

23. Juli 2026
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

Lebhaftes Software-Geschäft stützt den Ausblick

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 34,95 € | Kursziel: 65,00 € (zuvor: 66,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	1.116
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	34,95 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	582,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	669,4 Mio. Euro
Freefloat:	41,4 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	56,30 / 33,05 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	771,4 Tsd. Euro / Tag

Umsatzwachstum fortgesetzt

Im zweiten Quartal hat Mensch und Maschine das robuste Wachstum der ersten drei Monate (+8,4 Prozent) fortgesetzt und konnte um 7,9 Prozent auf 59,2 Mio. Euro zulegen. Allerdings haben hierbei die beiden Segmente ihre Rollen getauscht: Hatte zu Jahresanfang das Digitalisierungssegment noch mit einer Dynamik von fast 12 Prozent überzeugt, waren es nun nur noch 2 Prozent, während die Softwaresparte von 5,0 auf 13,6 Prozent beschleunigen konnte. In Summe des Zeitraums Januar bis Juni steht somit ein Umsatzwachstum um 8,2 Prozent auf 130,7 Mio. Euro in den Büchern, wovon das Softwaresegment 66,1 Mio. Euro (+9,0 Prozent) und die Digitalisierung 64,7 Mio. Euro (+7,4 Prozent) beigetragen haben.

Autodesk-Zyklus belastet

Auf der Rohertragsebene resultiert daraus für die erste Jahreshälfte ein Anstieg um 1,9 Prozent auf 95,1 Mio. Euro, der aber ausschließlich in der Softwaresparte erzielt wurde. Hier hat sich der Rohertrag um 8,7 Prozent und somit fast im Gleichschritt mit dem Umsatz

GJ-Ende: 31.12.	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz (Mio. Euro)	322,3	325,8	238,6	255,3	280,8	306,1
EBIT (Mio. Euro)	46,8	46,5	49,1	55,6	63,2	71,2
Jahresüberschuss	28,9	30,5	31,8	35,1	39,9	45,2
EpS	1,72	1,80	1,91	2,11	2,40	2,71
Dividende je Aktie	1,65	1,85	2,00	2,20	2,50	2,80
Umsatzwachstum	0,6%	1,1%	-26,8%*	7,0%	10,0%	9,0%
Gewinnwachstum	11,0%	5,6%	4,3%	10,3%	13,7%	13,2%
KUV	1,81	1,79	2,44	2,28	2,07	1,90
KGV	20,2	19,1	18,3	16,6	14,6	12,9
KCF	11,5	9,3	35,1	15,8	10,2	9,2
EV / EBIT	14,3	14,4	13,6	12,0	10,6	9,4
Dividendenrendite	4,7%	5,3%	5,7%	6,3%	7,2%	8,0%

*Rechnerischer Effekt durch Wechsel des Abrechnungsmodells bei Autodesk

auf 59,5 Mio. Euro erhöht, während das Digitalisierungssegment einen Rohertragsrückgang um fast 8 Prozent auf 32,6 Mio. Euro hinnehmen musste. Die Diskrepanz zwischen dem steigenden Segmentumsatz einerseits und dem rückläufigen Rohertrag andererseits erklärt Mensch und Maschine mit der Zusammensetzung der Erlöse, die diesmal stärker von Hardwareweiterverkäufen (NVIDIA-GPUs) sowie von Verkäufen an öffentliche Kunden geprägt waren. Diese wurden anders als das sonstige Autodesk-Geschäft nicht auf das Provisionsmodell umgestellt und werden deswegen noch brutto ausgewiesen. Da sich im Autodesk-Geschäft zugleich der Zyklus der Verlängerung von dreijährigen Verträgen im zweiten Quartal gerade gegenüber dem Vorjahr negativ ausgewirkt hat, spricht MuM für die Monate April bis Juni für diesen Bereich von einem Rückgang des Rohertrags um 45 Prozent. Ein Großteil davon konnte durch starke Zuwächse im Bereich Dienstleistungen kompensiert werden, doch unter dem Strich verblieb für das Segment im zweiten Quartal ein Rückgang des Rohertrags um 18 Prozent, der sich zusammen mit dem minimalen Zuwachs im ersten Quartal auf Halbjahressicht zu dem oben genannten Rückgang von fast 8 Prozent addierte.

