

24. April 2025
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Neue Margenrekorde

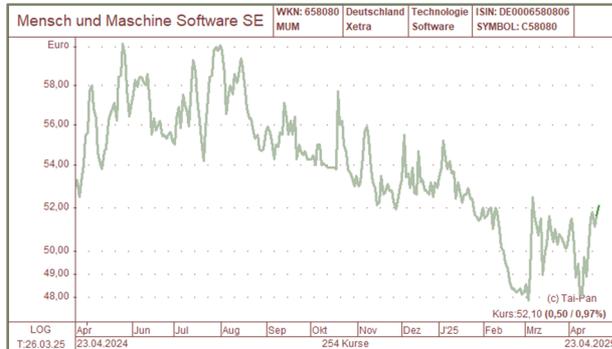
Urteil: Strong Buy (unverändert) | **Kurs:** 52,10 € | **Kursziel:** 69,00 € (zuvor: 67,00)

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:	1.113
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	52,10 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	893,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	928,9 Mio. Euro
Freefloat:	44,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	61,50 / 45,80 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	456,4 Tsd. Euro / Tag

Rohrertrag leicht gesunken

Nach der Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk im letzten September sind die Erlöse des Digitalisierungssegments, die sich in Q1 auf 33,4 Mio. Euro belaufen haben, nicht mehr mit dem Vorjahreswert von 70,2 Mio. Euro vergleichbar. Dasselbe gilt für den Konzernumsatz (66,0 Mio. Euro). Aussagekräftiger ist der Rohrertrag, der von dieser Umstellung nicht betroffen ist und im Digitalisierungssegment im Zeitraum Januar bis März bei 20,5 Mio. Euro gelegen hat. Gegenüber dem ersten Quartal 2024 entspricht das einem Rückgang um 9 Prozent, den MuM vor allem noch mit Bremseffekten der Umstellung begründet. Demgegenüber konnte das Softwaresegment sein Wachstum fortsetzen. Bei einem Quartalsumsatz von 32,6 Mio. Euro (+6 Prozent) legte der Rohrertrag um 4,6 Prozent auf 29,0 Mio. Euro zu. Damit trugen diese Aktivitäten knapp 59 Prozent zum Konzernrohrertrag bei, der im Vorjahresvergleich dennoch um 1,5 Prozent auf 49,4 Mio. Euro zurückgegangen ist. Die Rohrertragsmarge hat sich durch die Umstellung des Abrechnungsmodells bei Autodesk sowie durch das gestiegene Gewicht des Softwaresegments von 49,7 auf 74,9 Prozent sehr deutlich erhöht.

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	320,5	322,3	325,8	246,8*	272,7	299,9
EBIT (Mio. Euro)	42,6	46,8	46,5	52,2	62,2	71,4
Jahresüberschuss	26,0	28,9	30,5	34,4	40,7	46,5
EpS	1,53	1,72	1,80	2,08	2,46	2,80
Dividende je Aktie	1,40	1,65	1,85	2,10	2,40	2,75
Umsatzwachstum	20,4%	0,6%	1,1%	-24,3%	10,5%	10,0%
Gewinnwachstum	22,1%	11,0%	5,6%	13,0%	18,3%	14,2%
KUV	2,70	2,68	2,65	3,50	3,17	2,88
KGV	33,2	29,9	28,3	25,1	21,2	18,6
KCF	22,1	17,1	13,9	26,0	18,9	13,8
EV / EBIT	21,1	19,2	19,3	17,2	14,4	12,6
Dividendenrendite	2,7%	3,2%	3,6%	4,0%	4,6%	5,3%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

Kostenanstieg fortgesetzt

In Erwartung einer schwächeren Dynamik im Jahr 2025 hatte Mensch und Maschine schon im Vorfeld angekündigt, das Kostenwachstum speziell im Digitalisierungssegment etwas drosseln zu wollen. Aufgrund der üblichen Verzögerungen vor allem im Personalbereich waren die entsprechenden Effekte im ersten Quartal allerdings noch nicht sichtbar. Bei einem leichten Personalwachstum (+2 Prozent gegenüber dem Jahreswechsel) legte der Personalaufwand um 5 Prozent (auf 7,2 Mio. Euro) zu, im Digitalisierungssegment betrug der Zuwachs sogar knapp 6 Prozent. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich um 5 Prozent (auf 5,6 Mio. Euro) erhöht.

