

17. Februar 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Exzellente Q4-Zahlen

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 52,00 € | Kursziel: 50,50 € (zuvor: 38,50 €)

**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>	946
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	52,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	872,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	959,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	45,4 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	52,00 / 25,70 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	255,0 Tsd. Euro / Tag

Mit den vorläufigen Zahlen für 2019 hat MuM sowohl die eigene, zuvor bereits zwei Mal angehobene Prognose, als auch unsere Schätzungen übertroffen. Vor allem dank der sehr starken Dynamik im Systemhaussegment konnte der Konzernumsatz im vierten Quartal um mehr als 36 Prozent gesteigert werden, woraus sich in Summe der zwölf Monate ein Umsatzwachstum um fast ein Drittel auf 245 Mio. Euro ergeben hat. Mit einem Wachstum des EBIT um 37,4 Prozent und des Jahresüberschusses um knapp 40 Prozent wurde der Gewinn erneut deutlich überproportional gesteigert. Auf Basis dieser Zahlen will MuM für 2019 eine Dividende von 83 Cent je Aktie ausschütten, was aktuell einer Dividendenrendite von 1,6 Prozent entspräche. Das hohe und profitable Wachstum will MuM auch 2020 und 2021 fortsetzen und stellt erneut zweistellige Umsatz- und hierzu deutlich überproportionale Gewinnsteigerungen in Aussicht. Die langjährige Erfolgsgeschichte hat zuletzt einen deutlichen Wiederhall an der Börse gefunden, wo die MuM-Aktie allein in den letzten drei Monaten um ein Drittel zugelegt hat. Obwohl wir in Reaktion auf die exzellenten Zahlen unsere Schätzungen und damit auch unser Kursziel deutlich angehoben haben, sehen wir deswegen aktuell nur begrenztes Kurspotenzial und ändern unser Rating auf „Hold“.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	160,9	185,4	245,0	275,0	303,9	335,8
EBIT (Mio. Euro)	15,2	19,7	27,0	32,4	38,9	45,5
Jahresüberschuss	9,4	11,7	16,3	19,6	23,8	28,1
EpS	0,56	0,71	0,97	1,17	1,42	1,67
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,83	1,00	1,20	1,42
Umsatzwachstum	-3,7%	15,3%	32,1%	12,3%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	42,9%	24,1%	39,7%	19,7%	21,5%	18,2%
KUV	5,42	4,70	3,56	3,17	2,87	2,60
KGV	92,6	74,6	53,4	44,6	36,7	31,1
KCF	57,3	57,3	35,7	29,1	24,9	22,4
EV / EBIT	63,1	48,8	35,6	29,6	24,7	21,1
Dividendenrendite	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,3%	2,7%

## Umsatz wächst um ein Drittel

Die hohe Umsatzdynamik, die entgegen den ursprünglichen Erwartungen im dritten Quartal nicht abgenommen, sondern sogar zugenommen hatte, hat den vorläufigen Zahlen zufolge auch im vierten Quartal angehalten und mündete in einem Wachstum des Quartalsumsatzes um 36,4 Prozent. Im Gesamtjahr konnte MuM damit den Umsatz um 32,1 Prozent (davon 25 Prozentpunkte organisch) auf 245 Mio. Euro steigern, womit die im Jahresverlauf bereits zwei Mal erhöhte Umsatzprognose klar übertroffen wurde. Noch im Frühjahr hatte Mensch und Maschine mit Erlösen von 215 bis 220 Mio. Euro gerechnet, zuletzt lautete die Prognose auf 230 bis 240 Mio. Euro. Getragen wurde das Wachstum von beiden Segmenten, die jeweils um mehr als 30 Prozent zulegten, wobei im Softwaresegment auch der Konsolidierungseffekt der Mehrheitsübernahme von SOFiSTiK dazu beigetragen hat. Demgegenüber war das Wachstum im Systemhaus komplett organisch, was das Unternehmen mit der Kombination der starken Nachfrage im BIM-Bereich (Building Information Management) sowie mit positiven Effekten der Preispolitik von Autodesk begründet. So hat einerseits eine von den Amerikanern im Mai vollzogene Preiserhöhung im Vorfeld für eine Sonderkonjunktur gesorgt und andererseits stößt der CAD-Pionier mit den zehnpromtigen Rabatten für dreijährige Subscription-Verträge auf eine starke Resonanz.

