

01. August 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

EBIT-Marge über 15 Prozent

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 53,90 € | Kursziel: 66,00 € (zuvor: 63,60 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

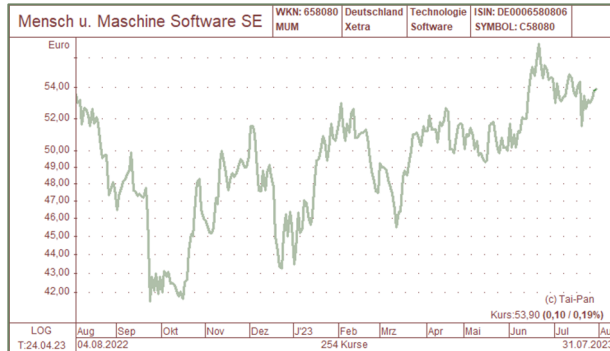
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	1.046
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DEDE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	53,90 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	924,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	1.000,7 Mio. Euro
Freefloat:	45,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	57,80 / 40,25 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	218,9 Tsd. Euro / Tag

Umsatzplus von 11 % im ersten Halbjahr

Nach dem starken Jahresauftakt von Mensch und Maschine, in dem u.a. das Ende der Rabattierung für die Dreijahresverträge für ein kräftiges Wachstum im Handel mit Autodesk-Software gesorgt hatte, fiel eben dieses Geschäft im zweiten Quartal nun erwartungs- und ankündigungsgemäß schwächer aus und war maßgeblich für einen Rückgang der Systemhausumsätze um knapp 3 Prozent auf 45,8 Mio. Euro verantwortlich. In Kombination mit dem fortgesetzten Wachstum der Softwaresparte (+6 Prozent auf 25,5 Mio. Euro) resultierte daraus auf Konzernebene ein im Vorjahresvergleich nahezu unveränderter Quartalssumsatz von 71,3 Mio. Euro. In Summe der ersten sechs Monate ist MuM aber dennoch erneut kräftig gewachsen, und zwar um 11,4 Prozent auf 174,4 Mio. Euro. Die Dynamik war in beiden Segmenten fast gleich stark mit 11,9 Prozent (auf 54,6 Mio. Euro) im Software-Segment und 11,1 Prozent (auf 119,8 Mio. Euro) im Systemhaus.

Rohmarge im Q2 wieder stärker

Die starken Schwankungen der Handelsumsätze mit der Autodesk-Software hat sich deutlich in der Entwicklung der Rohmarge im Systemhaus wie auch im

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	244,0	266,2	320,5	335,1	368,6	405,5
EBIT (Mio. Euro)	31,0	34,7	42,6	49,5	57,0	65,5
Jahresüberschuss	18,7	21,3	26,0	29,7	34,4	39,5
EpS	1,11	1,26	1,55	1,76	2,04	2,34
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,40	1,65	1,90	2,15
Umsatzwachstum	-0,8%	9,1%	20,4%	4,6%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	12,3%	13,9%	22,1%	14,2%	15,8%	14,8%
KUV	3,72	3,41	2,83	2,71	2,46	2,24
KGV	48,5	42,6	34,9	30,6	26,4	23,0
KCF	26,9	24,4	23,2	19,4	17,8	16,4
EV / EBIT	31,7	28,3	23,1	19,9	17,3	15,0
Dividendenrendite	1,9%	2,2%	2,6%	3,1%	3,5%	4,0%

Konzern niedergeschlagen. Im Systemhaus, wo sie im ersten Quartal auf lediglich 28,7 Prozent gesunken war, erholte sie sich in den nachfolgenden drei Monaten auf 38,1 Prozent und damit auf den höchsten Stand seit Ende 2017. Auf Konzernebene reichte die Spanne von 45,7 Prozent in Q1 bis 57,4 Prozent im Zeitraum April bis Juni. Geglättet über die vollen sechs Monate hat sich die Rohmarge gegenüber dem Vorjahr um 0,6 Prozentpunkte auf 50,5 Prozent leicht ermäßigt. In absoluten Zahlen legte der Halbjahresrohertrag dennoch um 10 Prozent auf 88,1 Mio. Euro deutlich zu, wobei der Anstieg im Softwaresegment mit 11 Prozent (auf 49,4 Mio. Euro) etwas überproportional ausfiel. Doch auch im Systemhaus ist der Rohertrag sowohl im zweiten Quartal als auch im ersten Halbjahr gesteigert worden.

