

09. Februar 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Gewinnwachstum, Cashflow und Ausblick
vollauf überzeugend

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 52,20 € | Kursziel: 68,00 € (bisher: 66,00 €)

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:	1.057
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	52,20 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	895,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	954,1 Mio. Euro
Freefloat:	45,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	57,80 / 44,35 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	219,1 Tsd. Euro / Tag

Minimales Umsatzwachstum erreicht

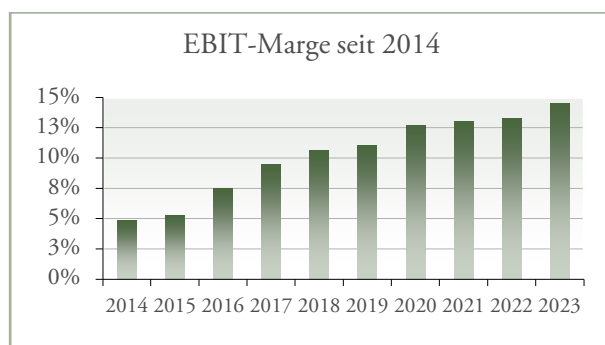
Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr den Umsatz um 1 Prozent auf rund 322 Mio. Euro minimal gesteigert. Damit ist unsere Umsatzschätzung, die sich zuletzt auf 330 Mio. Euro belaufen hatte, leicht unterschritten worden, was auf den schwächeren Umsatz im vierten Quartal zurückzuführen ist. Dieser ist im Vorjahresvergleich um rund 14 Prozent auf 79,8 Mio. Euro zurückgegangen, was ausschließlich auf die deutliche Beruhigung in der Systemhaus-Sparte infolge der beendeten Rabattierungsaktion im Geschäft mit Autodesk-Mietverträgen (insb. die Verlängerung von rabattierten Dreijahresverträgen), die gerade Ende 2022 und Anfang 2023 für einen starken Umsatzschub gesorgt hatte, zurückzuführen ist. Dementsprechend ist der Segmentumsatz im Systemhaus in den Monaten Oktober bis Dezember im Vorjahresvergleich um fast 20 Prozent auf 54,3 Mio. Euro gesunken, während die Software-Sparte ihr stetiges Wachstum mit einem Plus von 3,3 Prozent (auf 25,5 Mio. Euro) fortsetzen konnte. Im Gesamtjahr 2023 betrug das Wachstum hier 7,4 Prozent (auf 104,5 Mio. Euro), während die Systemhaus-Erlöse um 2,5 Prozent auf 217,5 Mio. Euro gesunken sind.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	266,2	320,5	322,0	354,2	279,6*	307,6
EBIT (Mio. Euro)	34,7	42,6	46,8	54,2	62,5	71,4
Jahresüberschuss	21,3	26,0	28,8	32,8	37,8	43,0
EpS	1,26	1,55	1,72	1,95	2,24	2,55
Dividende je Aktie	1,20	1,40	1,60	1,85	2,10	2,33
Umsatzwachstum	9,1%	20,4%	0,5%	10,0%	-*	10,0%
Gewinnwachstum	13,9%	22,1%	10,8%	13,9%	15,2%	13,7%
KUV	3,31	2,75	2,73	2,48	3,15	2,86
KGV	41,3	33,8	30,5	26,8	23,3	20,5
KCF	23,6	22,5	17,6	17,7	16,4	14,6
EV / EBIT	27,0	22,0	20,0	17,3	15,0	13,1
Dividendenrendite	2,3%	2,7%	3,1%	3,5%	4,0%	4,5%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

