

22. April 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

Wachstumsprognose nach starken Q1-Zahlen bestätigt

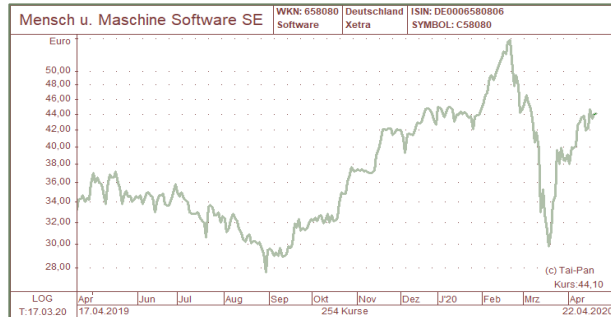
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 44,00 € | Kursziel: 50,00 € (unverändert)

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:	958
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	44,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	754,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	841,1 Mio. Euro
Free Float:	44,9%
Kurs Hoch/Tief (12M):	55,80 / 26,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	384,8 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat seine Rekordjagd auch im ersten Quartal fortgesetzt, als gäbe es die aktuelle Krise nicht. Während sich der Umsatz um 24,5 Prozent auf 78,6 Mio. Euro erhöhte, konnte der Quartalsgewinn erneut überproportional um ein Drittel auf 6,6 Mio. Euro gesteigert werden. Mit diesen Zahlen verfügt MuM nun bereits über ein Polster, um die Jahresprognose zu erreichen, die MuM bestätigt hat. Diese sieht ein Wachstum des Umsatzes und Rohertrages um 10 bis 12 Prozent sowie einen Gewinnanstieg um 18 bis 24 Cent auf 117 bis 123 Cent je Aktie vor, auf dessen Basis die Dividende erneut um 15 bis 20 Cent steigen soll. Dass sich MuM dies trotz der Corona-Krise, die bereits im ersten Quartal im geringen Umfang spürbar gewesen ist und ein noch höheres Ergebniswachstum verhindert hat, zutraut, liegt an einem Bündel von Ursachen. Dazu gehören unter anderem die Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft in Folge einer Rabattaktion sowie die sehr gute Resonanz auf die in den letzten Wochen massiv ausgeweiteten Online-Angebote im Schulungsbereich und im Vertrieb. Darüber hinaus betont MuM, dass die Prognose in Relation zum Potenzial zurückhaltend formuliert worden ist und gewinnseitig durch aktives Kostenmanagement zusätzlich unterstützt werden kann.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	160,9	185,4	245,9	270,5	303,0	334,8
EBIT (Mio. Euro)	15,2	19,7	27,2	32,0	39,8	46,3
Jahresüberschuss	9,4	11,7	16,7	19,7	24,5	28,8
EpS	0,56	0,71	0,99	1,17	1,46	1,72
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,85	1,01	1,24	1,46
Umsatzwachstum	-3,7%	15,3%	32,7%	10,0%	12,0%	10,5%
Gewinnwachstum	42,9%	24,1%	42,6%	18,0%	24,7%	17,4%
KUV	4,59	3,98	3,00	2,73	2,44	2,20
KGV	78,4	63,1	44,3	37,5	30,1	25,7
KCF	48,5	48,5	28,0	24,2	21,4	19,3
EV / EBIT	54,1	41,9	30,3	25,8	20,7	17,8
Dividendenrendite	1,1%	1,5%	1,9%	2,3%	2,8%	3,3%

Umsatzplus von 24,5 Prozent

Mensch und Maschine ist wie angekündigt mit einer sehr hohen Dynamik in das neue Jahr gestartet und hat den Konzernumsatz im ersten Quartal trotz der ab März einsetzenden Bremseffekte infolge der Corona-Pandemie um ein Viertel auf 78,6 Mio. Euro gesteigert. Besonders stark hat sich das Systemhaus entwickelt, das vor allem dank des Umstiegs von Autodesk-Wartungskunden auf das Subscription-Modell um fast ein Drittel auf 58,2 Mio. Euro gewachsen ist. Die Erlöse der Software-Sparte erhöhten sich um 11 Prozent, wobei Mensch und Maschine für das BIM-Geschäft der Tochter SOFiSTiK von einer besonders starken Dynamik berichtet, während das CAM-Geschäft von OpenMind, der größten Einheit der Sparte, unter den Auswirkungen der Corona-Krise gelitten hat. Insgesamt beziffert MuM die negativen Effekte der Pandemie auf die Q1-Zahlen des Konzerns auf 1 bis 2 Mio. Euro beim Umsatz und 0,8 bis 1,5 Mio. Euro beim EBIT. Besonders betroffen war neben dem CAM-Geschäft das Schulungsgeschäft, das von den Reise- und Kontaktverboten betroffen und das nach Aussage von MuM um etwa 0,4 bis 0,5 Mio. Euro unter Plan geblieben ist.

