

19. April 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Q1 mit neuen Gewinn- und Cashflow-Rekorden

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 50,00 € | Kursziel: 69,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

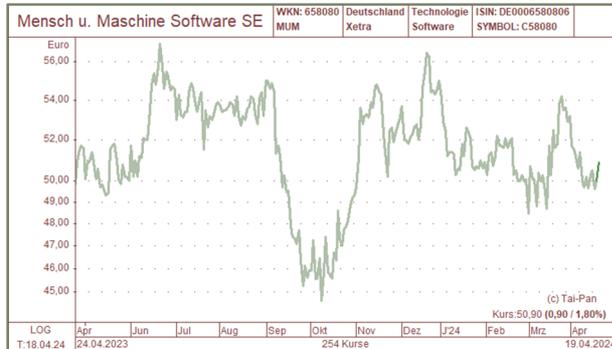
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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:	1.056
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	50,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	857,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	911,1 Mio. Euro
Freefloat:	45,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	57,80 / 44,35 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	225,5 Tsd. Euro / Tag

Umsatz ankündigungsgemäß gesunken

Wie von Mensch und Maschine bereits im Vorfeld angekündigt, ist der Konzernumsatz im ersten Quartal im Vorjahresvergleich zurückgegangen. Ursächlich dafür war die deutliche Beruhigung im Geschäft mit Autodesk-Mietverträgen nach dem Auslaufen der Rabattierungsaktion für die Verlängerung von Dreijahresverträgen, die noch Anfang 2023 für einen starken Umsatzschub gesorgt hatte. Dadurch reduzierten sich die Erlöse der Sparte Digitalisierung nun um 5 Prozent auf 70,2 Mio. Euro, was aber dennoch den bisher zweithöchsten Quartalswert darstellt. Im Software-Segment konnte das Wachstum hingegen fortgesetzt und mit einem Anstieg um 5 Prozent auf 30,7 Mio. Euro ein neuer Umsatzrekord erzielt werden. Für den Konzernumsatz ergeben sich daraus 100,9 Mio. Euro. Das sind zwar rund 2 Prozent weniger als vor einem Jahr sind, aber damit liegen die Erlöse zum zweiten Mal in der Unternehmensgeschichte oberhalb von 100 Mio. Euro.

Rohmarge deutlich verbessert

Das geringere Gewicht des niedrigmargigen Geschäfts mit Autodesk-Lizenzen spiegelt sich in der Rohmarge

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	266,2	320,5	322,3	354,5	280,0	308,0
EBIT (Mio. Euro)	34,7	42,6	46,8	54,4	62,7	71,4
Jahresüberschuss	21,3	26,0	28,9	33,2	38,1	43,3
EpS	1,26	1,55	1,72	1,97	2,26	2,57
Dividende je Aktie	1,20	1,40	1,65	1,90	2,15	2,35
Umsatzwachstum	9,1%	20,4%	0,6%	10,0%	-21,0%*	10,0%
Gewinnwachstum	13,9%	22,1%	11,0%	15,1%	14,8%	13,4%
KUV	3,16	2,63	2,61	2,37	3,01	2,73
KGV	39,5	32,4	29,2	25,3	22,1	19,5
KCF	22,6	21,6	16,6	16,9	15,6	13,9
EV / EBIT	25,8	21,0	19,1	16,4	14,3	12,5
Dividendenrendite	2,4%	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,7%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

wider, die sich auf Konzernebene um volle 4 Prozentpunkte auf 49,7 Prozent erhöht hat. Zurückzuführen ist dies einerseits auf die Verschiebung der Umsatzstruktur in Richtung des hochmargigen Softwaresegments und andererseits auf die Erhöhung der Rohmarge innerhalb der Segmente. So sorgte in der Sparte Digitalisierung das geringere Handelsgeschäft für eine Zunahme um 3,3 Prozentpunkte auf 32,0 Prozent, während die Softwaresparte ihre Marge um 1,5 Prozentpunkte auf 90,3 Prozent verbessern konnte. Auch hierfür war der letztjährige Vorzieheffekt mit Autodesk-Lizenzen zumindest teilweise verantwortlich, weil die Software der Tochter SOFiSTiK auf Autodesk-Produkten basiert und daher auch entsprechende Lizenzen erfordert. In absoluten Zahlen konnte der Rohertrag somit sowohl in beiden Segmenten als auch auf Konzernebene erhöht werden: In der Digitalisierung stieg der Rohertrag von 21,3 auf 22,5 Mio. Euro (+5,8 Prozent), in der Software-Sparte von 25,8 auf 27,7 Mio. Euro (+7,2 Prozent) und im Konzern von 47,1 Mio. Euro auf den neuen Quartalsrekord von 50,2 Mio. Euro (+6,6 Prozent).