Rohrertrag im Zielbereich

Anders als im dritten Quartal, in dem der ebenfalls rückläufige Umsatz durch dessen margenstärkere Zusammensetzung überkompensiert und der Rohrertrag in beiden Segmenten gesteigert werden konnte, reichte dieser Effekt im Zeitraum Oktober bis Dezember nicht aus, so dass der Rohrertrag im Systemhaus – und im Konzern – unter dem Vorjahresniveau ausfiel. Für das Gesamtjahr konnte MuM aber gleichwohl ein erneutes Rohrertragswachstum um 4,6 Prozent auf den neuen Rekordwert von 168,5 Mio. Euro erreichen, so dass die Zweijahresprognose aus dem Geschäftsbericht 2021 mit einem durchschnittlichen Wachstum von +10,4 Prozent nahezu genau in der Mitte der Spanne (durchschnittliches Wachstum von 8 bis 12 Prozent) getroffen wurde. Wie auch beim Umsatz, hat sich unsere Schätzung des Rohertrages (172,2 Mio. Euro) hingegen als leicht zu optimistisch erwiesen.



Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge deutlich gesteigert

Das trifft auch auf unsere EBIT-Schätzung (48,5 Mio. Euro) zu, die mit 46,8 Mio. Euro geringfügig unterschritten wurde. Gleichwohl bedeutet der erreichte Wert ein erneutes EBIT-Wachstum um fast 10 Prozent und eine neue Rekordmarge von 14,5 Prozent, nach 13,3 Prozent im Vorjahr. Separat im vierten Quartal wurde sogar eine EBIT-Marge von 15,5 Prozent erwirtschaftet. Hinsichtlich der Segmentaufteilung stammte 2023 nach wie vor der größere Teil des Konzern-EBIT aus dem Softwaresegment, das mit 28,4 Mio. Euro (+13,1 Prozent) etwas über 60 Prozent dazu beigetragen hat. Doch auch der Ergebnisbeitrag des Systemhauses konnte trotz der rückläufigen

Erlöse und des diesmal nur stagnierenden Rohertrages um 5 Prozent auf 18,4 Mio. Euro weiter gesteigert werden.

Geschäftszahlen	GJ 22	GJ 23	Änderung
Umsatz	320,5	322,0	+0,5%
Rohrertrag	161,1	168,5	+4,6%
<i>Systemhaus</i>	73,7	73,5	-0,2%
<i>Software</i>	87,5	95,0	+8,6%
Rohmarge	50,3%	52,3%	
EBIT	42,6	46,8	+9,8%
<i>Systemhaus</i>	17,5	18,4	+5,0%
<i>Software</i>	25,1	28,4	+13,1%
EBIT-Marge	13,3%	14,5%	
Jahresüberschuss	26,0	28,8	+10,7%
Netto-Marge	8,1%	8,9%	
Operativer Cashflow	39,1	50,0	+28,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

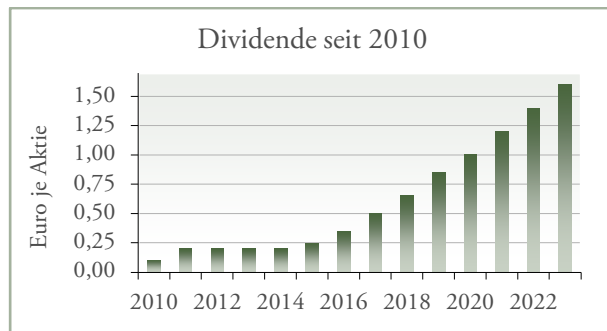
Beeindruckende Cashflow-Zahlen

Noch etwas stärker als das EBIT, nämlich um 11 Prozent auf 28,8 Mio. Euro bzw. auf 172 Cent je Aktie, erhöhte sich auch der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheiten. Das größte Ausrufezeichen konnte MuM aber beim operativen Cashflow setzen, der sich um 28 Prozent auf 50 Mio. Euro erhöhte. Damit liegt er fast gleichauf mit dem EBITDA (56,6 Mio. Euro) und entsprach rund 16 Prozent der Jahreserlöse. Neben der grundsätzlichen Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells trug dazu der starke Forderungsaufbau im Zuge der Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft Ende 2022 bei, der zu hohen Zuflüssen im ersten Quartal 2023 geführt hatte, auch verweist das Unternehmen auf eine diesmal vorteilhafte Zyklis im Geschäft mit der Verlängerung der dreijährigen Autodesk-Lizenzverträge.