Rohertragsmarge niedriger

Das überdurchschnittliche Wachstum im Handel mit Autodesk-Lizenzen hatte zur Folge, dass sich die durchschnittliche Rohmarge sowohl im Systemhaus als auch im Konzern reduziert hat, auf 32,0 resp. 47,4 Prozent (Vorjahr: 35,1 und 52,2 Prozent). Auch im Software-Segment blieb die Rohmarge unter dem Vorjahr (91,4 Prozent vs. 94,0 Prozent), was vor allem auf die Verschiebung der Umsatzanteile zwischen dem CAM-Geschäft und SOFiSTiK zurückzuführen war. SOFiSTiK ist im Q1 stark gewachsen, setzt im Unterschied zu den anderen Software-Töchtern aber einen höheren Anteil an Fremdprodukten (vor allem Autodesk) ein und weist deswegen eine etwas niedrigere Rohmarge aus. In absoluten Zahlen konnten aber beide Segmente ihren Rohertrag steigern (Systemhaus: +18,3 Prozent, Software: 8,3 Prozent), so dass im Konzern ein Rohertragswachstum um 13,0 Prozent auf 37,3 Mio. Euro erreicht wurde.

Geschäftszahlen	Q1 2019	Q1 2020	Änderung
Umsatz	63,17	78,63	+24,5%
Systemhaus	44,77	58,15	+29,9%
Software	18,40	20,48	+11,3%
Rohertrag	33,00	37,30	+13,0%
Systemhaus	15,71	18,58	+18,3%
Software	17,29	18,71	+8,3%
Rohmarge	52,2%	47,4%	
EBIT	8,16	11,09	+35,8%
Systemhaus	3,37	5,61	+66,4%
Software	4,79	5,47	+14,3%
EBIT-Marge	12,9%	14,1%	
Systemhaus	7,5%	9,7%	
Software	26,0%	26,7%	
EBT	7,83	10,63	+35,8%
EBT-Marge	12,4%	13,5%	
Periodenüberschuss	4,95	6,62	+33,9%
Netto-Marge	7,8%	8,4%	
Operativer Cashflow	6,61	13,64	+106,4%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Moderater Kostenanstieg

Wie schon in den letzten Jahren, ging das dynamische Umsatzwachstum des ersten Quartals mit nur unterdurchschnittlichen Zuwächsen des Personals und der Kosten einher. So hat sich die Mitarbeiterzahl im Vorjahresvergleich (Vollzeitäquivalente) um lediglich 6,3 Prozent auf 958 erhöht, im Systemhaus waren zwischen Januar und März trotz des sehr hohen Umsatzwachstums sogar etwas weniger Mitarbeiter beschäftigt als vor einem Jahr. Verglichen damit ist der Personalaufwand etwas stärker gestiegen, doch in Relation zum Umsatz und Rohertrag war sein Anstieg mit 7,9 Prozent (auf 20,7 Mio. Euro) dennoch klar unterproportional. Der sonstige betriebliche Aufwand hat sogar um 15 Prozent auf knapp 4,0 Mio. Euro abgenommen, was MuM unter anderem mit der Corona-Krise begründet, die zu reduzierter Reisetätigkeit sowie zu geringeren Ausgaben für Präsenzveranstaltungen (z.B. Schulungen etc.) geführt hat. Überdurch-

schnittlich zugenommen haben wegen höherer Leasing-Aufwendungen hingegen die Abschreibungen (+31 Prozent), die aber mit 2,3 Mio. Euro in absoluten Zahlen nur eine untergeordnete Rolle spielen.