Beschleunigung im Softwaregeschäft

Das Unternehmen sieht dies allerdings nur als eine Momentaufnahme, die zudem vor allem die Volatilität des Autodesk-Geschäfts widerspiegelt, und zeigt sich deswegen insgesamt mit der Entwicklung des zweiten Quartals zufrieden. Das gilt insbesondere für das Softwaregeschäft, das verglichen mit dem Jahresauftakt deutlich an Schwung gewonnen hat. MuM berichtet diesbezüglich von einer breit gestreuten Nachfrage und nennt unter anderem Zulieferer des Halbleitersektors – explizit genannt wurden etwa 60 Zulieferer des niederländischen Halbleitersausrüsters ASML – sowie Hersteller von Gasturbinen, die beide vom KI-induzierten Investitionsboom profitieren. Aber auch im Digitalisierungssegment beobachtet MuM eine deutlich ansteigende Dynamik im Neugeschäft, die sich in den Folgequartalen auch deutlicher in den Umsatz- und Rohertragszahlen zeigen sollte.

Geschäftszahlen	HJ 2025	HJ 2026	Änderung
Umsatz	120,87	130,75	+8,2%
<i>Digitalisierung</i>	60,22	64,66	+7,4%
<i>Software</i>	60,65	66,09	+9,0%
Rohertrag	93,32	95,09	+1,9%
<i>Digitalisierung</i>	38,64	35,63	-7,8%
<i>Software</i>	54,68	59,46	+8,7%
Rohmarge	77,2%	72,7%	
EBIT	26,76	28,14	+5,2%
<i>Digitalisierung</i>	8,14	5,97	-26,6%
<i>Software</i>	18,62	22,17	+19,1%
EBIT-Marge	22,1%	21,5%	
<i>Digitalisierung</i>	13,5%	9,2%	
<i>Software</i>	30,7%	33,5%	
EBT	25,97	27,37	+5,4%
EBT-Marge	21,5%	20,9%	
Periodenüberschuss	17,69	18,17	+2,7%
Netto-Marge	14,6%	13,9%	
Free-Cashflow	10,09	21,17	+109,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Kostenbremse klar erkennbar

Wie schon im ersten Quartal konnte MuM auch im Frühjahr die Kostenentwicklung unterhalb der Wachstumsrate des Rohertrags halten. Der Personalaufwand erhöhte sich lediglich um 0,4 Prozent, während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 8 Prozent reduziert werden konnten. Auf Halbjahressicht ergibt sich daraus ein zweiprozentiger Anstieg des Personalaufwands auf 56,2 Mio. Euro und ein achtprozentiger Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 10,4 Mio. Euro. Während Letztere in beiden Segmenten reduziert werden konnten, gab es beim Personalaufwand eine divergierende Entwicklung, die auch die unterschiedliche Wachstumsdynamik widerspiegelt: Im Softwaresegment erhöhte sich die Mitarbeiterzahl weiter um 2 Prozent auf 598 Vollzeitäquivalente (FTE) und der Personalaufwand um 9 Prozent auf 31,7 Mio. Euro, während die Digitalisierungssparte ihre Mitarbeiterzahl um 3 Prozent auf 518 FTE und den Personalaufwand um 6 Prozent auf 24,4 Mio. Euro reduzierte.

