

11. Februar 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

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

## Mensch und Maschine Software SE

Deutlich überproportionales  
Gewinnwachstum setzt sich fort

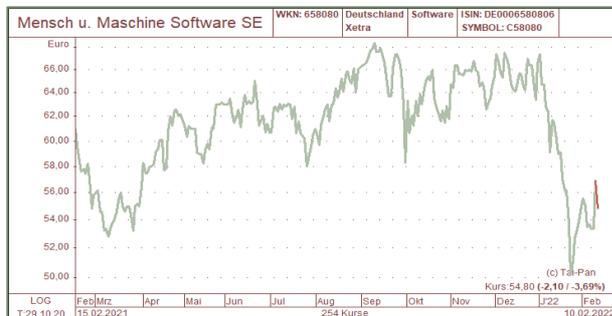
Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 54,80 € | Kursziel: 73,40 € (zuvor: 70,00 €)

**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>	971
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	54,80 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	939,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	1,02 Mrd. Euro
<b>Free Float:</b>	45,2%
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	69,20 / 49,50 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	362,2 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat mit den vorläufigen Zahlen die eigene Prognose für 2021 erreicht und neue Rekordwerte bei Umsatz und Gewinn erzielt. Während der Umsatz um 9 Prozent auf 266 Mio. Euro gesteigert wurde, konnten sowohl das EBIT als auch der Jahresüberschuss zweistellig erhöht werden. Allerdings wurde dabei das EBIT-Ziel leicht verfehlt und der Jahresüberschuss nur am unteren Ende des Zielkorridors erreicht, weswegen sich unsere Schätzung, die eher in der Mitte der Spanne lag, als etwas zu optimistisch erwiesen hat. Allerdings bewegt sich die Abweichung im kleinen Rahmen und ändert nichts an dem Befund der exzellenten Verfassung, in der sich das Unternehmen seit Jahren befindet. So konnte die EBIT-Marge allein in den zwei Corona-Jahren um 1,9 Prozentpunkte auf 13,0 Prozent verbessert werden, während die für 2021 angekündigte Dividende von 1,20 Euro je Aktie um mehr als 40 Prozent über der Ausschüttung für 2019 liegt. Im längerfristigen Vergleich sind die Zuwächse noch beeindruckender. Vor allem spricht derzeit kaum etwas gegen die Fortsetzung dieser Erfolgsgeschichte auch in den kommenden Jahren. Dementsprechend traut sich Mensch und Maschine zu, wie schon bisher, den Gewinn alle vier bis fünf Jahre zu verdoppeln.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	245,9	244,0	266,0	296,6	327,7	360,5
EBIT (Mio. Euro)	27,2	31,0	34,6	40,6	48,9	57,6
Jahresüberschuss	16,7	18,7	21,3	24,7	29,7	34,8
EpS	0,99	1,11	1,25	1,46	1,75	2,05
Dividende je Aktie	0,85	1,00	1,20	1,40	1,60	1,81
Umsatzwachstum	32,7%	-0,8%	9,0%	11,5%	10,5%	10,0%
Gewinnwachstum	42,6%	12,3%	13,7%	16,2%	20,1%	17,3%
KUV	3,78	3,81	3,49	3,13	2,84	2,58
KGV	55,8	49,7	43,7	37,6	31,3	26,7
KCF	35,3	27,6	25,5	25,1	21,5	18,9
EV / EBIT	37,2	32,6	29,3	24,9	20,7	17,6
Dividendenrendite	1,6%	1,8%	2,2%	2,6%	2,9%	3,3%

## Umsatzwachstum um 9 Prozent

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Mensch und Maschine im letzten Geschäftsjahr den Umsatz um 9 Prozent auf 266 Mio. Euro gesteigert, womit ein Wert am oberen Ende der Prognosespanne (259 bis 268 Mio. Euro) erreicht wurde. Die Dynamik der beiden Segmente war diesmal ähnlich: Im Systemhaus sind die Erlöse um 8 Prozent auf 182 Mio. Euro gestiegen, während der Zuwachs in der Softwarepartie mit 11 Prozent auf 84 Mio. Euro leicht überproportional ausgefallen ist. Heruntergebrochen auf das vierte Quartal ergibt sich aus den vorläufigen Zahlen ein zweistelliges Wachstum in beiden Segmenten wie auch auf Konzernebene (14 Prozent).

