

20. Oktober 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Gewinnwachstum zuverlässig fortgesetzt

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 48,60 € | Kursziel: 66,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

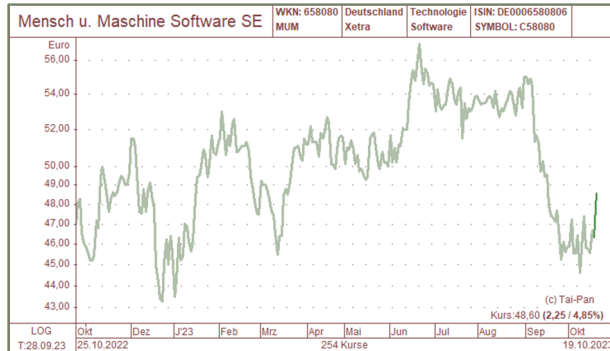
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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:	1.052
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	48,60 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	833,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	887,5 Mio. Euro
Freefloat:	45,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	57,80 / 42,25 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	196,8 Tsd. Euro / Tag

Umsatzrückgang im dritten Quartal

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal mit 67,8 Mio. Euro rund 5 Prozent weniger umgesetzt als vor einem Jahr, was vor allem auf die erwartete Beruhigung in der Systemhaus-Sparte infolge der beendeten Rabattierungsaktion im Geschäft mit Autodesk-Mietverträgen (insb. Verlängerung von rabattierten Dreijahresverträgen) zurückzuführen war. Dementsprechend haben sich die Erlöse des Segments in den drei Monaten Juli bis September um 9 Prozent auf 43,4 Mio. Euro reduziert. Demgegenüber ist der Software-Bereich auch im dritten Quartal weiter gewachsen, wenn auch die Dynamik mit 2 Prozent (auf 24,4 Mio. Euro) unter dem Niveau des ersten Halbjahrs (12 Prozent) geblieben ist. Diese Abkühlung ist allerdings vor allem auf die außergewöhnlich starke Vergleichsbasis aus dem Vorjahr zurückzuführen, grundsätzlich berichtet MuM von einer lebhaften Entwicklung des Segments und zeigt sich auch mit dem Systemhaus zufrieden. Kumuliert über die ersten neun Monate steht ein Wachstum um 6 Prozent auf 242,2 Mio. Euro in den Büchern, wovon 163,2 Mio. Euro (+5 Prozent) vom Systemhaus und 79,0 Mio. Euro (+9 Prozent) von der Software-Sparte beigetragen wurden.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	244,0	266,2	320,5	330,3	363,3	399,6
EBIT (Mio. Euro)	31,0	34,7	42,6	48,5	55,8	64,3
Jahresüberschuss	18,7	21,3	26,0	29,1	33,7	38,7
EpS	1,11	1,26	1,55	1,73	2,00	2,30
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,40	1,65	1,90	2,15
Umsatzwachstum	-0,8%	9,1%	20,4%	3,1%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	12,3%	13,9%	22,1%	11,8%	15,9%	14,8%
KUV	3,36	3,08	2,55	2,48	2,25	2,05
KGV	43,7	38,4	31,5	28,1	24,3	21,1
KCF	24,3	22,0	21,0	17,7	16,3	15,0
EV / EBIT	28,1	25,1	20,4	18,0	15,6	13,6
Dividendenrendite	2,1%	2,5%	2,9%	3,4%	3,9%	4,4%

Rohrertrag weiter gewachsen

Da die Handelsumsätze mit der Autodesk-Software stark schwanken, ohne dass MuM hierauf entscheidenden Einfluss nehmen könnte, sieht das Management weniger den Konzernumsatz als den Rohrertrag als eine zentrale Steuerungsgröße. Und hier konnte das Wachstum sowohl in den beiden Segmenten als auch auf Konzernebene auch im dritten Quartal fortgesetzt werden. Die Konzernrohmargin erhöhte sich hierdurch von 51,1 Prozent vor einem Jahr auf nun 55,9 Prozent, mit 36,0 Prozent im Systemhaus und 91,3 Prozent im Softwaresegment. Auf Neunmonatsbasis beläuft sich die Rohmargin auf 90,7 Prozent in der Software-Sparte, 33,3 Prozent im Systemhaus und 52,0 Prozent (Vorjahr 51,1 Prozent) im Konzern. In absoluten Zahlen legte der Rohrertrag der ersten neun Monate um 8 Prozent auf 126,0 Mio. Euro zu, wozu beide Segmente nahezu im Gleichschritt beigetragen haben.

