein vergleichbares Angebot für den Industriesektor gelauncht wurde.

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 vor allem bei unerwarteten Schocks hilfreich ist. Das hat sich zum Beispiel beim Ausbruch der Corona-bezahlt gemacht, als der Konzern sehr schnell mit einem Kostenstopp reagieren konnte und damit die Basis für ein fortgesetztes überdurchschnittliches Gewinnwachstum auch in dem schwierigen Jahr 2020 gelegt hat.

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 zu-

nehmende Delegation von Aufgaben und Verantwortung friktionslos vollzogen.

Arrondierende Akquisitionen

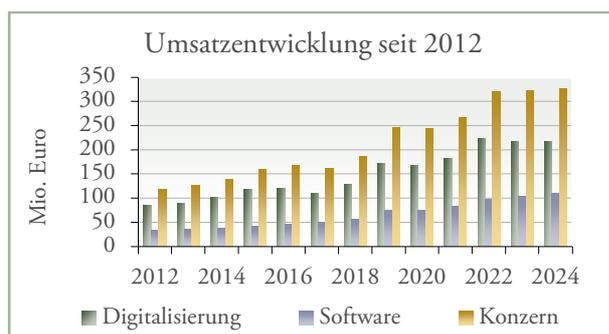
Das exzellent funktionierende Geschäftsmodell erlaubt es, sich auf das gut planbare und risikoarme organische Wachstum zu konzentrieren und auf größere Akquisitionen zu verzichten. Größere Zukäufe zur Markterschließung oder Kundengewinnung stehen

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 übernommen, in den letzten Jahren hat MuM zudem wiederholt die Minderheitsanteile an seinen Töchtern „aufgesammelt“.

Finanzen

CAGR von fast 9 Prozent

MuM ist seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell kräftig gewachsen und hat den Umsatz zwischen 2012 und 2024 auf zuletzt 326 Mio. Euro um mehr als 170 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 8,8 Prozent. Besonders stark legte dabei das Software-Segment zu (+225 Prozent auf 109 Mio. Euro), doch auch im Segment Digitalisierung wurden die Erlöse um mehr als 150 Prozent auf 217 Mio. Euro gesteigert. Auch im letzten Geschäftsjahr war das Wachstumstempo der Softwaresparte etwas höher als in der Sparte Digitalisierung, wobei die letztere ab September von der Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk betroffen war, ohne die der Segmentumsatz um 26 Mio. Euro höher ausgefallen und damit sogar zweistellig gewachsen wäre. Aufgrund dieser Umstellung fiel auch auf Konzernebene das Umsatzwachstum mit 1,1 Prozent sehr moderat aus (ohne die Umstellung wären es 9 Prozent gewesen).

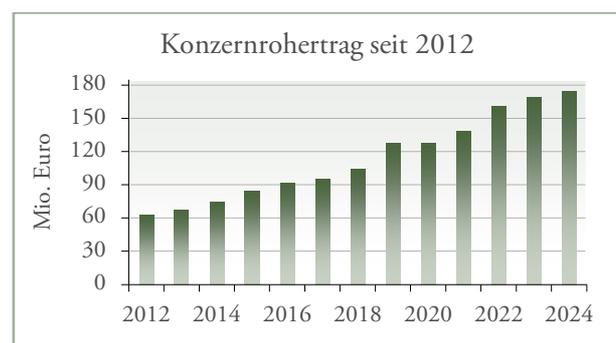


Quelle: Unternehmen

Rohrertrag mit stabilem Wachstum

Da die Erlöse vor allem im Bereich der niedrigmargigen Handelsumsätze mit Autodesk-Lizenzen im Zeitablauf stark schwanken, hebt MuM die hiervon deutlich schwächer beeinflusste Entwicklung des Rohertrags ins Zentrum der Berichterstattung. Mit dem

letzjährigen Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk, durch den der MuM-Umsatz c.p. auf Basis des Jahres 2024 um 129 Mio. Euro niedriger ausfällt, verliert die Erlösentwicklung zusätzlich an Aussagekraft, während der Rohertrag hiervon unbeeinflusst bleibt. Bezogen auf den Zeitraum seit 2012 haben sich die Erlöse und der Konzernrohertrag in Summe vergleichbar entwickelt (CAGR des Rohertrags beträgt 8,9 Prozent), doch war der Verlauf des Letzteren deutlich stetiger. Damit weist das Geschäftsmodell in langfristiger Betrachtung eine stabile Rohmarge auf, die sich im Durchschnitt der letzten zehn Jahre auf 53,5 Prozent beläuft. Nahezu exakt auf diesem Niveau lag sie auch 2024. Bisher gab es allerdings einen großen Unterschied zwischen den beiden Segmenten. Während im Software-Geschäft fast durchgehend eine Marge von über 90 Prozent erwirtschaftet wird (Zehnjahresschnitt: 93,2 Prozent, 2024: 90,6 Prozent), lag diese im Digitalisierungssegment im Durchschnitt bei 36,1 und letztes Jahr bei 34,9 Prozent. Durch die Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk wird sich dieser Abstand zukünftig etwas reduzieren. So hätte sich nach Angaben von MuM die Konzernrohmarge letztes Jahr im neuen Modell pro forma auf ca. 78 Prozent belaufen.