Geschäftszahlen	HJ 2022	HJ 2023	Änderung
Umsatz	156,59	174,38	+11,4%
<i>Systemhaus</i>	107,82	119,80	+11,1%
<i>Software</i>	48,77	54,58	+11,9%
Rohertrag	80,03	88,06	+10,0%
<i>Systemhaus</i>	35,61	38,69	+8,7%
<i>Software</i>	44,43	49,37	+11,1%
Rohmarge	51,1%	50,5%	-
EBIT	22,70	26,33	+16,0%
<i>Systemhaus</i>	8,97	10,12	+12,8%
<i>Software</i>	13,73	16,21	+18,0%
EBIT-Marge	14,5%	15,1%	-
<i>Systemhaus</i>	8,3%	8,4%	-
<i>Software</i>	28,2%	29,7%	-
EBT	22,27	25,39	+14,0%
EBT-Marge	14,2%	14,6%	-
Nettoergebnis	14,12	16,14	+14,3%
Netto-Marge	9,0%	9,3%	-
Free-Cashflow	22,09	28,76	+30,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Moderates Kostenwachstum

Einmal mehr wurde das Wachstum des Rohertrages von einem unterproportionalen Kostenanstieg beglei-

tet. Zwar haben die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit einer Zunahme von 13 Prozent auf 9,2 Mio. Euro etwas stärker zugelegt, doch der Personalaufwand, die mit Abstand wichtigste Kostenart, erhöhte sich mit knapp 8 Prozent (auf 49,9 Mio. Euro) deutlich geringer als der Rohertrag. In dem Anstieg spiegelt sich vor unter anderem die um 2 auf 1.046 Vollzeitäquivalente erhöhte Mitarbeiterzahl wider, während die vielerorts befürchtete spürbare Beschleunigung des Lohnwachstums bei MuM derzeit noch kaum zu beobachten ist. Einen spürbaren margenerhöhenden Effekt hatte auch der moderate Rückgang der Abschreibungen, die sich um ein halbes Prozent auf unter 4,9 Mio. Euro ermäßigten.

EBIT-Marge über 15 Prozent

Ergebnisseitig hat sich die Entwicklung in deutlich überproportionalen Gewinnzuwachsen niedergeschlagen. Konkret erhöhte sich das EBIT um fast 16 Prozent auf den neuen Halbjahresrekord von 26,3 Mio. Euro, wovon 16,2 Mio. Euro vom Softwaresegment und 10,1 Mio. Euro vom Systemhaus beigesteuert wurden. Somit konnte die EBIT-Marge in beiden Segmenten weiter verbessert werden: Während sie im Software-Segment um 1,5 Prozentpunkte auf 29,7 Prozent zulegte, wurde im Systemhaus eine leichte Verbesserung um 0,1 Prozentpunkte auf 8,4 Prozent erzielt. Die Konzern-EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen auf 15,1 Prozent (Vorjahr: 14,5 Prozent), womit sie zum ersten Mal auf Halbjahresbasis die Grenze von 15 Prozent überschritten hat.

Halbjahresergebnis um 14 % verbessert

Bei einem von -0,4 Mio. Euro auf -0,9 Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnis, welches MuM auf Nachfrage vor allem mit Währungsschwankungen begründet, hat sich der Vorsteuergewinn um 14 Prozent auf 25,4 Mio. Euro erhöht. Auch der Halbjahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen ist um 14 Prozent auf 16,1 Mio. Euro gestiegen, gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 9,3 Prozent (Vorjahr: 9,0 Prozent).