Geschäftszahlen	Q1 2024	Q1 2025	Änderung
Umsatz	100,87	66,02	-34,6%
<i>Digitalisierung</i>	70,21	33,39	-52,4%
<i>Software</i>	30,66	32,63	+6,4%
Rohrertrag	50,18	49,44	-1,5%
<i>Digitalisierung</i>	22,49	20,47	-9,0%
<i>Software</i>	27,70	28,98	+4,6%
<i>Rohmarge</i>	49,7%	74,9%	
EBIT	16,86	16,11	-4,5%
<i>Digitalisierung</i>	6,96	4,79	-31,3%
<i>Software</i>	9,90	11,32	+14,4%
<i>EBIT-Marge</i>	16,7%	24,4%	
<i>Digitalisierung</i>	9,9%	14,3%	
<i>Software</i>	32,3%	34,7%	
EBT	16,57	15,71	-5,2%
<i>EBT-Marge</i>	16,4%	23,8%	
Periodenüberschuss	11,09	10,39	-6,3%
<i>Netto-Marge</i>	11,0%	15,7%	
Free-Cashflow	24,02	13,76	-42,7%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge auf neuem Rekordlevel

Ergebnisstützend haben sich hingegen die sonstigen betrieblichen Erträge ausgewirkt, die sich auf 2,7 Mio. Euro fast verdreifacht haben. Auf Nachfrage begründet MuM diesen Anstieg mit der Aktivierung von ei-

genen Entwicklungsleistungen, die sowohl im Softwaresegment (für Produktneuentwicklungen) als auch im Digitalisierungssegment (im Bereich Cybersecurity im Rahmen eines neuen Hosting-Angebotes) vorgenommen wurden. Insgesamt aber ging das EBIT des ersten Quartals um 5 Prozent auf 16,1 Mio. Euro zurück, wobei die Entwicklung in den beiden Segmenten gegenläufig war. Während das EBIT des Software-Segments um 14 Prozent auf 11,3 Mio. Euro geklettert ist, ist es in der Digitalisierung um knapp ein Drittel auf 4,8 Mio. Euro gesunken. Trotz dieses Rückgangs konnte die EBIT-Marge des Segments von 9,9 auf 14,3 Prozent erhöht werden. Da auch in der Software-Sparte mit 34,7 Prozent (nach 32,3 Prozent) ein neuer Rekord erreicht wurde und sich zudem die Umsatzstruktur zugunsten des hochmargigen Software-Geschäfts verschoben hat, ist die Konzern-EBIT-Marge um 7,7 Prozentpunkte auf den neuen Rekordwert von 24,4 Prozent geklettert.

Nettoergebnis geringfügig gesunken

Bei einem Finanzergebnis von -0,4 Mio. Euro hat sich der Vorsteuergewinn um 5 Prozent auf 15,7 Mio. Euro ermäßigt. Abzüglich der Ertragssteuern (4,2 Mio. Euro) und Minderheitsanteile am Konzerngewinn resultierte daraus ein Nettogewinn von 10,4 Mio. Euro, das somit um 6 Prozent unter dem Vergleichswert aus dem Q1 2024 ausgefallen ist. Bezogen auf den Quartalsumsatz entspricht das einer beeindruckenden Nettomarge von 15,7 Prozent.

Cashflow rückläufig, aber weiter stark

Dasselbe gilt auch für den operativen Cashflow. Im Vergleich mit der Vorjahresperiode, in der vor allem der Aufbau von Lieferantenverbindlichkeiten gegenüber Autodesk für einen Rekordüberschuss von 25,5 Mio. Euro gesorgt hatte, hat deren Reduktion maßgeblich nun einen rückläufigen Cashflow bedingt. Doch mit +16,1 Mio. Euro wurde gleichwohl ein sehr hoher Cash-Überschuss erwirtschaftet, der fast einem Viertel der Quartalserlöse entsprach. Abzüglich der Auszahlungen für Investitionszwecke in Höhe von -2,4 Mio. Euro wurde somit in den ersten drei Monaten des Jahres ein Free-Cashflow von 13,8 Mio. Euro erzielt, nach 24,0 Mio. Euro im Vorjahr.