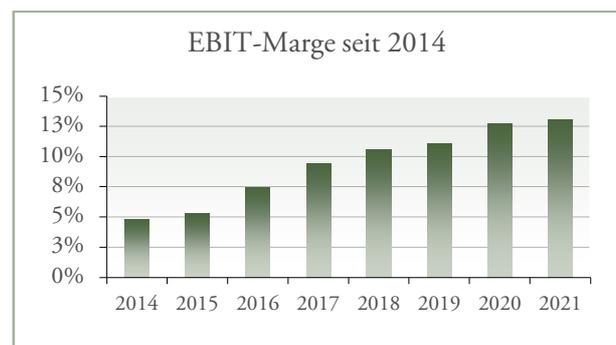
Geschäftszahlen	GJ 2020	GJ 2021	Änderung
Umsatz	244,0	266,0	+9,0%
Systemhaus	168,4	182,0	+8,1%
Software	75,6	84,0	+11,1%
Rohhertrag	128,0	138,4	+8,2%
Rohmarge	52,4%	52,0%	
EBIT	31,0	34,6	+11,5%
Systemhaus	11,9	13,3	+11,8%
Software	19,1	21,3	+11,3%
EBIT-Marge	12,7%	13,0%	
Systemhaus	7,1%	7,3%	
Software	25,3%	25,4%	
Periodenüberschuss	18,7	21,3	+13,8%
Netto-Marge	7,7%	8,0%	
Operativer Cashflow	33,7	36,5	+8,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT legt erneut überproportional zu

Obwohl die Konzernrohmargin im Vorjahresvergleich geringfügig gesunken ist, konnte das EBIT erneut überproportional verbessert werden. Es erhöhte sich um 11,5 Prozent auf 34,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem weiteren Margenanstieg auf 13 Prozent. Gegenüber dem letzten Vor-Corona-Jahr 2019 bedeutet das eine Verbesserung um 1,9 Prozentpunkte, auf Sicht der letzten fünf Jahre wurde die

EBIT-Marge um 3,6 Prozentpunkte verbessert. Allerdings blieb MuM mit dem EBIT leicht unter der eigenen Prognose (35,5 bis 37,5 Mio. Euro), was das Unternehmen auf Nachfrage mit einer Kombination aus Umsatzverschiebungen in das erste Quartal sowie – angesichts der letztlich erreichten EpS-Prognose (siehe unten) – mit der Ausnutzung von Spielräumen bei der Abgrenzung im Zuge der Abschlussarbeiten begründet. Hinsichtlich der Segmentaufteilung stammt nach wie vor der deutlich größere Teil des Konzern-EBIT aus dem Softwaresegment, das 2021 mit 21,3 Mio. Euro (+11,3 Prozent) etwa 62 Prozent dazu beigetragen hat. Das EBIT im Systemhaus betrug letztes Jahr 13,3 Mio. Euro, knapp 12 Prozent mehr als 2020.



Quelle: Unternehmen

## Neuer Gewinnrekord

Dank positiver Effekte im Finanzergebnis und beim Minderheitenanteil wurde die EpS-Prognose (125 bis 135 Cent) mit letztlich 126 Cent am unteren Ende des Zielkorridors erreicht. Unsere Schätzung, die in der Mitte der Spanne (bei 131 Cent) gelegen hatte, hat sich somit als etwas zu optimistisch erwiesen. Gleichwohl konnte MuM mit dem fast 14-prozentigen Wachstum des Jahresüberschusses (auf 21,3 Mio. Euro) nicht nur erneut eine überproportionale Gewinnsteigerung ausweisen, sondern auch einen neuen Gewinnrekord aufstellen.

## Gewinn wird fast komplett ausgeschüttet

Positiv überrascht hat der operative Cashflow, den wir auf dem Niveau des sehr starken Vorjahrs (33,8 Mio. Euro) erwartet hatten, das aber nun mit 36,5 Mio.

Euro um 8 Prozent übertroffen wurde. Damit sind knapp 14 Prozent der Umsätze am Jahresende in der Kasse geblieben, was die Ergebnisqualität noch einmal unterstreicht.

### Dividende soll um 20 Cent steigen

Auf der Grundlage der sehr robusten Cashflow-Entwicklung will MuM die Dividende um 20 Cent je Aktie erhöhen, womit die Anhebung am oberen Ende des Prognosekorridors ausfallen wird. Mit einer Dividende von 1,20 Euro je Aktie will das Unternehmen demnach fast den kompletten Jahresüberschuss ausschütten.