EBIT steigt um ein Drittel

In Summe konnte hierdurch das EBIT erneut deutlich überproportional um 35,8 Prozent auf 11,1 Mio. Euro erhöht werden, gleichbedeutend mit einer Verbesserung der EBIT-Marge von 12,9 auf 14,1 Prozent. Besonders stark fiel der Anstieg im Systemhaus aus, dessen operatives Ergebnis um zwei Drittel auf 5,6 Mio. Euro zugelegt hat. Damit hat diese Sparte erstmals mehr als die Hälfte des Konzern-EBIT erwirtschaftet.

SOFiSTiK überdurchschnittlich

Bei einem Finanzergebnis von -0,5 Mio. Euro (Vorjahr: -0,3 Mio. Euro) lag der Anstieg des Vorsteuergewinns (+35,8 Prozent auf 10,6 Mio. Euro) gleichauf mit dem EBIT-Wachstum, während der Nettoperiodenüberschuss um 33,9 Prozent auf 6,6 Mio. Euro zugelegt hat. Die Differenz zum EBT-Wachstum erklärt sich durch den überdurchschnittlichen Anstieg des Minderheitenanteils am Gewinn, der um 54 Prozent auf 0,8 Mio. Euro gestiegen ist und die sehr gute Entwicklung von SOFiSTiK widerspiegelt.

Cashflow rasant gestiegen

Sehr stark hat sich auch der operative Cashflow entwickelt, der sich auf 13,6 Mio. Euro mehr als verdoppelt hat. Ermöglicht wurde das unter anderem durch eine Reduktion der Forderungen, die dazu beigetragen hat, dass sich der Aufbau des Working Capital (-2,9 Mio. Euro nach -6,4 Mio. Euro) im Vorjahresvergleich mehr als halbiert hat. Die starke Cashflow-Entwicklung wird allerdings durch Abgrenzungsungenauigkeiten im Zusammenhang mit der Erstkonsolidierung von SOFiSTiK in Q1 2019 etwas überzeichnet, ohne die der Vergleichswert aus 2019 um 1 bis 2 Mio. Euro höher ausgefallen wäre. Bei einem Investitions-Cashflow von -1,4 Mio. Euro konnte somit der Free-Cashflow um 101 Prozent auf 12,2 Mio. Euro gesteigert werden.

März-Crash für Aktienrückkauf genutzt

Den hohen Cash-Zufluss nutzte MuM unter anderem für den Rückkauf von 80,6 Tsd. eigenen Aktien, mit dem das Management auf den drastischen Kursverfall im Zuge der Börsenturbulenzen im März reagiert hat und der zu einem Durchschnittskurs von lediglich 33,22 Euro je Aktie realisiert wurde. Insgesamt hat MuM hierfür 2,7 Mio. Euro investiert, was zusammen mit den Abflüssen für Zinsen, Tilgungen und Leasingzahlungen zu einem Finanzierungs-Cashflow von -4,4 Mio. Euro führte. In Summe hat sich die Liquidität in den ersten drei Monaten aber um 7,9 Mio. Euro auf 20,8 Mio. Euro deutlich erhöht.

Stabile Eigenkapitalquote

Auch wenn der Aktienrückkauf die Entwicklung des Eigenkapitals etwas gebremst hat, hat sich dieses im Vergleich mit dem Jahreswechsel um 7 Prozent und gegenüber dem Vorjahr um 12,6 Prozent auf 78,4 Mio. Euro erhöht. Bezogen auf die Bilanzsumme, die etwas stärker zugelegt hat, entspricht das einer Eigenkapitalquote von 46,8 Prozent, nach 46,1 Prozent Ende Dezember und 48,6 Prozent vor einem Jahr.

Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der starken Q1-Zahlen hat MuM die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und peilt folglich weiterhin ein Umsatz- und Rohertragswachstum von 10 bis 12 Prozent sowie eine EBITDA-Verbesserung um 13 bis 18 Prozent an. Vor allem aber soll der Gewinn je Aktie um 18 bis 24 Cent auf 117 bis 123 Cent gesteigert werden, womit die Dividende von aktuell vorgeschlagenen 85 Cent, die auf der diesjährigen HV noch beschlossen werden müssen, weiter auf 100 bis 105 Cent steigen soll. Auch die Prognose für das kommende Jahr, der zufolge MuM mit dem angestrebten Tempo aus 2020 weiterwachsen will, wurde bestätigt.