Personalaufwand steigt moderat

In Relation dazu fiel das Wachstum des Personalaufwands um ein Drittel niedriger aus (+4,2 Prozent auf 26,5 Mio. Euro), worin sich vor allem die Zunahme der Mitarbeiterzahl um 3,7 Prozent auf 1.081 FTE widerspiegelt. Hinter dem geringen Nettoanstieg der Mitarbeiterzahl verbirgt sich nach Unternehmensangaben eine durchaus höhere Zahl an Neueinstellungen, mit der insbesondere die altersbedingten Ausstritte kompensiert wurden. Für MuM hat diese laufende Verjüngung der Mitarbeiterschaft den Vorteil, dass der auch für MuM marktseitig spürbare Lohn- und Druck im Hinblick auf die Höhe der durchschnittlichen Personalkosten gedämpft wird. Aufgrund des Alters des Unternehmens und der dort gelebten Kontinuität im Personalbereich dürfte dieser Effekt auch in den kommenden Jahren die Dynamik des Personalaufwands etwas bremsen.

SBA deutlich höher

Ebenfalls deutlich schwächer als der Rohertrag, nämlich nur um knapp 2 Prozent auf 2,5 Mio. Euro, ha-

ben die Abschreibungen zugelegt, während der Zuwachs der sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit fast 19 Prozent auf 5,3 Mio. Euro über dem des Rohertrages lag. Das Unternehmen erklärt dies auf Nachfrage mit höheren Reise- und Marketingkosten, vor allem aber mit einem internen IT-Projekt, das sich auch in den kommenden Quartalen in den Kosten bemerkbar machen dürfte.

Geschäftszahlen	Q1 2023	Q1 2024	Änderung
Umsatz	103,06	100,87	-2,1%
<i>Digitalisierung</i>	73,96	70,21	-5,1%
<i>Software</i>	29,10	30,66	+5,4%
Rohertrag	47,09	50,18	+6,6%
<i>Digitalisierung</i>	21,25	22,49	+5,8%
<i>Software</i>	25,84	27,70	+7,2%
Rohmarge	45,7%	49,7%	
EBIT	15,81	16,86	+6,7%
<i>Digitalisierung</i>	6,62	6,96	+5,2%
<i>Software</i>	9,19	9,90	+7,7%
EBIT-Marge	15,3%	16,7%	
<i>Digitalisierung</i>	8,9%	9,9%	+10,8%
<i>Software</i>	31,6%	32,3%	+2,2%
EBT	15,40	16,57	+7,6%
EBT-Marge	14,9%	16,4%	-
Periodenüberschuss	9,82	10,62	+8,2%
Netto-Marge	9,5%	10,5%	
Free-Cashflow	23,33	24,02	+2,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge auf neuem Rekordlevel

Insgesamt blieb das Kostenwachstum aber einmal mehr deutlich hinter dem Anstieg des Rohertrages, so dass MuM für das erste Quartal wieder neue Gewinnrekorde vermelden konnte. Das EBIT erhöhte sich um 7 Prozent auf 16,9 Mio. Euro, wobei der Zuwachs im Digitalisierung mit 5 Prozent schwächer ausgefallen ist als im Software-Segment (+8 Prozent). Die EBIT-Marge auf Konzernebene erhöhte sich hierdurch auf den neuen Rekordwert von 16,7 Prozent, nach 15,3 Prozent im Vorjahr. Im Softwaregeschäft

wurde mit 32,3 Prozent zum zweiten Mal in der Unternehmensgeschichte (nach Q1 2023) ein Wert oberhalb der Marke von 30 Prozent erreicht, während in der Sparte Digitalisierung mit 9,9 Prozent nahezu eine zweistellige EBIT-Rendite erzielt wurde.