Hohe Liquidität

Hiervon wurden rund 9,3 Mio. Euro für Finanzierungszwecke verwendet, wobei MuM in Q1 zusätzlich 4,5 Mio. Euro an Krediten aufgenommen hat. Dafür wurden 12,4 Mio. Euro in den Rückkauf eigener Aktien investiert, weitere 1,4 Mio. Euro entfielen auf Leasing-Zahlungen. Insgesamt erhöhte sich die bilanzielle Liquidität in den ersten drei Monaten von 43,0 auf 47,2 Mio. Euro und machte damit 22 Prozent der Bilanzsumme von 215,2 Mio. Euro aus.

Komfortable Bilanzwerte

Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten (inkl. der Leasing-Schulden) verfügt MuM somit über eine Nettoliquidität von 23,6 Mio. Euro. Auch wenn ein Teil der Liquidität für die Auszahlung der angekündigten Dividende von 1,85 Euro je Aktie vorgesehen ist (die genaue Ausschüttungssumme hängt davon ab, in welchem Umfang die Aktionäre die Möglichkeit der Aktiendividende nutzen werden), stellt dies einen sehr guten Wert dar. Dasselbe gilt für das Eigenkapital, das sich per Ende März auf 103,6 Mio. Euro belaufen hat, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 48,1 Prozent. Der leichte Rückgang gegenüber dem Stand von Ende Dezember (104,9 Mio. Euro resp.

49,5 Prozent) ist den umfangreichen Aktienrückkäufen geschuldet. Der gesamte Wert der im Eigenbestand gehaltenen Aktien, der vom Eigenkapital abgezogen wird, belief sich per Ende März auf 24,1 Mio. Euro, nach 11,7 Mio. Euro Ende Dezember.

Prognose bestätigt

Im Hinblick auf das laufende Jahr hat MuM die bisherige Prognose bestätigt. Dementsprechend strebt das Unternehmen ein Rotertragswachstum um 5 bis 7 Prozent an, auf dessen Grundlage das EBIT und das Nettoergebnis um jeweils 9 bis 19 Prozent verbessert werden sollen. Dies impliziert eine im Vergleich mit früheren Jahren etwas verhaltene Dynamik, die vor allem auf die zwar nachlassenden, aber noch spürbaren Bremseffekte der Umstellung bei Autodesk (insbesondere verweist MuM auf Inkonsistenzen bei Kundendaten bei Autodesk, was umfangreiche manuelle Nacharbeiten erfordert) zurückzuführen ist. Demgegenüber liegt die Wachstumserwartung für 2026 mit 8 bis 12 Prozent beim Rotertrag und 13 bis 25 Prozent beim Ergebnis wieder deutlich höher. Auch darüber hinaus soll das dynamische Gewinnwachstum fortgesetzt werden und bis 2028/29 eine erneute Ge-

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	246,8	272,7	299,9	326,9	354,7	384,9	417,6	453,1
Umsatzwachstum		10,5%	10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
EBIT-Marge	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,1%	25,6%	26,1%	26,6%
EBIT	52,2	62,2	71,4	80,0	89,0	98,6	109,1	120,7
Steuersatz	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,6	17,4	20,0	22,4	24,9	27,6	30,5	33,8
NOPAT	37,6	44,8	51,4	57,6	64,1	71,0	78,5	86,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,7	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2	6,4	6,6
+ 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	42,3	49,9	56,8	63,2	70,0	77,1	84,9	93,4
- Zunahme Net Working Capital	-14,9	-9,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-7,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7
Free Cashflow	20,1	34,5	51,1	57,4	63,9	70,8	78,4	86,7

SMC Schätzmodell

winnverdopplung auf mehr als 354 Cent je Aktie ermöglichen. Im Gleichschritt mit dem Gewinn soll auch die Dividende weiter steigen. Für 2025 wird eine Erhöhung um 20 bis 30 Cent angestrebt, ab 2026 will MuM die Ausschüttung sogar um 25 bis 40 Cent pro Jahr steigern.

