

20. März 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Dividende steigt noch stärker als
zunächst angekündigt

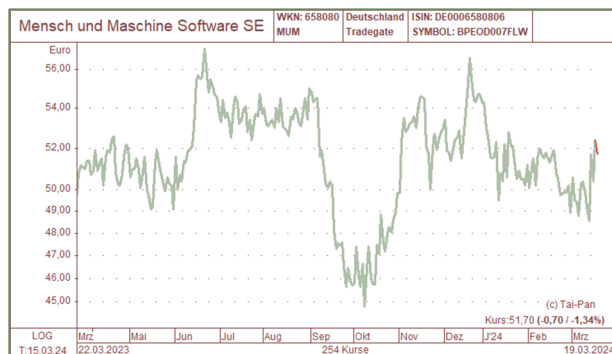
Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 51,60 € | Kursziel: 69,00 € (bisher: 68,00 €)

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:	1.056
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	51,60 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	884,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	940,5 Mio. Euro
Freefloat:	45,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	57,80 / 44,35 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	219,2 Tsd. Euro / Tag

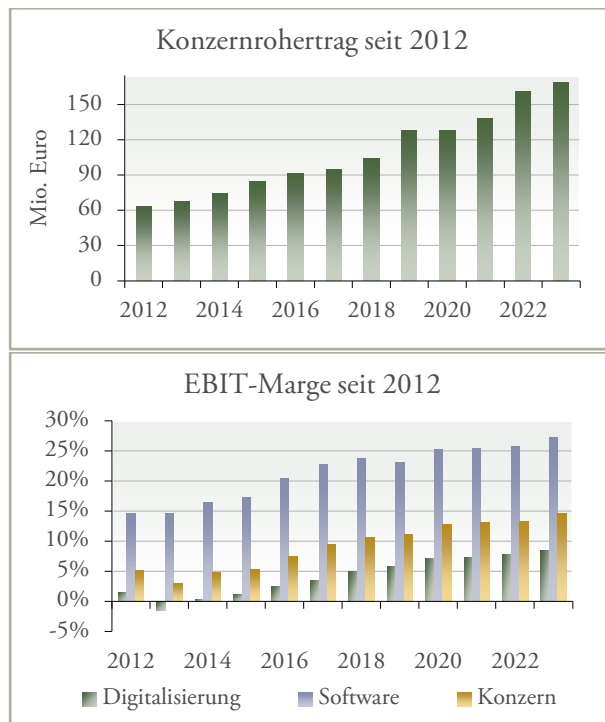
Minimales Umsatzwachstum erreicht

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat Mensch und Maschine die Anfang Februar vorgelegten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach ist der Umsatz minimal auf 322,3 Mio. Euro gestiegen, was aber dank der margenstärkeren Zusammensetzung der Erlöse in ein erneutes Rohertragswachstum von fast 5 Prozent auf 168,5 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. Das Wachstum stammte diesmal allerdings ausschließlich aus dem Software-Segment, dessen Rohertrag um 9 Prozent auf 94,9 Mio. Euro verbessert werden konnte, während der Beitrag des Segments Digitalisierung (zuvor: Systemhaus) bei 73,6 Mio. Euro stabil blieb. Ursächlich dafür war die deutliche Beruhigung im Geschäft mit Autodesk-Mietverträgen nach dem Auslaufen der Rabattierungsaktion für die Verlängerung von Dreijahresverträgen, die zuvor, insbesondere Ende 2022 und Anfang 2023, für einen starken Umsatzschub gesorgt hatte. Das geringere Gewicht des niedrigmargigen Geschäfts mit Autodesk-Lizenzen spiegelt sich in der Rohmarge des Segments wider, die sich um 0,8 Prozentpunkte auf 33,8 Prozent erhöht hat. Im gleichen Umfang, aber auf einem ganz anderen Niveau, hat auch die Marge

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	3,27	2,71	2,70	2,45	3,11	2,82
KGV	40,8	33,4	30,1	26,2	22,8	20,1
KCF	23,4	22,3	17,2	17,5	16,1	14,4
EV / EBIT	26,6	21,7	19,7	17,0	14,7	12,9
Dividendenrendite	2,3%	2,7%	3,2%	3,7%	4,2%	4,6%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

im Softwaresegment zugelegt, wo sie nach 89,9 Prozent im Vorjahr nun 90,7 Prozent erreichte. Durch die Erhöhung in beiden Segmenten, vor allem aber durch die Verschiebung der Umsatzanteile zugunsten des Softwaregeschäfts, hat sich die Konzernrohrgewinnmarge um 2 Prozentpunkte auf 52,3 Prozent verbessert.