Exzellente Cashflow-Werte

Getragen vom Gewinnanstieg und einer deutlichen Reduktion des Nettoumlaufvermögens (Cashflow-Effekt: +4,3 Mio. Euro, Vorjahr: -0,3 Mio. Euro) hat sich der operative Cashflow kräftig verbessert und um 29 Prozent auf den neuen Rekordwert von 31,6 Mio. Euro erhöht. MuM hat somit 18,1 Prozent der Halbjahresumsätze als operativen Cash-Überschuss ausweisen können und ist damit zum fünften Mal in Folge (auf Halbjahresbasis) im zweistelligen Bereich geblieben. Nach Abflüssen in Höhe von 2,8 Mio. Euro für Investitionszwecke, die sich somit gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 17 Prozent erhöht haben, betrug der Free-Cashflow 28,8 Mio. Euro – über 30 Prozent mehr als vor einem Jahr. Diesen hohen Zufluss nutzte MuM vor allem für Dividendenzahlungen an eigene Aktionäre (23,3 Mio. Euro) und an andere Gesellschafter (1,7 Mio. Euro) sowie für die Kredittilgung (10,9 Mio. Euro), woraus sich ein Finanzierungs-Cashflow von -30,7 Mio. Euro (Vorjahr: -20,1 Mio. Euro) ergab. Saldiert mit dem Free-Cashflow hat sich die Liquidität im ersten Halbjahr somit um 2,0 Mio. Euro auf 24,4 Mio. Euro reduziert.

Eigenkapitalquote deutlich höher

In Relation zur Bilanzsumme, die sich seit dem Jahreswechsel um 11 Prozent auf 167,1 Mio. Euro deutlich reduziert hat, hat sich die Liquidität aber leicht von 13,0 auf 13,4 Prozent erhöht. Einen Anstieg hat es hingegen beim Eigenkapital gegeben. Dieses profitierte einerseits von dem hohen Halbjahresergebnis und andererseits von der Ausgabe eines Teils der Aktien aus dem Eigenbestand im Rahmen der Aktiendividende und erhöhte sich trotz der hohen Dividendenzahlung um 1,2 Mio. Euro auf 86,9 Mio. Euro, was in Relation zur Bilanzsumme einer von 45,7 auf 52,0 Prozent verbesserten Eigenkapitalquote entspricht. Darüber hinaus stellen die eigenen Aktien, von denen sich zum 30. Juni 0,3 Mio. Stück (1,8 Prozent des gezeichneten Kapitals) im Anschaffungswert von 12,5 Mio. Euro im Besitz von MuM befanden, eine leicht mobilisierbare Eigenkapitalreserve im erheblichen Umfang dar.

Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat MuM die Gewinnprognose für das laufende Jahr bestätigt. Demnach wird unverändert ein EpS-Wachstum auf 164 bis 181 Cent je Aktie angestrebt, womit MuM an der bereits Anfang 2022 formulierten Zweijahresprognose für 2022 und 2023 festhält, die für diesen Zeitraum ein durchschnittliches Gewinnwachstum von 14 bis 20 Prozent vorsah. Auf dieser Basis soll die Dividende von 1,40 Euro je Aktie für 2022 auf 1,55 bis 1,65 Euro gesteigert werden. Ebenfalls bestätigt wurde der Ausblick auf 2024 (EpS +14 bis +20 Prozent und weitere Dividendenerhöhung um 15 bis 25 Cent) sowie die Zielsetzung einer Ergebnisverdoppelung bis 2026/27 auf mehr als 3,00 Euro je Aktie.

Schätzungen erneut leicht erhöht

Obwohl das Umsatzwachstum im zweiten Quartal ankündigungsgemäß schwächer ausgefallen ist, konnte MuM ertragsseitig erneut überzeugen. Insgesamt sind die Zahlen sogar etwas über unseren Erwartungen ausgefallen, weswegen wir unsere Schätzungen nun leicht angehoben haben. Den diesjährigen Umsatz erwarten wir nun bei 335 Mio. Euro (bisher: 330 Mio. Euro), womit wir mit einem Wachstum der Top-Line von 4,6 Prozent kalkulieren. Demgegenüber ist die Schätzung des Rohertrages mit 174,9 Mio. Euro unverändert geblieben, weil wir die unterstellte Rohmarge leicht abgesenkt haben. Die wichtigste Änderung betrifft aber die Personalaufwandsquote, die im ersten Halbjahr ungeachtet der inflationären Tendenzen weiter gesunken ist, während wir mit einem Anstieg gerechnet hatten. Die nun im Modell ange-setzte geringere Dynamik des Personalaufwands hat maßgeblich dazu beigetragen, dass sich unsere EBIT-Schätzung von zuvor 48 Mio. Euro auf 49,5 Mio. Euro erhöht hat. Dies korrespondiert nun mit einem Jahresüberschuss von 29,7 Mio. Euro bzw. 1,76 Euro je Aktie (bisher: 1,73 Euro), womit wir weiterhin innerhalb der Unternehmens-Guidance liegen.