## Rohermtragsmarge niedriger

Das hierdurch bedingte überdurchschnittliche Wachstum im Handel mit Autodesk-Lizenzen hatte zur Folge, dass sich die durchschnittliche Rohmarge sowohl im Systemhaus als auch im Konzern reduziert hat, auf 34,1 resp. 52,0 Prozent (Vorjahr: 38,2 und 56,0 Prozent). Auch im Software-Segment blieb die Rohmarge unter dem Vorjahr (92,8 Prozent vs. 97,5 Prozent), was vor allem auf die Konsolidierung von SOFiSTiK zurückzuführen war. Diese setzt im Unterschied zu den anderen Software-Töchtern einen höheren Anteil an Fremdprodukten (vor allem Autodesk) ein und hatte ihrerseits 2019 in Folge der Preispolitik von Autodesk ebenfalls einen starken Zuwachs der Erlöse mit Fremdlizenzen verzeichnet, was sich dämpfend auf die ausgewiesene Rohmarge ausgewirkt

hat. In Summe konnten aber beide Segmente ihren Rohertrag deutlich steigern, um 16,9 Prozent im Systemhaus und 28,0 Prozent im Software-Segment. Auf Konzernebene erhöhte sich der Rohertrag so um 22,7 Prozent auf 127,5 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	185,4	245,0	+32,1%
Systemhaus	129,7	170,0	+31,1%
Software	55,7	75,0	+34,6%
Rohertrag	103,9	127,5	+22,7%
Systemhaus	49,6	57,9	+16,9%
Software	54,4	69,6	+28,0%
Rohmarge	56,0%	52,0%	
EBIT	19,7	27,0	+37,4%
Systemhaus	6,5	9,7	+50,3%
Software	13,2	17,3	+31,0%
EBIT-Marge	10,6%	11,0%	
Periodenüberschuss	11,7	16,3	+39,5%
Netto-Marge	6,3%	6,7%	
Operativer Cashflow	15,2	24,4	+60,3%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT wächst um 37,4 Prozent

Dank der anhaltenden Kostendisziplin, die sich unter anderem in einem trotz der SOFiSTiK-Übernahme deutlich unterproportionalen Headcount-Wachstum von lediglich 15,2 Prozent bemerkbar machte (im Systemhaus blieb die Zahl der Mitarbeiter sogar trotz des hohen Umsatzwachstum nahezu konstant), konnte Mensch und Maschine die Gewinne erneut deutlich überproportional steigern. Das EBIT verbesserte sich 37,4 Prozent auf 27,0 Mio. Euro, womit die EBIT-Marge auf 11,0 Prozent verbessert werden konnte. Im Systemhaus betrug der Zuwachs sogar mehr als 50 Prozent auf 9,7 Mio. Euro, während in der Software-Sparte – auch dank der SOFiSTiK-Konsolidierung – ein EBIT-Wachstum um 31 Prozent auf 17,3 Mio. Euro erzielt wurde. Noch etwas stärker als das EBIT hat sich der Jahresüberschuss erhöht, der

trotz der im Zuge der SOFiSTiK-Konsolidierung gestiegenen Minderheitsanteile um fast 40 Prozent auf 16,3 Mio. Euro geklettert ist. Hieraus ergeben sich eine Nettomarge von 6,7 Prozent und ein Gewinn pro Aktie von 97 Cent, mit dem die Prognose um zwei Cent übertroffen wurde.

### Cashflow rasant gestiegen

Sehr stark hat sich auch der operative Cashflow entwickelt, der um 60 Prozent auf 24,4 Mio. Euro zugelegt hat. Allerdings ist das Ausmaß der Verbesserung durch die Erstanwendung von IFRS 16 überzeichnet, weil hierdurch Aufwendungen für Leasing und Softwaremieten in Höhe von 5,6 Mio. Euro in den Finanzierungs-Cashflow umgruppiert wurden. Aber auch bereinigt um diesen Effekt hat sich der operative Cashflow um 23 Prozent erhöht.