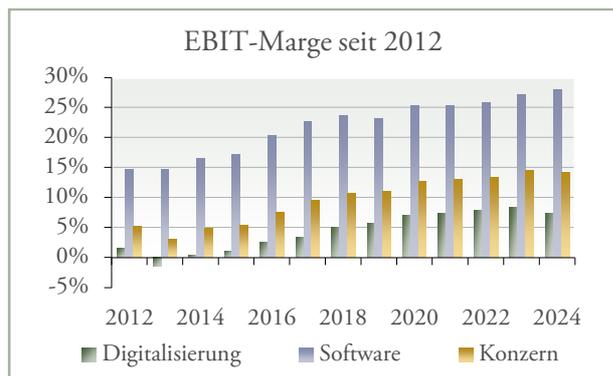


Quelle: Unternehmen

Überproportionale EBIT-Zuwächse

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 2024 auf 46,5 Mio. Euro mehr als verfünffacht, gleichbedeutend mit einer beachtlichen CAGR von 20,8 Prozent. Mit Ausnahme des letzten Jahres, in dem die Kombination aus der Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk, der Einführung einer neuen ERP-Software bei MuM und erhöhter Softwareentwicklungsleistungen für einen minimalen EBIT-Rückgang (-0,8 Prozent) gesorgt hat, wurde seit 2014 die EBIT-Marge in jedem Jahr gesteigert. Seit 2018 bewegt sie sich durchgehend im zweistelligen Bereich, im Schnitt der letzten fünf Jahre beträgt sie 13,6 Prozent. Der bisherige Rekord wurde 2023 mit 14,5 Prozent markiert, letztes Jahr lag sie mit 14,3 Prozent nur unwesentlich darunter. Dabei arbeitet das Software-Segment seit 2020 oberhalb der 25 Prozent-Marke (Fünfjahresdurchschnitt: 26,3 Prozent), während sich die Marge der Digitalisierungssparte im oberen einstelligen Bereich bewegt. Hier konnte von 2013 bis 2023 ein kontinuierlicher Aufwärtstrend bis auf 8,5 Prozent erreicht werden, bevor das letzte Geschäftsjahr aufgrund der oben genannten doppelten Systemumstellung einen erstmaligen Rückgang auf 7,3 Prozent brachte. Auch hier gilt, dass die Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk ab 2025 ceteris paribus eine deutliche Aufwärtsverschiebung bewirken wird.

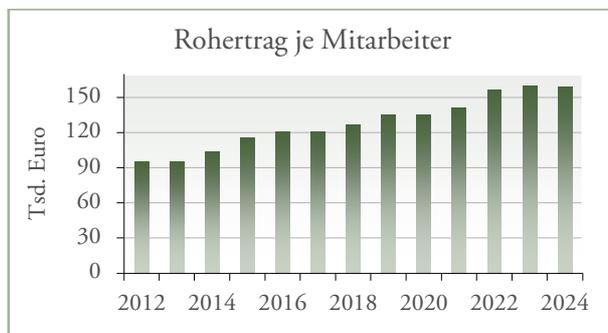


Quelle: Unternehmen

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 Kosten-

wachstum auf rund zwei Drittel des Rohertragswachstums zu begrenzen, sowie in einer strikten EBIT-Incentivierung zum Ausdruck. Dass dieses Modell auch langfristig funktioniert und für eine wachsende Produktivität sorgt, verdeutlicht der Blick auf die Entwicklung des Rohertrags je Mitarbeiter. Dieser hat sich zwischen 2012 und 2024 von knapp 96 Tsd. Euro auf fast 160 Tsd. Euro und damit um 67 Prozent erhöht. Obwohl die Kennzahl absolut betrachtet in dem hochskalierbaren Software-Geschäft mit 174 Tsd. höher ist, war die Dynamik, und damit der Produktivitätsfortschritt in der Digitalisierung höher (+84 Prozent auf 144 Tsd.). Allerdings hat die Entwicklung hier seit dem Erreichen des Segmentrekords im Jahr 2022 zuletzt stagniert.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Schwächeres Jahr 2024

Wie schon an mehreren Stellen ausgeführt, konnte diese beeindruckende Erfolgsstory im letzten Jahr nicht in dem geplanten Umfang fortgesetzt werden. Den Rohertrag hat Mensch und Maschine zwar auch 2024 gesteigert, doch blieb der Zuwachs mit 3,6 Prozent auf 174,6 Mio. Euro unter der Prognose (Rohertragswachstum zwischen 8 und 10 Prozent) – zum ersten Mal seit vielen Jahren. Auch der Nettogewinn nach Minderheiten blieb mit einem Zuwachs von 1,70 Euro je Aktie im Vorjahr auf 1,80 Euro je Aktie hinter der Zielsetzung (1,89 bis 2,06 Euro), während beim EBIT sogar ein leichter Rückgang um ein knappes Prozent auf 46,5 Mio. Euro hingenommen werden musste. Der Rückgang stammt dabei ausschließlich aus dem Digitalisierungssegment, dessen EBIT um 14 Prozent auf 15,9 Mio. Euro gesunken ist, wohingegen das Softwaresegment das starke Gewinnwachstum auch 2024 mit einem Zuwachs um 7,6

