

12. Februar 2021
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mensch und Maschine SE

Deutlicher Margenanstieg sorgt für neue Gewinnrekorde

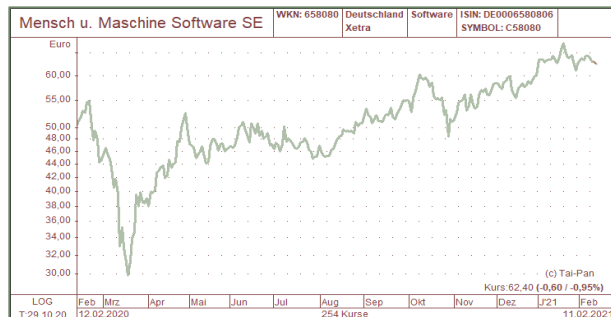
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 62,40 € | Kursziel: 62,70 € (zuvor: 52,30 €)

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:	948
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	62,40 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	1,07 Mrd. Euro
Enterprise Value:	1,18 Mrd. Euro
Free Float:	45,2%
Kurs Hoch/Tief (12M):	67,80 / 29,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	480,1 Tsd. Euro / Tag

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Jahr trotz der Corona-Pandemie neue Gewinnrekorde erzielt. Während der Umsatz vor allem durch den Rückgang der margenschwachen Handelsumsätze mit Autodesk-Lizenzen minimal auf 244,0 Mio. Euro gesunken ist, konnte das EBITDA um fast 14 Prozent auf 41,6 Mio. Euro gesteigert werden. Auch das EBIT und das Nettoergebnis legten zweistellig so, weswegen die Dividende von 0,85 Euro im Vorjahr auf 1,00 Euro erhöht werden soll. Diese positive Entwicklung will MuM auch 2021 und in den Folgejahren fortsetzen, wenn auch der Ausblick für das laufende Jahr etwas vorsichtiger formuliert wurde. Dennoch will MuM auch 2021 den Gewinn um mindestens 13 Prozent erhöhen und die Dividende auf mindestens 1,15 Euro steigern, mit Blick auf die nächsten drei Jahre traut sich das Unternehmen vor dem Hintergrund der 2020 erzielten Profitabilitätsverbesserungen sogar einen weiteren Anstieg der EBITDA-Marge auf mehr als 20 Prozent zu. Wir haben dies in unserem Modell nachvollzogen und sehen auf dieser Basis den fairen Wert nun bei 62,70 Euro je Aktie. Da der aktuelle Kurs in etwa auf diesem Niveau liegt, betrachten wir Mensch und Maschine aktuell als eine Halteposition mit einer soliden Dividendenrendite von 1,6 Prozent.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	185,4	245,9	244,0	248,9	278,7	308,0
EBIT (Mio. Euro)	19,7	27,2	31,0	35,7	42,0	48,5
Jahresüberschuss	11,7	16,7	18,6	21,6	25,7	29,7
EpS	0,71	0,99	1,11	1,28	1,53	1,77
Dividende je Aktie	0,65	0,85	1,00	1,15	1,30	1,41
Umsatzwachstum	15,3%	32,7%	-0,8%	2,0%	12,0%	10,5%
Gewinnwachstum	24,1%	42,6%	11,5%	16,2%	18,9%	15,6%
KUV	5,66	4,26	4,30	4,21	3,76	3,40
KGV	89,7	62,9	56,4	48,6	40,8	35,3
KCF	68,9	39,8	29,1	29,6	26,6	24,0
EV / EBIT	58,7	42,4	37,2	32,3	27,4	23,8
Dividendenrendite	1,0%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,3%

Leichter Umsatzrückgang im Gesamtjahr

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr einen minimalen Umsatzrückgang um 0,8 Prozent auf 244 Mio. Euro verzeichnet. Heruntergebrochen auf die beiden Segmente sind die Erlöse im Systemhaus um 1,4 Prozent auf 168,4 Mio. Euro zurückgegangen, während die Softwaresparte um 0,7 Prozent auf 75,6 Mio. Euro zugelegt hat. Die Entwicklung im Systemhaus ist sowohl auf die Corona-Pandemie als auch auf die Sonderkonjunktur im Handelsgeschäft mit Autodesk-Software infolge einer Sonderaktion für Bestandskunden zurückzuführen. Diese hatte im vierten Quartal 2019 und Anfang 2020 für einen deutlichen Anstieg der – niedrigmargigen – Handelsumsätze gesorgt, denen im vierten Quartal 2020 keine entsprechende Größe gegenüberstand. Dadurch betrug der Umsatzrückgang im Systemhaus in den letzten drei Monaten des letzten Jahres fast 17 Prozent, was maßgeblich zu dem negativen Vorzeichen im Gesamtjahr beigetragen hat. Wir hatten diesen Effekt zwar auch erwartet, aber unterschätzt, so dass sich unsere Umsatzschätzung von 252 Mio. Euro als etwas zu optimistisch erwiesen hat.