Dividende in der Mitte der Prognose

Mit den vorläufigen Zahlen hat MuM angekündigt, der Hauptversammlung eine Dividendenanhebung von 1,40 auf 1,60 Euro je Aktie und damit auf einen Wert in der Mitte der Prognosespanne von 1,55 bis 1,65 Euro vorzuschlagen. Damit erhöht MuM zum

neunten Mal in Folge die Ausschüttung, die in Summe seit 2014 (0,20 Euro) verachtstacht wurde.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote deutlich gestiegen

Ebenfalls veröffentlicht wurden im Zuge der vorläufigen Berichterstattung die Eckdaten zur Bilanz. Demnach ist das Eigenkapital 2023 um 16 Prozent auf 99,5 Mio. Euro geklettert, was in Relation zu der leicht auf 183,4 Mio. Euro gesunkenen Bilanzsumme einer Eigenkapitalquote von 54,3 Prozent entspricht, das sind 8,5 Prozentpunkte mehr als ein Jahr zuvor.

Neue Zweijahresprognose

Um die Schwankungen der Wachstumsdynamik im Autodesk-Geschäft, die sich vor allem durch den Rhythmus der Verlängerung der Dreijahresverträge ergeben, besser abdecken zu können, hat MuM auch für die Jahre 2024 und 2025 eine Zweijahresprognose veröffentlicht, die ein durchschnittliches EpS-Wachstum um 17 Prozent p.a. vorsieht. Hierbei dürfte das laufende Jahr unter dieser Marke bleiben, während für 2025 eine wieder deutlich erhöhte Dynamik erwartet wird. Konkret rechnet das Management für 2024 mit einem Rohertragswachstum um 8 bis 12 Prozent auf 182 bis 189 Mio. Euro, auf dessen Basis der Gewinn je Aktie um 10 bis 20 Prozent auf 189 bis 206 Cent steigen und die Dividende um weitere 20 bis 30 Cent zulegen soll. 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.

Modellwechsel bei Autodesk

Diese Prognose gilt unabhängig von dem Wechsel des Vertriebsmodells, den Autodesk im Herbst angekündigt hat. Dabei wird der indirekte Vertrieb vom Wiederverkaufsmodell auf ein Agenturmodell umgestellt, was zur Folge hat, dass die Autodesk-Lizenzen nicht mehr durch die Bücher der Partner gehen, sondern direkt bei Autodesk als Umsatz ausgewiesen werden. Bei Vertriebspartnern wie Mensch und Maschine wird stattdessen nur noch die eigene Provision, die der bisherigen Handelsmarge entspricht, als Umsatz gezeigt. Zugleich sinkt aber auch der Materialaufwand im selben Ausmaß, so dass der Rohertrag und die nachfolgenden Erfolgszahlen gleich bleiben. Nach dem neuen Verfahren hätte sich der MuM-Umsatz der letzten zwei Jahre statt auf 320,5 und 322,0 Mio. Euro auf 209 resp. 216 Mio. Euro belaufen, dafür hätte aber die EBIT-Marge statt bei 13,3 bzw. 14,5 Prozent bei 20 bzw. 22 Prozent gelegen. Eine weitere Folge ist eine deutliche Bilanzverkürzung, weil die hohen Forderungen aus den Lizenzverkäufen künftig wegfallen. Das MuM-Management begrüßt diesen Schritt, erwartet dadurch einen deutlich reduzierten Aufwand im Forderungsmanagement und eine spürbare Ver schlankung der mit diesem großen, aber margengeraden Lizenzgeschäft verbundenen Prozesse. Das Gros der Marge und der Kundenbindung im Systemhaus resultiert ohnehin aus dem Geschäft mit eigenen Add-ons und mit den Dienstleistungen, weswegen laut Mensch und Maschine eine Verdrängung durch Autodesk als mögliche Langfristfolge des Modellwechsels nicht zu befürchten ist.