Finanzergebnis verbessert

Bei einem wegen der hohen Tilgung im Vorjahr von -0,4 Mio. Euro auf -0,3 Mio. Euro leicht verbesserten Finanzergebnis hat sich der Vorsteuergewinn um fast 8 Prozent auf 16,6 Mio. Euro erhöht. Abzüglich der Ertragssteuern (4,9 Mio. Euro) und Minderheitsanteile am Konzerngewinn resultiert daraus ein ebenfalls um 8 Prozent erhöhter Nettogewinn von 10,6 Mio. Euro.

Cashflow-Entwicklung weiter stark

Sehr stark ist der Cashflow des ersten Quartals ausgefallen. Getrieben durch das positive Ergebnis, sowie durch die deutliche Erhöhung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und dem – zu Anfang jedes Jahres wiederkehrenden – kräftigen Anstieg der passiven Umsatzabgrenzungen belief sich der operative Cashflow auf 25,5 Mio. Euro bzw. ein Viertel der in Q1 erzielten Umsätze (Vorjahr: +24,6 Mio. Euro). Abzüglich der Auszahlungen für Investitionszwecke in Höhe von -1,5 Mio. Euro wurde somit in den ersten drei Monaten des Jahres ein Free-Cashflow von 24,0 Mio. Euro erwirtschaftet, nach 23,3 Mio. Euro im Vorjahr.

Hohe Liquidität

Hiervon wurden rund 4 Mio. Euro für Finanzierungszwecke verwendet, wobei die Tilgung von Finanzverbindlichkeiten (-1,5 Mio. Euro) und Leasingzahlungen (-1,4 Mio. Euro) die beiden größten Positionen darstellten. Darüber hinaus hat MuM im ersten Quartal weitere 18,3 Tsd. eigene Aktien für insgesamt 0,9 Mio. Euro zurückgekauft, womit sich Ende März 1,8 Prozent des gezeichneten Kapitals im Eigenbesitz befanden. Insgesamt erhöhte sich die bilanzielle Liquidität in den ersten drei Monaten von 24,9 auf 44,7 Mio. Euro, womit ein Fünftel der Bilanzsumme von 212,2 Mio. Euro auf die liquiden Mittel entfällt.

Komfortable Bilanzwerte

Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten (inkl. der Leasing-Schulden) verfügt MuM somit über eine Nettoliquidität von 27 Mio. Euro. Auch wenn ein Teil der Liquidität für die Auszahlung der angekündigten Dividende von 1,65 Euro je Aktie vorgesehen ist (die genaue Ausschüttungssumme hängt davon ab, in welchem Umfang die Aktionäre die Möglichkeit der Aktiendividende nutzen werden), stellt dies einen sehr guten Wert dar. Dasselbe gilt für das Eigenkapital, das sich im ersten Quartal um 10 Prozent auf 110,0 Mio. Euro bzw. 51,8 Prozent der Bilanzsumme erhöht hat.

Prognose bestätigt

Obwohl das erste Quartal stärker als erwartet ausgefallen ist, hat MuM die Prognose unverändert gelassen, was das Unternehmen u.a. mit der Unsicherheit über etwaige Verzögerungen im Autodesk-Geschäft, die sich im Zuge des angekündigten Wechsels des indirekten Vertriebsmodells bei Autodesk vom Wiederverkauf auf eine Provisionslösung ergeben könnten, begründet. Demnach strebt das Unternehmen für die Jahre 2024 und 2025 weiter ein durchschnittliches EpS-Wachstum von 17 Prozent p.a. an. Hierbei rechnet das Management für 2024 mit einem Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent auf 182 bis 189 Mio. Euro sowie mit einem Anstieg des Gewinns je Aktie um 10 bis 20 Prozent auf 189 bis 206 Cent und will auf dieser Basis die Dividende um weitere 20 bis 30 Cent auf 185 bis 195 Cent erhöhen. Für das kommende Jahr liegen die Zielintervalle höher, das Ergebniswachstum wird auf 12 bis 25 Prozent und der Anstieg der Dividende auf 25 bis 35 Cent beziffert. Ebenfalls unverändert ist die mittelfristige Zielsetzung, den Gewinn je Aktie bis 2027/2028 auf mehr als 344 Cent verdoppeln zu wollen.

