

24. Juli 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Trotz Corona auf Rekordkurs

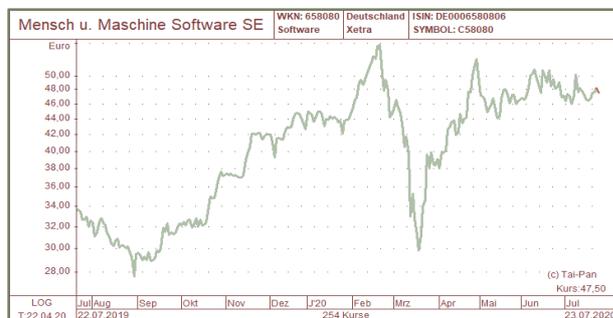
Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 47,50 € | Kursziel: 50,50 € (zuvor: 50,00 €)

**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>	964
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Ticker:</b>	MUM:GR
<b>Kurs:</b>	47,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	17,2 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	814,6 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	906,1 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	44,5%
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	55,80 / 26,50 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	412,9 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat im zweiten Quartal die erwartete Corona-Delle zu spüren bekommen, deren Ausmaße aber vor allem im Hinblick auf das Ergebnis erfreulich moderat geblieben sind. Während der Konzernumsatz und Rohertrag um 9 Prozent zurückgegangen sind, konnte der Effekt beim Quartalsergebnis auf 4 Prozent begrenzt werden. Dadurch wurden die Halbjahreszahlen von den positiven Veränderungen des ersten Quartals dominiert, so dass in Summe ein Umsatzwachstum um 9 Prozent und zweistellige Ergebniszuwächse auf neue Rekordwerte ausgewiesen werden konnten. Sehr beeindruckend hat sich dabei der Free-Cashflow entwickelt, der sich vor allem dank eines strikten Managements des Working Capital um über 170 Prozent auf 21,2 Mio. Euro verbessert hat. Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen und vor allem der darin zum Ausdruck gekommenen großen Kostenelastizität hat der Vorstand seine Gewinnprognose für das Gesamtjahr bestätigt und strebt weiter ein Ergebniswachstum um 18 bis 24 Prozent auf 1,17 bis 1,23 Euro je Aktie an. Auch wir haben unsere Gewinnschätzung für 2020 unverändert gelassen und die erfreuliche Kostenentwicklung zum Anlass genommen, unsere Profitabilitätsannahmen für die Zukunft ein wenig offensiver zu gestalten.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	160,9	185,4	245,9	258,2	289,2	321,0
EBIT (Mio. Euro)	15,2	19,7	27,2	31,1	40,5	47,2
Jahresüberschuss	9,4	11,7	16,7	19,5	25,1	29,5
EpS	0,56	0,71	0,99	1,17	1,50	1,76
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,85	1,01	1,24	1,45
Umsatzwachstum	-3,7%	15,3%	32,7%	5,0%	12,0%	11,0%
Gewinnwachstum	42,9%	24,1%	42,6%	17,0%	28,9%	17,4%
KUV	4,94	4,28	3,23	3,08	2,75	2,47
KGV	84,3	68,0	47,6	40,7	31,6	26,9
KCF	52,2	52,2	30,1	26,6	22,6	20,3
EV / EBIT	58,1	45,0	32,5	28,5	21,8	18,7
Dividendenrendite	1,1%	1,4%	1,8%	2,1%	2,6%	3,0%

## Corona-Dämpfer im zweiten Quartal

Nachdem Mensch und Maschine im ersten Quartal noch hohe Wachstumsraten bei Umsatz und Gewinn ausweisen konnte, zeigte die Geschäftsentwicklung der Monate April bis Juni ankündigungs- und erwartungsgemäß sichtbare Bremseffekte durch die COVID-19-Pandemie. Konzernumsatz und -rohertrag reduzierten sich jeweils um rund 9 Prozent, wovon beide Segmente gleichermaßen betroffen waren. Dank der konsequenten Kostendisziplin, die in Teilbereichen wie etwa bei den Reisekosten oder den variablen Gehaltsbestandteilen durch die Krise selbst begünstigt wurde, sowie durch die Inanspruchnahme der Kurzarbeitsregelung für Teile der Belegschaft (vor allem bei Open Mind) konnte der Umsatzrückgang ergebnisseitig teilweise kompensiert werden, weswegen die Auswirkungen auf die Gewinnzahlen moderat blieben: das EBITDA reduzierte sich um 8 Prozent (auf 7,8 Mio. Euro) und das EBIT sowie der Quartalsüberschuss nach Steuern und Minderheiten gingen um lediglich 4 Prozent (auf 5,6 Mio. Euro resp. 3,4 Mio. Euro) zurück.

