

13. Februar 2025
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1

Europe
Industrials



Platz 1 & 2

German
Software & IT

Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Viertes Quartal schwächer als erwartet

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 51,00 € | Kursziel: 67,00 € (zuvor: 71,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

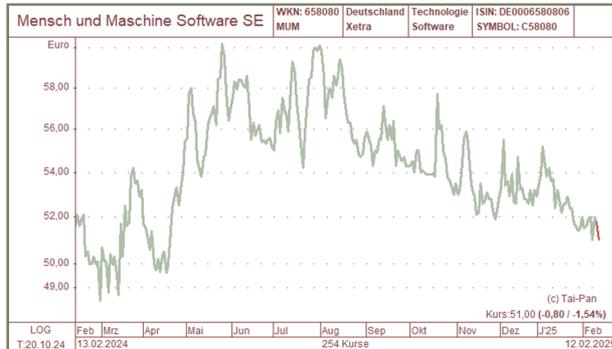
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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:	ca. 1.090
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	51,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	874,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	904,9 Mio. Euro
Freefloat:	45,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	61,50 / 48,10 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	329,1 Tsd. Euro / Tag

Rohrertrag in Q4 rückläufig

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine 2024 rund 325 Mio. Euro umgesetzt. Gegenüber dem Vorjahr entspricht das einem minimalen Anstieg um knapp ein Prozent, doch sind die Zahlen aufgrund der von Autodesk im September vollzogenen Umstellung des Vertriebsmodells vom Wiederverkaufs- auf das Provisionskonzept nicht miteinander vergleichbar. Aussagekräftiger ist der Rohrertrag, der letztes Jahr um 3,5 Prozent auf 174,5 Mio. Euro erhöht werden konnte. Allerdings ist dieses Wachstum bereits in den ersten neun Monaten des Jahres erzielt worden, separat im vierten Quartal war der Rohrertrag im Vorjahresvergleich um 7 Prozent auf 39,5 Mio. Euro rückläufig. Dadurch hat Mensch und Maschine 2024 zum ersten Mal seit vielen Jahren die eigenen Prognosen (Rohrertragswachstum zwischen 8 und 10 Prozent) nicht ganz erreicht, auch unsere Schätzung von 187,6 Mio. Euro hat sich als zu optimistisch erwiesen.

Gewinnziele nicht erreicht

Dasselbe gilt für das Ergebnis. Auf vorläufiger Basis hat MuM den Nettogewinn nach Minderheiten um

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	320,5	322,3	325,0	246,6*	271,3	298,4
EBIT (Mio. Euro)	42,6	46,8	46,4	52,2	61,2	70,5
Jahresüberschuss	26,0	28,9	29,9	33,1	38,6	44,2
EpS	1,55	1,72	1,77	1,96	2,28	2,61
Dividende je Aktie	1,40	1,65	1,85	2,05	2,31	2,63
Umsatzwachstum	20,4%	0,6%	0,8%	-24,1%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	22,1%	11,0%	3,6%	10,7%	16,5%	14,5%
KUV	2,69	2,67	2,65	3,49	3,18	2,89
KGV	33,1	29,9	28,8	26,0	22,3	19,5
KCF	22,1	17,0	14,3	26,5	19,7	14,3
EV / EBIT	20,9	19,0	19,2	17,1	14,6	12,6
Dividendenrendite	2,7%	3,2%	3,6%	4,0%	4,5%	5,1%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

3,6 Prozent auf 29,9 Mio. Euro bzw. auf 177 Cent je Aktie gesteigert, während die Prognose auf 189 bis 206 Cent gelaute hatte. Unsere Schätzung hatte bei 190 Cent gelegen. Beim EBIT musste diesmal sogar ein leichter Rückgang um ein knappes Prozent auf 46,4 Mio. Euro hingenommen werden (unsere Schätzung: 53,2 Mio. Euro), wobei sich die beiden Segmente hier unterschiedlich entwickelt haben. So konnte das Softwaresegment das starke Gewinnwachstum auch 2024 mit einem Zuwachs um 7,7 Prozent auf 30,6 Mio. Euro nahtlos fortsetzen, während der Ergebnisbeitrag des Digitalisierungssegments diesmal um 14,2 Prozent auf 15,8 Mio. Euro gesunken ist.