Zielmarge nun bei 19,5 Prozent

Die Änderungen der Schätzungen für 2023 haben sich auch auf die Ansätze für die Folgejahre ausge-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	335,1	368,6	405,5	446,0	490,6	539,7	593,6	653,0
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	14,8%	15,5%	16,2%	16,9%	17,6%	18,3%	18,9%	19,5%
EBIT	49,5	57,0	65,5	75,2	86,2	98,6	112,0	127,1
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	15,1	17,4	20,0	22,9	26,3	30,1	34,2	38,8
NOPAT	34,4	39,6	45,5	52,3	59,9	68,6	77,9	88,3
+ Abschreibungen & Amortisation	4,2	4,8	5,2	5,6	6,0	6,3	6,7	7,0
+ 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	38,6	44,4	50,8	57,9	65,9	74,9	84,5	95,3
- Zunahme Net Working Capital	3,3	1,4	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4
- Investitionen AV	-5,7	-6,0	-6,2	-6,5	-6,8	-7,1	-7,4	-7,8
Free Cashflow	36,2	39,8	43,9	50,6	58,2	66,8	75,9	86,2

SMC Schätzmodell

wirkt. Bei unveränderten Wachstumsannahmen sehen wir den Zielumsatz unseres Modells für das Jahr 2030 nun bei 653 Mio. Euro (bisher: 643 Mio. Euro), die Ziel-EBIT-Marge hat sich währenddessen von 19,3 auf 19,5 Prozent geringfügig erhöht. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Die Rahmendaten des Modells sind gleich geblieben. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,2 berechnet und belaufen sich auf 9,5 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 40 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33,0 Prozent

ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,0 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, abzüglich eines 10-prozentigen Sicherheitsabschlags, und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Neues Kursziel: 66,00 Euro

Aus den Annahmen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 1.112 Mio. Euro bzw. von 66,02 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 66,00 Euro ableiten (bisher: 63,60 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Erhöhung ist maßgeblich auf die angehobenen Schätzungen zurückzuführen. Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter zwei Punkte vergeben.

Fazit

Bedingt durch das Ende der Sonderkonjunktur im Geschäft mit der Verlängerung von dreijährigen Autodesk-Verträgen ist der Umsatz des zweiten Quartals im Vorjahresvergleich kaum gewachsen. Ertragsseitig konnte MuM den Wachstums- und Rekordkurs aber weiter fortsetzen, so dass nach sechs Monaten ein EBIT-Anstieg um 16 Prozent auf 26,3 Mio. Euro und ein Nettoüberschuss von 16,1 Mio. Euro (+14,3 Prozent) in den Büchern stehen.

Mit diesen Zahlen sieht Mensch und Maschine die eigene Prognose für das Gesamtjahr (ein EpS-Wachstum auf 164 bis 181 Cent je Aktie) untermau-

ert, während wir unsere Schätzungen erneut leicht angehoben haben. Nun erwarten wir für 2023 ein Umsatzwachstum um knapp 5 Prozent auf 335 Mio. Euro und einen Gewinn von 1,76 Euro je Aktie.

