

23. April 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Starker Jahresauftakt

Urteil: Hold (zuvor: Strong Buy) | Kurs: 62,00 € | Kursziel: 63,70 € (zuvor: 63,40 €)

**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>            | 965                   |
| <b>Rechnungslegung:</b>        | IFRS                  |
| <b>ISIN:</b>                   | DE0006580806          |
| <b>Ticker:</b>                 | MUM:GR                |
| <b>Kurs:</b>                   | 62,00 Euro            |
| <b>Marktsegment:</b>           | Scale / m:access      |
| <b>Aktienanzahl:</b>           | 17,2 Mio. Stück       |
| <b>Market-Cap:</b>             | 1,04 Mrd. Euro        |
| <b>Enterprise Value:</b>       | 1,15 Mrd. Euro        |
| <b>Free Float:</b>             | 45,2%                 |
| <b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>   | 67,80 / 43,70 Euro    |
| <b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b> | 417,2 Tsd. Euro / Tag |

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal erneut überzeugt. Der Konzernumsatz ist zwar – wie angekündigt – gesunken, doch ist dieser Rückgang ausschließlich auf die letztjährige Sonderkonjunktur im Handel mit Autodesk-Lizenzen zurückzuführen. Da dieses Geschäft mit einer niedrigen Marge einhergeht, konnte der Konzernrohertrag trotz des Umsatzrückgangs nahezu stabil bei 36,8 Mio. Euro gehalten werden. In Kombination mit niedrigeren Kosten legte das EBIT sogar minimal auf 11,2 Mio. Euro zu (+0,7 Prozent), womit ein neuer Quartalsrekord erzielt wurde. Die EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen im Vorjahresvergleich um 1,3 Prozentpunkte auf 15,4 Prozent und übertraf damit erstmals die 15-Prozent-Marke. In dem Software-Segment, das sowohl seinen Umsatz (+8 Prozent) als auch sein EBIT (+17 Prozent) deutlich steigern konnte, erreichte die EBIT-Marge bereits 29,1 Prozent. Mit dieser starken Performance in dem wegen der hohen Vergleichsbasis mutmaßlich schwierigsten Quartal dieses Jahres sieht sich MuM auf einem guten Weg, die eigene Prognose für das Gesamtjahr, die ein Rohertragswachstum von 5 bis 8 Prozent und ein Gewinnwachstum um 12 bis 21 Prozent vorsieht, zu erreichen. Auch die Prognose für die Folgejahre wurde bestätigt.

| 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  | 35,2  | 42,2  | 48,7  |
| Jahresüberschuss   | 11,7  | 16,7  | 18,7  | 21,4  | 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  | 1,42  |
| Umsatzwachstum     | 15,3% | 32,7% | -0,8% | 2,0%  | 12,0% | 10,5% |
| Gewinnwachstum     | 24,1% | 42,6% | 12,3% | 14,6% | 20,1% | 15,5% |
| KUV                | 5,62  | 4,24  | 4,27  | 4,19  | 3,74  | 3,38  |
| KGV                | 89,2  | 62,5  | 55,7  | 48,6  | 40,5  | 35,1  |
| KCF                | 68,4  | 39,5  | 30,9  | 31,8  | 27,5  | 24,5  |
| EV / EBIT          | 57,4  | 41,5  | 36,4  | 32,1  | 26,8  | 23,2  |
| Dividendenrendite  | 1,0%  | 1,4%  | 1,6%  | 1,9%  | 2,1%  | 2,3%  |