Rohmarge deutlich besser als erwartet

Spiegelbildlich zum Rückgang der margenschwachen Erlöse hat sich die Umsatzstruktur deutlich stärker als von uns antizipiert in Richtung der profitableren Einnahmen verschoben, was sich in einer von 52,0 auf 52,5 Prozent verbesserten Konzernrohmargin niedergeschlagen hat. Wir hatten hingegen mit einem Rückgang auf 51,0 Prozent gerechnet. Dadurch wurde die negative Abweichung beim Umsatz auf der Ebene des Rohertrags nahezu komplett kompensiert. Mit dem nun gemeldeten Wert von 128,0 Mio. Euro (und damit auf dem Vorjahreswert) hat MuM unsere Schätzung von 128,6 Mio. Euro nahezu punktgenau erfüllt. Der Anstieg der Rohmarge wurde ausschließlich im Systemhaus erzielt, wo sie um einen Prozentpunkt auf 35,1 Prozent zugelegt hat. Wie stark der Effekt der volatilen Handelserlöse war, verdeutlicht noch besser der Vergleich der Quartalswerte: Wurde im vierten Quartal 2019 im Systemhaus noch eine Rohmarge von 31,8 Prozent erwirtschaftet, lag sie im Schlussvierteljahr 2020 bei 37,0 Prozent. Demgegenüber ist

die Rohmarge der Softwaresparte im letzten Geschäftsjahr erwartungsgemäß von 92,8 auf 91,1 Prozent zurückgegangen, worin sich der höhere Umsatzbeitrag der Tochter SOFiSTiK bemerkbar gemacht hat, die mit einem höheren Anteil an Fremdlizenzen arbeitet als die anderen Software-Töchter.

Geschäftszahlen	GJ 2019	GJ 2020	Änderung
Umsatz	245,9	244,0	-0,8%
<i>Systemhaus</i>	170,9	168,4	-1,4%
<i>Software</i>	75,1	75,6	+0,7%
Rohertrag	127,9	128,0	+0,1%
<i>Systemhaus</i>	58,2	59,1	+1,6%
<i>Software</i>	69,7	68,9	-1,1%
<i>Rohmarge</i>	52,0%	52,5%	
EBITDA	36,5	41,6	+13,8%
<i>Systemhaus</i>	14,3	16,6	+16,3%
<i>Software</i>	22,3	25,0	+12,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	14,9%	17,0%	
EBIT	27,2	31,0	+14,0%
<i>EBIT-Marge</i>	11,1%	12,7%	
Periodenüberschuss	16,7	18,6	+11,6%
<i>Netto-Marge</i>	6,8%	7,6%	
Operativer Cashflow	26,4	35,0	+32,8%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBITDA wächst um 14 Prozent

Das minimale Wachstum des Rohertrages konnte MuM in einen fast 14-prozentigen Anstieg des EBITDA ummünzen, das mit 41,6 Mio. Euro den mit Abstand höchsten Wert der Unternehmensgeschichte markierte. Ermöglicht wurde dies durch die 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 zwischenzeitlich von Präsenzveranstaltungen. Allein das Volumen der Corona-bedingten Kostenentlastungen beziffert das Management auf rund 6 Mio. Euro, wovon die Hälfte auf das zweite Quartal entfiel. Im Schlussvierteljahr war der Effekt

mit ca. 1 Mio. Euro schon vergleichsweise moderat, gleichwohl konnte MuM auch in diesen drei Monaten das EBITDA im Vorjahresvergleich um knapp 5 Prozent erhöhen. Die deutliche Profitabilitätsverbesserung ist auch an der EBITDA-Marge ablesbar, die sich um mehr als zwei Prozentpunkte auf 17 Prozent verbessert hat.