### Dividende soll um 28 % steigen

Wie von uns erwartet, will MuM die starke Gewinn- und Cashflow-Entwicklung für eine Ausschüttung am oberen Rand der Prognosespanne nutzen und hat eine Dividende in Höhe von 0,83 Euro je Aktie angekündigt. Gegenüber dem Vorjahr steigt die Dividende somit um 28 Prozent, woraus sich in Relation zum aktuellen Kurs eine Dividendenrendite von 1,6 Prozent errechnet.

### Wachstumskurs wird fortgesetzt

Auch für das laufende Jahr strebt MuM eine höhere Dividende an und stellt einen Wert zwischen 98 und 103 Cent je Aktie in Aussicht. Ermöglicht werden soll dies durch ein Rohertragswachstum um 10 bis 12 Prozent auf 140 bis 143 Mio. Euro, das erneut in überdurchschnittliche Gewinnzuwächse umgemünzt werden soll. Für das EBITDA peilt MuM ein Wachstum um 13 bis 18 Prozent auf 41 bis 43 Mio. Euro an und will auf dieser Basis den Gewinn je Aktie um 18 bis 24 Cent steigern. Wie schon in den letzten Perioden, soll auch 2020 ein moderates Kostenwachstum zu dem überproportionalen Gewinnanstieg beitragen. Unter anderem plant MuM, den Personalstand um lediglich 2 bis 4 Prozent zu erhöhen. Den Aufwärtstrend will MuM auch in 2021 fortsetzen und rechnet

für das nächste Jahr mit denselben Wachstumsraten wie in 2020.

### Umsatzschätzung kräftig angehoben

Mit den sehr starken Zahlen für 2019 hat MuM unsere Schätzungen (Umsatz: 230 Mio. Euro, Rohertrag: 126,5 Mio. Euro, EBIT: 26,2 Mio. Euro, EpS: 0,94 Euro) teils stark, teils moderat übertroffen. Auch die Prognose für 2020 und 2021 liegt über unseren bisherigen Ansätzen, was sich in Kombination mit der höheren Basis aus 2019 zu größeren Abweichungen summiert. Da MuM seit Jahren mit einer außergewöhnlichen Prognosetreue besticht und seine Ziele eher sogar übertrifft, haben wir dies zum Anlass genommen, unsere Schätzungen teilweise deutlich anzuhängen. Für den Umsatz bedeutet dies zum Beispiel, dass die von uns bisher für 2021 unterstellte Zielgröße von 280,8 Mio. Euro mit der neuen Schätzung für 2020 (275 Mio. Euro; entspricht dem oberen Rand der Prognosespanne von MuM) schon ein Jahr früher fast komplett erreicht wird. Anschließend lassen wir die Wachstumsraten unverändert bei 10,5 Prozent, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2027 nun einen Umsatz von mehr als 550 Mio. Euro erwarten.

### Höhere Margenerwartungen

Die höheren Umsätze und die hiermit verbundenen Deckungsbeiträge lassen auch die von uns geschätzten Gewinne höher ausfallen. Für das laufende Jahr rechnen wir nun mit einem EBIT von 32,4 Mio. Euro und einem Nettogewinn nach Steuern und Minderheiten von 19,6 Mio. Euro, während wir bisher 29,5 resp. 17,7 Mio. Euro erwartet hatten. Auch für 2021 kalkulieren wir nun mit deutlich höheren Ergebnissen als bisher (38,9 resp. 23,8 Mio. Euro statt 34,4 und 20,9 Mio. Euro). Dabei haben wir die unterstellte Rohmarge wegen des weit über unseren Erwartungen ausgefallenen Wachstums im Autodesk-Handelsgeschäft etwas reduziert, was aber durch die Kostendisziplin im Bereich der Personal- und Sachkosten mehr als kompensiert wurde. Dementsprechend hat sich die Zielmarge unseres Modells auf 16,2 Prozent (EBIT-Marge im Jahr 2027) erhöht. Beim EBITDA entspricht das 17,1 Prozent, womit wir um fast einen ganzen Prozentpunkt unter der Marke liegen, die