## Erwarteter Umsatzrückgang

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal 72,3 Mio. Euro umgesetzt. Wie bereits im Vorfeld vom Management angekündigt, ist der Quartalsumsatz gegenüber dem Vorjahr somit gesunken (-8 Prozent). Dass dies zu erwarten war, liegt vor allem an dem außergewöhnlich hohen Umsatz in dem Segment Systemhaus in den ersten drei Monaten 2020, welches seinerzeit von dem Umstieg von Autodesk-Wartungskunden auf das Subscription-Modell profitiert und den Quartalsumsatz um fast ein Drittel gesteigert hatte. Gemessen an dieser hohen Vergleichsbasis ist der Segmentumsatz im ersten Quartal 2021 um 13,5 Prozent auf 50,3 Mio. Euro gesunken, was aber mit Ausnahme der von der genannten Sonderaktion geprägten Quartale Q4 2019 und Q1 2020 der mit Abstand beste Wert der Unternehmensgeschichte ist. Demgegenüber konnte die Software-Sparte ihre Erlöse im Vorjahresvergleich um knapp 8 Prozent auf 22,0 Mio. Euro steigern. Hier wirkte sich vorteilhaft aus, dass die Vergleichsbasis bereits deutliche Corona-Bremseffekte vor allem in China-Geschäft enthalten hatte, wo die Pandemie früher als in Europa zu einem Erliegen der Geschäftsaktivitäten geführt hatte. Aber auch die Industriekonjunktur in Westeuropa befand sich schon Anfang 2020 im Abschwung, was das Übertreffen der Vorjahreswerte im CAM-Geschäft diesmal einfacher machte. Doch auch abseits der Vergleichsbasiseffekte zeigt sich MuM mit der Entwicklung der beiden Segmente sehr zufrieden. Das Unternehmen berichtet von einer stabilen Nachfrage vor allem bei Bestandskunden und spürt die negative Folgen der Pandemie aktuell vor allem im Neugeschäft, wo die Gewinnung neuer Kunden durch die Beschränkungen der persönlichen Kontaktaufnahme erschwert ist.

## Rohmarge deutlich verbessert

Der letztjährige starke Anstieg der Handelsumsätze mit der Autodesk-Software und deren Normalisierung im ersten Quartal 2021 zeigen sich deutlich in der Entwicklung der Rohmarge im Systemhaus. Diese war vor einem Jahr auf 32,0 Prozent gesunken und erholte sich nun auf 33,8 Prozent. Demgegenüber hat sich die Rohmarge im Softwaresegment im Vorjahres-

vergleich um 1,6 Prozentpunkte auf 89,8 Prozent ermäßigt, was vor allem auf die Verschiebung der Umsatzanteile zwischen dem CAM-Geschäft einerseits und SOFiSTiK sowie DATAflor andererseits zurückzuführen ist. Die beiden letztgenannten Software-Töchter, die im Berichtsquartal überdurchschnittlich zugelegt haben, setzen nämlich im Unterschied zu OpenMind (CAM-Geschäft) einen höheren Anteil an Fremdprodukten (vor allem Autodesk) ein und weisen deswegen eine etwas niedrigere Rohmarge aus. In absoluten Zahlen konnte der Rohertrag in der Software-Sparte um knapp 6 Prozent auf 19,8 Mio. Euro gesteigert werden, während er im Systemhaus um 9 Prozent auf knapp 17,0 Mio. Euro gesunken ist. Für den Konzern ergibt sich daraus ein nahezu stabiler Quartalsrohertrag von 36,8 Mio. Euro (-1,4 Prozent), die Konzernrohmargin verbesserte sich wegen der Verschiebung der Umsatzanteile der beiden Segmente von 47,4 auf 50,8 Prozent.