Schätzungen unverändert

Mit den vorgelegten Q1-Zahlen hat MuM unsere Erwartungen übertroffen. Da es sich bei den ersten drei Monaten aufgrund der sehr starken Vorjahresbasis vermeintlich um die – im Hinblick auf die Wachstumsraten – anspruchsvollste Teilperiode dieses Jahres handeln dürfte, lässt das gute Abschneiden die Jahresziele nun noch realistischer erscheinen. Dies gilt

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	354,5	280,0	308,0	338,8	372,7	409,9	450,9	496,0
Umsatzwachstum		-21,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	15,4%	22,4%	23,2%	24,0%	24,8%	25,5%	26,1%	26,8%
EBIT	54,4	62,7	71,4	81,3	92,3	104,4	117,8	132,9
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	16,6	19,1	21,8	24,8	28,2	31,8	35,9	40,5
NOPAT	37,8	43,6	49,6	56,5	64,2	72,5	81,9	92,3
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	4,7	5,1	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7
+ 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	42,1	48,3	54,7	61,9	70,0	78,6	88,3	99,0
- Zunahme Net Working Capital	1,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
- Investitionen AV	-5,3	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
Free Cashflow	38,5	42,3	48,4	55,2	62,9	71,1	80,3	90,6

SMC Schätzmodell

auch für unsere bisherigen Schätzungen, die wir in der Mitte der Prognosespannen angesetzt haben. Einen Anpassungsbedarf sehen wir derzeit nicht und rechnen dementsprechend für 2024 mit einem Umsatzwachstum um 10 Prozent auf 354,5 Mio. Euro bei einer Rohertragsmarge von 52,4 Prozent. Auch die Wachstumsannahmen für die Folgejahre sind unverändert und liegen beim Rohertrag bei rund 10 Prozent p.a. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2031 erwarten wir damit Umsätze von 496 Mio. Euro und einen Konzernrohertrag von 366 Mio. Euro. Dabei ist zu beachten, dass wir zur Berücksichtigung des von Autodesk angekündigten Wechsels des Vertriebsmodells die Zeitreihen für Umsatz und Materialaufwand 2025 einmalig um jeweils 110 Mio. Euro nach unten verschoben haben.

Weiterer Margenanstieg

Dies bedingt 2025 eine sprunghafte Verbesserung der Rohertragsmarge (von 52,4 auf 73,3 Prozent) und der nachfolgenden relativen Ergebniskennzahlen. Daneben unterstellen wir aber auch die Fortsetzung der kontinuierlichen Profitabilitätsverbesserung, so dass

sich die EBIT-Marge bis 2031 auf 26,8 Prozent erhöhen sollte. Die absolute EBIT-Schätzung für 2024 liegt weiterhin bei 54,4 Mio. Euro, den Jahresüberschuss erwarten wir nun bei 33,2 Mio. Euro bzw. bei 1,97 Euro je Aktie. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle oben auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Kursziel weiter bei 69,00 Euro

Auf Basis eines unveränderten Diskontierungszinses von 7,0 Prozent und gleichgebliebener Annahmen zum Terminal Value (Sicherheitsabschlag von 10 Prozent auf die Zielmarge, ewiges Wachstum 1 Prozent) beträgt der faire Wert nun 1.164,3 Mio. Euro oder 69,16 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 69,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung enthält der Anhang). Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) nach wie vor mit zwei Punkten als unterdurchschnittlich ein.

Fazit

Mensch und Maschine ist überraschend stark in das neue Geschäftsjahr gestartet. Trotz eines – angekündigten und erwarteten – moderaten Rückgangs der Erlöse konnten sowohl der Rohertrag als auch die Gewinnzahlen und der Cashflow auf neue Höchstwerte gesteigert werden. Konkret legten der Rohertrag und das EBIT um jeweils 7 Prozent auf 50,2 resp. 16,9 Mio. Euro zu, während sich der Quartalsgewinn um über 8 Prozent auf 10,6 Mio. Euro erhöhte. Auch der operative Cashflow, der bereits im Vorjahr mehr als verdoppelt werden konnte, ist weiter leicht gewachsen und entsprach mit 25,5 Mio. Euro einem Viertel der Quartalerlöse. Angesichts der außerordentlich starken Vergleichsbasis aus dem Vorjahr, in die noch die Sonderkonjunktur wegen einer Rabattaktion bei Autodesk eingeflossen war, sind das sehr überzeugende Werte.

