

19. Juli 2024  
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

## Nach gutem erstem Halbjahr weiter auf Rekordkurs

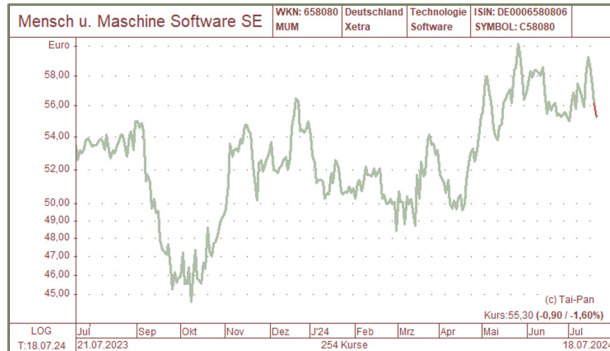
Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 55,30 € | Kursziel: 70,00 € (zuvor: 69,00 €)

**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

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.089
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	55,30 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	948,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	1.004,0 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	45,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	60,80 / 44,35 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra,12M):</b>	243,0 Tsd. Euro / Tag

## Halbjahresumsatz leicht erhöht

Nach dem erwartungsgemäßen Umsatzrückgang im ersten Quartal konnte Mensch und Maschine die Erlöse der Monate April bis Juni im Vorjahresvergleich um 5 Prozent auf 75,1 Mio. Euro erhöhen, woraus sich für das erste Halbjahr in Summe ein minimales Umsatzwachstum um 0,9 Prozent auf 176,0 Mio. Euro ergibt. Die Volatilität stammt aus dem Digitalisierungssegment, in dem noch die Auswirkungen der Anfang 2023 ausgelaufenen Rabattierungsaktion für die Verlängerung von Dreijahresverträgen spürbar waren. Infolgedessen folgte hier auf einen Umsatzrückgang im ersten Quartal (-5,1 Prozent auf 70,2 Mio. Euro) im zweiten Vierteljahr ein Wachstum um 4,9 Prozent auf 48,1 Mio. Euro, so dass kumuliert für den Zeitraum Januar bis Juni eine leicht rückläufige Entwicklung (-1,2 Prozent auf 118,3 Mio. Euro) zu verzeichnen war. Demgegenüber hat das Softwaresegment seine Erlöse im Verlauf des ersten Halbjahrs kontinuierlich gesteigert, so dass nach einem Wachstum um 5,4 Prozent im ersten und 5,9 Prozent im zweiten Quartal in Summe ein Anstieg um 5,6 Prozent auf den neuen Halbjahresrekordwert von 57,7 Mio. Euro erreicht wurde.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	266,2	320,5	322,3	318,5	280,0	308,0
EBIT (Mio. Euro)	34,7	42,6	46,8	54,6	62,3	71,1
Jahresüberschuss	21,3	26,0	28,9	34,0	38,8	44,1
EpS	1,26	1,55	1,72	2,00	2,28	2,60
Dividende je Aktie	1,20	1,40	1,65	1,90	2,15	2,38
Umsatzwachstum	9,1%	20,4%	0,6%	-1,2%*	-12,1%*	10,0%
Gewinnwachstum	13,9%	22,1%	11,0%	17,9%	14,0%	13,8%
KUV	3,53	2,93	2,92	2,95	3,36	3,05
KGV	44,1	36,1	32,6	27,6	24,2	21,3
KCF	25,2	24,1	18,6	18,9	17,5	15,6
EV / EBIT	28,7	23,3	21,2	18,2	16,0	14,0
Dividendenrendite	2,2%	2,5%	3,0%	3,4%	3,9%	4,3%