Neuer Gewinnrekord

Einen neuen Höchststand erreichte auch die EBIT-Marge, die sich von 11,1 Prozent im Vorjahr auf 12,7 Prozent erhöhte. In absoluten Zahlen legte das EBIT im Gleichschritt mit dem EBITDA um 14 Prozent auf 31,0 Mio. Euro zu. Nach Zinsen, Steuern und Minderheitsanteilen resultierte daraus ein Anstieg des Nettogewinns um 11,6 Prozent auf 18,6 Mio. Euro, wobei die im Vergleich mit dem EBIT leicht unterproportionale Dynamik vor allem dem gestiegenen Beitrag von SOFiSTiK geschuldet ist, aus dem sich ein höherer Gewinnanteil der Minderheitsgesellschafter ergeben hat. Das Ergebnis je Aktie erreichte mit 1,11 Euro (Vorjahr: 0,99 Euro) nahezu punktgenau unsere Schätzung (1,12 Euro).

Cashflow steigt um ein Drittel

Noch beeindruckender als das Ergebnis hat sich der operative Cashflow entwickelt, der um ein Drittel auf 35 Mio. Euro geklettert ist. Damit sind mehr als 14 Prozent der Umsätze am Jahresende in der Kasse geblieben, was die Ergebnisqualität noch einmal unterstreicht. Auf dieser Grundlage will MuM die großzügige Dividendenpolitik fortsetzen und hat angekündigt, für das Geschäftsjahr 1,00 Euro je Aktie ausschütten zu wollen, 15 Cent mehr als vor einem Jahr.

Profitabilitätsziel angehoben

Auch für 2021 sowie für die Folgejahre stellt MuM ein Dividendenwachstum um 15 bis 20 Cent p.a. in Aussicht und hält damit an der bisherigen Prognose fest. Das gilt auch für das angestrebte Gewinnwachstum, das sich ab 2022 in dem Zuwachskorridor von 18 bis 24 Cent pro Jahr bewegen soll. Für das laufende Jahr strebt MuM ebenfalls eine Fortsetzung des Gewinnwachstums an, hat die Prognosespanne aber auf

einen Zuwachs von 14 bis 24 Cent nach unten erweitert. Auch umsatzseitig wird 2021 der mehrjährige Wachstumskorridor von 8 bis 12 Prozent pro Jahr voraussichtlich unterschritten, was vor allem auf das erste Quartal zurückzuführen sein wird. Obwohl sich das Unternehmen mit der bisherigen Entwicklung seit dem Jahresanfang zufrieden zeigt, dürften die Pandemie und noch mehr die hohe Vergleichsbasis von Anfang 2020 für einen deutlichen Umsatzrückgang in Q1 sorgen. Ab dem zweiten Quartal wird sich wiederum die Corona-bedingt niedrigere Vergleichsbasis aus 2020 positiv auf die Wachstumsrate auswirken. Da der Umsatzrückgang des ersten Quartals hauptsächlich das niedrigmarginige Handelsgeschäft betrifft, soll sich die Rohmarge weiter erhöhen und erneut eine überproportionale Ergebnisentwicklung ermöglichen. In Kombination mit dem strikten Kostenmanagement, das sich im letzten Jahr einmal mehr als ein zentraler Erfolgsgarant von MuM erwiesen hat, traut sich das Unternehmen nun zu, auf Konzernebene schon in drei Jahren eine EBITDA-Marge von mehr als 20 Prozent erwirtschaften zu können. Damit hat das Management das bisherige EBITDA-Ziel um 2 Prozentpunkte angehoben und begründet diesen Schritt mit der ausgezeichneten Kostenelastizität des Geschäftsmodells, die auch 2020 trotz der widrigen Rahmenbedingungen die Erzielung neuer Gewinnrekorde ermöglicht hat.

Umsatzschätzungen reduziert

Wir haben unsere Schätzungen im Einklang mit der Unternehmensprognose angepasst. Bezogen auf den Umsatz bedeutet das, dass wir der aktuellen Corona-Entwicklung Rechnung getragen und die Wachstumserwartungen für das laufende Jahr abgesenkt haben. Hatten wir noch im Oktober für 2021 eine Aufholbewegung und ein Wachstum um 12 Prozent unterstellt, kalkulieren wir nun mit lediglich 2 Prozent Umsatzwachstum und damit mit Erlösen in Höhe von 248,9 Mio. Euro. Zu einem kleinen Teil haben wir diese Reduktion durch eine Anhebung der Wachstumsrate für 2022 auf 12 Prozent kompensiert, doch insgesamt hat sich hieraus eine etwas niedrigere Umsatzreihe ergeben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 kalkulieren wir nun mit einem Jahresumsatz von 507 Mio. Euro.