### Prognose für 2023 angehoben

Für das laufende Jahr strebt Mensch und Maschine unverändert ein EpS-Wachstum um 18 bis 24 Cent an und will auf dieser Grundlage die Dividende erneut um 15 bis 20 Cent je Aktie erhöhen. Während diese Werte den bisher schon formulierten Zielen entsprechen, will MuM ab dem nächsten Jahr das Gewinnwachstum auf 20 bis 30 Cent je Aktie und die Dividendenzunahme auf 15 bis 25 Cent je Aktie erhöhen. Grundlage dieser Zielsetzung ist die Erwartung, den Umsatz und Rohertrag im Durchschnitt dieser zwei Jahre um 8 bis 12 Prozent p.a. und das EBIT um 14 bis 20 Prozent steigern zu können.

### Nächste Gewinnverdopplung in Sicht

Aufbauend auf der Erfahrung der letzten Jahre und vor allem vor dem Hintergrund der während der Corona-Krise noch einmal erwiesenen Resistenz, Flexibilität und Skalierbarkeit des Geschäftsmodells zeigt sich Mensch und Maschine zuversichtlich, den dynamischen Gewinnwachstumstrend noch lange fortsetzen zu können. Als Garant der bisherigen Performance und der Zuversicht bezüglich ihrer Fortsetzung verweist das Management auf die konzernweite Vorgabe an die rund 100 dezentral agierenden Profitcenter, das Kostenwachstum auf rund zwei Drittel des Rohertragswachstums zu begrenzen, was in Verbindung mit der strikten EBIT-Incentivierung für ein sehr bewusstes und aktives Kostenmanagement sorgt. Nachdem der Gewinn je Aktie in diesem Modell zwischen 2017 und 2021 mehr als verdoppelt wurde,

traut sich MuM nun auch für die nächsten vier bis fünf Jahre eine erneute Verdopplung auf mehr als 250 Cent zu. Für den Umsatz rechnet das Unternehmen mit einer etwas längeren Verdopplungsspanne, so dass die Marke von einer halben Milliarde in den Jahren 2028/2029 genommen werden soll.

### Umsatzreihe weitgehend unverändert

Die Langfristprognose entspricht ziemlich genau dem von uns ohnehin unterstellten Szenario, in dem wir zuletzt für 2028 einen Umsatz von 538 Mio. Euro unterstellt hatten. Da auch der letztjährige Umsatz fast punktgenau unserer Schätzung (263,9 Mio. Euro) entsprach, haben wir die von uns unterstellte Umsatzreihe größtenteils unverändert gelassen. Den Umsatz für 2022 erwarten wir nun minimal höher als bisher (296,6 statt 295,5 Mio. Euro), der neue Zielumsatz zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 beläuft sich nun auf 581 Mio. Euro.

### Weiteres Margenwachstum

Auch ergebnisseitig finden wir uns mit unseren Schätzungen in der neuen Langfristprognose gut wieder. So hatten wir schon bisher das Überschreiten der EpS-Marke von 2,50 Euro für das Jahr 2026 angesetzt. Da allerdings die vorläufigen Ergebniszahlen für 2021 unter unseren Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Gewinnschätzung vor allem für das laufende Jahr etwas reduziert. Für das EBIT 2022 kalkulieren wir nun mit 40,6 Mio. Euro, auf dessen Basis wir von einem EpS-Wachstum um 21 Cent auf 1,46 Euro ausgehen (bisher: 42,9 Mio. Euro und 1,54 Euro). Damit liegt unsere Schätzung am unteren Rand des Prognosekorridors des Managements. Auch bezüglich der weiteren Margenentwicklung kalkulieren wir zwar mit einem weiteren kontinuierlichen Anstieg, bleiben aber bezüglich der erreichbaren EBIT-Marge im gesamten detaillierten Prognosezeitraum noch unter der Marke von 20 Prozent, deren Überschreiten sich MuM nach früheren Aussagen mittelfristig zutraut. Unsere Zielmarge für das Jahr 2029 beträgt nun 19,4 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

