

13. Februar 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Mensch und Maschine Software SE

## Rekordjahr 2022 mit einem starken Schlussspurt gekrönt

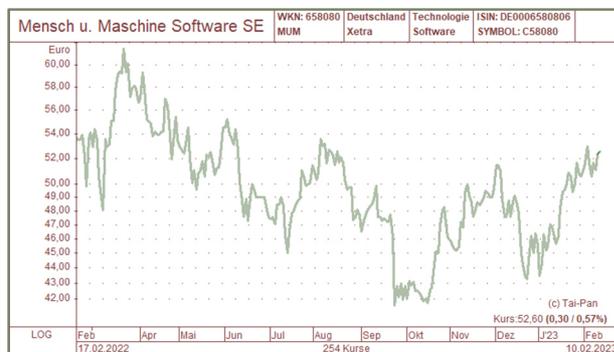
Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 52,60 € | Kursziel: 62,30 € (zuvor: 66,50 €)

**Analyst:** Dipl.-Volksw. 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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

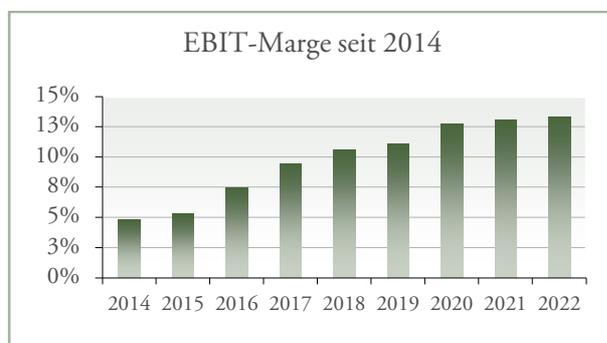
<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.031
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	52,60 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	902,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	997,1 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	45,3%
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	61,60 / 40,25 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	352,6 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat vorläufige Zahlen für das letzte Geschäftsjahr vorgelegt und damit einmal mehr überzeugt. Trotz der widrigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen konnte der Umsatz um 20 Prozent auf 320 Mio. Euro gesteigert werden, was ergebnisseitig wieder in eine überproportionale Verbesserung umgemünzt wurde: Das EBIT erhöhte sich um knapp 23 Prozent auf 42,6 Mio. Euro und der Jahresüberschuss legte um 22 Prozent auf rund 26,0 Mio. Euro zu. Damit hat MuM die eigenen Prognosen, die erst im Oktober angehoben wurden, nun jeweils am oberen Ende erreicht und unsere Erwartungen leicht übertroffen. Wie schon in den Vorjahren, will MuM einen Großteil des Gewinns in Form einer Dividende an die Aktionäre ausschütten, für die eine Anhebung von 1,20 auf 1,40 Euro angekündigt wurde. Bezogen auf den aktuellen Kurs entspricht das einer Dividendenrendite von 2,7 Prozent. Ein Teil der hohen Wachstumsdynamik des letzten Jahres ist auf starke Vorzieheffekte im Geschäft mit der Verlängerung dreijähriger Lizenzverträge für die Autodesk-Software zurückzuführen, in dem dementsprechend im laufenden Jahr eine Delle zu erwarten ist. Dadurch dürfte die Dynamik 2023 etwas geringer ausfallen, doch davon abgesehen ist der positive Aufwärtstrend weiterhin absolut intakt.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	244,0	266,2	320,0	320,0	352,0	387,2
EBIT (Mio. Euro)	31,0	34,7	42,6	47,0	54,5	63,0
Jahresüberschuss	18,7	21,3	26,0	28,3	32,9	37,8
EpS	1,11	1,26	1,54	1,70	1,97	2,27
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,40	1,54	1,86	2,09
Umsatzwachstum	-0,8%	9,1%	20,2%	0,0%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	12,3%	13,9%	22,2%	8,6%	16,2%	15,0%
KUV	3,59	3,29	2,74	2,74	2,49	2,26
KGV	46,9	41,2	33,7	31,0	26,7	23,2
KCF	26,0	23,5	22,7	19,9	18,7	16,6
EV / EBIT	31,2	27,9	22,8	20,6	17,8	15,4
Dividendenrendite	1,9%	2,3%	2,7%	2,9%	3,5%	4,0%