Schätzungen aktualisiert

Mit den gemeldeten vorläufigen Zahlen hat Mensch und Maschine unsere Erwartungen für 2023 im geringen Ausmaß unterschritten. Durch die entsprechende Anpassung der 23er Werte und die Beibehaltung der Annahmen für die Zukunft (durchschnittliches Rohertragswachstum von 10 Prozent bei stetig steigender Profitabilität) haben sich auch für die Zukunft etwas geringere Absolutwerte ergeben. Als zweite Änderung haben wir ab 2025 die Umstellung im Autodesk-Geschäft nachvollzogen und den Umsatz und den Materialaufwand einmalig jeweils um

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	354,2	279,6	307,6	338,3	372,2	409,4	450,3	495,4
Umsatzwachstum		-21,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	15,3%	22,4%	23,2%	24,0%	24,8%	25,5%	26,2%	26,8%
EBIT	54,2	62,5	71,4	81,3	92,4	104,4	117,9	132,9
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	16,5	19,1	21,8	24,8	28,2	31,9	36,0	40,5
NOPAT	37,7	43,5	49,6	56,5	64,2	72,6	81,9	92,4
+ Abschreibungen & Amortisa-	4,7	5,0	5,3	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6
+ Zunahme langfr. Rückstellun-	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	42,4	48,5	54,9	62,1	70,0	78,7	88,3	99,0
- Zunahme Net Working Capital	1,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-5,3	-5,6	-5,8	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
Free Cashflow	38,8	42,5	48,6	55,4	63,0	71,3	80,5	90,7

SMC-Schätzmodell; * Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

110 Mio. Euro nach unten verschoben. Durch das angenommene Wachstum steigt der Umsatz aber bereits 2027 über das letztjährige Niveau, am Ende des detaillierten Prognosezeitraums, der sich nach dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2023 nun bis 2031 erstreckt, beträgt der Zielumsatz nun 495 Mio. Euro. Den Rohertrag erwarten wir in acht Jahren bei 366 Mio. Euro, was einer Rohertragsmarge von fast 74 Prozent entspricht. Die Ziel-EBIT-Marge liegt nun bei 26,8 Prozent und damit fast beim Doppelten Wert aus 2023, wofür sowohl die fortgesetzten Profitabilitätsverbesserungen als auch die einmalige Niveauverschiebung infolge des Modellwechsels im Autodesk-Geschäft sorgen. Da es derzeit nicht klar ist, wann genau die Umstellung erfolgt, haben wir das laufende Geschäftsjahr noch nach dem alten Modell geschätzt und werden die Anpassung im späteren Jahresverlauf vollziehen. Bis dahin rechnen wir mit einem Umsatz von 354,2 Mio. Euro, einem Rohertrag von 185,6 Mio. Euro, einem EBIT von 54,2 Mio. Euro und einem Gewinn pro Aktie von 1,95 Euro. 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.

Neues Kursziel: 68,00 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 1.141,5 Mio. Euro oder 67,73 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 68,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung enthält der Anhang). Die moderate Erhöhung des Kursziels (zuvor: 66,00 Euro) ist der kombinierten Wirkung der leicht reduzierten Schätzungen einerseits und des Roll-over-Effekts andererseits geschuldet. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) nach wie vor mit zwei Punkten als unterdurchschnittlich ein.

Fazit

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr trotz widriger Rahmenbedingungen den langjährigen Wachstumskurs fortgesetzt und die eigenen Ziele einmal mehr mit ausgesprochener Zuverlässigkeit erreicht. Bei einem nur minimalen Umsatzwachstum auf 322 Mio. Euro wurde der Rohertrag um 5 Prozent auf 168,5 Mio. Euro erhöht, auf dieser Basis konnten das EBIT und der Jahresüberschuss um rund 10 Prozent auf 46,8 resp. 28,8 Mio. Euro gesteigert werden. Besonders bemerkenswert hat sich 2023 der operative Cashflow entwickelt, der um 28 Prozent auf 50,0 Mio. Euro – fast 16 Prozent des Umsatzes – zugelegt hat.