Schätzungen unverändert

Mit den vorgelegten Q1-Zahlen hat MuM unsere Erwartungen weitgehend getroffen. Das Unternehmen hatte bereits im Vorfeld darauf hingewiesen, dass mit Zuwächsen im Vorjahresvergleich erst ab dem Spätsommer/Herbst zu rechnen ist. Zum einen sollten die Kinderkrankheiten des neuen Abrechnungsmodells bei Autodesk spätestens im dritten Quartal überwunden sein und zum anderen bietet insbesondere das schwache vierte Quartal 2024 eine leicht zu überbietende Vergleichsgrundlage. Insofern sehen wir unsere Schätzungen (Rohertragswachstum +6 Prozent auf 185,1 Mio. Euro und ein EBIT von 52,5 Mio. Euro (+12 Prozent)) weiter als gut erreichbar an. Auch bezüglich der Annahmen für die Folgejahre sehen wir derzeit keine Veranlassung für eine Änderung. Folglich kalkulieren wir weiter mit einem Rohertragswachstum zwischen 10,7 und 8,7 Prozent sowie mit einer leicht steigenden Marge. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2032 rechnen wir

mit einem Umsatz von 453 Mio. Euro, einem Rohertrag von 345 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 26,6 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2025 bis 2032 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 6,8 Prozent und gleichgebliebener Annahmen zum Terminal Value (Sicherheitsabschlag von 10 Prozent auf die Zielmarge, ewiges Wachstum 1 Prozent) beträgt der faire Wert nun 1.142,8 Mio. Euro oder 68,90 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 69,00 Euro ableiten (bisher: 67,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung enthält der Anhang). Die leichte Anhebung ist der Kombination aus dem Diskontierungseffekt und der geringfügig reduzierten Aktienzahl geschuldet. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) nach wie vor mit zwei Punkten als unterdurchschnittlich ein.

Fazit

Mensch und Maschine ist solide in das neue Geschäftsjahr gestartet. Während das Softwaresegment das stetige Umsatz- und Gewinnwachstum nahtlos fortsetzen konnte, waren in der Digitalisierungssparte – wie angekündigt – noch die Effekte des letztjährigen Wechsels des Abrechnungssystems bei Autodesk spürbar. Dementsprechend ging der Rohertrag des Segments um 9 Prozent zurück, weswegen auch auf der Konzernebene ein leichter Rohertragsrückgang von knapp 2 Prozent verzeichnet wurde (die Umsatzzahlen sind wegen des Systemwechsels nicht mit dem Vorjahr vergleichbar).

Auch das EBIT und der Nettogewinn des ersten Quartals waren im Vorjahresvergleich rückläufig – dies aber im erwarteten Umfang. Dementsprechend hat Mensch und Maschine die Prognose für das Gesamtjahr, die ein Gewinnwachstum um 9 bis 19 Prozent in Aussicht stellt, bestätigt. Auch wir fühlen uns mit unseren Schätzungen (EBIT-Anstieg um 12 Prozent) wohl und lassen sie unverändert.

Dass sich unser Kursziel dennoch leicht auf 69,00 Euro erhöht hat, liegt vor allem an der infolge der fortgesetzten Aktienrückkäufe reduzierten Aktienzahl. Inzwischen hält MuM eigene Aktien im Wert von 24,1 Mio. Euro im Bestand. Dass die Bilanz trotzdem eine Eigenkapitalquote von knapp 50 Prozent und eine Nettoliquidität von 24 Mio. Euro aufweist, unterstreicht die exzellente Verfassung des Unternehmens.