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	248,9	278,7	308,0	340,3	376,1	415,6	459,2	507,4
Umsatzwachstum		12,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	14,3%	15,1%	15,8%	16,4%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%
EBIT	35,7	42,0	48,5	55,7	63,6	72,4	82,3	93,3
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	10,9	12,8	14,8	17,0	19,4	22,1	25,1	28,5
NOPAT	24,8	29,2	33,7	38,7	44,2	50,3	57,2	64,9
+ Abschreibungen & Amortisation	11,5	10,9	10,6	10,4	10,3	10,2	10,2	10,2
+ 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	36,3	40,2	44,3	49,1	54,4	60,5	67,4	75,1
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9
- Investitionen AV	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0
Free Cashflow	34,0	37,6	41,6	46,2	51,3	57,1	63,7	71,2

Rohmarge angehoben

Dem entgegengesetzt haben wir aber die Konzernroh-marge, die wir bisher für die Jahre bis 2027 in der Spanne zwischen 52 und 53 Prozent angesetzt hatten, nun auf 54 bis 55 Prozent angehoben. Dies hat sich auch positiv auf die EBITDA- und die EBIT-Marge ausgewirkt. Für beide Kennzahlen erwarten wir sowohl für dieses Jahr als auch für den Zeitraum bis 2028 eine fortgesetzte Aufwärtsentwicklung, sodass die EBITDA-Marge 2026 die Marke von 20 Prozent (die neue Zielmarke von MuM) erreicht und danach leicht überschreitet. Die EBIT-Marge verläuft parallel dazu und erreicht zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 18,4 Prozent. Für das laufende Jahr hat sich hieraus die Erwartung eines EBITDA von 47,1 Mio. Euro, eines EBIT von 35,7 Mio. Euro und eines Gewinns je Aktie von 1,28 Euro ergeben (bisherige Schätzwerte: 47,7 Mio. Euro, 36,2 Mio. Euro und 1,30 Euro). Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem zehnzehnten Sicherheitsabschlag

auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

WACC reduziert

Angepasst haben wir auch den Zinssatz, mit dem wir die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren. Die Änderung betrifft die Marktrisikoprämie, die wir in Reaktion auf die Marktentwicklung zum Jahreswechsel in allen unseren Modellen von zuvor 6,5 auf nun 5,8 Prozent abgesenkt haben. Damit folgen wir dem Befund einer aktuellen Erhebung, der zufolge die durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie bei diesem Wert liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Zusammen mit unveränderten Annahmen bezüglich des risikolosen Zinssatzes (1,0 Prozent) und des Betafaktors (1,2) ergeben sich daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM von 8,0 Prozent. In Kombination mit einer unveränderten Ziel-FK-Quote von 40 Prozent und einem FK-Zins von 4,0 Prozent hat sich der WACC-Satz, mit dem wir die geschätzten Cashflows diskontieren, von zuvor 6,4 auf 5,8 Prozent ermäßigt.

Kursziel: 62,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.054,4 Mio. Euro bzw. 62,74 Euro je Aktie, woraus wir das erhöhte Kursziel von 62,70 Euro ableiten (bisher: 52,30 Euro). Neben den Schätzungsänderungen und der Reduktion des WACC-Satzes hat auch der Roll-over-Effekt aus der Umstellung unseres Modells auf das neue Basisjahr 2021 zu dieser Erhöhung beigetragen. 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 4,8 und 6,8 Prozent) und ewiges Cashflow-

Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 46,29 und 101,72 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
4,8%	101,72	89,20	79,94	72,80	67,13
5,3%	86,14	77,22	70,35	64,89	60,46
5,8%	74,61	67,99	62,74	58,47	54,93
6,3%	65,73	60,67	56,55	53,14	50,27
6,8%	58,68	54,72	51,43	48,66	46,29

Fazit

Mensch und Maschine hat auch in dem schwierigen Corona-Jahr die positive Entwicklung der Vorjahre fortgesetzt und den Gewinn erneut zweistellig auf neue Höchststände gesteigert. Ermöglicht wurde das durch die wieder verbesserte Profitabilität, mit der die minimal gesunkenen Erlöse deutlich überkompensiert werden konnten.