Halbjahres-EBIT mit neuem Rekord

Ergebnistreibend hat sich auch der deutliche Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um 16 Prozent auf 5,8 Mio. Euro ausgewirkt, der vor allem einem hohen Einmalertrag aus dem Verkauf eines Anteils an einem Gemeinschaftsunternehmen in Israel im ersten Quartal geschuldet war. Dem entgegengesetzt gewirkt haben die Abschreibungen, die wegen der in den letzten zwei Jahren erhöhten Aktivierungen von Entwicklungsleistungen sowie wegen höherer Leasingkosten nun um 19 Prozent auf 6,3 Mio. Euro zugelegt haben. Insgesamt ergibt sich daraus ein EBIT-Anstieg um 5,2 Prozent auf 28,1 Mio. Euro, womit nicht nur der Vorjahreswert, sondern auch der bisherige Halbjahresrekord aus dem Jahr 2024 (28,0 Mio. Euro) minimal übertroffen wurde. Die EBIT-Marge des ersten Halbjahrs belief sich auf 21,5 Prozent und blieb wegen der Schwäche des Digitalisierungssegments, dessen EBIT um 27 Prozent gesunken ist, diesmal unter dem Vorjahresniveau (22,1 Prozent). Demgegenüber konnte die ohnehin schon sehr hohe Profitabilität des Softwaresegments weiter verbessert werden. Mit 33,5 Prozent lag die EBIT-Marge der Sparte rund 3 Prozentpunkte über dem Vorjahr und damit klar auf einem neuen Rekordniveau. Absolut hat sich das EBIT im Softwaregeschäft um 19 Prozent auf 22,2 Mio. Euro erhöht und machte damit fast 80 Prozent des Konzern-EBIT aus.

EpS profitiert von Aktienrückkäufen

Bei einem leicht verbesserten Finanzergebnis von -0,8 Mio. Euro und einem Steueraufwand von 7,1 Mio. Euro legte das Nachsteuerergebnis in etwa im Gleichschritt mit dem EBIT auf 20,3 Mio. Euro zu. Nach Abzug der Minderheitsanteile, die sich um mehr als ein Drittel auf 2,1 Mio. Euro erhöht haben, verblieb beim Nettoergebnis allerdings nur ein Zuwachs um 2,7 Prozent auf 18,2 Mio. Euro. Da sich aber durch die fortgesetzten Aktienrückkäufe die Zahl der ausstehenden Aktien erneut reduziert hat, konnte MuM für das Ergebnis je Aktie dennoch ein Wachstum um 5 Prozent auf 1,11 Euro vermelden.

Free-Cashflow verdoppelt

Sehr stark ist im ersten Halbjahr der operative Cashflow ausgefallen, der im Vorjahresvergleich um 73 Prozent auf 25,5 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Fünftel der Erlöse, zugelegt hat. Da sich zugleich die Auszahlungen für Investitionen leicht auf 4,4 Mio. Euro ermäßigt haben, betrug der Zuwachs beim Free-Cashflow sogar 110 Prozent auf 21,2 Mio. Euro. Entscheidend dafür war das deutlich reduzierte Wachstum des Nettoumlaufvermögens, dessen negativer Liquiditätseffekt von -13,8 auf -2,6 Mio. Euro abgenommen hat. Hier wirkt sich die sukzessive Normalisierung der Lieferantenverbindlichkeiten gegenüber Autodesk aus, deren kräftiger Aufbau und anschließender Abbau in den letzten Jahren für sehr starke Ausschläge beim operativen Cashflow gesorgt hatten.

Dividende prägt Finanzierungs-Cashflow

Der Finanzierungs-Cashflow war, wie im Vorjahr, von der Dividendenzahlung geprägt, die für einen Mittelabfluss von 32,6 Mio. Euro gesorgt hat. Zusammen mit den Auszahlungen für Leasing (3,4 Mio. Euro) und für Dividenden an Minderheitsanteilseigner (1,5 Mio. Euro), reduziert um eine Nettokreditaufnahme von 10,6 Mio. Euro sowie einen rechnerischen Effekt aus der Ausgabe eines Teils der eigenen Aktien im Rahmen der Aktiendividende (6,4 Mio. Euro), führte dies zu einem Finanzierungs-Cashflow von -20,8 Mio. Euro. Insgesamt blieb die bilanzielle Liquidität im ersten Halbjahr dadurch weitgehend unverändert und belief sich zum 30. Juni auf 16,1 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote geringer