## Starker Endspurt in Q4

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr den Umsatz um 20 Prozent auf rund 320 Mio. Euro gesteigert. Daraus lässt sich für das vierte Quartal eine deutliche Wachstumsbeschleunigung erkennen: in den drei Monaten Oktober bis Dezember hat MuM etwa 91,8 Mio. Euro umgesetzt und damit den Vorjahreswert um 27 Prozent übertroffen. Ermöglicht wurde dieser kräftige Jahresendspurt vor allem durch die Sonderkonjunktur im Bestandsgeschäft mit Autodesk-Mietverträgen (insb. Verlängerung von rabattierten Dreijahresverträgen), in deren Folge der Systemhaus-Rohrertrag des vierten Quartals um mehr als ein Drittel auf 22,7 Mio. Euro zulegte. Gestiegen ist auch der Rohrertrag im Software-Segment, wobei allerdings das Tempo hier mit knapp 5 Prozent deutlich unter den Vorquartalen lag. Auf Nachfrage begründet MuM dies vor allem mit dem Basiseffekt des sehr starken Q4 2021, in dem sich seinerzeit die deutliche Nach-Corona-Geschäftsbelebung bemerkbar gemacht hatte, und zeigt sich mit der Entwicklung des Segments sehr zufrieden und verweist auf ein lebhaftes Neugeschäft. Dieses hat im Gesamtjahr ein Wachstum des Segmentrohertrages um 15 Prozent (auf 87,5 Mio. Euro) ermöglicht, das somit nur geringfügig schwächer ausfiel als im Systemhaus (+18 Prozent auf 73,5 Mio. Euro). Auf Konzernebene wurde der Rohrertrag 2022 um 16,3 Prozent auf 161 Mio. Euro gesteigert. Die damit korrespondierende Rohertragsmarge von 50,3 Prozent, 1,7 Prozentpunkte niedriger als 2021, spiegelt gleichermaßen die Umsatzverschiebung in Richtung Systemhaus und dort zu dem Vertrieb von Autodesklizenzen wider.



Quelle: Unternehmen

Geschäftszahlen	GJ 21	GJ 22	Änderung
Umsatz	266,2	320,0	+20,2%
Rohrertrag	138,4	161,0	+16,3%
Systemhaus	62,3	73,5	+18,0%
Software	76,1	87,5	+14,9%
Rohmarge	52,0%	50,3%	
EBIT	34,7	42,6	+22,8%
Systemhaus	13,3	17,5	+31,3%
Software	21,4	25,1	+17,5%
EBIT-Marge	13,0%	13,3%	
Jahresüberschuss	21,3	26,0	+22,0%
Netto-Marge	8,0%	8,1%	
Operativer Cashflow	36,9	38,7	+4,8%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT legt erneut überproportional zu

Trotz der niedrigeren Konzernrohmarginen konnte das EBIT 2022 erneut überproportional verbessert werden. Es erhöhte sich nach vorläufigen Zahlen um 22,8 Prozent auf 42,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem weiteren Margenanstieg von 13,0 auf 13,3 Prozent. Hinsichtlich der Segmentaufteilung stammt nach wie vor der größere Teil des Konzern-EBIT aus dem Softwaresegment, das 2022 mit 25,1 Mio. Euro (+17,5 Prozent) etwa 59 Prozent dazu beigetragen hat. Allerdings war das Ergebniswachstum im Systemhaus stärker, hier konnte das EBIT sogar um 31 Prozent auf 17,5 Mio. Euro gesteigert werden. Separat im vierten Quartal, in dem das Systemhaus sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig von der auslaufenden Autodesk-Rabattaktion im Geschäft mit der Verlängerung von Dreijahreslizenzen stark profitierte, lagen die beiden Segmente bezogen auf das EBIT sogar nahezu gleichauf: 6,0 Mio. Euro im Systemhaus und 6,3 Mio. Euro im Software-Segment.