| Geschäftszahlen     | Q1 2020 | Q1 2021 | Änderung |
|---------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz              | 78,63   | 72,34   | -8,0%    |
| Systemhaus          | 58,15   | 50,31   | -13,5%   |
| Software            | 20,48   | 22,03   | 7,6%     |
| Rohertrag           | 37,30   | 36,77   | -1,4%    |
| Systemhaus          | 18,58   | 16,99   | -8,6%    |
| Software            | 18,71   | 19,78   | 5,7%     |
| Rohmarge            | 47,4%   | 50,8%   |          |
| EBIT                | 11,09   | 11,16   | 0,7%     |
| Systemhaus          | 5,61    | 4,74    | -15,6%   |
| Software            | 5,47    | 6,42    | 17,3%    |
| EBIT-Marge          | 14,1%   | 15,4%   |          |
| Systemhaus          | 9,7%    | 9,4%    |          |
| Software            | 26,7%   | 29,1%   |          |
| EBT                 | 10,63   | 10,86   | 2,1%     |
| EBT-Marge           | 13,5%   | 15,0%   |          |
| Periodenüberschuss  | 6,68    | 6,64    | -0,5%    |
| Netto-Marge         | 8,5%    | 9,2%    |          |
| Operativer Cashflow | 13,64   | 16,59   | 21,7%    |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Kosten gesunken

Den leichten Rückgang des Rohertrags konnte MuM durch Kosteneinsparungen mehr als wettmachen. Vor allem im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich die Kostendisziplin und die Corona-bedingten Einsparungen (Reisekosten, Veranstaltungen, Messen) in einem Rückgang um 26 Prozent auf 2,9 Mio. Euro bemerkbar gemacht, womit auch der leichte Anstieg des Personalaufwands (+4 Prozent auf 21,6 Mio. Euro) und der Abschreibungen (+2 Prozent auf 2,4 Mio. Euro) mehr als kompensiert wurde.

## EBIT mit neuem Bestwert

Das Konzern-EBIT konnte dadurch trotz des rückläufigen Umsatzes leicht, um 0,7 Prozent, auf 11,2 Mio. Euro gesteigert werden, womit ein neuer Quartalsrekord erreicht wurde. Das gilt auch für die EBIT-Marge, die sich durch die Kombination mit dem rückläufigen Umsatz zum ersten Mal auf mehr als 15 Prozent erhöht hat, konkret auf 15,4 Prozent. In der Softwarepartie, deren EBIT um 17 Prozent auf 6,4 Mio. Euro geklettert ist, ist die EBIT-Marge mit 29,1 Prozent erstmalig in die Nähe der 30-Prozent-Marke vorgerückt. Im Systemhaus hingegen war das Quartals-EBIT um 16 Prozent rückläufig, doch mit 4,7 Mio. Euro wurde dennoch der zweitbeste Wert der Unternehmensgeschichte erreicht.

## Höhere Minderheitsanteile

Bei einem von -0,5 auf -0,3 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis hat sich der Vorsteuergewinn um 2 Prozent auf 10,9 Mio. Euro erhöht, während der Nettoperiodenüberschuss um 0,5 Prozent auf 6,6 Mio. Euro minimal gesunken ist. Die Differenz zum EBT-Wachstum erklärt sich durch den überdurchschnittlichen Anstieg des Minderheitenanteils am Gewinn, der um ein Viertel auf 1,0 Mio. Euro gestiegen ist und die sehr gute Entwicklung von SOFiSTiK widerspiegelt.

## Cashflow rasant gestiegen

Sehr stark hat sich erneut der operative Cashflow entwickelt, der um mehr als ein Fünftel auf 16,6 Mio.

Euro gestiegen ist. Ermöglicht wurde die Verbesserung vor allem durch eine Reduktion der Forderungen, die dazu beigetragen hat, dass der Aufbau des Working Capital (-0,2 Mio. Euro nach -2,9 Mio. Euro in Q1 2020) nahezu zum Stillstand gekommen ist. Nach Abflüssen in Höhe von 3,6 Mio. Euro für Investitionszwecke (darunter 2,6 Mio. Euro für die Übernahme eines kleinen OpenMind-Vertriebspartners in der Benelux-Region) sowie von 3,3 Mio. Euro aus Finanzierung (davon 1,3 Mio. Euro aufgrund von Leasingverträgen und 1,8 Mio. Euro für Kredittilgungen) hat sich die bilanzielle Liquidität in den ersten drei Monaten um 9,7 Mio. Euro auf 26,7 Mio. Euro erhöht, knapp 5 Mio. Euro mehr als vor einem Jahr.