Geschäftszahlen	HJ 2022	HJ 2023	Änderung
Umsatz	228,25	242,21	+6,1%
Systemhaus	155,66	163,23	+4,9%
Software	72,59	78,98	+8,8%
Rohrertrag	116,62	126,00	+8,0%
Systemhaus	50,83	54,35	+6,9%
Software	65,79	71,65	+8,9%
Rohmargin	51,1%	52,0%	
EBIT	30,34	34,41	+13,4%
Systemhaus	11,49	12,62	+9,8%
Software	18,85	21,79	+15,6%
EBIT-Marge	13,3%	14,2%	
Systemhaus	7,4%	7,7%	
Software	26,0%	27,6%	
EBT	29,85	33,27	+11,5%
EBT-Marge	13,1%	13,7%	
Nettoergebnis	18,39	20,95	+13,9%
Netto-Marge	8,1%	8,7%	
Free-Cashflow	30,85	44,60	+44,6%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

SBA und Abschreibungen gesunken

Dieses Wachstum konnte MuM sowohl im dritten Quartal als auch im Neunmonatszeitraum mit einem nur unterproportionalen Kostenwachstum kombinieren. Der Personalaufwand hat sich zwar im dritten Quartal mit 5 Prozent etwas stärker erhöht als der Rohrertrag, doch dafür sind die SBA (-8 Prozent) und die Abschreibungen (-1 Prozent) gesunken. Dadurch ist das Quartals-EBIT erneut überproportional, und zwar um knapp 6 Prozent auf 8,1 Mio. Euro, gestiegen. Nach neun Monaten wurde somit ein EBIT-Wachstum um 13 Prozent auf 34,4 Mio. Euro erzielt, gleichbedeutend mit einer Verbesserung der EBIT-Marge von 13,3 auf 14,2 Prozent. Diese Verbesserung wurde in beiden Segmenten erreicht, im Systemhaus um 0,3 Prozentpunkte auf 7,7 Prozent und im Software-Segment sogar um 1,6 Prozentpunkte auf 27,6 Prozent.

Periodengewinn steigt um 14 Prozent

Bei einem von -0,5 auf -1,1 Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnis, welches MuM auf Nachfrage vor allem mit Währungsschwankungen begründet, hat sich der Vorsteuergewinn um knapp 12 Prozent auf 33,3 Mio. Euro erhöht. Nach Steuern und Minderheiten wurde im Neunmonatszeitraum ein Überschuss von fast 21,0 Mio. Euro erzielt, 14 Prozent mehr als vor einem Jahr. Das entspricht einer Nettomarge von 8,7 Prozent, nach 8,1 Prozent im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Rasanter Cashflow-Anstieg

Wie schon zum Halbjahr, konnte MuM auch nach neun Monaten die starke Ergebnisentwicklung beim Cashflow noch deutlich übertreffen. Der operative Cashflow erhöhte sich um 41 Prozent auf 48,6 Mio. Euro, womit mehr als 20 Prozent der Periodenerlöse als Cash-Überschuss ausgewiesen werden konnten. Neben dem Gewinnanstieg war dafür vor allem die Veränderung des Nettoumlaufvermögens verantwortlich, die 16,6 Mio. Euro zum Cashflow beigetragen hat. Dahinter steckt vor allem eine deutliche Abnahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

gen (-36 Prozent) und der sonstigen kurzfristigen Vermögensgegenstände (-43 Prozent) und die Zunahme sonstiger kurzfristiger Schulden (+33 Prozent). Abzüglich der Abflüsse für Investitionen, die sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 12 Prozent auf -4,0 Mio. Euro erhöht haben, belief sich der Free-Cashflow auf 44,6 Mio. Euro, 45 Prozent mehr als letztes Jahr. Mehr als die Hälfte dieser Zuflüsse nutzte MuM für die Zahlung der Dividende für 2022 (-23,3 Mio. Euro), die zusammen mit der Nettotilgung (-13,5 Mio. Euro) und den Leasingzahlungen (-4,3 Mio. Euro) maßgeblich für den Finanzierung-Cashflow von -32,2 Mio. Euro sorgte. Saldiert mit dem Free-Cashflow hat sich die Liquidität seit dem Jahreswechsel somit um 9,4 Mio. Euro auf 33,8 Mio. Euro erhöht und machte per Ende September 19 Prozent der Bilanzsumme aus.