\*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

## Rohmarge auf Mehrjahreshoch

Das im Vorjahresvergleich geringere Gewicht des niedrigmargigen Geschäfts mit Autodesk-Lizenzen hat sich im ersten Halbjahr positiv auf die Rohmarge des Digitalisierungssegments ausgewirkt, die sich um 2,5 Prozentpunkte auf 34,8 Prozent und damit auf das höchste Niveau seit dem ersten Halbjahr 2019 verbessert hat. Zusammen mit einer weiteren Verbesserung in der Software-Sparte (von 90,4 auf 90,8 Prozent) und der Verschiebung der Umsatzstruktur in Richtung des hochmargigen Softwaresegments führt das zu einem Anstieg der Konzernrohmarginen von 50,5 Prozent im Vorjahr auf nun 53,2 Prozent. In absoluten Zahlen legte der Halbjahresrohertrag dadurch um 6,2 Prozent auf 93,5 Mio. Euro zu, wobei die Dynamik, anders als beim Umsatz, in beiden Segmenten vergleichbar war. In der Softwaresparte betrug das Rohertragswachstum 6,0 Prozent (auf 52,3 Mio. Euro) und in der Digitalisierung waren es 6,5 Prozent (auf 41,2 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	HJ 2023	HJ 2024	Änderung
Umsatz	174,38	175,97	+0,9%
<i>Digitalisierung</i>	119,80	118,31	-1,2%
<i>Software</i>	54,58	57,66	+5,6%
Rohertrag	88,06	93,54	+6,2%
<i>Digitalisierung</i>	38,69	41,20	+6,5%
<i>Software</i>	49,37	52,34	+6,0%
Rohmarge	50,5%	53,2%	-
EBIT	26,33	27,98	+6,3%
<i>Digitalisierung</i>	10,12	10,70	+5,8%
<i>Software</i>	16,21	17,28	+6,6%
EBIT-Marge	15,1%	15,9%	-
<i>Digitalisierung</i>	8,4%	9,0%	-
<i>Software</i>	29,7%	30,0%	-
EBT	25,39	27,34	+7,7%
EBT-Marge	14,6%	15,5%	-
Periodenüberschuss	16,39	17,95	+9,5%
Netto-Marge	9,4%	10,2%	-
Free-Cashflow	28,76	26,99	-6,1%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## ERP-Einführung treibt Kostenwachstum

Wie schon im ersten Quartal, legten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auch in den folgenden drei Monaten deutlich stärker als der Rohertrag zu, nämlich um fast 14 Prozent auf 5,4 Mio. Euro. Für den Sechsmonatszeitraum ergibt sich daraus ein überproportionaler Anstieg um 16 Prozent auf 10,7 Mio. Euro, was das Unternehmen mit höheren Reise- und Marketingkosten, vor allem aber mit der konzernweiten Einführung eines neuen ERP-Systems erklärt. Der Abschluss eines Teilprojekts davon spiegelt sich auch in den erhöhten Abschreibungen des zweiten Quartals wider (+8 Prozent). Summiert für das erste Halbjahr ist ihr Anstieg aber mit 4,5 Prozent (auf 5,1 Mio. Euro) unterproportional zum Wachstum des Rohertrags ausgefallen. Das gilt auch für den Personalaufwand, der sich um knapp 4 Prozent auf 51,8 Mio. Euro erhöht hat, wobei die Dynamik im Softwaresegment mit +5,1 Prozent mehr als doppelt so stark war wie in der Digitalisierung (+2,2 Prozent).