Quelle: Unternehmen

EBIT steigt um fast 10 Prozent

Ebenfalls im Einklang mit den vorläufig gemeldeten Werten sind die finalen Gewinnkennzahlen ausgefallen. Bei einem Anstieg des EBITDA um knapp 8 Prozent auf 56,6 Mio. Euro erhöhte sich das EBIT um 10 Prozent auf 46,8 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis legte um 9 Prozent auf 45,2 Mio. Euro zu, während der Nettogewinn nach Steuern und Minderheitsanteilen mit 28,9 Mio. Euro 11 Prozent höher als 2022 ausgefallen ist. Somit konnte MuM den Margenanstieg auf allen Ergebnisebenen fortsetzen. Mit 17,6 Prozent beim EBITDA (zuvor: 16,4 Prozent), 14,5 Prozent beim EBIT (13,3 Prozent), 14,0 Prozent beim EBT (zuvor 13,0 Prozent) und 9,0 Prozent beim Nettoergebnis (8,1 Prozent) wurden durchgehend neue Rekordwerte ausgewiesen. Profitabilitätsperle des Konzerns ist weiterhin das Softwaresegment, in dem ein EBIT in Höhe von 28,4 Mio. Euro bzw. 27,2

Prozent der Segmentumsätze erzielt wurde. Doch auch in der Sparte Digitalisierung konnte die Profitabilität trotz der rückläufigen Umsätze und des stagnierenden Rohertrages weiter verbessert werden. Das Segment-EBIT erhöhte sich um 5 Prozent auf 18,4 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Zuwachs der EBIT-Marge von 7,9 auf 8,5 Prozent.

Geschäftszahlen	GJ 22	GJ 23	Änderung
Umsatz	320,5	322,3	0,6%
Rohrertrag	161,1	168,5	4,6%
<i>Digitalisierung</i>	73,7	73,6	-0,1%
<i>Software</i>	87,5	94,9	8,5%
Rohrgewinnmarge	50,3%	52,3%	
EBITDA	52,7	56,6	7,5%
EBITDA-Marge	16,4%	17,6%	
EBIT	42,6	46,8	9,8%
<i>Digitalisierung</i>	17,5	18,4	5,1%
<i>Software</i>	25,1	28,4	13,2%
EBIT-Marge	13,3%	14,5%	
<i>Digitalisierung</i>	7,9%	8,5%	
<i>Software</i>	25,8%	27,2%	
EBT	41,5	45,2	8,9%
EBT-Marge	13,0%	14,0%	
Jahresüberschuss	26,0	28,9	11,0%
Netto-Marge	8,1%	9,0%	
Free-Cashflow	32,9	43,4	31,7%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

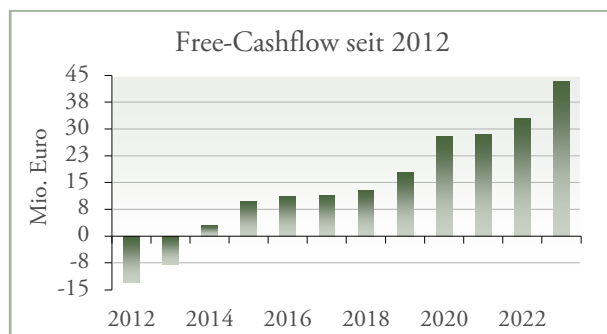
Margenanstieg durch SBE und Abschreibungen

Anders als im Vorjahr, als die starke Verbesserung der Mitarbeiterproduktivität (gemessen am Rohertrag je Mitarbeiter) der wichtigste Ergebnistreiber gewesen war, fiel diesmal der Zuwachs der durchschnittlichen Personalkosten mit +2,3 Prozent minimal stärker als der des Rohertrags je Mitarbeiter (+2,1 Prozent) aus. In Verbindung mit der, erneut sehr moderaten, Erhöhung der durchschnittlichen Mitarbeiterzahl (von 1.031 auf 1.056 FTE) schlug sich das in einem Anstieg des Personalaufwands um 4,7 Prozent auf 99,4

Mio. Euro nieder. Auch der sonstige betriebliche Aufwand erhöhte sich mit +6,7 Prozent (auf 19,3 Mio. Euro) überproportional zum Rohertrag. Dass die EBITDA-Marge dennoch verbessert werden konnte, war diesmal der Entwicklung der sonstigen betriebliche Erträge zu verdanken, die sich vor allem durch die Aktivierung von Eigenleistungen im Zusammenhang mit dem internen ERP/CRM-Projekt um die Hälfte auf 6,8 Mio. Euro erhöhten. Beim EBIT hat sich zusätzlich die leicht rückläufige Entwicklung der Abschreibungen (-2,3 Prozent auf 9,8 Mio. Euro) margin erhöhend ausgewirkt.

