

22. Oktober 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

Trotz leichter Ziellanpassung weiter auf Rekordkurs

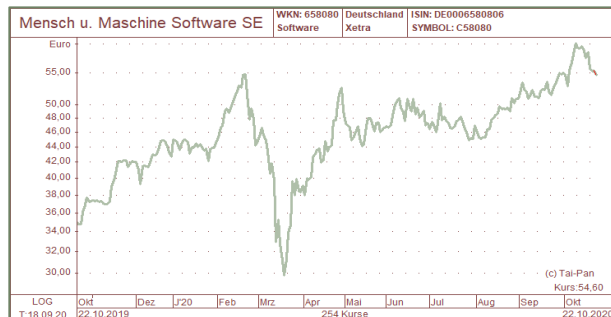
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 55,40 € | Kursziel: 52,30 € (zuvor: 52,20 €)

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

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	964
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	55,40 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	950,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	1.046,6 Mio. Euro
Free Float:	45,0%
Kurs Hoch/Tief (12M):	60,60 / 29,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	444,2 Tsd. Euro / Tag

Corona-bedingt hat Mensch und Maschine auch im dritten Quartal einen Umsatzrückgang hinnehmen müssen, dies aber, im Unterschied zum zweiten Quartal, ergebnisseitig mehr als kompensieren können. Dank einer verbesserten Rohmarge und der anhaltenden Kostendisziplin ist das Quartals-EBIT um fast 21 Prozent nach oben geklettert. Kumuliert über die ersten neun Monate stehen nun ein leichtes Umsatzwachstum, ein EBIT-Anstieg um knapp 20 Prozent und eine zweistellige Steigerung des Nettoergebnisses in den Büchern, womit erneut neue Höchstwerte markiert werden konnten. Noch beeindruckender hat sich der Free-Cashflow entwickelt, der auf über 28 Mio. Euro fast verdoppelt wurde. Auch für das Gesamtjahr strebt MuM neue Ergebnisrekorde an, hat aber mit Verweis auf die nun bessere Visibilität die konkrete EpS-Prognose von zuvor 1,17 bis 1,23 Euro auf 1,07 bis 1,18 Euro reduziert. Demgegenüber soll die Dividende weiterhin auf 1,00 bis 1,05 Euro je Aktie angehoben werden. Auch die Ankündigung des fortgesetzten Wachstums in den nächsten Jahren wurde unverändert gelassen. Diese guten Perspektiven spiegeln sich in dem von uns ermittelten fairen Wert von 52,30 Euro je Aktie wider, auf dessen Basis wir das bisherige Urteil „Hold“ bestätigen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	160,9	185,4	245,9	252,1	282,3	313,4
EBIT (Mio. Euro)	15,2	19,7	27,2	31,7	36,2	42,2
Jahresüberschuss	9,4	11,7	16,7	18,8	21,8	25,6
EpS	0,56	0,71	0,99	1,12	1,30	1,52
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,85	1,02	1,15	1,30
Umsatzwachstum	-3,7%	15,3%	32,7%	2,5%	12,0%	11,0%
Gewinnwachstum	42,9%	24,1%	42,6%	12,8%	15,9%	17,5%
KUV	5,79	5,02	3,79	3,69	3,30	2,97
KGV	98,9	79,7	55,9	49,5	42,7	36,3
KCF	61,2	61,1	35,3	25,4	26,2	23,7
EV / EBIT	67,4	52,2	37,7	32,3	28,3	24,3
Dividendenrendite	0,9%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,3%

Neunmonatsumsatz leicht gewachsen

Nach dem Corona-bedingten Umsatzrückgang im zweiten Quartal sind auch die Erlöse der Monate Juli bis September unter dem Vorjahreswert ausgefallen, wobei der Abschlag auf vergleichsweise moderate 7,1 Prozent beschränkt werden konnte. Besonders stabil war diesmal die Entwicklung des Software-Segments, dessen Umsatz im dritten Quartal um lediglich 0,9 Prozent gesunken ist – in den drei Monaten zuvor waren es hingegen noch -9,0 Prozent gewesen. Als besonders erfreulich bezeichnet MuM die Entwicklung im BIM-Bereich und damit auch bei der Tochter SOFiSTiK, mit der die etwas stärker ausgeprägte Schwäche im CAM-Geschäft nahezu komplett ausgeglichen werden konnte. Demgegenüber ist der prozentuale Umsatzrückgang im Systemhaus im dritten Quartal mit -10 Prozent sogar etwas stärker ausgefallen als in den Monaten April bis Juni, was neben der Corona-Pandemie auch auf das Ende der Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft infolge einer Sonderaktion für Bestandskunden zurückzuführen war. In Summe der ersten neun Monate steht aber in den beiden Segmenten ein Umsatzwachstum in den Büchern, das sich auf Konzernebene zu einem Plus von 3,6 Prozent auf 180,6 Mio. Euro addiert.