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	296,6	327,7	360,5	396,6	436,2	479,8	527,8	580,6
Umsatzwachstum		10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	13,7%	14,9%	16,0%	16,8%	17,6%	18,2%	18,8%	19,4%
<b>EBIT</b>	<b>40,6</b>	<b>48,9</b>	<b>57,6</b>	<b>66,6</b>	<b>76,8</b>	<b>87,4</b>	<b>99,4</b>	<b>112,7</b>
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	12,4	14,9	17,6	20,3	23,4	26,7	30,3	34,4
<b>NOPAT</b>	<b>28,2</b>	<b>34,0</b>	<b>40,1</b>	<b>46,3</b>	<b>53,3</b>	<b>60,8</b>	<b>69,1</b>	<b>78,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0
+ 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>32,8</b>	<b>39,0</b>	<b>45,1</b>	<b>51,4</b>	<b>58,4</b>	<b>65,8</b>	<b>74,1</b>	<b>83,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5
- Investitionen AV	-4,8	-4,8	-4,7	-4,7	-4,6	-4,6	-4,5	-4,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>27,2</b>	<b>33,4</b>	<b>39,5</b>	<b>45,7</b>	<b>52,7</b>	<b>60,0</b>	<b>68,2</b>	<b>77,3</b>

auf der nächsten Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

### FK-Anteil reduziert

Wie schon bisher, nehmen wir für die Ermittlung des Terminal Value einen 10-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums vor, so dass wir mit einer EBIT-Marge von 17,5 Prozent kalkulieren und davon ausgehend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. unterstellen. Eine Änderung hat sich bezüglich des WACC-Satzes ergeben. Und zwar führt die stetige Zunahme der Eigenkapitalquote zu einem Absinken des Ziel-FK-Anteils in der Kapitalstruktur von zuvor 40 auf nun 37,5 Prozent, woraus sich bei unveränderten Ansätzen für die FK- und EK-Kosten (4 resp. 7,7 Prozent) ein neuer Diskontierungszinssatz von 5,8 Prozent (bisher: 5,7 Prozent) ergeben hat.

### Kursziel: 73,40 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.245 Mio. Euro bzw. 73,38 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 73,40 Euro ableiten (bisher: 70,00 Euro). Die Erhöhung ist vor allem dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2022 geschuldet, dessen Wirkung aber durch die etwas reduzierten Gewinnerwartungen für 2022 sowie durch den minimal erhöhten WACC-Satz gedämpft wurde. Eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter zwei von sechs möglichen Punkten.

## Fazit

---

Mit den vorläufigen Zahlen für 2021 hat Mensch und Maschine das nächste erfolgreiche Jahr absolviert und neue Umsatz- und vor allem Ergebnisrekorde aufgestellt. Der Umsatz, der im Vorjahr Corona-bedingt noch minimal gesunken war, erhöhte sich um 9 Prozent auf 266 Mio. Euro, während das EBIT und der Jahresüberschuss erneut zweistellig zulegen konnten. Gegenüber dem letzten Vor-Corona-Jahr 2019 konnte MuM die EBIT-Marge damit um 1,9 Prozentpunkte auf nun 13,0 Prozent steigern.

Vor dem Hintergrund dieser Zahlen und der ebenfalls sehr starken Cashflow-Entwicklung will MuM, wie schon im Herbst angedeutet, die Dividende um 20 Prozent auf 1,20 Euro je Aktie erhöhen. Gleichzeitig hat das Unternehmen eine Prognose für 2022 und für die weitere Zukunft vorgelegt, die eine Fortsetzung der steilen Aufwärtstrends bei Umsatz, Gewinn und Dividende in Aussicht stellt. Darin traut sich MuM zu, innerhalb der nächsten vier bis fünf Jahre die nächste Gewinnverdopplung auf dann mehr als 2,50 Euro je Aktie zu erreichen.

Diese Langfristprognose ist weitgehend deckungsgleich mit dem Szenario, welches wir schon bisher unseren Schätzungen zugrunde gelegt haben. Insofern haben wir diese weitgehend unverändert gelassen. Der letztjährige Gewinn ist zwar etwas unter unseren Erwartungen ausgefallen, doch handelt es sich dabei um eine Abweichung innerhalb der Prognose. Wir haben deswegen zwar auch unsere Gewinnschätzung für 2022 etwas vorsichtiger formuliert, doch wurde dessen Wirkung auf unser Kursziel von dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2022 mehr als kompensiert. Dadurch hat sich unser Kursziel weiter auf 73,40 Euro erhöht, was in Verbindung mit dem jüngsten marktbedingten Kursrücksetzer für die Aktie nun ein hohes Aufwärtspotenzial von über 30 Prozent signalisiert.

