

26. Oktober 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Starke Zahlen und unverändert gute
Perspektiven

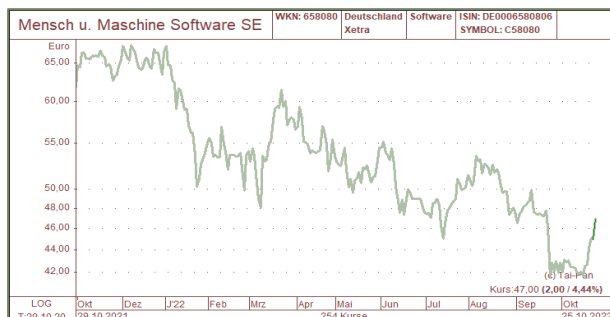
Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 47,00 € | Kursziel: 66,50 € (zuvor: 65,00 €)

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

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	1.028
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	47,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	806,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	892,1 Mio. Euro
Free Float:	45,1%
Kurs Hoch/Tief (12M):	68,40 / 40,25 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	423,0 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal das Wachstum der erstens sechs Monate nicht nur fortgesetzt, sondern trotz der sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Lage sogar weiter beschleunigt. Nach dem jüngsten Umsatzzuwachs um fast 24 Prozent auf 71,7 Mio. Euro summieren sich die Erlöse der ersten neun Monate auf 228,2 Mio. Euro, knapp 18 Prozent mehr als im Vergleichszeitraum des Vorjahrs. Noch stärker hat, einmal mehr, das EBIT zugelegt, das im dritten Quartal um 37 Prozent (auf 7,6 Mio. Euro) und im Neunmonatszeitraum um 26 Prozent auf 30,3 Mio. Euro zugelegt hat. Der Nettogewinn erhöhte sich sogar um 29 Prozent auf 18,7 Mio. Euro. Auf dieser Grundlage hat das Management die eigene Prognose für das Gesamtjahr erhöht. Der Rohertrag soll nun um 12 bis 16 Prozent auf 155 bis 161 Mio. Euro (bisher: 150 bis 155 Mio. Euro) und der Gewinn um 15 bis 23 Prozent auf 145 bis 155 Cent je Aktie (bisher: 144 bis 150 Cent) wachsen. Allerdings betont MuM, dass es sich hierbei teilweise um eine Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft handelt, der 2023 eine Delle folgen könnte. Auf Zweijahressicht spricht MuM daher von einer unveränderten Prognose mit einer zugunsten des laufenden Jahres verschobenen Verteilung der Wachstumsdynamik.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	245,9	244,0	266,2	310,0	319,1	351,0
EBIT (Mio. Euro)	27,2	31,0	34,7	41,9	46,9	54,3
Jahresüberschuss	16,7	18,7	21,3	25,6	28,2	32,8
EpS	0,99	1,11	1,26	1,54	1,69	1,96
Dividende je Aktie	0,85	1,00	1,20	1,40	1,60	1,81
Umsatzwachstum	32,7%	-0,8%	9,1%	16,5%	2,9%	10,0%
Gewinnwachstum	42,6%	12,3%	13,9%	20,3%	10,1%	16,2%
KUV	3,19	3,21	2,95	2,53	2,46	2,23
KGV	47,1	41,9	36,8	30,6	27,8	23,9
KCF	29,8	23,3	21,1	20,7	19,0	16,8
EV / EBIT	31,9	28,0	25,0	20,7	18,5	16,0
Dividendenrendite	1,8%	2,1%	2,6%	3,0%	3,4%	3,8%

Wachstumsbeschleunigung in Q3

Mensch und Maschine hat im dritten Quartal mit 71,7 Mio. Euro 24 Prozent mehr als vor einem Jahr umgesetzt und damit das Wachstumstempo gegenüber dem ersten Halbjahr (15 Prozent) deutlich beschleunigt. In Summe der ersten neun Monate ergibt sich daraus ein Umsatzwachstum um 18 Prozent auf 228,2 Mio. Euro. Mit einem minimal höheren Tempo hat das Software-Segment expandiert, welches um 19 Prozent auf 72,6 Mio. Euro zugelegt hat. Hier berichtet MuM von einem lebhaften CAM-Geschäft, auch hat sich gerade im dritten Quartal die Dynamik bei der Tochter SOFiSTiK, die im ersten Halbjahr noch von der höheren Vergleichsbasis aus dem Vorjahr ausgebremst worden war, wieder spürbar erhöht. Im Systemhaus, dessen Erlöse sich um 17 Prozent auf 155,7 Mio. Euro erhöhten, profitierte MuM vor allem von der Sonderkonjunktur im Bestandsgeschäft mit Autodesk-Mietverträgen (insb. Verlängerung von rabattierten Dreijahresverträgen).