Exzellenter Cashflow

Sogar etwas besser als vorläufig gemeldet ist der operative Cashflow ausgefallen, der sich um fast 30 Prozent auf 50,6 Mio. Euro erhöhte (vorläufig: 50,0 Mio. Euro). Damit verblieben am Jahresende 15,7 Prozent der Erlöse als Cash-Überschuss in der Kasse, ein exzellenter Wert und ein neuer Rekord. Neben dem starken Ergebnis trug dazu der deutliche Abbau der Forderungen bei. Hier hatte die Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft Ende 2022 für einen kräftigen Anstieg gesorgt, aus dem im ersten Quartal 2023 hohe Zahlungszuflüsse resultierten. Zugleich haben sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen 2023 um 15 Prozent auf 25,5 Mio. Euro erhöht, so dass sich der Cash-Effekt der Veränderung des Nettoumlaufvermögens auf +6,5 Mio. summierte (Vorjahr: -1,5 Mio. Euro). Bei einem investitionsbedingten Mittelabfluss in Höhe von -7,2 Mio. Euro belief sich der letztjährige Free-Cashflow auf +43,4 Mio. Euro, fast ein Drittel mehr als 2022.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Hohe Tilgungen

Dem hohen Zufluss aus dem Free-Cashflow standen 2023 in fast gleicher Höhe Auszahlungen aus Finanzierungsaktivitäten gegenüber. Den größten Posten stellt hier traditionell die Dividende an die MuM-Aktionäre und an andere Gesellschafter dar (26,5 Mio. Euro). Im Unterschied zum Vorjahr, als MuM noch 15,7 Mio. Euro für den Rückkauf eigener Aktien verwendet hatte, wurde nun aus der Verwendung eines Teils dieser Aktien ein Zufluss in Höhe 7,0 Mio. Euro erzielt. Spiegelbildlich dazu folgte der hohen Kreditaufnahme aus 2022 (14,6 Mio. Euro) nun eine Nettotilgung in Höhe von -18,8 Mio. Euro. Weitere Positionen waren die Leasing-Zahlungen (-5,8 Mio. Euro), Zinsen (-0,5 Mio. Euro) und der Eigenkapitalzufluss aus der Ausgabe von Aktien im Rahmen der Aktiendividende (+1,6 Mio. Euro). Addiert über die drei Teilsalden der Cashflow-Rechnung erhöhte sich die Liquidität 2023 damit nur geringfügig auf 24,9 Mio. Euro, womit sie rund 13 Prozent aller Assets stellt.

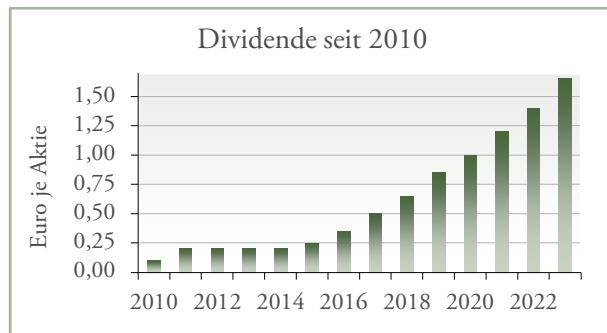
Eigenkapital deutlich erhöht

Durch die Kombination aus dem hohen Periodengewinn und der Verwendung eines Teils der eigenen Aktien (wodurch die negative Abzugsgröße reduziert wurde) hat sich das Eigenkapital 2023 um 16 Prozent auf 99,8 Mio. Euro erhöht. In Relation zur Bilanzsumme, die bei 187,2 Mio. Euro fast gänzlich unverändert blieb, entspricht das einer deutlich erhöhten Eigenkapitalquote von 53,3 Prozent (Vorjahr: 45,7 Prozent). Die zweitgrößte Passivposition sind die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sich um 15 Prozent auf 28,5 Mio. Euro erhöht haben. Dahinter folgen die kurzfristigen Rückstellungen mit 13,2 Mio. Euro und die Leasing-Verbindlichkeiten mit 11,6 Mio. Euro. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, die sich 2022 im Zuge des Aktienrückkaufs deutlich erhöht hatten, wurden 2023 wieder stark reduziert und summierten sich Ende Dezember auf 7,6 Mio. Euro (inkl. eines Immobilienkredits). Damit überstieg die Liquidität am Bilanzstichtag die Bankverbindlichkeiten um 17,3 Mio. Euro. Bei den Aktiva stellen die Geschäfts- und Firmenwerte den größten Posten dar, die mit 47,9 Mio. Euro 45

Prozent des Anlagevermögens und ein Viertel des Gesamtvermögens ausmachen. Dahinter folgten die Forderungen mit 40,9 Mio. Euro, die Liquidität sowie die sonstigen immateriellen Vermögenswerte mit 22,0 Mio. Euro.