Exzellenter Cashflow

Im Gegensatz dazu ist der operative Cashflow mit 60,0 Mio. Euro weit über dem Vorjahresniveau (+18,6 Prozent) wie auch über unserer Erwartung ausgefallen. Die Relation Cashflow zu Umsatz, die bereits 2023 mit 15,7 Prozent einen Rekordwert erklommen hatte, hat sich infolgedessen weiter auf 18,5 Prozent erhöht. Das Unternehmen begründet dies vor allem mit dem starken Aufbau der Lieferantenverbindlichkeiten im Autodesk-Geschäft, die sich zum Bilanzstichtag auf rund 40 Mio. Euro belaufen haben. Nach der vollzogenen Umstellung des Vertriebsmodells und dem Auslaufen der mehrjährigen Lizenzverträge bei Autodesk soll sich die Entwicklung aber in den kommenden Jahren wieder umkehren, was bei MuM zu einem tendenziell etwas schwächeren Cashflow und zugleich zu einer deutlichen Bilanzverkürzung führen wird.

Mehrere Belastungen

Ursächlich für das schwächere Abschneiden im vierten Quartal waren nach Unternehmensangaben mehrere Gründe. Die mit Abstand wichtigsten waren aber die Systemumstellung bei Autodesk, die die Organisation stärker belastet hat als ursprünglich erwartet. Verstärkt wurde dieser Effekt durch die zeitgleiche Umstellung der internen Systeme (neue ERP-Software), die sowohl die eigenen Ressourcen beansprucht hat als auch zusätzliche externe Kosten bedingte.

Geschäftszahlen*	GJ 2023	GJ 2024	Änderung
Umsatz	322,3	325,0	0,8%
Rohertrag	168,5	174,5	3,5%
Rohmarge	52,3%	53,7%	
EBIT	46,8	46,4	-0,9%
<i>Digitalisierung</i>	18,4	15,8	-14,2%
<i>Software</i>	28,4	30,6	7,7%
EBIT-Marge	14,5%	14,3%	
Periodenüberschuss	28,9	29,9	3,6%
Netto-Marge	9,0%	9,2%	
Operativer Cashflow	50,6	60,0	18,6%

In Mio. Euro bzw. Prozent, *2024 noch vorläufig;
 Quelle: Unternehmen

Vorsichtiger Prognose für 2025

Für das laufende Jahr strebt MuM ein Rohertragswachstum um 5 bis 7 Prozent sowie eine Verbesserung des EBIT und des Nettoergebnisses um jeweils 9 bis 19 Prozent an. Damit liegen die geplanten Zuwächse tendenziell unter den bisherigen Zielen für 2025 (EPS-Wachstum von 12 bis 25 Prozent), in Kombination mit den nun doch niedrigeren Ausgangswerten aus 2024 bedeutet das eine reduzierte Ergebnisprognose für 2025. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen dies mit den nun absehbaren stärkeren Effekten der jetzt wegfallenden Dreijahreslizenzen bei Autodesk, was dazu führt, dass von der Kohorte an solchen Verträgen, die 2025 zur Verlängerung anstehen, nur ein Drittel des Volumens im laufenden Jahr umsatzwirksam wird. Der Rest wird anteilig 2026 und 2027 vereinnahmt, was kumulativ mit den beiden letzten Kohorten dieses Lizenzmodells (bis 2024) dann für wieder höhere Autodesk-Umsätze sorgen wird. Darüber hinaus führt MuM die schwache Konjunktur als einen Grund für die vorsichtiger Prognose für 2025 an, auf die das Unternehmen bereits im Herbst mit einer spürbar zurückhaltenden Einstellungspolitik reagiert hat. Deren Effekte auf die Mitarbeiterzahl werden bereits im Geschäftsbericht 2024 und im vollen Umfang im Q1-Bericht 2025 erkennbar sein. Insgesamt aber betont Mensch und Maschine, dass es sich bei der vorsichtigeren Prognose für 2025 vor allem um eine Verschiebung handelt, was in einer entsprechend hohen Wachstumserwartung für

2026 zum Ausdruck kommt. Dann soll nämlich das Rohertragswachstum wieder auf 8 bis 12 Prozent zulegen und eine Ergebnisverbesserung um 13 bis 25 Prozent ermöglichen. Das ungeachtet der jüngsten Delle weiterhin bestehende Wachstumspotenzial unterstreicht das Management mit der Ankündigung einer weiteren Ergebnisverdopplung und will den Gewinn je Aktie bis 2028/29 auf mehr als 354 Cent erhöhen.