## Solides Wachstum im ersten Halbjahr

In Kombination mit dem sehr starken ersten Quartal konnte MuM für die erste Jahreshälfte ein Umsatzwachstum um 8,5 Prozent auf 130,4 Mio. Euro erzielen. Dabei blieb das Softwaresegment, das mit seiner weltweiten Präsenz die Corona-Auswirkungen nach Unternehmensangaben stärker zu spüren bekommen hat, mit 37,9 Mio. Euro fast auf dem Vorjahresniveau (+1,0 Prozent), während das Systemhaus vor allem dank des Umstiegs von Autodesk-Wartungskunden auf das Subscription-Modell um 11,9 Prozent auf 92,5 Mio. Euro gewachsen ist. Da dieses Wachstum somit vom vergleichsweise margenarmen Handel mit Autodesk-Lizenzen getrieben war, hat sich die durchschnittliche Rohmarge sowohl im Systemhaus als auch im Konzern reduziert, auf 33,5 resp. 50,4 Prozent (Vorjahr: 34,9 und 53,3 Prozent). Auch im Software-Segment blieb die Rohmarge unter dem Vorjahr (91,6 Prozent vs. 93,9 Prozent), was vor allem auf die Verschiebung der Umsatzanteile zwischen dem CAM-Geschäft und SOFiSTiK zurückzuführen war. SOFiSTiK setzt im Unterschied zu den anderen Soft-

ware-Töchtern einen höheren Anteil an Fremdprodukten (vor allem Autodesk) ein, der im Zuge der Autodesk-Sonderkonjunktur im ersten Halbjahr weiter gestiegen ist. In absoluten Zahlen ist der Rohertrag im Systemhaus und im Konzern im ersten Halbjahr um 7,2 resp. 2,4 Prozent gestiegen, während in der Softwarepartie ein leichter Rückgang um 1,5 Prozent hinengenommen werden musste.

Geschäftszahlen	HJ 2019	HJ 2020	Änderung
Umsatz	120,22	130,39	+8,5%
Systemhaus	82,70	92,51	+11,9%
Software	37,51	37,87	+1,0%
Rohertrag	64,12	65,68	+2,4%
Systemhaus	28,90	30,99	+7,2%
Software	35,22	34,69	-1,5%
Rohmarge	53,3%	50,4%	
EBITDA	18,44	21,21	+15,0%
Systemhaus	6,90	8,82	+27,9%
Software	11,54	12,38	+7,3%
EBITDA-Marge	15,3%	16,3%	
EBIT	14,01	16,72	+19,4%
Systemhaus	4,77	6,77	+41,8%
Software	9,23	9,95	+7,8%
EBIT-Marge	11,6%	12,8%	
EBT	13,53	15,96	+18,0%
EBT-Marge	11,3%	12,2%	
Periodenüberschuss	8,44	9,99	+18,4%
Netto-Marge	7,0%	7,7%	
Free-Cashflow	7,76	21,21	+173,5%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Sonstiger Aufwand sinkt um 2 Mio. Euro

Die angesichts der Rahmenbedingungen beachtliche Entwicklung des Rohertrages wird von den Ergebniskennzahlen noch in den Schatten gestellt, die MuM allesamt deutlich steigern konnte. Ermöglicht wurde dies durch eine sehr vorteilhafte Veränderung der wichtigsten Aufwandspositionen, die MuM als Aus-