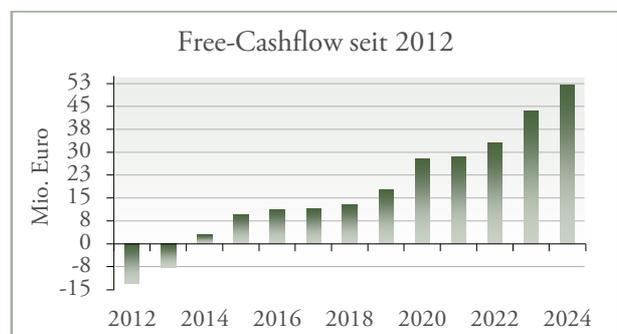
Prozent auf 30,6 Mio. Euro nahtlos fortsetzen konnte. Ursächlich für das schwächere Abschneiden waren nach Unternehmensangaben mehrere Gründe. Die mit Abstand wichtigsten waren aber die Systemumstellung bei Autodesk, die die Organisation stärker belastet hat als ursprünglich erwartet. Verstärkt wurde dieser Effekt durch die zeitgleiche Umstellung der internen Systeme (neue ERP-Software), die sowohl die eigenen Ressourcen beansprucht hat als auch zusätzliche externe Kosten bedingte. Schließlich haben intensivierte Entwicklungsaufwendungen eine noch höhere Gewinndynamik der Softwaresparte verhindert. Dass MuM den Nettogewinn trotz des geringeren EBIT dennoch erneut steigern konnte, war Verbesserungen im Finanzergebnis (Tilgungen im Vorjahr, höhere Habenzinsen) sowie einer reduzierten Belastung mit Ertragssteuern zu verdanken, die das Unternehmen durch konzerninterne Optimierungen erreicht hat.

Geschäftszahlen	GJ 2023	GJ 2024	Änderung
Umsatz	322,3	325,8	+1,1%
<i>Digitalisierung</i>	217,7	216,5	-0,5%
<i>Software</i>	104,6	109,3	+4,5%
Rohrertrag	168,5	174,6	+3,6%
<i>Digitalisierung</i>	73,6	75,6	+2,7%
<i>Software</i>	94,9	99,0	+4,3%
Rohmarge	52,3%	53,6%	
EBITDA	56,6	56,7	+0,2%
EBITDA-Marge	17,6%	17,4%	
EBIT	46,8	46,5	-0,8%
<i>Digitalisierung</i>	18,4	15,9	-13,7%
<i>Software</i>	28,4	30,6	+7,6%
EBIT-Marge	14,5%	14,3%	
<i>Digitalisierung</i>	8,5%	7,3%	
<i>Software</i>	27,2%	28,0%	
Vorsteuerergebnis	45,2	45,5	+0,7%
Vorsteueremarge	14,0%	14,0%	
Jahresüberschuss	28,9	30,5	+5,6%
Netto-Marge	9,0%	9,4%	
Free-Cashflow	43,4	52,0	+19,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Beeindruckender Cashflow

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. 2024 wurde der Letztere um bemerkenswerte 23 Prozent auf 62,3 Mio. Euro gesteigert, womit 19,1 Prozent der Umsätze am Jahresende in der Kasse geblieben sind. Trotz der um 43 Prozent auf 10,3 Mio. Euro erhöhten Investitionen ist auch der Free-Cashflow um 20 Prozent auf 52,0 Mio. Euro geklettert. Das Unternehmen erklärt die Cashflow-Entwicklung vor allem mit dem Aufbau von Lieferantenverbindlichkeiten im Autodesk-Geschäft. Nach der vollzogenen Umstellung des Vertriebsmodells und dem Auslaufen der mehrjährigen Lizenzverträge bei Autodesk soll sich die Entwicklung aber in den kommenden Jahren wieder umkehren, was bei MuM zu einem tendenziell etwas schwächeren Cashflow und zugleich zu einer deutlichen Bilanzverkürzung führen wird.