Deutliche Margenverbesserung im Jahresverlauf

Der sinkende Beitrag des Handelsgeschäfts mit Autodesk-Lizenzen hat sich positiv auf die Rohmarge im Systemhaus ausgewirkt, die sich im dritten Quartal auf 37,1 Prozent belaufen hat und damit fast zwei Prozentpunkte höher als vor einem Jahr lag. Gegenüber dem sehr stark vom Handelsgeschäft getriebenen ersten Quartal beträgt die Differenz sogar mehr als fünf Prozentpunkte. Dies und der höhere Umsatzanteil des Software-Segments sorgten dafür, dass auch die Rohmarge auf Konzernebene mit 55,5 Prozent um zwei Prozentpunkte geklettert ist. Separat im Softwaresegment gab es hingegen einen Rückgang um 1,5 Prozentpunkte auf 91,2 Prozent, der – wie schon im bisherigen Jahresverlauf – auf den höheren Umsatzbeitrag von SOFiSTiK zurückzuführen ist. In absoluten Zahlen war der Rohertrag im dritten Quartal aber noch leicht rückläufig (-3,6 Prozent), während auf

Sicht von neun Monaten ein minimales Wachstum von 0,5 Prozent auf 93,5 Mio. Euro erreicht werden konnte.

Geschäftszahlen	9M 2019	9M 2020	Änderung
Umsatz	174,27	180,61	3,6%
Systemhaus	119,54	125,68	5,1%
Software	54,73	54,93	0,4%
Rohertrag	93,03	93,54	0,5%
Systemhaus	41,86	43,30	3,5%
Software	51,18	50,25	-1,8%
Rohmarge	53,4%	51,8%	
EBITDA	25,15	29,66	17,9%
Systemhaus	9,26	11,66	26,0%
Software	15,89	18,00	13,2%
EBITDA-Marge	14,4%	16,4%	
EBIT	18,19	21,76	19,7%
Systemhaus	6,02	8,09	34,5%
Software	12,20	13,67	12,1%
EBIT-Marge	10,4%	12,1%	
EBT	17,55	20,43	16,4%
EBT-Marge	10,1%	11,3%	
Periodenüberschuss	11,04	12,63	14,4%
Netto-Marge	6,3%	7,0%	
Free-Cashflow	14,62	28,12	92,3%

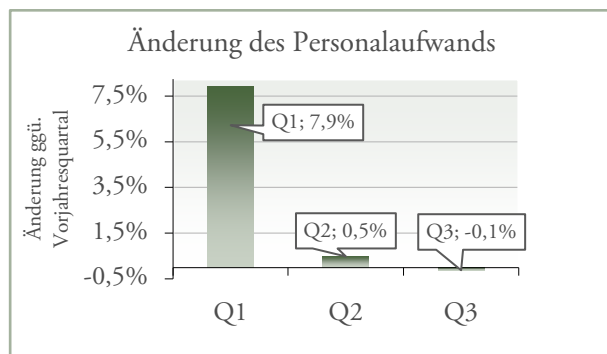
In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Sonstiger Aufwand deutlich reduziert

Dem minimalen Wachstum des Rohertrages stand in den ersten neun Monaten eine kräftige Reduktion des sonstigen betrieblichen Aufwands gegenüber, der um fast 33 Prozent auf 8,9 Mio. Euro gesunken ist. Zurückzuführen war das auf eine Kombination aus der bei MuM ohnehin stark ausgeprägten Kostendisziplin, die in Reaktion auf die Krise nochmals verschärft wurde, und Corona-spezifischen Einsparungen durch den Wegfall des Großteils von Reisekosten und zeitgleich von Präsenzveranstaltungen.