Eigenkapitalquote deutlich höher

Deutlich erhöht hat sich auch die Eigenkapitalquote, die im bisherigen Jahresverlauf um 6,4 Prozentpunkte auf 52,1 Prozent zugelegt hat. Neben dem Periodenüberschuss haben dazu auch Gewinne aus zurückgekauften und als Aktiendividende wieder ausgegebenen Aktien beigetragen, die nicht in der GuV enthalten sind, was zusammen trotz der hohen Dividendenzahlung ein Anstieg des Eigenkapitals um 6,3 Mio. Euro auf 92,0 Mio. Euro ermöglicht hat. Gleichzeitig ist die Bilanzsumme seit dem Jahresanfang um 11,0 Mio. Euro auf 176,4 Mio. Euro zurückgegangen, wozu auf der Aktivseite vor allem die oben genannte Reduktion des Umlaufvermögens und auf der Passivseite die Tilgung der Kredit- und Leasingverbindlichkeiten sowie der Abbau der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen beigetragen haben.

Prognose bestätigt

Wie schon nach dem Halbjahresbericht, hat MuM auch mit den Neunmonatszahlen 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 Ergebnisverdopplung bis 2026/27 auf mehr als 3,00 Euro je Aktie.

Schätzungen geringfügig angepasst

Die Neunmonatszahlen sind im Hinblick auf den Rohertrag geringfügig schwächer ausgefallen als von uns erwartet. In Reaktion darauf haben wir das für dieses Jahr unterstellte Wachstum des Rohertrages (bei unveränderten Umsatzannahmen) auf 6,9 Prozent geringfügig abgesenkt und erwarten somit 172,2 Mio. Euro (bisher: 174,9 Mio. Euro). Bei unveränderten Annahmen bezüglich der Kostenentwicklung haben sich hierdurch auch die Gewinnerwartungen leicht ermäßigt: das EBIT sehen wir nun statt bei 49,5 Mio. Euro bei 48,5 Mio. Euro, während der Gewinn je Aktie von 1,76 Euro auf 1,73 Euro gesunken ist. Da wir die Annahmen bezüglich der Wachstumsraten des Rohertrages und des Aufwands für die Folgejahre nicht angepasst haben, haben sich auch die Rohertrags- und Gewinnschätzungen für die Folgejahre entsprechend leicht verändert. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2030 rechnen wir nun mit einem Rohertrag von 345 Mio. Euro sowie mit einer EBIT-Marge von 19,4 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle auf der nächsten Seite, 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

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	330,3	363,3	399,6	439,6	483,6	531,9	585,1	643,6
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	14,7%	15,4%	16,1%	16,8%	17,5%	18,2%	18,8%	19,4%
EBIT	48,5	55,8	64,3	73,8	84,7	96,9	110,1	124,8
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,8	17,0	19,6	22,5	25,8	29,5	33,6	38,1
NOPAT	33,7	38,8	44,7	51,3	58,8	67,3	76,5	86,8
+ Abschreibungen & Amortisation	4,2	4,7	5,2	5,6	5,9	6,3	6,6	6,9
+ 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	37,9	43,5	49,8	56,9	64,8	73,6	83,1	93,7
- Zunahme Net Working Capital	3,3	1,4	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6
Free Cashflow	35,6	39,1	43,0	49,7	57,2	65,6	74,6	84,7

SMC Schätzmodell

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.