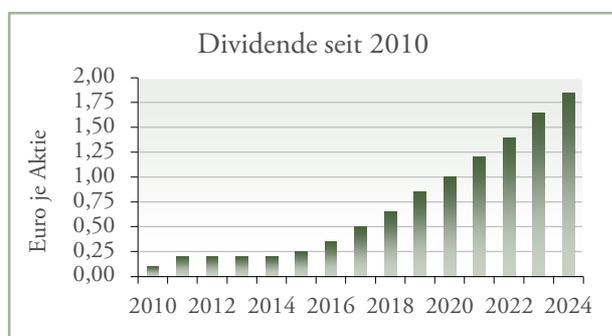


Quelle: Unternehmen

Hohe Ausschüttungsquote und Aktienrückkäufe

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 2024 verneunfacht, auf zuletzt 1,85 Euro. Zugleich setzt MuM signifikante Mittel für den Aktienrückkauf ein. Zum Jahreswechsel hatte das Unternehmen knapp 0,25

Mio. eigene Aktien im Einkaufswert von 11,7 Mio. Euro im Bestand, im bisherigen Jahresverlauf wurden weitere 0,24 Mio. Stück im Wert von 12 Mio. Euro erworben. Das Unternehmen nutzt die Aktien bisher hauptsächlich für die jährlich alternativ zur Barauszahlung angebotene Aktiendividende, im letzten Jahr wurden dafür 0,163 Mio. Stück ausgegeben. Außerdem werden die Papiere für ein Mitarbeiteraktienprogramm sowie opportunistisch für die Übernahme von Minderheitsanteilen an Konzerngesellschaften genutzt. Da MuM die Aktien gezielt in Marktschwächephasen erwirbt, konnten mit dem Instrument in der Vergangenheit regelmäßig positive Eigenkapitaleffekte (ohne GuV-Relevanz) erzielt werden.

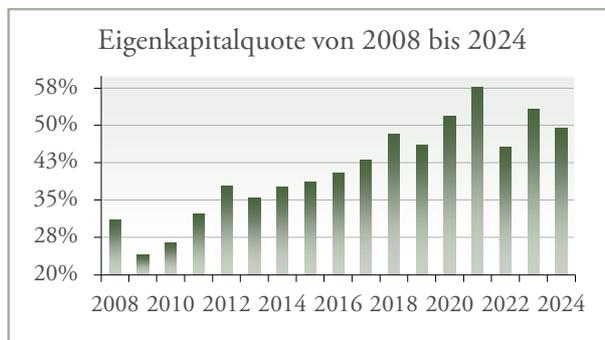


Quelle: Unternehmen

Exzellente Bilanzwerte

Trotz der großzügigen Ausschüttungspolitik wächst auch das Eigenkapital seit Jahren beständig, per Ende 2024 betrug es 104,9 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 49,5 Prozent. Auch die Liquiditätssituation ist sehr komfortabel. Die bilanzielle Liquidität betrug Ende Dezember 43,0 Mio. Euro und überstieg damit die Bankverbindlichkeiten (7,6 Mio. Euro) um mehr als 35 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 11,6 Mio. Euro weist die MuM-Bilanz eine Nettoliquidität von fast 24 Mio. Euro aus, wobei sie sich jedes Jahr nach der Auszahlung der großzügigen Dividende wieder deutlich reduziert. Die 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), stel-

len sie aktuell in keiner Weise ein bilanzielles Risiko dar.



Quelle: Unternehmen

Nächste Gewinnverdopplung geplant

Aufbauend auf der Erfahrung der letzten Jahre und vor allem vor dem Hintergrund der während der Corona-Krise noch einmal bewiesenen Resistenz, Flexibilität und Skalierbarkeit des Geschäftsmodells zeigt sich Mensch und Maschine zuversichtlich, den dynamischen Gewinnwachstumstrend noch lange fortsetzen zu können. Dementsprechend soll der Gewinn je Aktie bis 2028/29 auf mehr als 354 Cent erneut verdoppelt werden. Allerdings wird für das laufende Jahr noch eine geringere Dynamik erwartet: Den Rohertrag will MuM um 5 bis 7 Prozent und das EBIT sowie das Nettoergebnis um jeweils 9 bis 19 Prozent steigern. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen die im Vergleich mit früheren Jahren etwas verhaltene Entwicklung mit den absehbaren stärkeren Effekten der jetzt wegfallenden Dreijahreslizenzen bei Autodesk, was dazu führt, dass von der Kohorte an solchen Verträgen, die 2025 zur Verlängerung anstehen, nur ein Drittel des Volumens im laufenden Jahr umsatzwirksam wird. Der Rest wird anteilig 2026 und 2027 vereinnahmt, was kumulativ mit den beiden letzten Kohorten dieses Lizenzmodells (bis 2024) dann für wieder für höhere Autodesk-Umsätze sorgen wird. Darüber hinaus führt MuM die schwache Konjunktur als einen Grund für die vorsichtigeren Prognose für 2025 an, auf die das Unternehmen bereits seit dem Herbst mit einer spürbar zurückhaltenden Einstellungspolitik reagiert. Insgesamt aber betont Mensch und Maschine, dass es sich bei der vorsichtigeren Prognose für 2025 vor allem um eine Verschiebung handelt, was in einer entsprechend hohen

Wachstumserwartung für 2026 zum Ausdruck kommt. Dann soll nämlich das Rohertragswachstum wieder auf 8 bis 12 Prozent zulegen und eine Ergebnisverbesserung um 13 bis 25 Prozent ermöglichen.