## EBIT-Marge fast bei 16 Prozent

Insgesamt blieb das Kostenwachstum aber einmal mehr hinter dem Zuwachs des Rohertrages. Obwohl sich gleichzeitig die sonstigen betrieblichen Erträge um 13 Prozent auf 1,1 Mio. Euro ermäßigt haben, konnte das EBIT dadurch um 6,3 Prozent, und damit minimal stärker als der Rohertrag, auf 28,0 Mio. Euro gesteigert werden. In Relation zum nahezu stagnierenden Umsatz war der Anstieg aber deutlich überproportional, weswegen sich die EBIT-Marge des ersten Halbjahrs um 0,8 Prozentpunkte auf 15,9 Prozent erhöht hat. Von dem Konzern-EBIT entfielen 17,3 Mio. Euro auf die Softwaresparte, die ihr Ergebnis um 6,6 Prozent gesteigert und auf Halbjahresbasis zum ersten Mal eine Marge von mehr als 30 Prozent erreicht hat. Doch auch im Digitalisierungssegment, dessen EBIT um 5,8 Prozent auf 10,7 Mio. Euro zugelegt hat, konnte mit 9,0 Prozent ein neuer Halbjahresrekord erreicht werden.

## Halbjahresgewinn steigt um knapp 10%

Bei einem tilgungs- und währungsbedingt um ein Drittel auf -0,6 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis hat sich der Vorsteuergewinn um 8 Prozent auf

27,3 Mio. Euro erhöht. Da zudem das Gewicht der Minderheitsanteile am Gewinn etwas abgenommen hat, ist der Halbjahresüberschuss um knapp 10 Prozent auf nahezu 18,0 Mio. Euro gewachsen. Bezogen auf den Umsatz entspricht das einer zweistelligen Nettomarge von 10,2 Prozent (Vorjahr: 9,3 Prozent).

### Free-Cashflow mit hohem Überschuss

Getragen vom Gewinnanstieg und einer Reduktion des Nettoumlaufvermögens (Cashflow-Effekt: +3,0 Mio. Euro) hat sich der operative Cashflow des ersten Halbjahrs auf 31,4 Mio. Euro belaufen. Das war zwar geringfügig weniger als vor einem Jahr (-1 Prozent), doch die Zahl entspricht noch immer fast 18 Prozent des Halbjahresumsatzes. Erhöht haben sich diesmal die Abflüsse für Investitionszwecke, die sich nach -2,8 Mio. Euro im Vorjahr nun auf -4,4 Mio. Euro belaufen haben. Zu dem Anstieg beigetragen haben u.a. Zahlungen in Höhe von 0,7 Mio. Euro für den Erwerb von Minderheitsanteilen an Tochtergesellschaften, mit denen MuM den Anteilsbesitz erneut etwas konsolidiert hat. Der Free-Cashflow summierte sich auf +27,0 Mio. Euro (Vorjahr: 28,8 Mio. Euro) und führte zu einer Nettoerhöhung der liquiden Mittel um 10,5 Mio. Euro auf 35,4 Mio. Euro. Die Differenz erklärt sich durch den Finanzierungs-Cashflow von -16,4 Mio. Euro, in den u.a. die Dividendenzahlungen (-29,3 Mio. Euro), Leasing-Zahlungen (-2,8 Mio. Euro) und eine Nettokreditaufnahme von 7,6 Mio. Euro eingeflossen sind.

### Deutliche Bilanzverlängerung

Anders als im Vorjahr, als sich die Bilanzsumme im ersten Halbjahr um 11 Prozent auf 167,1 Mio. Euro deutlich reduziert hatte, ist sie diesmal um 14 Prozent (jeweils gegenüber dem Jahresanfang) auf 176,4 Mio. Euro gestiegen. Neben der um 42 Prozent erhöhten Liquidität sorgten dafür vor allem die um 8 resp. 4 Mio. Euro gestiegenen Forderungen und Vorräte, was MuM auf Nachfrage vor allem mit dem Abrechnungsrhythmus der Dreijahresverträge erklärt. Auf der Passivseite sorgten vor allem die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (+14,4 Mio. Euro), die Umsatzabgrenzungen (+5,8 Mio. Euro) und die Bankkredite (+7,6 Mio. Euro) für das Bilanzwachs-