Bei einer nur geringfügig gesunkenen Bilanzsumme von 197,9 Mio. Euro führte die Dividendenzahlung bei gleichzeitiger Nettokreditaufnahme zu einer Abnahme der Eigenkapitalquote von 42,1 Prozent zu Jahresanfang auf 38,5 Prozent per Ende Juni. Absolut ist das Eigenkapital um 10 Prozent auf 76,2 Mio. Euro zurückgegangen. Zugleich hat sich aber der Bestand an eigenen Aktien, deren Wert vom Eigenkapital abgezogen wird, von 32,2 Mio. Euro Ende Dezember auf nun 22,6 Mio. Euro reduziert. Dieser Bestand

umfasst derzeit 487.504 Aktien, die zu einem durchschnittlichen Kurs von 45,655 Euro gekauft wurden.

Prognose bestätigt

Im Hinblick auf das laufende Jahr hat MuM die bisherige Prognose bestätigt. Dementsprechend strebt das Unternehmen ein Rohertragswachstum um 6 bis 10 Prozent an, auf dessen Grundlage das EBIT und das Nettoergebnis um jeweils 11 bis 19 Prozent verbessert werden sollen. In absoluten Zahlen wird 2026 ein EBIT von 54,5 bis 58,5 Mio. Euro beziehungsweise ein EPS von 211 bis 226 Cent angestrebt. Bei Zielerreichung soll die Dividende für 2026 auf 220 bis 240 Cent je Aktie steigen. Ebenso unverändert gilt das Ziel einer erneuten Gewinnverdopplung bis 2030 auf dann mehr als 380 Cent je Aktie.

Schätzungen leicht revidiert

Die gemeldeten Q2-Zahlen sind im Hinblick auf das Softwaregeschäft etwas besser, bezüglich der Digitalisierungssparte aber schwächer ausgefallen als von uns erwartet. Insgesamt überwiegt leicht der letztgenannte Aspekt, weswegen wir uns entschlossen haben, unsere Schätzungen geringfügig abzusenken. Beim Rohertrag

kalkulieren wir für 2026 nun mit 193,8 Mio. Euro, beim EBIT mit 55,6 Mio. Euro und beim Ergebnis je Aktie mit 211 Cent (bisher: 195,6 Mio. Euro / 55,8 Mio. Euro / 217 Cent). Dabei ist zu beachten, dass bei der EPS-Schätzung noch keine weiteren Aktienrückkäufe berücksichtigt sind, von denen wir aber ausgehen. Insgesamt liegen wir mit den neuen Schätzungen weiterhin in den von MuM bestätigten Zielspannen, nun aber etwas näher am unteren Rand. Die Änderungen haben sich auch auf die Folgejahre ausgewirkt, weswegen nun der Zielumsatz für 2033 leicht unter dem bisherigen Wert liegt (460,3 statt 464,6 Mio. Euro). Die Ziel-EBIT-Marge blieb hingegen unverändert bei 26,0 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2026 bis 2033 zeigt die Tabelle unten auf dieser Seite. Detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Neues Kursziel: 65,00 Euro

Auf Basis eines unveränderten Diskontierungszinses von 7,0 Prozent und gleich gebliebener Annahmen

Mio. Euro	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032	12 2033
Umsatzerlöse	255,3	280,8	306,1	332,1	360,3	391,0	424,2	460,3
Umsatzwachstum		10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
EBIT-Marge	21,8%	22,5%	23,3%	24,0%	24,5%	25,0%	25,5%	26,0%
EBIT	55,6	63,2	71,2	79,6	88,4	97,8	108,3	119,8
Steuersatz	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	16,0	18,2	20,5	22,9	25,5	28,2	31,2	34,5
NOPAT	39,6	45,0	50,7	56,7	62,9	69,6	77,1	85,3
+ Abschreibungen & Amortisation	5,8	6,5	6,9	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	45,4	51,5	57,5	63,9	70,4	77,2	84,9	93,2
- Zunahme Net Working Capital	-15,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-7,9	-6,1	-6,4	-6,5	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4
Free Cashflow	21,6	45,4	51,2	57,3	63,6	70,2	77,7	85,7