Mit dem guten Jahresstart wurden auch die Ziele für das Gesamtjahr untermauert, für das MuM ein Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent sowie einen Anstieg des Gewinns je Aktie um 10 bis 20 Prozent auf 189 bis 206 Cent anstrebt. Unsere Schätzungen liegen in etwa in der Mitte der Korridore (10,2 Prozent und 1,97 Euro je Aktie) und erscheinen nach dem überzeugenden Abschneiden im ersten Quartal gut erreichbar. Auch die Annahme eines in den nächsten Jahren fortgeführten Wachstums von Rohertrag und Margen erscheint weiterhin gut begründet, weswegen wir unsere Schätzungen unverändert gelassen haben.

Auf dieser Basis sehen wir das Kursziel weiter bei 69,00 Euro, was in Kombination mit dem rundum überzeugenden Gesamteindruck weiterhin das Urteil „Strong Buy“ rechtfertigt.

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 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.
- 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.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	105,7	106,7	107,6	108,3	109,0	109,6	110,2	110,8	111,4
1. Immat. VG	69,9	69,3	68,8	68,2	67,7	67,2	66,7	66,2	65,7
2. Sachanlagen	34,7	36,3	37,7	39,0	40,2	41,3	42,4	43,5	44,6
II. UV Summe	81,5	84,1	88,2	93,8	102,7	115,3	130,6	148,0	167,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	99,8	107,1	115,5	125,2	137,8	152,4	167,6	184,6	203,8
II. Rückstellungen	13,4	13,8	14,2	14,6	15,0	15,4	15,8	16,3	16,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	17,3	15,3	13,4	11,5	9,7	8,0	8,0	8,0	8,0
2. Kurzfristiges FK	56,7	54,6	52,6	50,8	49,2	49,0	49,4	50,0	50,6
BILANZSUMME	187,2	190,8	195,7	202,1	211,7	224,9	240,8	258,8	279,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	322,3	354,5	280,0	308,0	338,8	372,7	409,9	450,9	496,0
Rohertrag	168,5	185,7	205,3	226,3	249,3	274,8	302,4	332,7	366,2
EBITDA	56,6	64,7	73,4	82,5	92,7	104,1	116,5	130,2	145,5
EBIT	46,8	54,4	62,7	71,4	81,3	92,3	104,4	117,8	132,9
EBT	45,2	54,4	62,8	71,7	81,7	93,0	105,2	118,8	133,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	31,9	37,8	43,6	49,8	56,8	64,7	73,1	82,6	93,1
JÜ	28,9	33,2	38,1	43,3	49,0	55,4	62,3	69,8	78,2
EPS	1,72	1,97	2,26	2,57	2,91	3,29	3,70	4,15	4,65

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	50,6	49,8	53,9	60,4	67,6	75,7	84,4	94,0	104,7
CF aus Investition	-7,2	-5,3	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
CF Finanzierung	-43,0	-42,3	-47,0	-51,7	-55,7	-60,0	-65,8	-73,3	-81,7
Liquidität Jahresanfa.	24,4	24,9	27,0	28,4	31,2	37,0	46,4	58,3	72,0
Liquidität Jahresende	24,9	27,0	28,4	31,2	37,0	46,4	58,3	72,0	87,7

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	0,6%	10,0%	-21,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	4,6%	10,2%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	52,3%	52,4%	73,3%	73,5%	73,6%	73,7%	73,8%	73,8%	73,8%
EBITDA-Marge	17,6%	18,3%	26,2%	26,8%	27,4%	27,9%	28,4%	28,9%	29,3%
EBIT-Marge	14,5%	15,4%	22,4%	23,2%	24,0%	24,8%	25,5%	26,1%	26,8%
EBT-Marge	14,0%	15,3%	22,4%	23,3%	24,1%	25,0%	25,7%	26,3%	27,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,0%	9,4%	13,6%	14,0%	14,5%	14,9%	15,2%	15,5%	15,8%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	99,73	91,08	84,15	78,48	73,75
6,5%	88,12	81,44	75,97	71,41	67,55
7,0%	78,83	73,56	69,16	65,44	62,25
7,5%	71,24	67,00	63,41	60,33	57,66
8,0%	64,92	61,45	58,48	55,91	53,66

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),

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 19.04.2024 um 13:35 Uhr fertiggestellt und am 19.04.2024 um 14:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
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)
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)

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.