tum, während das Eigenkapital trotz des Halbjahresgewinns auf 97,6 Mio. Euro (-2 Prozent) leicht gesunken ist. Damit hat sich die Eigenkapitalquote im ersten Halbjahr von 53,3 auf 45,8 Prozent ermäßigt, obwohl die Ausgabe der eigenen Aktien im Rahmen der Aktiendividende einen deutlichen positiven Eigenkapitaleffekt gehabt hat (saldiert mit den neuen Aktienkäufen hat sich der negative Abzugsbetrag auf -6,6 Mio. Euro mehr als halbiert, darüber hinaus wurde der Kursgewinn in Höhe von 2,5 Mio. Euro in die Kapitalrücklage gebucht). Mit 45,8 Prozent liegt die Eigenkapitalquote aber weiter klar in einem sehr komfortablen Bereich.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat MuM die Gewinnprognose für das laufende Jahr bestätigt. Demnach wird unverändert ein EpS-Wachstum um 10 bis 20 Prozent auf 189 bis 206 Cent angestrebt, auch die Ziele für 2025 (EpS-Wachstum von 12 bis 25 Prozent) wurden bestätigt, womit sich MuM weiter im Rahmen der Zweijahresprognose für 2024 und 2025, die ein durchschnittliches EpS-Wachstum um 17 Prozent p.a. vorsieht, bewegt. Etwas eingegrenzt wurden hingegen die Prognosekorridore für das Rohertragswachstum: Nun strebt MuM für 2024 ein Plus von 8 bis 10 Prozent und für 2025 von 10 bis 12 Prozent an, während bisher für beide Jahre eine Spanne von 8 bis 12 Prozent genannt wurde. Erneut bestätigt wurden schließlich auch die Dividendenziele. Demnach soll die Ausschüttung für 2024 um 20 bis 30 Cent auf 185 bis 195 Cent und für 2025 um weitere 25 bis 35 Cent steigen.

### Autodesk-Umstellung eingepflegt

Operativ geben die MuM-Halbjahreszahlen wenig Anlass für eine Änderung unserer Schätzungen für 2024. Im Detail haben wir die Rohmarge und die SBA leicht angehoben, was sich in einer minimal erhöhten EBIT-Schätzung (54,6 statt 54,4 Mio. Euro) niedergeschlagen hat. Zugleich haben wir aber auch den Zinsaufwand erhöht und den Minderheitenanteil reduziert, weswegen die EBT-Schätzung mit 54,1 Mio. Euro (bisher: 54,4 Mio. Euro) nun unter und die EpS-Schätzung mit 2,00 Euro (bisher: 1,97 Euro) über der alten Taxe liegen. Eine größere Veränderung,

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	318,5	280,0	308,0	338,8	372,7	409,9	450,9	496,0
Umsatzwachstum		-12,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	17,1%	22,2%	23,1%	23,9%	24,7%	25,4%	26,1%	26,8%
<b>EBIT</b>	<b>54,6</b>	<b>62,3</b>	<b>71,1</b>	<b>81,0</b>	<b>92,2</b>	<b>104,2</b>	<b>117,7</b>	<b>132,8</b>
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	16,6	19,0	21,7	24,7	28,1	31,8	35,9	40,5
<b>NOPAT</b>	<b>37,9</b>	<b>43,3</b>	<b>49,4</b>	<b>56,3</b>	<b>64,1</b>	<b>72,5</b>	<b>81,8</b>	<b>92,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2	6,5	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>42,2</b>	<b>48,4</b>	<b>54,8</b>	<b>62,0</b>	<b>70,0</b>	<b>78,7</b>	<b>88,3</b>	<b>99,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,8	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
- Investitionen AV	-7,5	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>36,5</b>	<b>42,4</b>	<b>48,5</b>	<b>55,3</b>	<b>62,9</b>	<b>71,2</b>	<b>80,4</b>	<b>90,7</b>