## Eigenkapitalquote weiter erhöht

Weiter erhöht hat sich auch die Eigenkapitalquote, die seit dem Jahreswechsel um 0,7 Prozentpunkte auf 52,5 Prozent zugelegt hat. Gegenüber dem Vorjahreswert beträgt der Zuwachs 5,7 Prozentpunkte. In absoluten Zahlen lag das Eigenkapital Ende März bei 87,7 Mio. Euro, nach 78,4 Mio. Euro vor zwölf Monaten.

## Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Q1-Zahlen hat MuM die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und will den Rohertrag im Gesamtjahr um 5 bis 8 Prozent steigern. Auf dieser Basis soll der Gewinn um 12 bis 21 Prozent auf 125 bis 135 Cent je Aktie zulegen und ein Dividendenwachstum auf 115 bis 120 Cent ermöglichen. Auch die Prognose für die kommenden Jahre, der zufolge MuM beim Rohertrag mit 8 bis 12 Prozent p.a. wachsen und den Gewinn je Aktie um 18 bis 24 Cent pro Jahr steigern will, wurde bestätigt.

## Schätzungen unverändert

Da sowohl das erste Quartal als auch die bestätigte Prognose im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Schätzungen ebenfalls unverändert gelassen. Demnach kalkulieren wir für dieses Jahr mit einem Rohertragswachstum um 5 Prozent auf 134,4 Mio. Euro. Für das nächste Jahr unterstellen wir eine Beschleunigung des Wachstums auf 12 Prozent, in der sich auch eine Aufholbewegung nach

| 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                        | 14,1%       | 15,1%       | 15,8%       | 16,5%       | 17,0%       | 17,5%       | 18,0%       | 18,4%       |
| <b>EBIT</b>                       | <b>35,2</b> | <b>42,2</b> | <b>48,7</b> | <b>56,1</b> | <b>63,9</b> | <b>72,7</b> | <b>82,5</b> | <b>93,6</b> |
| Steuersatz                        | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       | 30,5%       |
| Adaptierte Steuerzahlungen        | 10,7        | 12,9        | 14,8        | 17,1        | 19,5        | 22,2        | 25,2        | 28,5        |
| <b>NOPAT</b>                      | <b>24,4</b> | <b>29,3</b> | <b>33,8</b> | <b>39,0</b> | <b>44,4</b> | <b>50,5</b> | <b>57,4</b> | <b>65,0</b> |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 3,9         | 4,2         | 4,4         | 4,5         | 4,6         | 4,7         | 4,7         | 4,7         |
| + 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>28,3</b> | <b>33,5</b> | <b>38,2</b> | <b>43,5</b> | <b>49,0</b> | <b>55,2</b> | <b>62,1</b> | <b>69,8</b> |
| - Zunahme Net Working Capital     | -0,6        | -0,7        | -0,8        | -0,9        | -1,0        | -1,1        | -1,2        | -1,3        |
| - Investitionen AV                | -4,5        | -4,5        | -4,5        | -4,5        | -4,4        | -4,4        | -4,4        | -4,4        |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>23,2</b> | <b>28,3</b> | <b>32,9</b> | <b>38,2</b> | <b>43,6</b> | <b>49,7</b> | <b>56,5</b> | <b>64,1</b> |

der annahmegemäß dann überwundenen Pandemie bemerkbar macht; anschließend rechnen wir mit einer konstanten Wachstumsrate von etwas über 10 Prozent. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 resultiert daraus die Umsatzerwartung von 507 Mio. Euro und auf dieser Basis ein Rohertrag von 278 Mio. Euro.