SMC Schätzmodell

zum Terminal Value (Sicherheitsabschlag von 10 Prozent auf die Zielmarge, ewiges Wachstum von 1 Prozent) beträgt der faire Wert nun 1.088,4 Mio. Euro oder 65,32 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 65,00 Euro ableiten (bisher: 66,00 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

Mensch und Maschine konnte im ersten Halbjahr den Rohertrag nur leicht, nämlich um 1,9 Prozent auf 95,1 Mio. Euro, steigern, schaffte es aber erneut, das Ergebnis überproportional dazu zu verbessern. Das EBIT erhöhte sich um 5,2 Prozent auf 28,1 Mio. Euro, während der Nettoüberschuss, der von einem starken Zuwachs der Minderheitsanteile belastet wurde, trotzdem um 2,7 Prozent auf 18,2 Mio. Euro zulegte. Damit blieb die Dynamik des gesamten ersten Halbjahrs unter dem Niveau des ersten Quartals, was auf eine Schwäche des Autodesk-Geschäfts im Digitalisierungssegment in den Monaten April bis Juni zurückzuführen war. Diese war dem diesmal ungünstigen Zyklus der Verlängerung dreijähriger Lizenzverträge für Autodesk-Software geschuldet und sollte deswegen nur temporär bleiben. Dies gilt umso mehr, als sich MuM mit der Entwicklung des proprietären Geschäfts des Segments (Dienstleistungen und Schulungen) sowie mit der Dynamik des Neugeschäfts zufrieden zeigt. Sehr erfreulich war im zweiten Quartal die Performance des Softwaregeschäfts, das laut MuM von einer spürbaren und vor allem breit basierten

Nachfragebelebung profitierte. Unter anderem verspürt MuM eine verstärkte Nachfrage aus dem Halbleiter- und Energiebereich und führt dies auf den Investitionsboom im KI-Umfeld zurück.

Vor diesem Hintergrund zeigt sich Mensch und Maschine zuversichtlich, die eigenen Gewinnziele für 2026 (+11 bis +19 Prozent) zu erreichen. Auch wir gehen davon aus, dass dies Mensch und Maschine gelingen wird, haben unsere Schätzungen innerhalb dieser Zielkorridore aber leicht abgesenkt. Nun kalkulieren wir für das laufende Jahr mit einem Anstieg des EBIT von 49,1 auf 55,6 Mio. Euro und einem Zuwachs des EPS von 1,91 auf 2,11 Euro.

Hieraus liefert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert von 65,00 Euro, der weit oberhalb des aktuellen Börsenkurses liegt und damit eine deutliche Unterbewertung der Aktie signalisiert. Da wir auch sonst von dem Unternehmen, seiner Aufstellung und seiner Strategie vollauf überzeugt sind, bestätigen wir auf dieser Basis 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 Gründers.
- Solide Bilanzstrukturen mit einer hohen Eigenkapitalquote.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

Chancen

- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung weiter beflügeln. Der wachsende KI-Einsatz könnte die interne Produktivität erhöhen und über Preis- und Qualitätseffekte den Digitalisierungstrend weiter anfeuern.
- Mit der Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert MuM attraktive Märkte, die durch die staatlichen Ausgabeprogramme einen weiteren Schub erfahren dürften.
- Mit der Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das geplante Gewinnwachstum soll mit stark steigenden Dividenden einhergehen.
- Nach dem jüngsten Kursverfall der Softwareaktien lockt MuM mit einer attraktiven Bewertung und einer hohen Dividendenrendite.