druck der starken Kostenelastizität des Geschäftsmodells sieht. Allerdings war die Kostenentwicklung an vielen Stellen, wie etwa bei den Reisekosten und den Präsenzveranstaltungen, die zusammen maßgeblich für einen Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 2,0 Mio. Euro bzw. um 23 Prozent verantwortlich waren, spezifisch für die Corona-Krise (z.B. eine Folge der Reise- und Kontaktrestriktionen) und ist deswegen nicht ohne weiteres auf „normale“ Konjunkturkrisen zu übertragen. Das gilt eher für die Elastizität des Personalaufwands, in dem sich die variablen Gehaltsbestandteile und insbesondere die erfolgsabhängigen Prämien der Vertriebsmitarbeiter dämpfend niedergeschlagen haben. Zusammen mit dem nur moderaten Personalwachstum (+3,7 Prozent) sorgte das für einen im Vergleich mit der Dynamik der Vorjahre nur unterdurchschnittlichen Anstieg des Personalaufwands um 4,2 Prozent. Vor allem im Hinblick auf die Großzügigkeit der Regelung ebenfalls eher Corona-spezifisch ist der ergebnislastende Effekt der Inanspruchnahme der Kurzarbeitsregelung zu sehen, der sich im zweite Quartal in einer Verdopplung der sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,6 Mio. Euro bemerkbar machte. In Summe des ersten Halbjahrs betrug der Anstieg dieser Position fast 50 Prozent auf 2,4 Mio. Euro.

## Neue Gewinnrekorde

Aus dem moderaten Rohertragswachstum und der vorteilhaften Kostenentwicklung resultierten neue Halbjahresrekordwerte bei den Gewinnkennzahlen. Das EBITDA erhöhte sich um 15 Prozent auf 21,2 Mio. Euro, das EBIT um 19 Prozent auf 16,7 Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis um 18 Prozent auf 16,0 Mio. Euro. Nach Steuern und Minderheiten wurde ein Halbjahresgewinn von 10,0 Mio. Euro ausgewiesen, womit der Vorjahreswert um 18 Prozent übertroffen wurde. Von den beiden Segmenten glänzte vor allem das Systemhaus mit einer hohen Ergebnisdynamik, in der sich neben dem Umsatzwachstum auch die seit ca. einem Jahr verschärfte Disziplin beim Personalwachstum bemerkbar machte. So lag die Zahl der Mitarbeiter in dem Segment per Ende Juni bei 461 und damit um 1,5 Prozent unter dem Vorjahresstand, woraus sich in Kombination mit dem

erhöhten Rohertrag eine Verbesserung der Mitarbeiterproduktivität (gemessen am Rohertrag je Mitarbeiter) um fast 9 Prozent auf 67 Tsd. Euro ergeben hat.

## Exzellente Cashflow-Zahlen

Die schon im ersten Quartal sehr positive Cashflow-Entwicklung hat sich auch im zweiten Vierteljahr fortgesetzt, so dass in Summe der ersten sechs Monate ein operativer Cash-Zufluss von 24,5 Mio. Euro verzeichnet werden konnte. Mit diesem Wert, mit dem fast 19 Prozent der Erlöse als operativer Cashflow in der Kasse verblieben, wurde der mit Abstand höchste Halbjahreswert erreicht, denn der bisherige Rekord aus dem Vorjahr lag bei „lediglich“ 13,6 Mio. Euro. Zu einem kleinen Teil war der Anstieg den Corona-Hilfsmaßnahmen (Steuerstundungen, Kurzarbeitergeld) geschuldet, doch größtenteils auf die Veränderung des Umlaufvermögens zurückzuführen. Während diese den operativen Cashflow im ersten Halbjahr 2019 noch mit knapp 4 Mio. Euro belastet hatte, trug sie im Berichtszeitraum mit 6,2 Mio. Euro positiv zum Cashflow bei. Da sich gleichzeitig die Investitionsauszahlungen von 5,9 auf 3,2 Mio. Euro reduzierten, fiel die Verbesserung des Free-Cashflows mit 174 Prozent bzw. 13,5 Mio. Euro auf 21,2 Mio. Euro noch beeindruckender aus. Nach Abzug der Auszahlungen für Zinsen, Tilgungen, Leasingraten und den Rückkauf eigener Aktien, mit dem MuM den kurzzeitigen Kursabsturz im März genutzt hat, die sich zusammen zu einem Finanzierungs-Cashflow von -7,8 Mio. Euro summierten, erhöhte sich die Liquidität seit Jahresbeginn um 13,4 Mio. Euro auf 26,4 Mio. Euro.