Sonderkonjunktur und digitale Lösungen

Die Zuversicht, diese Prognose trotz der Corona-Krise erreichen zu können, begründet MuM mit mehreren Aspekten. Dazu gehört vor allem die noch bis Mai anhaltende Sonderkonjunktur im Autodesk-

Handelsgeschäft, die von dem sehr attraktiven Auto-desk-Angebot für den Umstieg von alten Wartungsverträgen auf das Subscription-Modell angefacht wird und die nach Einschätzung von MuM im zweiten Quartal ihren Höhepunkt erreichen dürfte. Auch berichtet das Unternehmen von einer sehr hohen Nachfrage nach den Online-Schulungen, die seit April angeboten werden und mit denen die hierfür angemieteten Serverkapazitäten in kürzester Zeit ausgelastet wurden. Sollte das Interesse an dem Format anhalten, traut sich MuM zu, sogar im Schulungsbereich, der im März besonders hart getroffen wurde, die Jahresziele zu erreichen. Auf eine ähnlich starke Resonanz stößt das Unternehmen bei seinen Online-Vertriebsveranstaltungen und erwartet für die hauseigene virtuelle MuM cadmesse im Mai, die bereits letztes Jahr rund 9.000 Besucher verzeichnete, eine Vervielfachung der Teilnehmerzahl. Darüber hinaus bieten die sehr starken Q1-Zahlen ein großes Polster für die Zielerreichung, für die bezüglich des Ergebnisses zudem weitere Spielräume durch aktives Kostenmanagement bestehen, die im Bedarfsfall im zweiten Halbjahr realisiert werden könnten. Schließlich verweist MuM darauf, dass die Situation vor Ort vielfach besser ist, als

es die Nachrichtenlage aus den betreffenden Ländern nahelegt, und dass zum Beispiel selbst in Italien im ersten Quartal Rekordwerte erzielt werden konnten. Auch das CAM-Geschäft in China ist nach Unternehmensangaben wieder angelaufen.

Schätzungen unverändert

Sowohl mit den Q1-Zahlen als auch mit der bestätigten Prognose für 2020 hat MuM unsere Erwartungen erfüllt, weswegen wir unsere Schätzungen unverändert lassen. Somit kalkulieren wir für das laufende Jahr wie schon bisher mit Werten am jeweils unteren Ende der von der Unternehmens-Guidance abgedeckten Zielspannen. Für den diesjährigen Umsatz und Rohertrag bedeutet das Schätzwerte von 270,5 bzw. 140,7 Mio. Euro und für das EBIT von knapp 32,0 Mio. Euro, woraus sich eine unveränderte Schätzung für den Jahresüberschuss von 1,17 Euro je Aktie ergibt. Hierbei haben wir auf eine Berücksichtigung der veränderten Aktienzahl infolge des Aktienrückkaufs verzichtet, weil diese Aktien zeitnah in Form der angekündigten Aktiendividende wieder ausgegeben werden. Auch die Schätzungen für die Folgejahre haben wir unverändert gelassen und kalkulieren zum Ende

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	270,5	303,0	334,8	370,0	408,8	451,7	499,2	551,6
Umsatzwachstum		12,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,8%	13,1%	13,8%	14,5%	15,1%	15,6%	15,9%	16,2%
EBIT	32,0	39,8	46,3	53,7	61,6	70,4	79,5	89,1
Steuersatz	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	9,6	12,3	14,4	16,7	19,1	21,8	24,7	27,6
NOPAT	22,4	27,5	31,9	37,1	42,5	48,6	54,9	61,5
+ Abschreibungen & Amortisation	9,1	7,8	7,1	6,2	5,5	5,0	5,1	5,2
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	31,5	35,3	39,1	43,2	48,1	53,6	60,0	66,7
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5
Free Cashflow	28,8	32,4	35,9	39,9	44,5	49,7	55,8	62,2

SMC Schätzmodell

des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2027 mit einem Umsatz von rund 552 Mio. Euro und mit einer EBIT-Marge von 16,2 Prozent. 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.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells sowie die Annahmen, die wir zur Ermittlung des Terminal Value heranziehen. Hierfür nehmen wir wie bisher einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge vor, woraus sich eine Kalkulationsmarge von 13,7 Prozent ergibt. Das „ewige“ Cashflow-Wachstum taxieren wir unverändert auf 1,0 Prozent p.a. 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: 50,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 844,3 Mio. Euro bzw. 50,34 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 50,00 Euro ableiten. 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 38,03 und 76,97 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,4%	76,97	68,91	62,70	57,78	53,77
5,9%	66,62	60,64	55,89	52,02	48,82
6,4%	58,65	54,07	50,34	47,26	44,65
6,9%	52,32	48,73	45,75	43,24	41,10
7,4%	47,17	44,30	41,88	39,82	38,03