Personal zuletzt leicht reduziert

Der Personalaufwand des Neunmonatszeitraums hat sich hingegen um 2,8 Prozent und damit stärker als der Rohertrag erhöht, was ziemlich genau die Entwicklung der Mitarbeiterzahl widerspiegelt, die gegenüber September 2019 um 3,1 Prozent auf 946 (Vollzeitäquivalente) gestiegen ist. Doch dieser Vergleich verdeckt, dass MuM seit dem Ausbruch der Krise auch beim Personal auf die Kostenbremse getreten ist, was sich aber erst mit Verzögerung in den Zahlen zeigt. So wurde zwischen dem Halbjahresstichtag und Ende September die FTE-Zahl um 1,9 Prozent reduziert, womit das Personalwachstum des ersten Halbjahrs wieder komplett revidiert wurde. Im Software-Segment betrug der Stellenabbau im dritten Quartal sogar 4 Prozent. Separat betrachtet, lag damit der Personalaufwand des dritten Quartals bereits minimal unter dem Vorjahresniveau, während zu Jahresanfang noch ein Anstieg dieser Kostenposition um 7,9 Prozent in den Büchern stand. Auch für das vierte Quartal hat MuM angekündigt, die natürliche Fluktuation für einen sehr moderaten Stellenabbau nutzen zu wollen.



Quelle: Unternehmen

Neue Rekorde beim EBIT...

Durch die Kombination aus der in Summe rückläufigen Kostenentwicklung und den um fast 60 Prozent gestiegenen sonstigen betrieblichen Erträgen (unter diesem Posten wurde das Kurzarbeitergeld verbucht) konnte das Quartals-EBIT um mehr als ein Fünftel auf 5,0 Mio. Euro verbessert und damit für diese Jahreszeit auf einen neuen Rekordwert gesteigert werden. Im Software-Segment betrug der Zuwachs sogar knapp 26 Prozent, doch auch im Systemhaus konnte

das operative Ergebnis um über 6 Prozent erhöht werden. Kumuliert über die drei Quartale lag das EBIT-Wachstum bei knapp 20 Prozent (auf den neuen Rekord von 21,8 Mio. Euro), wobei im Systemhaus ein Zuwachs um 26 Prozent und in der Software-Sparte um 13 Prozent erreicht wurde.

... und Neunmonatsergebnis

Auch beim Ergebnis nach Steuern und Minderheiten wurde nach neun Monaten mit 12,6 Mio. Euro ein neuer Höchstwert erreicht. Gegenüber dem EBIT blieb der Zuwachs allerdings mit 14 Prozent etwas schwächer, was einerseits auf negative Währungseffekte, die zu einer Verschlechterung des Finanzergebnisses führten, und andererseits auf den starken Anstieg des Minderheitsanteils am Konzernergebnis zurückzuführen war. Dieser ist mit 35 Prozent (auf 1,6 Mio. Euro) deutlich stärker gestiegen als das Nachsteuerergebnis und spiegelt die überdurchschnittlich starke Entwicklung der 51-prozentigen Tochter SO-FiSTiK wider, die nach Unternehmensangaben nach einer leichten Abkühlung im zweiten Quartal im Sommer wieder von einer sehr lebhaften Nachfrage im BIM-Bereich profitiert hat.

Free-Cashflow fast verdoppelt

Wie schon zum Halbjahr, wurde auch nach neun Monaten die gerade angesichts der Corona-Pandemie beeindruckende Ergebnisentwicklung von den Cashflow-Zahlen weit in den Schatten gestellt. Der operative Cashflow hat sich im Vorjahresvergleich um mehr als die Hälfte auf 32,7 Mio. Euro erhöht, womit mehr als 18 Prozent der Neunmonatserlöse als Cash-Überschuss in der Kasse blieben. Neben der sehr guten Ergebnisentwicklung trug dazu vor allem die Veränderung des Nettoumlaufvermögens bei, deren Effekt von -0,9 Mio. Euro im Vorjahr auf +8,3 Mio. Euro im Berichtszeitraum gewechselt ist. Der größte Posten waren dabei die Forderungen, die sich gegenüber dem Jahreswechsel um 41 Prozent auf 23,2 Mio. Euro reduziert haben. Da die Investitionsauszahlungen gleichzeitig von 6,8 auf 4,6 Mio. Euro gesunken sind, ist die Verbesserung des Free-Cashflow mit 92 Prozent bzw. +13,5 Mio. Euro auf 28,1 Mio. Euro noch beeindruckender ausgefallen. Hiervon sind per Saldo