## Jahresüberschuss und Cashflow auf Rekordhöhen

Nahezu im Gleichschritt mit dem EBIT erhöhte sich auch der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheiten, der um 22 Prozent auf rund 26,0 Mio. Euro

bzw. 155 Cent je Aktie gesteigert wurde. Nicht so stark war der Zuwachs beim operativen Cashflow, der sich um 5 Prozent erhöhte. Mit 38,7 Mio. Euro wurde aber gleichwohl ein neuer Rekordwert erreicht, der mehr als 12 Prozent der letztjährigen Erlöse entsprach. Ein noch besserer Wert wurde durch einen starken Forderungsaufbau im Zuge der Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft verhindert, was allerdings nur ein Stichtageffekt ist und im ersten Quartal 2023 zu einem entsprechend hohen Cash-Zufluss führen wird.

### Dividende am oberen Ende der Prognose

Mit den vorläufigen Zahlen hat MuM die eigene Prognose, die im Zuge der Neunmonatsberichterstattung angehoben worden war, nun am oberen Rand erreicht. Das gilt sowohl für den Rohertrag (155 bis 161 Mio. Euro angekündigt, 161 Mio. Euro erreicht) als auch für den Nettogewinn (Prognose: 145 bis 155 Cent je Aktie; Ist: 155 Cent je Aktie). Auf dieser Basis soll auch die Dividende am oberen Ende des Prognosekorridors ausfallen und von 1,20 auf 1,40 Euro je Aktie steigen. Dabei zeigen die erreichten Werte noch nicht einmal die volle Dynamik der letztjährigen Entwicklung. Vielmehr war MuM nach eigener Aussage

im vierten Quartal bestrebt, zur Glättung der Entwicklung Umsätze durch spätere Fakturierung nach Möglichkeit in das Jahr 2023 zu verschieben. Auch wurden Kosten im Umfang von rund 2 Mio. Euro (davon knapp 1 Mio. Euro an Inflationsausgleichszulagen an die Mitarbeiter) bewusst vorgezogen.

### Zweijahresprognose bestätigt

Für das laufende Jahr strebt Mensch und Maschine unverändert ein EpS-Wachstum auf 164 bis 181 Cent je Aktie an und hält damit an der Anfang 2022 formulierten Zweijahresprognose für 2022 und 2023 fest, die für diesen Zeitraum ein durchschnittliches Gewinnwachstum von 14 bis 20 Prozent vorsieht. Nach dem starken Anstieg im letzten Jahr impliziert dies eine flachere (beim Umsatz möglicherweise sogar leicht rückläufige) Entwicklung in 2023, in der sich vor allem das Auf und Ab im Geschäft mit der Verlängerung der dreijährigen Autodesk-Lizenzen widerspiegelt.

### Schätzungen weitgehend unverändert

Mit den gemeldeten vorläufigen Zahlen hat Mensch und Maschine unsere Erwartungen im geringen Ausmaß übertroffen. Während der Umsatz um 10 Mio.

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	320,0	352,0	387,2	425,9	468,5	515,4	566,9	623,6
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	14,7%	15,5%	16,3%	17,0%	17,7%	18,5%	19,1%	19,5%
<b>EBIT</b>	<b>47,0</b>	<b>54,5</b>	<b>63,0</b>	<b>72,4</b>	<b>83,1</b>	<b>95,2</b>	<b>108,1</b>	<b>121,4</b>
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,3	16,6	19,2	22,1	25,4	29,0	33,0	37,0
<b>NOPAT</b>	<b>32,6</b>	<b>37,9</b>	<b>43,8</b>	<b>50,3</b>	<b>57,8</b>	<b>66,1</b>	<b>75,1</b>	<b>84,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,7	4,9	5,0	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2
+ 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>37,3</b>	<b>42,7</b>	<b>48,8</b>	<b>55,6</b>	<b>63,3</b>	<b>71,8</b>	<b>81,1</b>	<b>90,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6
- Investitionen AV	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7
<b>Free Cashflow</b>	<b>34,3</b>	<b>36,7</b>	<b>42,4</b>	<b>48,9</b>	<b>56,2</b>	<b>64,4</b>	<b>73,2</b>	<b>82,2</b>