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	275,0	303,9	335,8	371,1	410,0	453,1	500,6	553,2
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,8%	12,8%	13,6%	14,6%	15,1%	15,6%	16,0%	16,2%
<b>EBIT</b>	<b>32,4</b>	<b>38,9</b>	<b>45,5</b>	<b>54,1</b>	<b>62,0</b>	<b>70,8</b>	<b>79,9</b>	<b>89,5</b>
Steuersatz	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	10,0	12,1	14,1	16,8	19,2	21,9	24,8	27,8
<b>NOPAT</b>	<b>22,4</b>	<b>26,8</b>	<b>31,4</b>	<b>37,3</b>	<b>42,8</b>	<b>48,8</b>	<b>55,2</b>	<b>61,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	10,3	8,9	8,0	5,9	5,3	4,8	4,9	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>32,6</b>	<b>35,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,3</b>	<b>48,1</b>	<b>53,7</b>	<b>60,1</b>	<b>66,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>30,0</b>	<b>32,9</b>	<b>36,4</b>	<b>40,0</b>	<b>44,6</b>	<b>49,8</b>	<b>56,0</b>	<b>62,4</b>

*SMC Schätzmodell*

MuM auf Sicht von drei bis fünf Jahren erreichen will. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die obige Tabelle zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

## WACC reduziert

Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Da der Aktienmarkt von der aktuellen Basis aus künftig deutlich stärker auf Zinserhöhungen reagieren dürfte, haben wir im Gegenzug die Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent erhöht (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free

Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Als Beta nehmen wir wie bisher einen Wert von 1,2. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz nach CAPM in Höhe von 8,8 Prozent, woraus sich bei einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent ein neuer WACC-Satz von 6,4 Prozent (zuvor 6,5: Prozent) ergibt.

## Neues Kursziel: 50,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 847,5 Mio. Euro bzw. 50,53 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 50,50 Euro ableiten (bisher: 38,50 Euro). Neben den genannten Schätzungsänderungen ist die kräftige Erhöhung auch dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2020 geschuldet. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,4 und 7,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 38,23 und 77,13 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,4%	77,13	69,11	62,92	58,02	54,03
5,9%	66,77	60,81	56,09	52,24	49,06
6,4%	58,79	54,23	<b>50,53</b>	47,46	44,87
<b>6,9%</b>	52,45	48,89	45,93	43,43	41,31
7,4%	47,30	44,45	42,05	40,00	38,23

## Fazit

Mit den vorläufigen Zahlen für 2019 hat Mensch und Maschine nicht nur erneut überzeugt und den langjährigen Wachstumskurs fortgesetzt, sondern auch ein positives Ausrufezeichen gesetzt. Denn der Software-Spezialist konnte unberührt von der allgemeinen Konjunkturertrübung das Wachstumstempo im zweiten Halbjahr sogar erhöhen und damit sowohl die eigene, im Jahresverlauf 2019 bereits zwei Mal angehobene Prognose, als auch unsere Schätzungen übertreffen. Insgesamt ist der Umsatz letztes Jahr um beeindruckende 32 Prozent auf 245 Mio. Euro gewachsen, den Jahresüberschuss steigerte MuM sogar um fast 40 Prozent auf 16,3 Mio. Euro.

Diese starke Dynamik und hohe Profitabilität belegen einmal mehr, in welcher exzellenter Verfassung sich das Unternehmen befindet. Hieran lässt MuM auch seine Aktionäre teilhaben, die für das letzte Jahr mit einer Dividende von 0,83 Cent je Aktie bedacht werden sollen. Damit hat sich die Ausschüttung seit 2015 mehr als verdreifacht.

Nicht minder beeindruckend als die Zahlen an sich ist die Tatsache, dass diese Entwicklung ziemlich genau dem entspricht, was MuM schon vor Jahren angekündigt hat. Diese ausgesprochene Prognosestreue verleiht unseres Erachtens auch der weiteren Planung ein hohes Gewicht, die von einem fortgesetzten zweistelligen Wachstum und einem weiteren Margenanstieg ausgeht.