### Stetiger Margenanstieg

Auch die Gewinnschätzungen sind gleichgeblieben. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem EBIT von 35,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 14,1 Prozent, sowie mit einem Nettoergebnis von 21,4 Mio. Euro bzw. 1,28 Euro je Aktie. Wie bisher, gehen wir davon aus, dass MuM die beachtlichen Profitabilitätsfortschritte der letzten Jahre auch in Zukunft wird fortsetzen können und unterstellen eine schrittweise Verbesserung der EBIT-Marge bis auf 18,4 Prozent am Ende des detaillierten Prognosezeitraums. 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 zehnpromzentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

### Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Den aus unseren 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 und für die Markttriskoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 7,7 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 5,7 Prozent.

## Kursziel: 63,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.070 Mio. Euro bzw. 63,68 Euro je Aktie, woraus wir das diskontierungsbedingt leicht erhöhte Kursziel von 63,70 Euro ableiten. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter zwei von sechs möglichen Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,7 und 6,7 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen

der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 46,06 und 107,22 Euro je Aktie.

| Sensitivitätsanalyse<br>WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum |       |              |       |       |
|------------------------------|--------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|                              | 2,0%                     | 1,5%  | 1,0%         | 0,5%  | 0,0%  |
| 4,7%                         | 107,22                   | 92,81 | 82,33        | 74,36 | 68,09 |
| 5,2%                         | 89,66                    | 79,56 | 71,88        | 65,84 | 60,97 |
| 5,7%                         | 76,90                    | 69,50 | <b>63,68</b> | 58,98 | 55,11 |
| 6,2%                         | 67,21                    | 61,59 | 57,07        | 53,34 | 50,21 |
| 6,7%                         | 59,60                    | 55,23 | 51,63        | 48,62 | 46,06 |

## Fazit

Wie angekündigt, ist Mensch und Maschine gut in das laufende Jahr gestartet. Der Konzernumsatz ist zwar um 8 Prozent auf 72,3 Mio. Euro gesunken, doch lag dies ausschließlich an dem – erwarteten – Rückgang der Handelsumsätze mit Autodesk-Lizenzen, die im letzten Jahr von einer Sonderkonjunktur angefacht worden waren. Da es sich dabei um margenschwache Umsätze handelt, blieb der Konzernrohertrag nahezu unverändert, während beim EBIT sogar neue Höchstwerte ausgewiesen werden konnten. Die EBIT-Marge übertraf zum ersten Mal in der Unternehmenshistorie die Marke von 15 Prozent, im Softwaresegment lag sie sogar nur noch unwesentlich unter der Marke von 30 Prozent.

Das Unternehmen erwartet, dass die gesunde Dynamik in den nächsten Quartalen bestehen bleibt und dass im Jahresverlauf, beginnend mit dem zweiten

Quartal, steigende Zuwachsraten beim Rohertrag erzielt werden können. Für das Gesamtjahr rechnet MuM mit einem Rohertragswachstum um 5 bis 8 Prozent und will auf dieser Basis einen Gewinnzuwachs um 12 bis 21 Prozent erreichen. Auch die Prognose bezüglich der Fortsetzung des Wachstumstrends in den nächsten Jahren wurde bestätigt.