20,9 Mio. Euro für Finanzierungsaktivitäten abgeflossen, wobei die Dividende mit 14,2 Mio. Euro den mit Abstand größten Einzelposten ausmachte, gefolgt von den Auszahlungen für Mieten und Leasing in Höhe von 5,0 Mio. Euro. In Summe erhöhte sich die Liquidität im Laufe der ersten neun Monate um 7,0 Mio. Euro auf 19,9 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote bei fast 50 Prozent

Da die Dividendenzahlung wegen des Corona-bedingt späteren Termins der Hauptversammlung im Unterschied zu den Vorjahren erst im Juli ausgezahlt wurde, hat sich das Eigenkapital im dritten Quartal trotz des Gewinns um 7,4 Mio. Euro auf 73,5 Mio. Euro reduziert. Im Vergleich mit dem Vorjahreswert liegt es aber dennoch um fast 11 Prozent höher. Auch die Eigenkapitalquote hat sich im Vorjahresvergleich geringfügig erhöht (von 48,2 auf 48,6 Prozent).

Ergebnisprognose reduziert, Dividendenausblick bestätigt

Auch im Gesamtjahr will MuM den Gewinn steigern und einen neuen Rekordwert ausweisen. Allerdings wurde die Zielspanne für das Ergebnis je Aktie von zuvor 1,17 bis 1,23 Euro nun auf 1,07 bis 1,18 Euro

abgesenkt. Auf Nachfrage begründet das Management dies ausschließlich mit der nun verbesserten Visibilität, die Frage nach einer etwaigen unterplanmäßigen Geschäftsentwicklung wurde explizit verneint. Demgegenüber wurde die Ankündigung, die Dividende von 85 Cent im Vorjahr auf 100 bis 105 Cent anheben zu wollen, ebenso bestätigt wie die Zielsetzung, in den nächsten Jahren wieder mit 8 bis 12 Prozent p.a. beim Rohertrag und mit 18 bis 24 Cent p.a. beim Ergebnis je Aktie zu wachsen und auf dieser Basis die Dividende jährlich um 15 bis 20 Cent erhöhen zu wollen. Im Hinblick auf das kommende Jahr erwartet MuM vor allem für das erste Quartal noch eine verhaltene Entwicklung vor allem aufgrund der sehr hohen Vergleichsbasis aus 2020, was sich aber ab Q2 umdrehen und das Umsatzwachstum erleichtern sollte.

Schätzungen angepasst

Wir haben die Q3-Zahlen zum Anlass genommen, unsere Schätzungen an mehreren Stellen zu modifizieren, wobei es sich bei den Änderungen um kleinere Anpassungen mit teils entgegengesetzten Effekten auf den fairen Wert handelt. Die auffälligste Modifikation stellt sicherlich die Reduktion des für dieses Jahr

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	252,1	282,3	313,4	346,3	382,7	422,8	467,2	516,3
Umsatzwachstum		12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	12,6%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,2%	15,7%	16,2%
EBIT	31,7	36,2	42,2	48,8	56,1	64,2	73,3	83,5
Steuersatz	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	9,5	11,2	13,1	15,1	17,4	19,9	22,7	25,9
NOPAT	22,2	25,0	29,1	33,7	38,7	44,3	50,6	57,6
+ Abschreibungen & Amortisation	10,9	11,4	11,0	10,7	10,5	10,5	10,4	10,5
+ 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	33,1	36,4	40,1	44,4	49,3	54,8	61,0	68,1
- Zunahme Net Working Capital	4,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-5,6	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,3
Free Cashflow	32,2	33,7	37,2	41,3	45,9	51,2	57,1	63,9

SMC Schätzmodell

angesetzten Umsatzwachstums von zuvor 5,0 auf nun 2,5 Prozent dar. Da wir diese Anpassung in den Folgejahren nicht kompensiert und die bisher unterstellten Wachstumsraten unverändert gelassen haben, ergibt sich daraus ein geringfügig niedrigerer Umsatzpfad. Für 2027 rechnen wir nun mit Erlösen von 516 Mio. Euro (bisher: 529 Mio. Euro). Dafür scheint sich die Rohmarge besser zu entwickeln als von uns bisher erwartet, weswegen wir sie für das laufende Jahr um einen Prozentpunkt auf 51 Prozent angehoben haben. Für die Jahre ab 2021, für die wir schon bisher mit einer Verbesserung der Rohmarge gerechnet hatten, haben wir die Annahme unverändert gelassen.