Fazit

Wie angekündigt und erwartet, ist MuM auch im ersten Quartal 2020 kräftig gewachsen. Der Umsatz erhöhte sich um 24,5 Prozent, das Nachsteuerergebnis sogar um ein Drittel. Als gäbe es die Corona-Krise nicht, setzt das Unternehmen damit seinen langjährigen Wachstumskurs unbeirrt fort. Dementsprechend wurde auch die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, die erneute Rekordwerte bei Umsatz, Rohertrag und Gewinn vorsieht.

Die Zuversicht begründet das Unternehmen mit mehreren Faktoren, zu denen eine Sonderkonjunktur im Handelsgeschäft mit Autodesk-Lizenzen, eine hohe Akzeptanz der virtuellen Formate (Schulungen, Vertriebsstermine, Messen) und die bisher gezeigte Robustheit des Geschäfts gehören. Unter anderem verweist MuM darauf, dass selbst in Italien im ersten

Quartal neue Rekordwerte erreicht werden konnten. Allerdings räumt Mensch und Maschine ein, dass das zweite Quartal schwächer ausfallen wird und dass der Fokus weniger auf die Umsatz- oder Rohertragsziele als auf den Gewinn gerichtet ist, zu dessen Erreichung zusätzlich noch Spielräume im Kostenmanagement bestehen.

Angesichts der von MuM seit Jahren gezeigten ausgeprägten Prognosetreue halten wir diesen Ausblick für plausibel und haben unsere Schätzungen, die seit dem letzten Update am unteren Ende der Unternehmens-Guidance liegen, unverändert gelassen. Daraus resultiert ein unverändertes Kursziel von 50,00 Euro, auf dessen Basis wir das Votum „Buy“ bestätigen.

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	92,1	86,8	83,4	82,1	81,6	81,7	82,0	82,3
1. Immat. VG	54,1	60,5	59,9	59,3	58,7	58,1	57,6	57,1	56,6
2. Sachanlagen	34,0	28,0	23,4	20,6	19,9	19,9	20,6	21,3	22,1
II. UV Summe	60,8	68,9	75,9	88,8	103,8	119,2	135,5	153,1	172,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	73,5	80,9	89,5	98,6	109,0	120,5	133,5	147,8	163,5
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	28,5	22,4	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
2. Kurzfristiges FK	39,9	38,8	37,6	38,9	41,6	44,4	47,3	50,3	53,4
BILANZSUMME	159,5	160,9	162,7	172,3	185,9	200,8	217,2	235,1	254,4

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	270,5	303,0	334,8	370,0	408,8	451,7	499,2	551,6
Rohertrag	127,9	140,7	157,9	174,9	193,7	214,5	237,6	263,1	291,4
EBITDA	36,5	41,1	47,7	53,4	59,9	67,2	75,4	84,6	94,3
EBIT	27,2	32,0	39,8	46,3	53,7	61,6	70,4	79,5	89,1
EBT	26,3	30,9	39,0	45,8	53,3	61,3	70,2	79,4	89,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,3	21,6	26,9	31,6	36,8	42,3	48,4	54,8	61,5
JÜ	16,7	19,7	24,5	28,8	33,5	38,5	44,1	49,9	55,9
EPS	0,99	1,17	1,46	1,72	2,00	2,30	2,63	2,97	3,34

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	30,5	34,4	38,3	42,5	47,3	52,7	59,0	65,6
CF aus Investition	-8,6	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5
CF Finanzierung	-14,5	-21,3	-26,2	-24,3	-26,4	-30,8	-35,4	-40,5	-45,8
Liquidität Jahresanfa.	9,6	12,9	19,7	25,3	36,6	49,8	63,2	77,3	92,6
Liquidität Jahresende	12,9	19,7	25,3	36,6	49,8	63,2	77,3	92,6	108,9

Kennzahlen

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

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 22.04.2020 um 13:00 Uhr fertiggestellt und am 22.04.2020 um 13:10 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
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)
30.07.2018	Buy	30,80 Euro	1), 3), 4)
24.04.2018	Buy	26,70 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.