#### SMC Schätzmodell

aber ohne Rückwirkung auf die Gewinne und das Modelergebnis, haben wir hinsichtlich der Umsatzreihe und des Materialaufwands vorgenommen, die wir beide um 36 Mio. Euro abgesenkt haben. Das entspricht dem von uns geschätzten Effekt der von Autodesk nun für Mitte September geplanten Umstellung des Vertriebsmodells auf das Provisionskonzept. Bisher hatten wir die Umstellung ab 2025 berücksichtigt und die Schätzungen für das gesamte laufende Jahr noch im bisherigen Modus belassen. Durch die Umstellung liegt die für 2024 geschätzte EBIT-Marge nun bei 17,1 Prozent (bisher: 15,4 Prozent). Aus den Anpassungen haben sich vereinzelt auch für die Folgejahre kleinere Änderungen ergeben. Die Ziel-EBIT-Marge für 2031 liegt aber weiterhin bei 26,8 Prozent, auch der Zielumsatz von 496 Mio. Euro ist gleich geblieben. 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.

#### 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 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 nun 70,00 Euro

Aus den Annahmen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 1.182 Mio. Euro bzw. von 69,58 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 70,00 Euro ableiten (bisher: 69,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet

sich im Anhang). Die Erhöhung ist maßgeblich auf den Diskontierungseffekt seit April zurückzuführen. 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

---

Mensch und Maschine hat für das erste Halbjahr gute Zahlen mit neuen Ergebnis- und Margenrekorden vorgelegt. Der Umsatz konnte wegen der nachlaufenden Auswirkungen einer früheren Rabattaktion bei Autodesk zwar lediglich um knapp 1 Prozent auf 176 Mio. Euro gesteigert werden, doch das reichte, um einmal mehr ein überproportionales Gewinnwachstum auszuweisen: Das EBIT erhöhte sich um 6 Prozent auf 28,0 Mio. Euro, der Halbjahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen legte sogar um fast 10 Prozent auf 18,0 Mio. Euro zu. Das entspricht einer Nettomarge von 10,2 Prozent, die damit zum ersten Mal (auf Halbjahresbasis) einen zweistelligen Wert erreicht hat. Auch die EBIT-Marge von 15,9 Prozent ist der beste Halbjahreswert der Unternehmensgeschichte.

Im Gesamtjahr wird die Marge noch höher ausfallen, weil Autodesk den angekündigten Wechsel des Vertriebsmodells nun im September vollziehen wird. Dieser wird bei MuM zur Folge haben, dass die Erlöse und der Materialaufwand um denselben Betrag zurückgehen. Da damit aber nur durchlaufende Posten

die GuV verlassen, bleiben sowohl der Rohertrag als auch alle nachfolgenden GuV-Positionen c.p. unverändert, was rechnerisch zu einer Aufwärtsverschiebung der umsatzbezogenen Margen führt. Für das Gesamtjahr hat sich unsere Schätzung der EBIT-Marge infolgedessen von zuvor 15,4 auf nun 17,1 Prozent verschoben. Für das Jahr 2025, für das wir die Umstellung im Modell bereits zu einem früheren Zeitpunkt vollzogen haben, liegt die Erwartung nahezu unverändert bei 22,2 Prozent.

Von dem rechnerischen Effekt der Umstellung des Vertriebsmodells abgesehen sind unsere Schätzungen weitgehend unverändert geblieben. Für das laufende Jahr erwarten wir ein EBIT von 54,6 Mio. Euro und einen Gewinn je Aktie von 2,00 Euro. Auf dieser Basis lautet unser Kursziel nun 70,00 Euro und bietet weiterhin ein signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie. In Verbindung mit dem unverändert rundum überzeugenden Gesamteindruck rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Strong Buy“, das wir deswegen bestätigen.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit Jahrzehnten etablierte starke Position in attraktiven Zielmärkten.
- Wachstumsstarkes, hochprofitables Softwaresegment mit einer weltweiten Marktpräsenz und einer technologischen Führungsposition.
- Hohe Kontinuität in der Führungsebene sowie eine sehr niedrige Mitarbeiterfluktuation.
- Stabile Aktionärsstruktur mit mehr als 50 Prozent der Aktien in Händen des Managements.
- Solide Bilanzstrukturen mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer geringen Verschuldung.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