Veränderung der Aufwandstruktur

Erneut überrascht hat uns das Ausmaß der Kostenelastizität bei MuM, weswegen wir unsere Schätzungen für die Entwicklung des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwands noch einmal abgesenkt haben. Beim SBA spielt aber auch noch die Umklassifizierung von Aufwendungen infolge von IFRS16 eine Rolle, die sich spiegelbildlich in einer nun höheren Schätzung der Abschreibungen sowohl in 2020 als auch in den Folgejahren bemerkbar macht.

Gewinnschätzung für 2020 leicht reduziert

Kumuliert führen die Änderungen für 2020 zu einer um 0,5 Mio. Euro höheren EBIT-Schätzung von 31,7 Mio. Euro, die aber durch das nun angenommene höhere Defizit beim Finanzergebnis sowie durch einen höheren Ergebnisanteil der Minderheitsgesellschafter beim Nettoergebnis mehr als aufgewogen wird. Insgesamt hat sich unsere Schätzung des Ergebnisses je Aktie von zuvor 1,17 Euro auf 1,12 Euro leicht reduziert. Während wir zuvor mit einem Ergebnis am unteren Ende der Unternehmens-Guidance gerechnet haben, befindet sich unsere neue Schätzung in der Mitte der aktualisierten MuM-Zielsetzung. Auch im Hinblick auf die nächsten Jahre überwiegen die dämpfenden Effekte der leichten Reduktion der Umsatzreihe und der erhöhten Abschreibungen, sodass die neue Ergebnisreihe nun leicht unterhalb der alten Schätzungen verläuft. Die Ziel-EBIT-Marge für das Jahr 2027 hat

sich vor allem durch die Abschreibungen von zuvor 16,8 auf 16,2 Prozent ermäßigt. Da eine niedrigere Zielmarge leichter zu erreichen und aufrechtzuerhalten ist, haben wir im Gegenzug den Sicherheitsabschlag, den wir zu Ermittlung des Terminal Value auf die Zielmarge vornehmen, von zuvor 15 auf 10 Prozent abgesenkt.

Cashflow höher

Stark erhöht haben wir den diesjährigen Cashflow, der auch nach neun Monaten weit über unseren bisherigen Erwartungen lag. Zwar bewegten sich auch die Auszahlungen für Investitionen, für die wir angesichts der Corona-Pandemie eine größere Zurückhaltung angenommen hatten, über unseren Schätzungen, doch saldiert hat das zu einer spürbaren Anhebung des unterstellten Free-Cashflow geführt. Die sehr positive Cashflow- und Liquiditätsentwicklung haben wir zum Anlass genommen, die im Modell als nicht betriebsnotwendig definierte Liquidität auf 15 Mio. Euro anzuheben. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

WACC von 6,4 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, für die Marktrisikoprämie ziehen wir einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent heran (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,4 Prozent.

Kursziel: 52,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 879,0 Mio. Euro bzw. 52,31 Euro je Aktie, woraus wir das minimal erhöhte Kursziel von 52,30 Euro ableiten (bisher: 52,20 Euro). Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,4 und 7,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen

der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 39,91 und 79,12 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,4%	79,12	70,94	64,64	59,63	55,56
5,9%	68,76	62,67	57,84	53,90	50,64
6,4%	60,78	56,11	52,31	49,15	46,50
6,9%	54,44	50,77	47,72	45,15	42,96
7,4%	49,28	46,34	43,86	41,74	39,91

Fazit

Nach dem Umsatz- und Ergebnisrückgang im zweiten Quartal brachten auch die Monate Juli bis September Mensch und Maschine Erlöseinbußen, die aber ergebnisseitig mehr als kompensiert werden konnten. Dank der verbesserten Rohmarge und der weiterhin ausgeprägten Kostendisziplin ist das Quartals-EBIT um fast 21 Prozent gestiegen. Auch in Summe der ersten neun Monate steht ein EBIT-Wachstum um 20 Prozent in den Büchern, während der Umsatz um etwas weniger als 4 Prozent zugelegt hat.

Einmal mehr konnte MuM mit einer exzellenten Cashflow-Entwicklung glänzen. Nach neun Monaten beläuft sich der operative Cashflow auf 32,7 Mio. Euro (+53 Prozent zum Vorjahr) oder 18 Prozent der Neunmonatserlöse.