Weiteres Dividendenwachstum

Wie bisher, soll auf Basis des Gewinnwachstums auch die Dividende in Zukunft weiter stetig steigen. Für

2025 stellt MuM eine Erhöhung um weitere 20 bis 30 Cent und für 2026 sogar um 25 bis 40 Cent in Aussicht. Damit verfolgt das Unternehmen die Politik einer Vollausschüttung, wobei der Cash-Effekt wegen der angebotenen und gut genutzten Option einer Aktiendividende etwas darunter liegt.

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 ein führender europäischer Partner des amerikanischen CAD-Pioniers Autodesk. Mensch und Maschine verfügt in der DACH-Region über eine flächendeckende Präsenz und darüber hinaus über Niederlassungen in zahlreichen weiteren europäischen Staaten, in Amerika und Asien. Die seit Jahrzehnten etablierte Marktposition spiegelt sich auch in einer sehr breiten Kunden- und Installationsbasis wider.

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 diese 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-Datenpunkten, 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 fast 30-jährigen Börsenhistorie noch immer der mit Abstand größte Aktionär mit einem Anteil von 47,3 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.

Wachstumsstory par excellence

Mensch und Maschine hat in den letzten Jahrzehnten eine beeindruckende Wachstumsgeschichte geschrieben. Seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2012 ist der Rohertrag im Durchschnitt um knapp 9 Prozent p.a. gewachsen, in Summe ergibt das einen Zuwachs von fast 180 Prozent auf zuletzt 175 Mio. Euro. Das Wachstum wurde dabei größtenteils organisch erzielt.

Steigende Profitabilität

Das dynamische Wachstum kann Mensch und Maschine zuverlässig mit einer steigenden Profitabilität kombinieren. Die EBIT-Marge des Konzerns hat sich von 5,2 Prozent im Jahr 2012 inzwischen auf über 14 Prozent erhöht, sie liegt seit 2018 durchgehend im zweistelligen Bereich und betrug im Durchschnitt der letzten fünf Jahre 13,6 Prozent.

Hochprofitables Softwaregeschäft

Profitabilitätsperle des Konzerns ist das Softwaregeschäft, das in den letzten fünf Jahren im Durchschnitt eine EBIT-Marge von 26,3 Prozent erwirtschaftet hat. Dies sogar mit einer weiter steigenden Tendenz: So wurde 2024 mit 28,0 Prozent ein neuer Rekord aufgestellt. Das Unternehmen will diesen Trend weiter fortsetzen und sieht die Marke von 30 Prozent als ein realistisches Ziel. Margentreiber sind hier unter anderem wachstumsbedingte Degressionseffekte bei den durchschnittlichen Overhead-Kosten sowie beim Entwicklungsaufwand. Letzterer wächst zwar auch dynamisch, aber im Trend (2024 war dies ausnahmsweise anders) doch klar unterproportional zum Segmentumsatz.

Starke Margendynamik im Digitalisierungssegment

Das Softwaregeschäft verfügt zwar über ein deutlich höheres Margenniveau, doch die größere Ergebnisdynamik hatte in der Vergangenheit die Digitalisierungsparte. Deren EBIT ist zwischen 2012 und 2024 mit einer CAGR von 23,5 Prozent gewachsen und hat sich von 1,3 auf 16,9 Mio. Euro vervielfacht. Die EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen von 1,5 auf mehr als 7 Prozent, in der Spitze (2023) wurden sogar 8,5 Prozent erzielt. Als wichtige Margentreiber nennt das Unternehmen auf der operativen Ebene vor allem wachstumsbedingte Größendegressionseffekte, die steigende Zahl an vorgefertigten Erweiterungs- und Branchenmodulen sowie die zunehmende Routine der Prozesse innerhalb des Segments.

Schwierige Umstellung bewältigt

Im Jahr 2024 wurde der Aufwärtstrend der EBIT-Marge im Digitalisierungssegment unterbrochen, worin sich teilweise das schwierige konjunkturelle Umfeld, vor allem aber die Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk, die bei MuM mit einem erheblichen Mehraufwand einherging, bemerkbar gemacht haben. Auch das laufende Jahr wird davon teilweise noch beeinflusst, doch anschließend dürfte die Entwicklung des Segments deutlich stetiger verlaufen als in der Vergangenheit. Dazu wird auch das Ende der Dreijahreslizenzen bei Autodesk beitragen, die in der

Vergangenheit im Zyklus der Erneuerungen für eine erhöhte Volatilität der Erlöse gesorgt hatten. Zudem wird durch den Wegfall der durchlaufenden Posten die EBIT-Marge des Segments eine spürbare Niveaushiftung erfahren. Auf Konzernebene bedeutet das, dass MuM das mittelfristige Ziel für die EBIT-Marge nun statt bei 20 bei 25 Prozent sieht. Wäre die Umstellung des Abrechnungsmodells schon Anfang 2024 erfolgt, hätte sich die letztjährige EBIT-Marge bereits auf ca. 21 Prozent belaufen – trotz der relativen Schwäche des Digitalisierungssegments.