## Eigenkapitalquote über 50 Prozent

Allerdings ist dieser Betrag nur eine Momentaufnahme, weil die Dividendenzahlung, die wegen der Corona-bedingt später abgehaltenen Hauptversammlung erst im Juli erfolgt ist, inzwischen für einen Mittelabfluss von 10,1 Mio. Euro gesorgt hat. Dasselbe gilt für das Eigenkapital, das zum Halbjahresstichtag trotz der Reduktion um die zurückgekauften Aktien (-2,7 Mio. Euro) auf 80,9 Mio. Euro bzw. auf mehr als 50 Prozent der Bilanzsumme geklettert ist. Der dämpfende Effekt der Dividendenzahlung auf das Eigenkapital wird aber durch die starke Nutzung der

Aktiendividende gedämpft, zu deren Bedienung MuM eigene Aktien im Wert von 4,1 Mio. Euro wieder ausgegeben hat. Wie schon in den Vorjahren, hat auch diesmal der CEO und Großaktionär einen Großteil seiner Dividendenansprüche in neue Aktien umgetauscht.

## Ergebnisprognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat MuM die Ergebnisprognose für ein Gewinnwachstum um 18 bis 24 Prozent auf 1,17 bis 1,23 Euro je Aktie ebenso bestätigt wie das Ziel, die Dividende von 85 Cent auf 100 bis 105 Cent steigern zu wollen. Nicht mehr bestätigt wurde hingegen die bisherige Umsatz- und Rohertragsprognose, die zuvor ein Wachstum von 10 bis 12 Prozent vorsah. Stattdessen betont MuM, dass die Umsatz- und Rohertragsziele in der zweiten Jahreshälfte nur eine untergeordnete Rolle spielen sollen und hebt die hohe Bedeutung des Kostenmanagements für die Erreichung der Ergebnisziele hervor. Auch diese stellt MuM unter den Vorbehalt, dass sich die Nachfrage gegenüber dem zweiten Quartal zumindest moderat verbessert und verweist auf aktuelle Beobachtungen, die diese Erwartungen stützen.

## Schätzungen für 2020 leicht reduziert

Die Verlagerung des Prognoseschwerpunkts auf das Ergebnis verdeutlicht, dass das diesjährige Ergebniswachstum weniger durch ein steigendes Geschäftsvolumen als durch Effizienzgewinne und Einsparungen erzielt werden soll, was MuM mit dem Verweis auf die starke Kostenelastizität auch explizit betont. Da wir bisher aber auch mit dem ergebnistreibenden Effekt eines fortgesetzten Rohertragswachstums gerechnet hatten, haben auch wir unsere Schätzungen nun angepasst. Um sie im aktuellen Umfeld ausreichend vorsichtig zu gestalten, haben wir uns entschieden, das diesjährige Umsatzwachstum auf 5 Prozent zu halbieren. Gleichzeitig haben wir in Reaktion auf die Halbjahreszahlen sowie die ungleiche Betroffenheit der Segmente die Rohmarge für dieses Jahr auf 50 Prozent abgesenkt, woraus sich für den Rohertrag im Gesamtjahr nur ein minimales Wachstum von 1,0 Prozent ergibt. Bisher hatten wir hier noch mit einem Gleichschritt mit dem Umsatz (10 Prozent) kalkuliert. In absoluten Zahlen rechnen wir somit für den Umsatz mit 258 Mio. Euro und für den Rohertrag mit 129 Mio. Euro (bisher: 271 resp. 141 Mio. Euro). Heruntergebrochen auf die zweite Jahreshälfte bedeutet das ein moderates Umsatzwachstum von 2 Prozent und einen

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	258,2	289,2	321,0	354,7	392,0	433,2	478,6	528,9
Umsatzwachstum		12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	12,0%	14,0%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,2%	16,5%
<b>EBIT</b>	<b>31,1</b>	<b>40,5</b>	<b>47,2</b>	<b>54,2</b>	<b>61,5</b>	<b>69,5</b>	<b>77,7</b>	<b>87,0</b>
Steuersatz	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	9,3	12,6	14,6	16,8	19,1	21,5	24,1	27,0
<b>NOPAT</b>	<b>21,7</b>	<b>27,9</b>	<b>32,6</b>	<b>37,4</b>	<b>42,4</b>	<b>47,9</b>	<b>53,6</b>	<b>60,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	8,9	8,0	7,2	6,2	5,6	5,0	5,1	5,1
+ 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>30,6</b>	<b>35,9</b>	<b>39,8</b>	<b>43,6</b>	<b>48,0</b>	<b>52,9</b>	<b>58,7</b>	<b>65,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-3,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>26,9</b>	<b>33,1</b>	<b>36,8</b>	<b>40,4</b>	<b>44,5</b>	<b>49,2</b>	<b>54,7</b>	<b>60,9</b>

SMC Schätzmodell

stabilen Rohertrag (jeweils gegenüber dem Vorjahr), was wir als ausreichend konservativ erachten. Durch den negativen Basiseffekt der reduzierten Umsatzschätzung für 2020, den wir in den Folgejahren nur teilweise kompensiert haben, sind auch die Umsatzschätzungen für die restlichen Perioden des detaillierten Prognosezeitraums etwas niedriger, der Zielumsatz im Jahr 2027 liegt nun bei 529 Mio. Euro (bisher: 552 Mio. Euro).