In Reaktion auf die starken Zahlen und die positive Prognose haben wir unsere Schätzungen teilweise kräftig angehoben und sehen auf der Grundlage des in der Vergangenheit bewährten Szenarios eines fortgesetzten Wachstums den fairen Wert nun bei 50,50 Euro je Aktie. Da sich aber die Aktie seit unserem letzten Update rasant entwickelt hat und bereits in der Nähe dieses neuen Kursziels liegt, ändern wir unser Rating auf „Hold“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	90,7	82,9	76,6	72,3	71,3	70,9	71,3	71,6	72,1
1. Immat. VG	54,1	52,9	51,8	50,8	49,9	49,1	48,4	47,7	47,1
2. Sachanlagen	28,7	22,1	16,9	13,6	13,4	13,9	15,0	16,1	17,1
II. UV Summe	52,5	60,6	68,0	81,9	97,5	112,9	129,3	147,0	166,0
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	75,4	81,3	89,4	98,6	109,7	121,4	134,5	149,0	164,8
II. Rückstellungen	12,0	12,6	13,2	13,8	14,4	15,0	15,6	16,2	16,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	24,2	18,0	10,7	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
2. Kurzfristiges FK	31,6	31,5	31,3	32,8	35,6	38,4	41,3	44,3	47,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>143,3</b>	<b>143,5</b>	<b>144,6</b>	<b>154,3</b>	<b>168,8</b>	<b>183,9</b>	<b>200,5</b>	<b>218,6</b>	<b>238,1</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	245,0	275,0	303,9	335,8	371,1	410,0	453,1	500,6	553,2
Rohertrag	127,4	143,0	158,4	175,4	194,3	215,2	238,3	263,9	292,3
EBITDA	36,3	42,7	47,8	53,6	60,0	67,4	75,6	84,9	94,6
EBIT	27,0	32,4	38,9	45,5	54,1	62,0	70,8	79,9	89,5
EBT	25,9	31,5	38,3	45,2	53,9	61,9	70,7	80,0	89,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,1	21,7	26,4	31,2	37,2	42,7	48,8	55,2	61,9
JÜ	16,3	19,6	23,8	28,1	33,5	38,5	43,9	49,7	55,7
EPS	0,97	1,17	1,42	1,67	2,00	2,29	2,62	2,96	3,32

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	24,4	30,0	35,1	38,9	42,7	47,5	53,0	59,4	66,0
CF aus Investition	-7,8	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5
CF Finanzierung	-14,1	-20,8	-26,5	-23,9	-26,1	-31,1	-35,7	-40,8	-46,1
Liquidität Jahresanfa.	9,6	12,0	18,7	24,7	37,0	50,8	64,3	78,4	93,7
Liquidität Jahresende	12,0	18,7	24,7	37,0	50,8	64,3	78,4	93,7	110,1

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	32,1%	12,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	22,6%	12,3%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
Rohertragsmarge	52,0%	52,0%	52,1%	52,2%	52,4%	52,5%	52,6%	52,7%	52,8%
EBITDA-Marge	14,8%	15,5%	15,7%	15,9%	16,2%	16,4%	16,7%	17,0%	17,1%
EBIT-Marge	11,0%	11,8%	12,8%	13,6%	14,6%	15,1%	15,6%	16,0%	16,2%
EBT-Marge	10,6%	11,4%	12,6%	13,5%	14,5%	15,1%	15,6%	16,0%	16,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,7%	7,1%	7,8%	8,4%	9,0%	9,4%	9,7%	9,9%	10,1%



# 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), 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 17.02.2020 um 8:40 Uhr fertiggestellt und am 17.02.2020 um 8:50 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
23.10.2019	Buy	38,50 Euro	1), 3)
06.08.2019	Buy	37,10 Euro	1), 3)
02.05.2019	Hold	35,80 Euro	1), 3), 4)
19.02.2019	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
17.12.2018	Buy	33,70 Euro	1), 3), 4)
23.10.2018	Buy	31,30 Euro	1), 3)
30.07.2018	Buy	30,80 Euro	1), 3), 4)
24.04.2018	Buy	26,70 Euro	1), 3)
19.02.2018	Buy	25,90 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.