Die EBIT-Marge, die noch Mitte des Jahrzehnts bei 5,3 Prozent gelegen hatte, reichte 2020 zum dritten Mal in Folge in den zweistelligen Bereich und markierte mit 12,7 Prozent den mit Abstand besten Wert der Unternehmensgeschichte. Mit dieser Leistung, die sich entsprechend im Nettoergebnis und in der Dividende, die für 2020 um 15 Cent auf 1,00 Euro je Aktie angehoben werden soll, niederschlägt, hat Mensch und Maschine die bereits vor mehreren Jahren angekündigte Entwicklung bisher mit einer bemerkenswerten Prognostreue umgesetzt.

Dies stimmt uns zuversichtlich, dass auch die Prognosen für die nächsten Jahre, die ein fortgesetztes Umsatz- und vor allem ein dazu überproportional starkes Gewinnwachstum beinhalten, erfüllt werden. Bezüglich der Profitabilität hat MuM mit der Vorlage der vorläufigen Zahlen für 2020 die mittelfristigen Ziele sogar angehoben und traut sich nun zu, die Konzern-EBITDA-Marge schon in drei Jahren auf über 20 Prozent zu steigern.

Wir haben dies, wie auch den etwas vorsichtigeren Ausblick für das laufende Jahr, in unseren Schätzungen – mit Abstrichen – nachvollzogen. Zusammen mit dem reduzierten Diskontierungssatz und dem Roll-over-Effekt hat sich der von uns ermittelte faire Wert deutlich auf 62,70 Euro je Aktie erhöht. Da der Aktienkurs dies aber bereits vorweggenommen hat, sehen wir die MuM-Aktie aktuell fair bewertet und belassen unser Urteil auf „Hold“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	100,7	98,3	96,7	95,5	94,6	94,0	93,5	93,2	93,0
1. Immat. VG	61,0	60,4	59,7	59,2	58,6	58,1	57,6	57,1	56,6
2. Sachanlagen	36,1	34,4	33,4	32,7	32,4	32,3	32,4	32,6	32,8
II. UV Summe	62,9	63,2	71,3	82,6	96,2	111,2	126,0	142,6	161,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	81,1	86,9	94,6	103,9	116,0	129,6	143,1	158,4	175,7
II. Rückstellungen	12,7	13,2	13,8	14,3	14,8	15,4	15,9	16,5	17,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	31,0	22,6	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
2. Kurzfristiges FK	38,8	38,8	38,9	39,0	39,2	39,4	39,8	40,2	40,7
BILANZSUMME	163,6	161,6	168,0	178,0	190,8	205,2	219,6	235,8	254,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	244,0	248,9	278,7	308,0	340,3	376,1	415,6	459,2	507,4
Rohertrag	128,0	134,4	150,8	167,0	185,0	204,8	226,8	251,1	278,1
EBITDA	41,6	47,1	53,0	59,1	66,1	73,8	82,6	92,5	103,6
EBIT	31,0	35,7	42,0	48,5	55,7	63,6	72,4	82,3	93,3
EBT	29,5	34,7	41,4	48,0	55,2	63,1	72,0	81,9	93,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	20,7	24,1	28,8	33,4	38,4	43,9	50,0	56,9	64,7
JÜ	18,6	21,6	25,7	29,7	34,0	38,8	44,1	50,1	56,7
EPS	1,11	1,28	1,53	1,77	2,02	2,31	2,63	2,98	3,38

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	36,0	35,4	39,5	43,6	48,3	53,6	59,6	66,4	74,0
CF aus Investition	-5,6	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0
CF Finanzierung	-24,6	-34,2	-30,5	-31,5	-33,8	-37,8	-44,0	-49,1	-54,9
Liquidität Jahresanfa.	12,9	18,8	17,9	24,7	34,4	46,4	59,7	72,5	86,8
Liquidität Jahresende	18,8	17,9	24,7	34,4	46,4	59,7	72,5	86,8	103,0

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-0,8%	2,0%	12,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	0,1%	5,0%	12,2%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Rohertragsmarge	52,5%	54,0%	54,1%	54,2%	54,3%	54,5%	54,6%	54,7%	54,8%
EBITDA-Marge	17,0%	18,9%	19,0%	19,2%	19,4%	19,6%	19,9%	20,1%	20,4%
EBIT-Marge	12,7%	14,3%	15,1%	15,8%	16,4%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%
EBT-Marge	12,1%	14,0%	14,9%	15,6%	16,2%	16,8%	17,3%	17,8%	18,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,6%	8,7%	9,2%	9,6%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%	11,2%

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 12.02.2021 um 7:55 Uhr fertiggestellt und am 12.02.2021 um 8:05 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
22.10.2020	Hold	52,30 Euro	1), 3), 4)
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)

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.