## Margen erhöht

Auf der anderen Seite ist die Kostenentwicklung im ersten Halbjahr noch besser ausgefallen als von uns erwartet, was teilweise zwar auf Corona-spezifische Effekte zurückzuführen ist, teilweise aber auch das sehr gute Kostenmanagement widerspiegelt. Wir haben deswegen die Aufwandsquoten für 2020 und die Folgejahre reduziert, woraus sich ein etwas höheres Margenniveau ergeben hat. Für das laufende Jahr kalkulieren wir nun mit einer EBITDA-Marge von 15,5 Prozent und einer EBIT-Marge von 12,0 Prozent (zuvor: 15,2 resp. 11,8 Prozent), die bis 2027 auf 17,4 bzw. 16,5 Prozent hochlaufen (bisher: 17,1 resp. 16,2 Prozent). Gegenüber dem MuM-Management, das sich perspektivisch ein Margenniveau (EBITDA) oberhalb von 18 Prozent zutraut, bleiben wir damit aber weiterhin vorsichtiger. Aus der Kombination der reduzierten Umsatzschätzung und der erhöhten Profitabilitätsannahmen hat sich für 2020 eine gegenüber unserer bisherigen Taxe unveränderte Gewinnerwartung ergeben, die mit 1,17 Euro je Aktie am unteren Ende der Unternehmens-Guidance und 17 Prozent über dem Ist-Wert aus 2019 liegt. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

## Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells sowie die Annahmen, die wir zur Ermittlung des Terminal Value heranziehen. Hierfür nehmen wir wie bisher einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge vor, woraus sich eine Kalkulationsmarge von 14,0 Prozent ergibt. Das „ewige“

Cashflow-Wachstum taxieren wir unverändert auf 1,0 Prozent p.a. Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, für die Marktrisikoprämie ziehen wir einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent heran (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,4 Prozent.

## Kursziel: 50,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 844,6 Mio. Euro bzw. 50,51 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 50,50 Euro ableiten (bisher: 50,00 Euro). 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 38,35 und 76,82 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,4%	76,82	68,83	62,67	57,78	53,80
5,9%	66,63	60,68	55,96	52,13	48,94
6,4%	58,77	54,22	<b>50,51</b>	47,44	44,85
6,9%	52,54	48,96	45,99	43,50	41,36
7,4%	47,46	44,60	42,19	40,13	38,35

## Fazit

---

Nach dem sehr starken Jahresauftakt folgte im zweiten Quartal die erwartete Corona-Delle, die sich in einem 9-prozentigen Umsatzrückgang bemerkbar machte. Dank automatischer Kostenstabilisatoren (vor allem variable Gehaltsbestandteile), des aktiven Kostenmanagements sowie einiger Corona-spezifischer Effekte konnten die Auswirkungen dieser Entwicklung auf das Ergebnis aber deutlich begrenzt werden, weswegen das EBIT und der Quartalsgewinn jeweils um lediglich 4 Prozent geschrumpft sind.

Damit konnte MuM in Summe der ersten sechs Monate auf allen Ergebnisebenen zweistellige Zuwächse und neue Rekorde erzielen, mit denen auch die Erreichung der Ergebnisziele für das Gesamtjahr weiter wahrscheinlich ist. Diese hat MuM auch bestätigt und strebt weiter einen Eps-Anstieg um 18 bis 24 Prozent auf 117 bis 123 Cent an. Allerdings wurde dabei die entscheidende Rolle der sehr guten Kostenelastizität für die Zielerreichung betont, während das bisherige Wachstumsziel für den Umsatz und Rohertrag nicht bestätigt wurde.