Euro höher als von uns erwartet ausgefallen ist, wurde unsere Rohertragschätzung (160,6 Mio. Euro) fast punktgenau getroffen. Das gemeldete EBIT übertraf um 0,7 Mio. Euro und der Jahresüberschuss um 0,4 Mio. Euro unsere Taxe. Insgesamt sehen wir vor diesem Hintergrund keinen Anlass, unsere Schätzungen anzupassen, zumal auch die Prognose für 2023 unverändert beibehalten wurde und Mensch und Maschine auf Nachfrage von einem erwartungsgemäß soliden Start in das neue Jahr berichtet. Bis auf eine minimale Anhebung der Umsatzschätzung für 2023 auf 320 Mio. Euro, womit wir für dieses Jahr mit gleichbleibenden Erlösen kalkulieren, und den sich hieraus ergebenden geringfügigen Auswirkungen auf die anderen Werte haben wir die Schätzwerte deswegen unverändert gelassen. Dementsprechend rechnen wir weiterhin mit einer stetigen Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses, unterstellen für die nächsten acht Jahre eine durchschnittliche Wachstumsrate des Rohertrages von knapp 10 Prozent sowie eine Fortsetzung des schrittweisen Margenanstiegs bis auf 19,5 Prozent im Jahr 2030 (auf EBIT-Ebene).

### Diskontierungssatz erhöht

Eine spürbare Änderung haben wir beim Diskontierungszins vorgenommen. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzin-

sen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,2) die Eigenkapitalkosten auf 9,2 Prozent erhöht. In Verbindung mit einem ebenfalls gestiegenen FK-Zins (von 4,5 auf 5,0 Prozent), einem FK-Anteil von 37,5 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,0 Prozent (bisher: 6,2 Prozent).

### Kursziel: 62,30 Euro je Aktie

Die dämpfende Wirkung des erhöhten Diskontierungszinssatzes auf den fairen Wert wurde teilweise durch den Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2023 kompensiert, doch in Summe verbleibt eine leichte Reduktion unseres Kursziels. Dieses sehen wir nun bei 1.037,7 Mio. Euro bzw. bei 62,30 Euro je Aktie (bisher: 66,50 Euro, eine Sensitivitätsanalyse dazu findet sich im Anhang). Unverändert geblieben ist die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir weiter zwei von sechs möglichen Punkten vergeben.

## Fazit

---

Mensch und Maschine hat im letzten Geschäftsjahr wieder zuverlässig geliefert. Vorläufigen Zahlen zufolge wurde der Umsatz um 20 Prozent auf 320 Mio. Euro gesteigert und der Gewinn überproportional erhöht. Auf der EBIT-Ebene wurde ein Gewinnwachstum um 23 Prozent auf 42,6 Mio. Euro erreicht, der Anstieg des Jahresüberschusses lag mit 22 Prozent auf 26,0 Mio. Euro nur unwesentlich darunter.

Mit diesen Zahlen hat Mensch und Maschine die im November erhöhten Prognosen am jeweils oberen Ende erreicht. Das trifft auch für die angekündigte Anhebung der Dividendenrendite zu, die sich auf 1,40 Euro je Aktie belaufen soll, was einer aktuellen Dividendenrendite von 2,7 Prozent entspricht.

Die ungeachtet der gesamtwirtschaftlich schwierigen Rahmenbedingungen erzielten Fortschritte fügen sich nahtlos in die langjährige Erfolgsgeschichte von

Mensch und Maschine ein. Dank der starken Marktposition, der innovativen Produkte und der exzellenten Unternehmensführung hat MuM in den letzten zehn Jahren den Rohertrag um knapp 10 Prozent p.a. und den Gewinn sogar mit einer CAGR von 22 Prozent gesteigert.

Auch für die Zukunft ist ein Ende dieser Entwicklung nicht absehbar. Das Unternehmen selbst, das seit Jahren mit einer ausgesprochenen Prognosestreue überzeugt, peilt bis 2026/27 die nächste Gewinnverdoppelung auf dann über 300 Cent je Aktie an.