In Erwartung der Fortsetzung der erfolgreichen Entwicklung bestätigen wir deswegen unser Urteil „Strong Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit Jahrzehnten etablierte starke Position in attraktiven Zielmärkten.
- Wachstumsstarkes, hochprofitables Softwaresegment mit einer weltweiten Marktpräsenz und einer technologischen Führungsposition.
- Hohe Kontinuität in der Führungsebene sowie eine sehr niedrige Mitarbeiterfluktuation.
- Stabile Aktionärsstruktur mit mehr als 50 Prozent der Aktien in Händen des Managements.
- Solide Bilanzstrukturen mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer geringen Verschuldung.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit zuletzt deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

## Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, was bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen sollte.
- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die neue Tochter SO-FiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

## Schwächen

- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen, grundsätzlich ist das Skalierungspotenzial des Segments begrenzt.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

## Risiken

- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung ist gerade auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.
- Die aktuelle Bewertung der Aktie spiegelt das sehr hohe Gewinnwachstum und die Erwartung einer Fortsetzung dieses Trends wider. Eine Enttäuschung dieser Erwartung könnte zu deutlichen Kurseinbrüchen führen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	100,4	101,6	101,4	101,1	100,7	100,2	99,8	99,2	98,7
1. Immat. VG	62,2	61,6	61,1	60,6	60,1	59,6	59,1	58,7	58,3
2. Sachanlagen	35,7	37,5	37,8	38,0	38,1	38,2	38,1	38,1	38,0
II. UV Summe	61,3	66,7	75,9	86,3	98,5	113,0	127,8	144,5	163,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	87,1	93,6	102,8	113,0	124,9	138,9	153,0	169,0	187,2
II. Rückstellungen	12,1	12,2	12,3	12,4	12,5	12,6	12,7	12,8	12,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	25,3	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7
2. Kurzfristiges FK	37,2	38,8	38,5	38,3	38,1	38,1	38,1	38,2	38,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>161,7</b>	<b>168,3</b>	<b>177,3</b>	<b>187,4</b>	<b>199,2</b>	<b>213,3</b>	<b>227,5</b>	<b>243,8</b>	<b>262,3</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	266,0	296,6	327,7	360,5	396,6	436,2	479,8	527,8	580,6
Rohertrag	138,4	155,8	174,5	193,6	213,9	236,3	261,0	288,3	318,5
EBITDA	44,0	50,7	59,4	68,2	77,2	87,3	98,0	109,9	123,2
EBIT	34,6	40,6	48,9	57,6	66,6	76,8	87,4	99,4	112,7
EBT	34,0	40,0	48,3	57,1	66,0	76,2	86,9	98,8	112,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	23,7	27,8	33,6	39,7	45,9	52,9	60,4	68,7	78,0
JÜ	21,3	24,7	29,7	34,8	40,1	45,9	52,0	58,8	66,3
EPS	1,25	1,46	1,75	2,05	2,36	2,71	3,07	3,47	3,91

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	36,5	37,1	43,2	49,3	55,5	62,4	69,7	77,9	87,0
CF aus Investition	-7,7	-4,8	-4,8	-4,7	-4,7	-4,6	-4,6	-4,5	-4,5
CF Finanzierung	-25,4	-29,3	-31,8	-36,9	-41,5	-46,4	-53,7	-60,1	-67,3
Liquidität Jahresanfa.	16,0	19,4	22,3	28,9	36,6	45,9	57,3	68,8	82,0
Liquidität Jahresende	19,4	22,3	28,9	36,6	45,9	57,3	68,8	82,0	97,2

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	9,0%	11,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	8,2%	12,6%	12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragsmarge	52,0%	52,5%	53,2%	53,7%	53,9%	54,2%	54,4%	54,6%	54,9%
EBITDA-Marge	16,5%	17,1%	18,1%	18,9%	19,5%	20,0%	20,4%	20,8%	21,2%
EBIT-Marge	13,0%	13,7%	14,9%	16,0%	16,8%	17,6%	18,2%	18,8%	19,4%
EBT-Marge	12,8%	13,5%	14,7%	15,8%	16,7%	17,5%	18,1%	18,7%	19,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,0%	8,3%	9,1%	9,7%	10,1%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,8%	121,27	105,74	94,30	85,51	78,56
5,3%	102,09	91,07	82,61	75,92	70,49
5,8%	87,97	79,83	73,38	68,15	63,82
6,3%	77,15	70,94	65,90	61,73	58,22
6,8%	68,60	63,75	59,73	56,35	53,46

# 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 11.02.2022 um 14:00 Uhr fertiggestellt und am 11.02.2022 um 14:25 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
25.10.2021	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3), 4)
05.08.2021	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)
23.04.2021	Hold	63,70 Euro	1), 3)
16.03.2021	Strong Buy	63,40 Euro	1), 3)
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)

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.