Auch der weitere Ausblick ist überzeugend. In den nächsten zwei Jahren will Mensch und Maschine den

Gewinn je Aktie um durchschnittlich 17 Prozent p.a. steigern, bis 2027/2028 soll die nächste Gewinnverdopplung erreicht sein. Angesichts der starken Markposition sowie der wachsenden Nachfrage nach Software und nach Digitalisierungsdienstleistungen ist derzeit nicht erkennbar, warum das nicht gelingen sollte.

Auch wenn in unserem Modell die nächste Gewinnverdopplung erst etwas später erreicht wird, sehen wir für die Aktie dennoch ein hohes Kurspotenzial bis 68,00 Euro. In Verbindung mit der ausgeprägten Prognosestreue 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 geopolitischen Konflikte 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	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	103,7	104,2	104,8	105,4	105,9	106,4	107,0	107,6	108,2
1. Immat. VG	66,8	66,3	65,8	65,4	64,9	64,5	64,0	63,6	63,2
2. Sachanlagen	35,7	36,8	37,8	38,8	39,8	40,8	41,8	42,8	43,9
II. UV Summe	79,7	84,1	88,8	94,9	103,7	116,1	131,3	148,4	167,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	99,5	106,7	115,6	125,8	138,4	153,0	168,2	185,2	204,4
II. Rückstellungen	11,0	11,5	11,9	12,4	12,8	13,3	13,8	14,3	14,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	19,0	17,0	15,1	13,2	11,3	9,7	9,7	9,7	9,7
2. Kurzfristiges FK	53,9	53,2	51,0	48,9	46,9	46,5	46,6	46,8	47,2
BILANZSUMME	183,4	188,4	193,6	200,2	209,6	222,6	238,3	256,0	276,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	322,0	354,2	279,6	307,6	338,3	372,2	409,4	450,3	495,4
Rohertrag	168,5	185,6	205,1	226,0	249,0	274,4	302,0	332,3	365,7
EBITDA	56,6	64,7	73,3	82,4	92,6	104,0	116,3	130,0	145,3
EBIT	46,8	54,2	62,5	71,4	81,3	92,4	104,4	117,9	132,9
EBT	45,6	53,7	62,3	71,2	81,4	92,7	104,9	118,5	133,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	31,3	37,3	43,3	49,5	56,5	64,4	72,9	82,4	92,9
JÜ	28,8	32,8	37,8	43,0	48,8	55,2	62,1	69,7	78,1
EPS	1,72	1,95	2,24	2,55	2,89	3,28	3,68	4,13	4,63

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	50,0	49,6	53,7	60,1	67,3	75,4	84,0	93,6	104,3
CF aus Investition	-5,6	-5,3	-5,6	-5,8	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
CF Finanzierung	-37,9	-42,0	-46,1	-51,0	-55,5	-59,8	-65,7	-73,2	-81,6
Liquidität Jahresanfa.	24,7	31,1	33,4	35,4	38,6	44,4	53,6	65,3	78,7
Liquidität Jahresende	31,1	33,4	35,4	38,6	44,4	53,6	65,3	78,7	94,2

Kennzahlen

Prozent	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	0,5%	10,0%	-21,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	4,6%	10,1%	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%	15,3%	22,4%	23,2%	24,0%	24,8%	25,5%	26,2%	26,8%
EBT-Marge	14,2%	15,2%	22,3%	23,2%	24,0%	24,9%	25,6%	26,3%	27,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,9%	9,3%	13,5%	14,0%	14,4%	14,8%	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%	98,10	89,53	82,68	77,06	72,38
6,5%	86,54	79,93	74,52	70,01	66,19
7,0%	77,29	72,08	67,73	64,05	60,90
7,5%	69,73	65,54	62,00	58,96	56,32
8,0%	63,44	60,02	57,09	54,55	52,32

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 09.02.2024 um 12:00 Uhr fertiggestellt und am 09.02.2024 um 12:20 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
20.10.2023	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)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3), 4)
11.02.2022	Strong Buy	73,40 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.