Hohe Dividendenrendite

Die Zuversicht in die weitere Entwicklung dokumentiert Mensch und Maschine auch mit der Dividendenankündigung. Diese soll für 2024 nun 185 Cent je Aktie betragen und liegt damit trotz der nicht ganz erreichten Gewinnziele innerhalb der Prognosespanne (185 bis 195 Cent). Bezogen auf den letztjährigen Gewinn entspricht das einer Ausschüttungsquote von 105 Prozent, in Relation zum aktuellen Kurs bedeutet der Vorschlag eine hohe Dividendenrendite von fast 3,6 Prozent. Wie bisher, soll die Dividende auch in Zukunft stetig steigen, für 2025 stellt MuM eine Erhöhung um weitere 20 bis 30 Cent und für 2026 sogar um 25 bis 40 Cent in Aussicht.

Schätzungen revidiert

Da sowohl die vorläufigen Zahlen für 2024 als auch die Prognose für das laufende Jahr ergebnisseitig unter unseren Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Schätzungen entsprechend angepasst. Für 2024 haben wir nun die gemeldeten vorläufigen Werte übernommen, auf deren Basis wir für 2025 ein Rohertragswachstum von 6 Prozent und ein EBIT-Wachstum von 12,5 Prozent unterstellen. Damit bewegen wir uns bei beiden Kennzahlen innerhalb der Prognosespanne des Managements. In absoluten Werten entspricht das der Erwartung eines Rohertrags von 185 Mio. Euro und eines EBIT von 52,2 Mio. Euro. Nach Steuern und Minderheiten rechnen wir mit einem Gewinn von 1,96 Euro und damit mit einem Ergebniswachstum um knapp 11 Prozent. Im Einklang mit der Aussage des Unternehmens bezüglich der Wachstumsbeschleunigung ab 2026 kalkulieren wir auch für das nächste Jahr mit höheren Steigerungsraten. Beim Rohertrag erwarten wir einen Zuwachs um 10,2 Prozent und beim EBIT um 17,3 Prozent. In absoluten Zahlen bedeutet das 203,8 resp. 61,2 Mio. Euro, bisher hatten unsere Schätzungen für 2026 bei 226,3 bzw. 71,1 Mio. Euro gelegen. Ange-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	325,0	246,6	271,3	298,4	328,3	361,1	397,2	436,9
Umsatzwachstum		-24,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	14,3%	21,2%	22,6%	23,6%	24,6%	25,4%	26,1%	26,8%
EBIT	46,4	52,2	61,2	70,5	80,8	91,6	103,7	117,1
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,2	15,9	18,7	21,5	24,7	27,9	31,6	35,7
NOPAT	32,2	36,3	42,6	49,0	56,2	63,7	72,1	81,4
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	5,2	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9	6,1
+ 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	36,7	41,5	47,8	54,3	61,7	69,4	77,9	87,4
- Zunahme Net Working Capital	17,7	-14,8	-9,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-7,6	-4,9	-5,2	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
Free Cashflow	46,8	21,7	32,8	49,1	56,1	63,5	71,8	81,0

SMC Schätzmodell

passt haben wir auch die Schätzungen für den operativen Cashflow, den wir für 2024 erhöht, dafür aber für 2025 und 2026 etwas tiefer angesetzt haben. Die genannten Änderungen in den Jahren 2024 bis 2026 haben sich auch in den späteren Perioden des detaillierten Prognosezeitraums ausgewirkt, den Zielumsatz für 2031 sehen wir nun statt bei 496,0 Mio. Euro bei 436,9 Mio. Euro. Demgegenüber ist die Ziel-EBIT-Marge unverändert geblieben und liegt weiterhin bei 26,8 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle unten auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