Das haben wir dahingehend gedeutet, dass MuM das Tempo der Nachfragerholung nun etwas vorsichtiger einschätzt als bisher. Dementsprechend haben wir auch unsere Schätzungen modifiziert und das bisher unterstellte Umsatzwachstum halbiert. Gleichzeitig haben wir die Aufwandsschätzungen abgesenkt, so dass wir in Summe unverändert mit einem Gewinn je Aktie von 1,17 Euro und damit am unteren Ende der MuM-Guidance kalkulieren. Auch unsere Dividendschätzung für das laufende Jahr liegt unverändert bei 1,01 Euro.

Aus diesen Änderungen, die sich auch auf die späteren Jahre ausgewirkt haben, resultiert in unserem Bewertungsmodell ein neues Kursziel von 50,50 Euro, das leicht oberhalb des alten Wertes liegt. Da aber der Kurs seit unserem letzten Update noch stärker zugelegt hat, ist das resultierende Kurspotenzial mit rund 6 Prozent nur noch moderat, weswegen wir das Urteil von zuvor „Buy“ auf „Hold“ ändern.

# 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	98,7	93,3	87,9	84,3	82,8	82,1	82,1	82,2	82,4
1. Immat. VG	54,1	61,0	60,4	59,7	59,2	58,6	58,1	57,6	57,1
2. Sachanlagen	34,0	28,8	24,0	21,0	20,1	19,9	20,5	21,1	21,8
II. UV Summe	60,8	71,5	79,2	93,1	108,8	125,6	143,4	160,3	179,0
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	73,5	84,5	93,7	103,6	114,6	127,4	141,8	155,3	170,5
II. Rückstellungen	12,2	12,7	13,2	13,8	14,3	14,8	15,4	15,9	16,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	34,0	28,9	22,6	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
2. Kurzfristiges FK	39,9	38,9	37,6	38,8	41,5	44,3	47,2	50,1	53,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>159,5</b>	<b>164,9</b>	<b>167,1</b>	<b>177,4</b>	<b>191,6</b>	<b>207,7</b>	<b>225,5</b>	<b>242,5</b>	<b>261,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	245,9	258,2	289,2	321,0	354,7	392,0	433,2	478,6	528,9
Rohertrag	127,9	129,1	150,7	167,6	185,7	205,6	227,7	252,2	279,3
EBITDA	36,5	39,9	48,5	54,4	60,4	67,0	74,5	82,8	92,2
EBIT	27,2	31,1	40,5	47,2	54,2	61,5	69,5	77,7	87,0
EBT	26,3	30,3	39,7	46,7	53,8	61,1	69,1	77,4	86,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,3	21,2	27,4	32,2	37,1	42,2	47,7	53,4	59,9
JÜ	16,7	19,5	25,1	29,5	33,8	38,4	43,3	48,3	54,0
EPS	0,99	1,17	1,50	1,76	2,02	2,29	2,59	2,89	3,23

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	26,4	29,9	35,1	39,1	42,9	47,2	52,0	57,7	64,1
CF aus Investition	-8,6	-3,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3
CF Finanzierung	-14,5	-16,8	-26,3	-24,1	-26,1	-29,3	-33,4	-39,9	-44,6
Liquidität Jahresanfa.	9,6	12,9	22,4	28,7	41,1	55,1	70,0	85,7	100,3
Liquidität Jahresende	12,9	22,4	28,7	41,1	55,1	70,0	85,7	100,3	116,4

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	32,7%	5,0%	12,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	23,1%	1,0%	16,7%	11,3%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
Rohertragsmarge	52,0%	50,0%	52,1%	52,2%	52,3%	52,5%	52,6%	52,7%	52,8%
EBITDA-Marge	14,9%	15,5%	16,8%	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%	17,3%	17,4%
EBIT-Marge	11,1%	12,0%	14,0%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,2%	16,5%
EBT-Marge	10,7%	11,7%	13,7%	14,6%	15,2%	15,6%	16,0%	16,2%	16,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,8%	7,6%	8,7%	9,2%	9,5%	9,8%	10,0%	10,1%	10,2%

# 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 24.07.2020 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 24.07.2020 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.04.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4)
17.03.2020	Buy	50,00 Euro	1), 3)
17.02.2020	Hold	50,50 Euro	1), 3), 4)
23.10.2019	Buy	38,50 Euro	1), 3)
06.08.2019	Buy	37,10 Euro	1), 3)
02.05.2019	Hold	35,80 Euro	1), 3), 4)
19.02.2019	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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.