Auf der Grundlage der neuen Ergebnis- und Cashflow-Rekorde will das Unternehmen die diesjährige

Dividende weiterhin von 85 Cent im Vorjahr auf 100 bis 105 Cent je Aktie erhöhen. Demgegenüber wurde die Zielspanne für das Ergebnis etwas reduziert. Statt wie bisher einen EpS-Anstieg auf 117 bis 123 Cent anzustreben, sieht MuM nun die Spanne von 107 bis 118 Cent pro Aktie als realistisch an. Das Unternehmen betont dabei, dass die Reduktion nicht auf eine etwaige Verschlechterung der Geschäftsentwicklung zurückzuführen, sondern lediglich der zuvor Corona-bedingt eingeschränkten und nun spürbar verbesserten Visibilität geschuldet ist.

Wir haben in Reaktion auf die Neunmonatszahlen unsere Schätzungen an mehreren Stellen modifiziert, was sich aber in Summe kaum auf den von uns ermittelten fairen Wert ausgewirkt hat. Diesen sehen wir nun bei 52,30 Euro je Aktie und bestätigen auf dieser Grundlage unser bisheriges Urteil „Hold“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	98,7	100,5	98,5	97,1	96,0	95,3	94,8	94,4	94,2
1. Immat. VG	54,1	61,0	60,4	59,7	59,2	58,6	58,1	57,6	57,1
2. Sachanlagen	34,0	35,9	34,6	33,7	33,3	33,1	33,1	33,3	33,6
II. UV Summe	60,8	63,5	63,5	71,3	82,4	96,1	111,2	126,2	143,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	73,5	81,4	87,2	94,7	104,1	116,2	129,9	143,5	159,0
II. Rückstellungen	12,2	12,7	13,2	13,8	14,3	14,8	15,4	15,9	16,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	34,0	31,0	22,7	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
2. Kurzfristiges FK	39,9	38,9	38,9	39,0	39,2	39,5	39,8	40,3	40,8
BILANZSUMME	159,5	163,9	162,0	168,3	178,5	191,4	206,0	220,6	237,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	245,9	252,1	282,3	313,4	346,3	382,7	422,8	467,2	516,3
Rohertrag	127,9	128,6	147,1	163,7	181,3	200,7	222,3	246,2	272,7
EBITDA	36,5	42,6	47,7	53,2	59,5	66,7	74,7	83,7	93,9
EBIT	27,2	31,7	36,2	42,2	48,8	56,1	64,2	73,3	83,5
EBT	26,3	30,0	35,3	41,6	48,3	55,6	63,8	72,9	83,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,3	21,0	24,4	28,7	33,3	38,4	44,0	50,3	57,4
JÜ	16,7	18,8	21,8	25,6	29,7	34,1	38,9	44,3	50,4
EPS	0,99	1,12	1,30	1,52	1,76	2,03	2,32	2,64	3,00

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	26,4	36,6	35,5	39,3	43,6	48,4	53,8	60,0	66,9
CF aus Investition	-8,6	-5,6	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,3
CF Finanzierung	-14,5	-24,6	-34,4	-30,5	-31,4	-33,8	-37,8	-44,1	-49,3
Liquidität Jahresanfa.	9,6	12,9	19,4	18,1	24,3	33,8	45,6	58,7	71,4
Liquidität Jahresende	12,9	19,4	18,1	24,3	33,8	45,6	58,7	71,4	85,7

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	32,7%	2,5%	12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	23,1%	0,5%	14,4%	11,3%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
Rohertragsmarge	52,0%	51,0%	52,1%	52,2%	52,3%	52,5%	52,6%	52,7%	52,8%
EBITDA-Marge	14,9%	16,9%	16,9%	17,0%	17,2%	17,4%	17,7%	17,9%	18,2%
EBIT-Marge	11,1%	12,6%	12,8%	13,5%	14,1%	14,7%	15,2%	15,7%	16,2%
EBT-Marge	10,7%	11,9%	12,5%	13,3%	14,0%	14,5%	15,1%	15,6%	16,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,8%	7,5%	7,7%	8,2%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%

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 22.10.2020 um 13:15 Uhr fertiggestellt und am 22.10.2020 um 13:25 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
18.09.2020	Buy	52,20 Euro	1), 3), 4)
24.07.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3)
22.04.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4)
17.03.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3)
17.02.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3), 4)
23.10.2019	Buy	38,50 Euro	1), 3)
06.08.2019	Buy	37,10 Euro	1), 3)
02.05.2019	Hold	35,80 Euro	1), 3), 4)
19.02.2019	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
17.12.2018	Buy	33,70 Euro	1), 3), 4)
23.10.2018	Buy	31,30 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.