Prognosequalität dürfte noch zunehmen

Durch die absehbare Verstetigung des Autodesk-Geschäfts mit dem neuen Abrechnungsmodell sowie durch das Ende der Dreijahreslizenzen dürfte sich die ohnehin sehr gute Prognostizierbarkeit des Geschäfts weiter verbessern. Dabei hat sich Mensch und Maschine bereits in den letzten Jahren damit ausgezeichnet, die eigenen Prognosen zuverlässig zu erfüllen und dabei vor allem die angekündigten Gewinnverbesserungen zu erreichen. Das letzte Jahr stellt diesbezüglich eine Abweichung dar, von der wir ausgehen, dass sie einmaliger Natur bleiben wird. 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

Ergebnisseitig trägt nicht zuletzt die ausgeprägte Kostenelastizität des Geschäftsmodells positiv zur Prognosestreue bei, weil sie MuM in die Lage versetzt, frühzeitig und entschlossen auf drohende Planabweichungen zu reagieren. Besonders eindrucksvoll wurde das im ersten Jahr der Corona-Krise unter Beweis gestellt, in dem MuM trotz eines stagnierenden Rohertrags das geplante kräftige Gewinnwachstum liefern konnte. Ermöglicht wird diese Kostenelastizität durch das stark dezentralisierte, EBIT-fokussierte Steuerungssystem, das nicht nur für kurze Reaktionszeiten, sondern auch für eine ausgeprägte Disziplin bei den Sachkosten und bei der Stellenplanung sorgt.

Cashflow-starkes Geschäftsmodell

Die hohe Profitabilität des Geschäftsmodells, in Verbindung mit einer geringen Anlagenintensität und einer zurückhaltenden Aktivierungspolitik sorgen für hohe Cashflow-Überschüsse. Die Relation des operativen Cashflows zum Umsatz ist seit 2019 durchgehend zweistellig, zeigt im Gleichschritt mit der Profitabilität einen aufwärtsgerichteten Trend und erreichte 2024 den Rekordwert von 19,1 Prozent. Da dieser teilweise eine Besonderheit im Autodeskgeschäft zu verdanken war, dürfte die Rekordjagd beim Cashflow in den nächsten zwei Jahren – auf hohem Niveau – pausieren.

Starke Bilanz

Die seit Jahren hohen und steigenden Gewinne und Cashflow-Überschüsse prägen auch die Bilanz, die von einer hohen Eigenkapitalquote und einer hohen

Nettoliquidität geprägt ist. Die Bankkredite lagen zum letzten Bilanzstichtag bei lediglich 7,6 Mio. Euro, bei einer Bilanzsumme von 211,9 Mio. Euro.

Attraktive Ausschüttungspolitik

Auf der Grundlage der guten und verlässlichen Gewinnsituation und der kerngesunden Bilanz hat sich Mensch und Maschine als ein zuverlässiger Dividendenwert positioniert. Die Ausschüttungsquote lag in den letzten Jahren zwischen 85 und 96 Prozent, für 2024 wurde sogar mit 1,85 Euro je Aktie eine Dividende über dem Gewinn je Aktie (1,80 Euro) angekündigt. Bezogen auf den aktuellen Kurs winkt die MuM-Aktie somit mit einer Dividendenrendite von 3,6 Prozent – und der belastbaren Perspektive weiter deutlich steigender Ausschüttungen.

DCF-Bewertung

Kernannahme: Fortgesetztes Wachstum

Nachdem wir bereits in unserem letzten Update die vorläufigen Zahlen für 2024 in das Modell eingepflegt haben und diese von den endgültigen Zahlen weitgehend bestätigt wurden, haben sich aus der Integration der finalen Abschlusszahlen in das Modell nur geringfügige Änderungen bezüglich einiger Aufwands- und Bilanzposten ergeben. Damit halten wir an unserem Grundzenario, 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, weiter fest.

Vorsichtigere Wachstumsannahmen

Im Detail haben wir die Veröffentlichung des Geschäftsberichts zum Anlass genommen, unsere Schätzungen zu aktualisieren. Dies betrifft sowohl das Wachstum des Rohertrags als auch die Aufwandschätzungen sowie die Annahmen bezüglich der Entwicklung des Working Capital und der Abschreibungen, wobei es sich allesamt um kleinere Änderungen

handelt. Die wichtigste ist die leichte Korrektur der langfristigen Wachstumsraten. Bisher hatten wir für den Rohertrag für 2025 mit einem Wachstum um 6,0 Prozent und anschließend mit Werten um 10,0 Prozent kalkuliert. Die Schätzung für das laufende Jahr lassen wir unverändert, und auch für 2026 und 2027 rechnen wir weiterhin mit einer Beschleunigung auf 10,7 resp. 10,4 Prozent, doch anschließend lassen wir die Zuwachsraten leicht auf Werte unter 9 Prozent zurückgehen. Damit haben wir die Schätzungen an den Langfristpfad aus der Vergangenheit angepasst und gehen davon aus, dass dieses Tempo, das wegen der vielfältigen Krisen und der Sonderthemen bei Autodesk in vier der letzten fünf Jahre unterschritten wurde, im Trend der nächsten Jahre wieder erreicht werden kann. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2032 rechnen wir nun mit einem Umsatz von 453,1 Mio. Euro und einem Rohertrag von 345,3 Mio. Euro. Die damit korrespondierende Rohertragsmarge von über 76 Prozent liegt aus Vorsicht unter dem von MuM formulierten Ziel von 80 Prozent.