Kursziel weiter: 66,00 Euro

Aus den Annahmen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 1.105 Mio. Euro bzw. von

65,59 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 66,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Ebenfalls 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

Im dritten Quartal hat sich das Ende der Sonderkonjunktur im Geschäft mit der Verlängerung von dreijährigen Autodesk-Verträgen erwartungsgemäß stark dämpfend auf den Umsatz des Systemhaus-Segments ausgewirkt, wodurch auch der Konzernumsatz um 5 Prozent unter dem Vorjahresniveau geblieben ist. Doch der Rohertrag konnte trotzdem erneut in beiden Segmenten wie auch im Konzern gesteigert werden. Auch das überproportionale Ergebniswachstum wurde fortgesetzt, das EBIT erhöhte sich um fast 6 Prozent und der Quartalsüberschuss um knapp 13 Prozent. Summiert über die ersten drei Quartale stehen somit bei einem Umsatzwachstum um 6 Prozent 242,2 Mio. Euro ein EBIT-Anstieg um 13 Prozent auf 34,4 Mio. Euro und ein Gewinnwachstum um 14 Prozent auf fast 21 Mio. Euro in den Büchern. Besonders bemerkenswert hat sich hierbei der operative Cashflow entwickelt, der um über 40 Prozent auf 48,6 Mio. Euro – mehr als 20 Prozent der Neunmonatserlöse – zugelegt hat.

Damit ist Mensch und Maschine weiterhin klar auf Kurs, um die Ziele für das Gesamtjahr (ein EpS-Wachstum auf 164 bis 181 Cent je Aktie) zu erreichen, negative Auswirkungen der schwachen Gesamtkonjunktur sind nach wie vor nicht zu beobachten.

Der weitere Ausblick ist ebenfalls unverändert positiv. Mensch und Maschine will das dynamische und vor allem hochprofitable Wachstum der letzten Jahre auch in Zukunft fortsetzen und angesichts der starken Marktposition sowie der wachsenden Nachfrage nach Software und nach Digitalisierungsdienstleistungen ist derzeit nicht erkennbar, warum das nicht gelingen sollte. Wir haben die Erwartung dieses fortgesetzten Wachstums deswegen in unseren Schätzungen modelliert und sehen den fairen Wert weiter bei 66,00 Euro. In Verbindung mit der ausgeprägten Prognosetreue des Unternehmens und der dadurch nur geringen Schätzunsicherheit rechtfertigt dies weiter 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	104,1	105,3	106,2	107,0	107,8	108,5	109,3	110,0
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	35,7	37,3	38,7	40,1	41,3	42,5	43,7	44,8
II. UV Summe	84,7	84,2	87,5	92,2	99,2	107,8	120,0	136,0	154,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	85,8	92,7	101,1	110,4	122,0	134,8	149,4	165,6	184,0
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	18,5	16,5	13,5	11,4	11,4	11,4
2. Kurzfristiges FK	63,9	59,4	57,0	54,7	52,6	51,6	51,6	51,6	51,8
BILANZSUMME	187,4	188,3	192,7	198,4	206,3	215,6	228,5	245,2	264,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	320,5	330,3	363,3	399,6	439,6	483,6	531,9	585,1	643,6
Rohhertrag	161,1	172,2	190,3	210,3	232,4	256,8	283,7	312,8	345,0
EBITDA	52,7	58,5	66,3	75,2	85,2	96,3	108,9	122,4	137,5
EBIT	42,6	48,5	55,8	64,3	73,8	84,7	96,9	110,1	124,8
EBT	41,5	47,3	55,2	63,8	73,5	84,6	97,0	110,4	125,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	28,9	32,9	38,4	44,3	51,1	58,8	67,4	76,7	87,1
JÜ	26,0	29,1	33,7	38,7	44,4	50,7	57,8	65,3	73,7
EPS	1,55	1,73	2,00	2,30	2,63	3,01	3,43	3,88	4,37

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	39,1	46,1	50,3	54,6	61,7	69,6	78,4	87,9	98,4
CF aus Investition	-6,1	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6
CF Finanzierung	-28,4	-37,9	-41,9	-46,7	-51,3	-57,6	-62,8	-68,4	-76,6
Liquidität Jahresanfa.	20,0	24,4	27,0	29,6	31,3	35,3	40,5	49,1	61,3
Liquidität Jahresende	24,4	27,0	29,6	31,3	35,3	40,5	49,1	61,3	75,5

Kennzahlen

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

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	94,82	86,45	79,75	74,27	69,69
6,5%	83,80	77,32	72,02	67,60	63,86
7,0%	74,99	69,86	65,59	61,97	58,87
7,5%	67,78	63,65	60,15	57,15	54,55
8,0%	61,78	58,40	55,50	52,98	50,78

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 20.10.2023 um 12:57 Uhr fertiggestellt und am 20.10.2023 um 13:10 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
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)
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)

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.