Das gilt auch für die großzügige Dividendenpolitik. Die für 2024 geplante Ausschüttung von 1,85 Euro je Aktie liegt nicht nur über dem letztjährigen Gewinn je Aktie, sondern bedeutet die zehnte Erhöhung in Folge. Bezogen auf den aktuellen Kurs winkt mit der Ausschüttung eine Dividendenrendite von 3,5 Prozent.

Auch unser Kursziel von 69,00 Euro signalisiert signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie, auf dessen Basis wir das Urteil „Strong Buy“ bekräftigen.

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 mit einer Nettoliquidität.
- 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.
- 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	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	111,6	114,2	114,6	114,9	115,1	115,3	115,4	115,5	115,6
1. Immat. VG	76,1	77,5	76,7	75,9	75,2	74,5	73,8	73,1	72,5
2. Sachanlagen	34,2	35,4	36,5	37,6	38,6	39,4	40,3	41,0	41,8
II. UV Summe	100,3	86,0	81,0	86,5	92,7	104,3	119,4	136,0	154,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	104,9	108,7	115,3	122,7	130,3	141,3	153,3	166,5	181,2
II. Rückstellungen	12,6	12,9	13,3	13,6	14,0	14,3	14,7	15,1	15,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	34,5	33,4	31,8	29,8	27,9	26,2	26,2	26,2	26,2
2. Kurzfristiges FK	59,9	45,2	35,3	35,3	35,7	37,8	40,6	43,8	47,3
BILANZSUMME	211,9	200,2	195,6	201,4	207,8	219,6	234,8	251,5	270,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	325,8	246,8	272,7	299,9	326,9	354,7	384,9	417,6	453,1
Rohertrag	174,6	185,1	204,8	226,1	247,2	269,1	292,4	317,8	345,3
EBITDA	56,7	62,7	73,1	82,6	91,4	100,7	110,5	121,2	133,0
EBIT	46,5	52,2	62,2	71,4	80,0	89,0	98,6	109,1	120,7
EBT	45,5	52,3	62,2	71,5	80,2	89,5	99,2	109,8	121,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	33,4	37,7	44,8	51,5	57,8	64,4	71,4	79,0	87,4
JÜ	30,5	34,4	40,7	46,5	51,9	57,5	63,3	69,7	76,6
EPS	1,80	2,08	2,46	2,80	3,13	3,47	3,82	4,20	4,62

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	62,3	33,2	45,7	62,7	69,2	76,1	83,3	91,1	99,7
CF aus Investition	-10,9	-7,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7
CF Finanzierung	-33,5	-44,0	-49,2	-55,8	-61,8	-63,3	-67,2	-73,6	-80,5
Liquidität Jahresanfa.	24,9	43,0	25,0	16,0	17,2	18,8	25,5	35,3	46,4
Liquidität Jahresende	43,0	25,0	16,0	17,2	18,8	25,5	35,3	46,4	58,9

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	1,1%	-24,3%	10,5%	10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Rohertragswachstum	3,6%	6,0%	10,7%	10,4%	9,4%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%
Rohertragsmarge	53,6%	75,0%	75,1%	75,4%	75,6%	75,9%	76,0%	76,1%	76,2%
EBITDA-Marge	17,4%	25,4%	26,8%	27,5%	28,0%	28,4%	28,7%	29,0%	29,4%
EBIT-Marge	14,3%	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,1%	25,6%	26,1%	26,6%
EBT-Marge	14,0%	21,2%	22,8%	23,8%	24,5%	25,2%	25,8%	26,3%	26,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,4%	14,0%	14,9%	15,5%	15,9%	16,2%	16,5%	16,7%	16,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,8%	100,68	91,53	84,27	78,38	73,49
6,3%	88,54	81,55	75,86	71,15	67,18
6,8%	78,92	73,44	68,90	65,08	61,81
7,3%	71,12	66,74	63,05	59,90	57,18
7,8%	64,65	61,10	58,06	55,43	53,15

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 23.04.2025 um 21:14 Uhr fertiggestellt und am 24.04.2025 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
26.03.2025	Strong Buy	67,00 Euro	1), 3)
13.02.2025	Strong Buy	67,00 Euro	1), 3)
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)

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.