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	246,8	272,7	299,9	326,9	354,7	384,9	417,6	453,1
Umsatzwachstum		10,5%	10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
EBIT-Marge	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,1%	25,6%	26,1%	26,6%
EBIT	52,2	62,2	71,4	80,0	89,0	98,6	109,1	120,7
Steuersatz	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,6	17,4	20,0	22,4	24,9	27,6	30,5	33,8
NOPAT	37,6	44,8	51,4	57,6	64,1	71,0	78,5	86,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,7	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2	6,4	6,6
+ 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	42,3	49,9	56,8	63,2	70,0	77,1	84,9	93,4
- Zunahme Net Working Capital	-14,9	-9,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-7,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7
Free Cashflow	20,1	34,5	51,1	57,4	63,9	70,8	78,4	86,7

Niedrigere Steuerquote

Bezogen auf das EBIT haben wir die Schätzungen für 2025 unverändert bei 52,2 Mio. Euro gelassen, woraus sich aber nun ein Nettogewinn von 34,4 Mio. Euro bzw. 2,04 Euro je Aktie ergibt (bisher: 33,1 Mio. Euro). Die Differenz ist der Absenkung der unterstellten Steuerquote (von 30,5 auf 28,0 Prozent) infolge der von MuM durchgeführten Optimierungsmaßnahmen geschuldet. Die Margenschätzungen für die Folgejahre haben sich wegen der Integration der Abschlussdaten aus 2024 und deren Fortrechnung leicht verschoben, wobei sich das angenommene Margenniveau in der Tendenz leicht nach unten verschoben hat. Die Ziel-EBIT-Marge für 2032 liegt nun bei 26,6 Prozent (bisher: 26,8 Prozent für 2031).

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2025 bis 2032 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 2033 haben wir, wie bisher, einen 10-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut, anschließend unterstellen wir ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a..

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Für den sicheren Zins orientieren wir uns mit einem Wert von 2,5 Prozent an der deutschen Umlaufrendite und die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,6 Prozent auf einen für Deutschland durchschnittlichen Wert (Quelle: Survey – Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024). Als Beta nehmen wir einen fundamental angemessenen Branchenwert für ein etabliertes IT-Unter-

nehmen in Höhe von 1,2. Daraus errechnet sich bei einer Zielkapitalstruktur mit 42,5 Prozent Fremdkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 28,00 Prozent ein WACC-Satz von 6,8 Prozent.

Kursziel: 67,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,8 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.137 Mio. Euro bzw. 67,26 Euro je Aktie. Daraus leiten wir das unveränderte Kursziel von 67,00 Euro ab. Damit haben sich die in Summe etwas vorsichtigeren Schätzungen einerseits und der Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2025 andererseits gegenseitig kompensiert.

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%
5,8%	98,36	89,42	82,33	76,57	71,80
6,3%	86,47	79,63	74,08	69,48	65,61
6,8%	77,04	71,69	67,26	63,52	60,34
7,3%	69,39	65,12	61,52	58,45	55,79
7,8%	63,06	59,59	56,63	54,07	51,84

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 51,84 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 98,36 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Mensch und Maschine besticht seit vielen Jahren mit stetigem 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 wurden der Rohertrag um ein Drittel, das EBIT um die Hälfte und der Jahresüberschuss fast um zwei Drittel erhöht. Diese Dynamik traut sich MuM auch in der Zukunft zu und will den Gewinn je Aktie bis 2028/2029 erneut verdoppeln.

Die starke Wachstumsdynamik und die ausgesprochene Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells nutzt MuM für eine sehr aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik, in den letzten Jahren wurden regelmäßig mehr als 90 Prozent der jeweiligen Gewinne an die Anteilseigner ausgekehrt. Trotzdem weist die Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 50 Prozent und einer Nettoliquidität exzellente Werte auf.

Es sind derzeit kaum Gründe erkennbar, warum MuM angesichts der unverändert potenzialträchtigen Märkte und des hervorragend eingespielten Geschäftsmodells diese Erfolgsgeschichte nicht fortsetzen sollte. Im letzten Jahr wurde zwar zum ersten Mal seit sehr vielen Jahren die eigene Prognose nicht ganz geschafft und beim EBIT, nicht aber beim Nettoergebnis, ein minimaler Rückgang verzeichnet, doch war das vor allem einmaligen Belastungen aus dem gleichzeitigen Systemwechsel bei Autodesk (vom Wiederverkaufs- auf das Provisionskonzept) und einer inter-

nen IT-Umstellung geschuldet. Nach Abschluss dieser Vorgänge sollte das Unternehmen wieder in der Lage sein, an den bisherigen Trend anzuknüpfen. Bezüglich der erzielten Margen bewirkt die Umstellung bei Autodesk, in deren Rahmen durchlaufende Posten mit einem großen Volumen aus der GuV eliminiert werden, sogar eine deutliche Niveaushiftung nach oben (letztes Jahr wären das auf Proforma-Basis ca. 7 Prozentpunkte mehr gewesen). Dadurch wird die Stärke des MuM-Geschäftsmodells zukünftig noch sichtbarer. Zugleich wird der volatile Einfluss der Handelserlöse mit Autodesk-Lizenzen auf den Konzernumsatz deutlich reduziert, was die Prognostizierbarkeit der Entwicklung weiter verbessert.