Positive Überraschung bei der Dividende

Eine Abweichung gegenüber der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen betrifft den Dividendenvorschlag, der im Februar noch auf 1,60 Euro lautete und den MuM nun doch am oberen Ende der Prognosespanne von 1,55 bis 1,65 Mio. Euro angesetzt hat. Gegenüber dem aktuellen Kurs entspricht der Vorschlag einer Dividendenrendite von 3,2 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Prognose bestätigt

Keine Änderung gab es hinsichtlich der Prognose für die Jahre 2024 und 2025, für die MuM ein durchschnittliches EpS-Wachstum um 17 Prozent p.a. anstrebt. 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 erhöhen. In Kombination mit dem angehobenen Vorschlag für die Dividende für 2023 hat sich damit das absolute Dividendenziel aber von zuvor 180 bis 190 Cent auf 185 bis 195 Cent erhöht. 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.

Schätzungen weitgehend unverändert

Da die finalen Abschlusszahlen weitestgehend im Rahmen der vorläufig gemeldeten Werte ausgefallen sind, ergibt sich hieraus kein größerer Anpassungsbedarf für unsere Schätzungen. Zwar gingen mit der Integration der Angaben aus dem Geschäftsbericht in unser Modell im Detail einige Änderungen bei den

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

Aufwandsquoten sowie bei mehreren Positionen der Cashflow- und der Bilanzschätzung einher, doch in Summe blieben die Modifikationen in einem moderaten Rahmen.

CAGR von 10 Prozent bis 2031

Für den Umsatz erwarten wir somit für 2024 einen Anstieg um 10 Prozent auf 354,5 Mio. Euro, zugleich rechnen wir mit einer minimalen Zunahme der Rohertragsmarge auf 52,4 Prozent. Auch die Wachstumsannahmen für die Folgejahre sind unverändert: Beim Umsatz rechnen wir bis 2031 konstant mit 10 Prozent p.a., beim Rohertrag wegen der unterstellten leicht überproportionalen Expansion des proprietären Geschäfts anfänglich mit etwas mehr (bis 10,5 Prozent), ab 2029 dann aber ebenfalls mit 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 sowohl für das laufende Jahr als auch für die Folgejahre eine kontinuierliche Profitabilitätsverbesserung. So erhöht sich die EBIT-Marge von 15,4 Prozent im laufenden Jahr auf 22,4 Prozent 2025, um anschließend bis 2031 auf 26,8 Prozent zu klettern. Die absolute EBIT-Schätzung für 2024 liegt 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 auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Neues Kursziel: 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 1.157,7 Mio. Euro oder 68,69 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 69,00 Euro ableiten (bisher: 68 Euro; 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

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts hat Mensch und Maschine die sehr guten vorläufigen Zahlen bestätigt, beim operativen Cashflow sogar leicht übertroffen. Bei einem in etwa stagnierenden Umsatz von 322 Mio. Euro konnte der Gewinn erneut deutlich gesteigert werden, der Jahresüberschuss erhöhte sich um 11 Prozent auf 28,9 Mio. Euro – der zehnte Anstieg in Folge. Besonders bemerkenswert hat sich 2023 der operative Cashflow entwickelt, der um fast 30 Prozent auf 50,6 Mio. Euro – fast 16 Prozent des Umsatzes – zugelegt hat.

Die starken, aber bereits seit Februar weitgehend bekannten Zahlen, hat MuM nun mit einer positiven Überraschung bezüglich der Dividende garniert. Und zwar soll diese für 2023 nicht, wie zuvor angekündigt, auf 1,60 Euro, sondern sogar auf 1,65 Euro angeho-

ben werden. In Relation zum aktuellen Kurs entspricht das einer attraktiven Dividendenrendite von 3,3 Prozent.

Mit attraktiv lässt sich Mensch und Maschine aber auch sonst bezeichnen. Das Unternehmen überzeugt mit einem ausgereiften Geschäftsmodell, einem stetigen, profitablen und Cashflow-starken Wachstum, einer mehr als soliden Bilanz, einer sehr erfahrenen, auf Kontinuität, Verlässlichkeit und Risikobegrenzung bedachten Unternehmensführung und einer ausgeprägten Prognosetreue.

Schließlich bietet die MuM-Aktie weiterhin ein attraktives Kurspotenzial. Unser aktualisiertes Kursziel liegt nun bei 69,00 Euro und damit mehr als ein Drittel über dem aktuellen Kurs. Wir sehen uns daher in unserer positiven Einschätzung bestätigt und bekräftigen 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 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 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 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	3,69	4,14	4,64

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%	99,14	90,53	83,65	78,01	73,31
6,5%	87,56	80,92	75,49	70,96	67,12
7,0%	78,30	73,06	68,69	65,00	61,83
7,5%	70,73	66,52	62,95	59,90	57,25
8,0%	64,43	60,99	58,04	55,49	53,25

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 20.03.2024 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 20.03.2024 um 8:15 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
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)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 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.