Dadurch und durch die hieraus resultierende Aufwärtsverschiebung der Schätzwerte für die Folgejahre hat sich unser Kursziel auf 66,00 Euro erhöht (bisher: 63,60 Euro). Damit sehen wir für die Aktie weiterhin ein hohes Kurspotenzial von über 20 Prozent. In Verbindung mit dem positiven Gesamteindruck und der unseres Erachtens nur unterdurchschnittlichen Schätzunsicherheit rechtfertigt dies das Urteil „Strong Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

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

Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, was bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen sollte.
- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

Schwächen

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

Risiken

- Eine weitere Eskalation der russischen Aggression oder eine tiefe Rezession in Europa könnten den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts 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 Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	102,7	104,2	105,4	106,4	107,3	108,1	108,8	109,6	110,4
1. Immat. VG	67,8	67,3	66,8	66,3	65,8	65,4	64,9	64,5	64,0
2. Sachanlagen	33,8	35,8	37,5	38,9	40,3	41,6	42,8	44,0	45,2
II. UV Summe	84,7	84,8	88,1	92,8	100,0	108,7	121,1	137,4	155,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	85,8	93,4	101,9	111,5	123,2	136,2	151,1	167,6	186,3
II. Rückstellungen	13,4	13,8	14,3	14,7	15,2	15,7	16,1	16,6	17,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	24,4	22,4	20,4	18,4	16,4	13,4	11,2	11,2	11,2
2. Kurzfristiges FK	63,9	59,4	57,0	54,7	52,5	51,6	51,5	51,6	51,8
BILANZSUMME	187,4	189,0	193,5	199,2	207,3	216,8	229,9	246,9	266,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	320,5	335,1	368,6	405,5	446,0	490,6	539,7	593,6	653,0
Rohertrag	161,1	174,9	193,3	213,6	236,0	260,8	288,1	317,7	350,3
EBITDA	52,7	59,5	67,5	76,5	86,6	98,0	110,7	124,5	139,8
EBIT	42,6	49,5	57,0	65,5	75,2	86,2	98,6	112,0	127,1
EBT	41,5	48,3	56,3	65,1	74,9	86,2	98,8	112,4	127,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	28,9	33,6	39,2	45,2	52,1	59,9	68,7	78,1	88,6
JÜ	26,0	29,7	34,4	39,5	45,2	51,7	58,9	66,5	75,0
EPS	1,55	1,76	2,04	2,34	2,68	3,07	3,49	3,95	4,45

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	39,1	46,9	51,1	55,5	62,7	70,7	79,7	89,3	100,0
CF aus Investition	-6,1	-5,7	-6,0	-6,2	-6,5	-6,8	-7,1	-7,4	-7,8
CF Finanzierung	-28,4	-37,9	-42,6	-47,5	-52,2	-58,6	-63,9	-69,5	-77,9
Liquidität Jahresanfa.	20,0	24,4	27,6	30,1	31,9	36,0	41,3	50,1	62,5
Liquidität Jahresende	24,4	27,6	30,1	31,9	36,0	41,3	50,1	62,5	76,9

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	20,4%	4,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	16,4%	8,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,3%	10,3%
Rohertragsmarge	50,3%	52,2%	52,4%	52,7%	52,9%	53,1%	53,4%	53,5%	53,6%
EBITDA-Marge	16,4%	17,8%	18,3%	18,9%	19,4%	20,0%	20,5%	21,0%	21,4%
EBIT-Marge	13,3%	14,8%	15,5%	16,2%	16,9%	17,6%	18,3%	18,9%	19,5%
EBT-Marge	13,0%	14,4%	15,3%	16,0%	16,8%	17,6%	18,3%	18,9%	19,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,1%	8,9%	9,3%	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,2%	11,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	95,58	87,15	80,39	74,87	70,26
6,5%	84,41	77,89	72,55	68,10	64,33
7,0%	75,47	70,31	66,02	62,38	59,25
7,5%	68,16	64,01	60,49	57,48	54,87
8,0%	62,08	58,68	55,77	53,24	51,03

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 01.08.2023 um 8:05 Uhr fertiggestellt und am 01.08.2023 um 8:35 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.04.2023	Strong Buy	63,60 Euro	1), 3)
17.03.2023	Strong Buy	61,70 Euro	1), 3)
13.02.2023	Strong Buy	62,30 Euro	1), 3)
26.10.2022	Strong Buy	66,50 Euro	1), 3), 4)
27.07.2022	Strong Buy	65,00 Euro	1), 3), 4)
22.04.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3), 4)
11.02.2022	Strong Buy	73,40 Euro	1), 3)
25.10.2021	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3), 4)
05.08.2021	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)

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