Da sich das MuM-Management schon bisher mit einer beeindruckenden Prognosestreue ausgezeichnet hat (mit Ausnahme des letzten Jahres), halten wir die Management-Guidance für die nächsten Jahre für eine sehr verlässliche Orientierung auch für unsere Schätzungen. Folglich kalkulieren wir für die Zukunft mit einer Fortsetzung des hochprofitablen Wachstums, wobei wir in Übereinstimmung mit dem Unternehmen für 2025 eine noch etwas moderatere Dynamik erwarten, auf die ab 2026 wieder eine spürbare Beschleunigung folgen sollte.

Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert der Aktie unverändert bei 67,00 Euro und damit deutlich oberhalb des aktuellen Kurses. Auch die Dividendenrendite auf Basis der angekündigten Ausschüttung von 1,85 Euro in Höhe von 3,6 Prozent wirkt attraktiv. In Verbindung mit der geringen Schätzunsicherheit rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Strong Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	111,6	114,2	114,6	114,9	115,1	115,3	115,4	115,5	115,6
1. Immat. VG	76,1	77,5	76,7	75,9	75,2	74,5	73,8	73,1	72,5
2. Sachanlagen	34,2	35,4	36,5	37,6	38,6	39,4	40,3	41,0	41,8
II. UV Summe	100,3	86,0	81,0	86,5	92,7	104,3	119,4	136,0	154,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	104,9	108,7	115,3	122,7	130,3	141,3	153,3	166,5	181,2
II. Rückstellungen	12,6	12,9	13,3	13,6	14,0	14,3	14,7	15,1	15,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	34,5	33,4	31,8	29,8	27,9	26,2	26,2	26,2	26,2
2. Kurzfristiges FK	59,9	45,2	35,3	35,3	35,7	37,8	40,6	43,8	47,3
BILANZSUMME	211,9	200,2	195,6	201,4	207,8	219,6	234,8	251,5	270,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	325,8	246,8	272,7	299,9	326,9	354,7	384,9	417,6	453,1
Rohertrag	174,6	185,1	204,8	226,1	247,2	269,1	292,4	317,8	345,3
EBITDA	56,7	62,7	73,1	82,6	91,4	100,7	110,5	121,2	133,0
EBIT	46,5	52,2	62,2	71,4	80,0	89,0	98,6	109,1	120,7
EBT	45,5	52,3	62,2	71,5	80,2	89,5	99,2	109,8	121,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	33,4	37,7	44,8	51,5	57,8	64,4	71,4	79,0	87,4
JÜ	30,5	34,4	40,7	46,5	51,9	57,5	63,3	69,7	76,6
EPS	1,80	2,04	2,41	2,75	3,07	3,40	3,75	4,12	4,53

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	62,3	33,2	45,7	62,7	69,2	76,1	83,3	91,1	99,7
CF aus Investition	-10,9	-7,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7
CF Finanzierung	-33,5	-44,0	-49,2	-55,8	-61,8	-63,3	-67,2	-73,6	-80,5
Liquidität Jahresanfa.	24,9	43,0	25,0	16,0	17,2	18,8	25,5	35,3	46,4
Liquidität Jahresende	43,0	25,0	16,0	17,2	18,8	25,5	35,3	46,4	58,9

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	1,1%	-24,3%*	10,5%	10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Rohertragswachstum	3,6%	6,0%	10,7%	10,4%	9,4%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%
Rohertragsmarge	53,6%	75,0%	75,1%	75,4%	75,6%	75,9%	76,0%	76,1%	76,2%
EBITDA-Marge	17,4%	25,4%	26,8%	27,5%	28,0%	28,4%	28,7%	29,0%	29,4%
EBIT-Marge	14,3%	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,1%	25,6%	26,1%	26,6%
EBT-Marge	14,0%	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,2%	25,8%	26,3%	26,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,4%	14,0%	14,9%	15,5%	15,9%	16,2%	16,5%	16,7%	16,9%

*Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

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.-Volksw. 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),

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.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 26.03.2025 um 7:18 Uhr fertiggestellt und am 26.03.2025 um 8:15 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
13.02.2025	Strong Buy	67,00 Euro	1), 3)
21.10.2024	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
19.07.2024	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3)
19.04.2024	Strong Buy	69,00 Euro	1), 3)
20.03.2024	Strong Buy	69,00 Euro	1), 3)
09.02.2024	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3)
20.10.2023	Strong Buy	66,00 Euro	1), 3), 4)
01.08.2023	Strong Buy	66,00 Euro	1), 3), 4)
24.04.2023	Strong Buy	63,60 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.