Wir sind in unseren Schätzungen geringfügig vorsichtiger, sehen für die Aktie aber dennoch ein weiteres Kurspotenzial bis 62,30 Euro, auf dessen Basis wir das Urteil „Strong Buy“ 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 zuletzt deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

## Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Marginsteigerungspotenzial, 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 im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

## Schwächen

- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus 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 russischen Aggression oder eine tiefe Rezession in Europa könnten den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Marginsteigerung ist gerade im Software-Segment auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Systemhaus-Sparte 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	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	101,8	102,1	102,3	102,7	103,0	103,4	103,8	104,3	104,8
1. Immat. VG	65,2	64,6	64,0	63,5	62,9	62,4	61,9	61,4	60,9
2. Sachanlagen	35,3	36,1	37,0	37,9	38,8	39,7	40,6	41,5	42,5
II. UV Summe	69,2	74,5	82,8	91,0	101,6	113,4	127,0	142,3	158,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	94,9	101,0	110,0	119,1	130,4	142,8	157,0	172,8	189,9
II. Rückstellungen	13,0	13,1	13,2	13,3	13,4	13,5	13,6	13,7	13,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2
2. Kurzfristiges FK	35,0	34,3	33,7	33,2	32,7	32,3	32,1	31,9	31,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>171,1</b>	<b>176,5</b>	<b>185,1</b>	<b>193,7</b>	<b>204,6</b>	<b>216,8</b>	<b>230,9</b>	<b>246,6</b>	<b>263,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	320,0	320,0	352,0	387,2	425,9	468,5	515,4	566,9	623,6
Rohertrag	161,0	169,2	187,0	206,6	228,2	252,1	278,5	307,1	338,6
EBITDA	52,4	57,2	64,9	73,5	83,2	94,1	106,4	119,5	133,1
EBIT	42,6	47,0	54,5	63,0	72,4	83,1	95,2	108,1	121,4
EBT	41,8	46,0	53,8	62,3	71,8	82,5	94,6	107,5	120,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	29,3	32,0	37,4	43,3	49,9	57,3	65,7	74,7	84,0
JÜ	26,0	28,3	32,9	37,8	43,3	49,5	56,3	63,6	71,1
EPS	1,54	1,70	1,97	2,27	2,60	2,97	3,38	3,82	4,26

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	38,7	44,1	46,9	52,8	59,6	67,1	75,6	84,7	94,0
CF aus Investition	-5,8	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7
CF Finanzierung	-26,9	-33,8	-36,1	-42,0	-46,4	-52,7	-59,3	-66,8	-74,8
Liquidität Jahresanfa.	20,3	26,3	31,7	37,3	42,7	50,3	58,8	68,9	80,5
Liquidität Jahresende	26,3	31,7	37,3	42,7	50,3	58,8	68,9	80,5	93,0

### Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	20,2%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	16,3%	5,1%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,3%	10,3%
Rohertragsmarge	50,3%	52,9%	53,1%	53,3%	53,6%	53,8%	54,0%	54,2%	54,3%
EBITDA-Marge	16,4%	17,9%	18,4%	19,0%	19,5%	20,1%	20,6%	21,1%	21,3%
EBIT-Marge	13,3%	14,7%	15,5%	16,3%	17,0%	17,7%	18,5%	19,1%	19,5%
EBT-Marge	13,1%	14,4%	15,3%	16,1%	16,9%	17,6%	18,3%	19,0%	19,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,1%	8,8%	9,3%	9,8%	10,2%	10,6%	10,9%	11,2%	11,4%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	90,63	82,60	76,18	70,93	66,56
6,5%	79,82	73,63	68,58	64,36	60,80
7,0%	71,19	66,31	62,25	58,82	55,88
7,5%	64,14	60,23	56,92	54,08	51,62
8,0%	58,28	55,09	52,35	49,98	47,91

# 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 13.02.2023 um 8:05 Uhr fertiggestellt und am 13.02.2023 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
26.10.2022	Strong Buy	66,50 Euro	1), 3), 4)
27.07.2022	Strong Buy	65,00 Euro	1), 3), 4)
22.04.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3), 4)
11.02.2022	Strong Buy	73,40 Euro	1), 3)
25.10.2021	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3), 4)
05.08.2021	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)
23.04.2021	Hold	63,70 Euro	1), 3)
16.03.2021	Strong Buy	63,40 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.