Da sowohl die Q1-Zahlen als auch die unveränderte Prognose im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Schätzungen gleich gelassen. Daraus ergibt sich aktuell ein Kursziel von 63,70 Euro. Da aber die MuM-Aktie zuletzt wieder deutlich zugelegt hat und inzwischen nur noch geringfügig unter unserem Kursziel notiert, sehen wir sie aktuell als fair bewertet an und ändern unser Urteil von zuvor „Strong Buy“ 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      |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. AV Summe         | 97,6         | 98,2         | 98,5         | 98,6         | 98,6         | 98,4         | 98,1         | 97,8         | 97,5         |
| 1. Immat. VG        | 61,7         | 61,2         | 60,6         | 60,2         | 59,7         | 59,2         | 58,8         | 58,3         | 57,9         |
| 2. Sachanlagen      | 33,4         | 34,5         | 35,4         | 36,0         | 36,4         | 36,7         | 36,9         | 37,0         | 37,1         |
| II. UV Summe        | 57,2         | 62,0         | 67,6         | 76,6         | 88,7         | 102,4        | 116,2        | 131,8        | 149,7        |
| <b>PASSIVA</b>      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. Eigenkapital     | 80,2         | 87,4         | 95,3         | 104,6        | 116,8        | 130,4        | 143,9        | 159,2        | 176,4        |
| II. Rückstellungen  | 12,0         | 12,1         | 12,2         | 12,3         | 12,4         | 12,5         | 12,6         | 12,7         | 12,8         |
| III. Fremdkapital   |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 1. Langfristiges FK | 26,6         | 25,1         | 23,5         | 23,5         | 23,5         | 23,5         | 23,5         | 23,5         | 23,5         |
| 2. Kurzfristiges FK | 36,0         | 35,6         | 35,2         | 34,9         | 34,6         | 34,5         | 34,4         | 34,3         | 34,4         |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>154,7</b> | <b>160,2</b> | <b>166,1</b> | <b>175,3</b> | <b>187,3</b> | <b>200,8</b> | <b>214,3</b> | <b>229,7</b> | <b>247,1</b> |

## 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                | 40,3    | 44,5    | 51,8    | 58,5    | 66,1    | 74,0    | 82,8    | 92,7    | 103,8   |
| EBIT                  | 31,0    | 35,2    | 42,2    | 48,7    | 56,1    | 63,9    | 72,7    | 82,5    | 93,6    |
| EBT                   | 29,8    | 34,5    | 41,5    | 48,1    | 55,5    | 63,3    | 72,1    | 82,0    | 93,1    |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 20,9    | 24,0    | 28,9    | 33,4    | 38,6    | 44,0    | 50,1    | 57,0    | 64,7    |
| JÜ                    | 18,7    | 21,4    | 25,7    | 29,7    | 34,2    | 38,9    | 44,2    | 50,1    | 56,7    |
| EPS                   | 1,11    | 1,28    | 1,53    | 1,77    | 2,04    | 2,32    | 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            | 33,7    | 32,8    | 37,8    | 42,5    | 47,7    | 53,2    | 59,2    | 66,0    | 73,6    |
| CF aus Investition     | -5,9    | -4,5    | -4,5    | -4,5    | -4,5    | -4,4    | -4,4    | -4,4    | -4,4    |
| CF Finanzierung        | -24,5   | -25,6   | -30,1   | -31,5   | -33,8   | -37,9   | -44,1   | -49,2   | -54,9   |
| Liquidität Jahresanfa. | 12,9    | 16,0    | 18,6    | 21,9    | 28,4    | 37,9    | 48,8    | 59,5    | 72,0    |
| Liquidität Jahresende  | 16,0    | 18,6    | 21,9    | 28,4    | 37,9    | 48,8    | 59,5    | 72,0    | 86,4    |

### 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      | 52,4%   | 54,0%   | 54,1%   | 54,2%   | 54,3%   | 54,5%   | 54,6%   | 54,7%   | 54,8%   |
| EBITDA-Marge         | 16,5%   | 17,9%   | 18,6%   | 19,0%   | 19,4%   | 19,7%   | 19,9%   | 20,2%   | 20,5%   |
| EBIT-Marge           | 12,7%   | 14,1%   | 15,1%   | 15,8%   | 16,5%   | 17,0%   | 17,5%   | 18,0%   | 18,4%   |
| EBT-Marge            | 12,2%   | 13,9%   | 14,9%   | 15,6%   | 16,3%   | 16,8%   | 17,4%   | 17,9%   | 18,3%   |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 7,7%    | 8,6%    | 9,2%    | 9,7%    | 10,1%   | 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](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 23.04.2021 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 23.04.2021 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

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

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

| Datum      | Anlageempfehlung | Kursziel   | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 16.03.2021 | Strong Buy       | 63,40 Euro | 1), 3)              |
| 12.02.2021 | Hold             | 62,70 Euro | 1), 3), 4)          |
| 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)          |

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.