WACC-Satz aktualisiert

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Hier haben wir eine Aktualisierung vorgenommen und die Marktrisikoprämie von zuvor 5,8 auf nun 5,6 Prozent abgesenkt. Hierbei orientieren wir uns an aktuellen Erhebungen für den durchschnittlichen Wert für Deutschland (Quelle: Survey – Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024). Als sicheren Zins nehmen wir mit

2,5 Prozent den aktuellen Wert der deutschen Umlaufrendite, auch der Betafaktor ist unverändert geblieben und liegt weiter bei 1,2. Bei einer Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital und einem Tax Shield mit einem Steuersatz von 33,0 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,9 Prozent (bisher: 7,0 Prozent). Unverändert geblieben sind hingegen 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.

Kursziel: 67,00 Euro

Aus den Annahmen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 1.128 Mio. Euro bzw. von 66,74 Euro je Aktie, woraus wir das leicht reduzierte Kursziel von 67,00 Euro ableiten (bisher: 71,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). 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. Auch wenn Mensch und Maschine 2024 die eigenen Prognosen nicht erreicht hat, gilt für uns weiterhin, dass sich das Unternehmen durch eine bemerkenswerte Prognosetreue auszeichnet, welche die Abschätzung der künftigen Entwicklung entscheidend vereinfacht und damit für ein niedriges Schätzrisiko sorgt.

Fazit

Mensch und Maschine hat vorläufige Zahlen für 2024 gemeldet und konnte demnach sowohl den Rohertrag als auch den Gewinn erneut steigern. Mit einem Plus von 3,5 Prozent auf 174,5 Mio. Euro beim Rohertrag und von 3,6 Prozent auf 29,9 Mio. Euro beim Nettogewinn blieb das Unternehmen allerdings hinter den eigenen Zielen wie auch unter unseren Schätzungen. Das EBIT ist sogar geringfügig gesunken – ein Novum in der jüngeren Unternehmenshistorie.

Ursächlich für diese Zielverfehlung waren das schwache Schlussquartal, in dem sich die belastenden Effekte der Umstellung des Vertriebsmodells bei Autodesk, der internen Umstellung des ERP-Systems und der schwachen Konjunktur kumuliert haben. Der letztgenannte Aspekt trägt auch dazu bei, dass die aktualisierte Prognose für 2025 (Rohertragswachstum um 5 bis 7 Prozent sowie eine Verbesserung des EBIT und des Nettoergebnisses um 9 bis 19 Prozent) unter der bisherigen Zielsetzung liegt. Vor allem aber begründet Mensch und Maschine dies mit der nachteiligen Zyklik im Autodesk-Geschäft. Diese sollte sich ab 2026 aber wieder umkehren, weswegen sich das Gewinnwachstum ab dem kommenden Jahr wieder beschleunigen soll, auf 13 bis 25 Prozent. Anschließend will das Unternehmen im gewohnten Tempo

weiter expandieren und auf dieser Basis den Gewinn je Aktie bis 2028/29 erneut verdoppeln.

Diese Zuversicht spiegelt sich auch in der Dividendenplanung wider, die für 2024 sogar eine Ausschüttung von mehr als 100 Prozent des Gewinns vorsieht. Konkret will Mensch und Maschine 1,85 Euro je Aktie zahlen, was aktuell einer attraktiven Dividendenrendite von 3,6 Prozent entspricht. In den nächsten Jahren soll der steile Aufwärtstrend der Dividende fortgeführt und die Ausschüttung um mindestens 20 bzw. 25 Cent p.a. erhöht werden.

Auch wir gehen davon aus, dass die letztjährige Delle nur einmaliger Natur war, und erwarten für die Zukunft eine Fortsetzung der langjährigen Erfolgsgeschichte. Gleichwohl haben wir unsere Schätzungen an die Zahlen aus 2024 angepasst und die etwas niedrigere Prognose für 2025 berücksichtigt, woraus sich ein etwas geringeres Kursziel ergeben hat. Dieses liegt nun bei 67,00 Euro (bisher: 71,00 Euro), was aber gegenüber dem aktuellen Kurs weiterhin ein großes Aufwärtspotenzial signalisiert. Auf dieser Grundlage und vor dem Hintergrund des mehr als überzeugenden Track-Records des Managements und der exzellenten Bilanzsituation bekräftigen wir 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 deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosestreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