Schwächen

- Das Digitalisierungsgeschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- 2024 und 2025 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.
- Der Siegeszug der KI könnte disruptive Effekte auf etablierte Geschäftsmodelle haben und für eine verschärfte Wettbewerbsintensität sorgen.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb würde 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	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
AKTIVA									
I. AV Summe	125,1	126,6	126,2	125,7	125,1	124,5	123,8	123,2	122,6
1. Immat. VG	81,7	81,3	79,1	77,0	75,1	73,3	71,7	70,1	68,6
2. Sachanlagen	35,9	38,1	40,0	41,5	42,8	44,0	45,0	45,9	46,8
II. UV Summe	76,1	70,0	74,2	79,8	90,2	103,4	117,9	134,0	151,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	84,8	90,0	96,0	102,7	112,5	122,9	134,1	146,7	160,5
II. Rückstellungen	13,3	13,7	14,0	14,4	14,7	15,1	15,4	15,8	16,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	40,6	43,1	41,3	39,6	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7
2. Kurzfristiges FK	62,5	49,8	49,1	48,7	49,4	51,3	53,4	55,9	58,8
BILANZSUMME	201,2	196,6	200,4	205,5	215,3	227,9	241,7	257,1	274,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Umsatzerlöse	238,6	255,3	280,8	306,1	332,1	360,3	391,0	424,2	460,3
Rohertrag	181,9	193,8	211,7	231,5	251,9	273,8	297,5	323,3	351,4
EBITDA	60,4	68,0	76,3	84,6	93,4	102,4	112,0	122,7	134,3
EBIT	49,1	55,6	63,2	71,2	79,6	88,4	97,8	108,3	119,8
EBT	47,1	54,2	61,6	69,7	78,3	87,3	96,7	107,4	119,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	34,9	38,6	43,9	49,6	55,8	62,1	68,9	76,5	84,7
JÜ	31,8	35,1	39,9	45,2	50,8	56,5	62,7	69,6	77,1
EPS	1,91	2,11	2,40	2,71	3,05	3,39	3,76	4,18	4,63

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
CF operativ	16,6	36,9	57,0	63,1	69,5	76,1	83,1	90,8	99,2
CF aus Investition	-11,0	-7,9	-6,1	-6,4	-6,5	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4
CF Finanzierung	-32,3	-38,4	-51,5	-56,3	-58,0	-61,8	-67,7	-74,0	-81,0
Liquidität Jahresanfa.	43,0	15,8	6,4	5,7	6,2	11,2	18,8	27,2	36,8
Liquidität Jahresende	15,8	6,4	5,7	6,2	11,2	18,8	27,2	36,8	47,6

Kennzahlen

Prozent	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Umsatzwachstum	-26,8%	7,0%	10,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Rohertragswachstum	4,2%	6,5%	9,2%	9,4%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Rohertragsmarge	76,2%	75,9%	75,4%	75,6%	75,9%	76,0%	76,1%	76,2%	76,3%
EBITDA-Marge	25,3%	26,6%	27,2%	27,7%	28,1%	28,4%	28,6%	28,9%	29,2%
EBIT-Marge	20,6%	21,8%	22,5%	23,3%	24,0%	24,5%	25,0%	25,5%	26,0%
EBT-Marge	19,7%	21,2%	21,9%	22,8%	23,6%	24,2%	24,7%	25,3%	25,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	13,3%	13,7%	14,2%	14,8%	15,3%	15,7%	16,0%	16,4%	16,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	94,82	86,40	79,68	74,18	69,61
6,5%	83,63	77,14	71,84	67,43	63,69
7,0%	74,70	69,58	65,32	61,72	58,64
7,5%	67,41	63,30	59,82	56,84	54,26
8,0%	61,35	57,99	55,11	52,62	50,44

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 und/oder ein nahestehendes Unternehmen unterhält/unterhalten 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 23.07.2026 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 23.07.2026 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
27.04.2026	Strong Buy	66,00 Euro	1), 3), 4)
20.03.2026	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)
13.02.2026	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)
24.10.2025	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3)
24.07.2025	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3)
24.04.2025	Strong Buy	69,00 Euro	1), 3), 4)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

III) Kooperation mit der BankM

1) Diese Studie wird gemäß Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 Art. 8 Abs. 1 und 2 weitergegeben von BankM AG. Die BankM AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Die BankM AG

- verfügt über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- war innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- war innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden noch hat sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- hat keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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 Kapitalmarktteil-

nehmer 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 vorstehenden 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.