## Chancen

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

## Schwächen

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

## Risiken

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

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	105,7	108,8	109,3	109,7	110,2	110,6	111,1	111,6	112,1
1. Immat. VG	69,9	70,0	69,4	68,9	68,3	67,8	67,3	66,8	66,3
2. Sachanlagen	34,7	37,8	38,8	39,8	40,7	41,7	42,7	43,7	44,8
II. UV Summe	81,5	91,9	95,8	101,5	110,3	122,8	137,9	154,9	174,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	99,8	106,9	114,6	124,1	136,5	150,8	165,5	182,1	200,8
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	20,4	18,5	16,6	14,8	13,1	13,1	13,1	13,1
2. Kurzfristiges FK	56,7	59,6	57,7	55,9	54,2	54,1	54,5	55,0	55,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>187,2</b>	<b>200,7</b>	<b>205,1</b>	<b>211,2</b>	<b>220,5</b>	<b>233,4</b>	<b>249,0</b>	<b>266,5</b>	<b>286,3</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	322,3	318,5	280,0	308,0	338,8	372,7	409,9	450,9	496,0
Rohertrag	168,5	185,5	205,3	226,3	249,3	274,8	302,4	332,7	366,2
EBITDA	56,6	64,8	73,4	82,5	92,7	104,1	116,5	130,2	145,5
EBIT	46,8	54,6	62,3	71,1	81,0	92,2	104,2	117,7	132,8
EBT	45,2	54,1	62,0	71,0	81,1	92,5	104,7	118,3	133,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	31,9	37,6	43,1	49,4	56,4	64,3	72,8	82,2	92,8
JÜ	28,9	34,0	38,8	44,1	50,1	56,8	63,9	71,7	80,4
EPS	1,72	2,00	2,28	2,60	2,95	3,34	3,76	4,22	4,73



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	50,6	49,6	53,8	60,3	67,5	75,5	84,2	93,8	104,5
CF aus Investition	-7,2	-7,5	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
CF Finanzierung	-43,0	-32,1	-47,0	-51,5	-55,5	-59,9	-65,9	-73,5	-81,9
Liquidität Jahresanfa.	24,4	24,9	34,9	36,1	39,0	44,8	54,1	65,7	79,0
Liquidität Jahresende	24,9	34,9	36,1	39,0	44,8	54,1	65,7	79,0	94,3

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	0,6%	-1,2%	-12,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	4,6%	10,1%	10,7%	10,2%	10,2%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	52,3%	58,2%	73,3%	73,5%	73,6%	73,7%	73,8%	73,8%	73,8%
EBITDA-Marge	17,6%	20,4%	26,2%	26,8%	27,4%	27,9%	28,4%	28,9%	29,3%
EBIT-Marge	14,5%	17,1%	22,2%	23,1%	23,9%	24,7%	25,4%	26,1%	26,8%
EBT-Marge	14,0%	17,0%	22,2%	23,1%	24,0%	24,8%	25,5%	26,2%	26,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,0%	10,7%	13,8%	14,3%	14,8%	15,2%	15,6%	15,9%	16,2%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	100,13	91,44	84,47	78,77	74,02
6,5%	88,57	81,85	76,35	71,76	67,88
7,0%	79,32	74,01	69,58	65,83	62,61
7,5%	71,76	67,48	63,86	60,75	58,06
8,0%	65,46	61,96	58,96	56,36	54,09

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.07.2024 um 13:02 Uhr fertiggestellt und am 19.07.2024 um 13:15 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
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)
26.10.2022	Strong Buy	66,50 Euro	1), 3), 4)
27.07.2022	Strong Buy	65,00 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.