Chancen

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

Schwächen

- Das Digitalisierungsgeschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- 2024 wurden die Wachstumsziele zum ersten Mal seit langer Zeit nicht ganz erreicht.
- Die geographische Expansion im Digitalisierungssegment erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

Risiken

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

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	108,7	108,5	108,4	108,4	108,6	108,8	109,0	109,4
1. Immat. VG	69,9	69,8	69,2	68,7	68,1	67,6	67,1	66,6	66,1
2. Sachanlagen	34,7	37,8	38,2	38,6	39,2	39,9	40,6	41,4	42,2
II. UV Summe	81,5	103,8	92,2	87,5	94,0	103,4	118,2	134,8	153,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	99,8	101,5	104,8	110,4	117,6	126,1	138,0	151,3	166,3
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	20,0	18,9	17,5	15,9	14,4	14,4	14,4	14,4
2. Kurzfristiges FK	56,7	77,3	62,9	53,4	53,9	56,0	58,8	61,9	65,4
BILANZSUMME	187,2	212,6	200,7	195,9	202,4	211,9	226,9	243,8	262,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	322,3	325,0	246,6	271,3	298,4	328,3	361,1	397,2	436,9
Rohertrag	168,5	174,5	185,0	203,8	224,9	248,2	273,1	300,5	330,7
EBITDA	56,6	56,9	63,4	72,5	81,8	92,3	103,3	115,5	129,2
EBIT	46,8	46,4	52,2	61,2	70,5	80,8	91,6	103,7	117,1
EBT	45,2	45,7	52,1	61,1	70,3	80,8	91,8	103,9	117,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	31,9	32,2	36,2	42,4	48,9	56,2	63,8	72,2	81,6
JÜ	28,9	29,9	33,1	38,6	44,2	50,5	56,9	64,0	71,9
EPS	1,72	1,77	1,96	2,28	2,61	2,99	3,37	3,79	4,26

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	50,6	60,3	32,5	43,8	60,3	67,8	75,5	84,1	93,6
CF aus Investition	-7,2	-7,6	-4,9	-5,2	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
CF Finanzierung	-43,0	-33,1	-42,9	-47,3	-52,8	-57,4	-59,8	-66,7	-74,4
Liquidität Jahresanfa.	24,4	24,9	44,6	29,2	20,6	22,7	27,5	37,4	48,6
Liquidität Jahresende	24,9	44,6	29,2	20,6	22,7	27,5	37,4	48,6	61,4

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	0,6%	0,8%	-24,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	4,6%	3,5%	6,0%	10,2%	10,4%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	52,3%	53,7%	75,0%	75,1%	75,4%	75,6%	75,6%	75,7%	75,7%
EBITDA-Marge	17,6%	17,5%	25,7%	26,7%	27,4%	28,1%	28,6%	29,1%	29,6%
EBIT-Marge	14,5%	14,3%	21,2%	22,6%	23,6%	24,6%	25,4%	26,1%	26,8%
EBT-Marge	14,0%	14,1%	21,1%	22,5%	23,6%	24,6%	25,4%	26,2%	26,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,0%	9,2%	13,4%	14,2%	14,8%	15,4%	15,8%	16,1%	16,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,9%	96,26	87,63	80,77	75,19	70,57
6,4%	85,13	78,50	73,10	68,62	64,84
6,9%	76,30	71,07	66,74	63,08	59,95
7,4%	69,12	64,92	61,38	58,36	55,74
7,9%	63,17	59,74	56,81	54,28	52,07

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 13.02.2025 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 13.02.2025 um 8:30 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
21.10.2024	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
19.07.2024	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3)
19.04.2024	Strong Buy	69,00 Euro	1), 3)
20.03.2024	Strong Buy	69,00 Euro	1), 3)
09.02.2024	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3)
20.10.2023	Strong Buy	66,00 Euro	1), 3), 4)
01.08.2023	Strong Buy	66,00 Euro	1), 3), 4)
24.04.2023	Strong Buy	63,60 Euro	1), 3)
17.03.2023	Strong Buy	61,70 Euro	1), 3)
13.02.2023	Strong Buy	62,30 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.