EBIT legt um ein Viertel zu

Bei einem in Relation zum Umsatz leicht unterproportionalen (vor allem wegen des höheren Anteils des Handelsgeschäfts) Anstieg des Rohertrags um knapp 16 Prozent auf 116,6 Mio. Euro konnte das Neunmonats-EBIT um 26 Prozent auf 30,3 Mio. Euro gesteigert werden, womit sich die EBIT-Marge im Vorjahresvergleich von 12,4 auf 13,3 Prozent verbessert hat. Die Margenverbesserung wurde in beiden Segmenten erzielt (Systemhaus: 7,4 nach 6,7 Prozent, Software: 26,0 nach 24,9 Prozent), was vor allem dem nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwands (+9 Prozent auf 68,7 Mio. Euro) und den weitgehend unveränderten Abschreibungen zu verdanken war. Der sonstige betriebliche Aufwand hat sich hingegen mit einem Zuwachs von 39 Prozent auf 13,4 Mio. Euro deutlich überproportional erhöht, was MuM auf Nachfrage mit einer weiteren Normalisierung der Reise- und vor allem Messeaktivitäten nach Corona sowie mit hohen Kosten im Zusammenhang neuer interner Softwaresysteme (SAP und Salesforce) begründet. In Relation zum Umsatz (5,9 Prozent) liegen die SBA aber noch immer deutlich unter dem Vor-Corona-Niveau (Q1 bis Q3 2019: 7,6 Prozent).

Geschäftszahlen	9 M 21	9 M 22	Änderung
Umsatz	193,99	228,25	+17,7%
Systemhaus	133,13	155,66	+16,9%
Software	60,86	72,59	+19,3%
Rohertrag	100,80	116,62	+15,7%
Systemhaus	45,39	50,83	+12,0%
Software	55,42	65,79	+18,7%
Rohmarge	52,0%	51,1%	
EBIT	24,09	30,34	+26,0%
Systemhaus	8,94	11,49	+28,5%
Software	15,14	18,85	+24,5%
EBIT-Marge	12,4%	13,3%	
Systemhaus	6,7%	7,4%	
Software	24,9%	26,0%	
EBT	23,51	29,85	+27,0%
EBT-Marge	12,1%	13,1%	
Periodenüberschuss	14,48	18,69	+29,1%
Netto-Marge	7,5%	8,2%	
Free-Cashflow	24,24	30,85	+27,3%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Periodengewinn steigt um 13 Prozent

Bei einem minimal verbesserten Finanzergebnis (-0,5 nach -0,6 Mio. Euro) legte der Vorsteuergewinn in etwa im Gleichschritt mit dem EBIT auf 29,9 Mio. Euro (+27 Prozent) zu. Nach Steuern und Minderheiten wurde im Neunmonatszeitraum ein Überschuss von 18,7 Mio. Euro erzielt, der sich damit um 11 Prozentpunkte stärker erhöht hat als der Umsatz des Berichtszeitraums.

Free-Cashflow weiter auf hohem Niveau

Wie schon zum Halbjahr, konnte MuM auch nach neun Monaten die starke Ergebnisentwicklung in einen neuen Rekordwert beim operativen Cashflow ummünzen. Dieser erhöhte sich um 14 Prozent auf 34,4 Mio. Euro und übertraf damit den bisherigen Neunmonatsbestwert aus 2020 um 1,7 Mio. Euro. Bezogen auf den Umsatz entspricht der operative Cashflow einer Quote von 15,1 Prozent, was die

Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells eindrucksvoll unterstreicht. Abzüglich der Abflüsse für Investitionen (-3,9 Mio. Euro), die sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum, in dem der Kauf des langjährigen OpenMind-Vertriebspartners in der Benelux-Region für einen Anstieg gesorgt hatte, um fast 40 Prozent ermäßigt haben, belief sich der Free-Cashflow auf 30,9 Mio. Euro. Deutlich größere Bewegungen gab es diesmal im Finanzierungs-Cashflow, wo u.a. Dividendenzahlungen (22,0 Mio. Euro) und der Kauf eigener Aktien (14,8 Mio. Euro) für hohe Abflüsse sorgten, denen vor allem Zuflüsse aus der Inanspruchnahme von Kreditlinien (13,2 Mio. Euro) und aus der Ausgabe eigener Aktien im Rahmen der Aktiendividende (1,8 Mio. Euro) gegenüberstanden. Insgesamt summierte sich der Finanzierungs-Cashflow auf -26,2 Mio. Euro (Vorjahr: -21,1 Mio. Euro), woraus saldiert mit dem Free-Cashflow eine Nettozuwachs der Liquidität um 4,9 Mio. Euro auf 24,9 Mio. Euro resultierte.

Eigenkapitalquote spürbar gesunken

In Relation zur Bilanzsumme, die sich seit dem Jahreswechsel um 5 Prozent auf 169,2 Mio. Euro erhöht hat, hat die Liquidität somit auf 14,7 Prozent zugelegt. Demgegenüber ist die Eigenkapitalquote im bisherigen Jahresverlauf auf 46,9 Prozent deutlich gesunken (31.12.: 57,7 Prozent), liegt damit aber weiterhin in einem sehr komfortablen Bereich. Zurückzuführen ist der Rückgang des bilanziellen Eigenkapitals auf die Kombination aus der Dividendenzahlung und den umfangreichen Aktienrückkäufen, mit denen MuM die Gelegenheit des gesunkenen Aktienkurses genutzt hat. Abzüglich der zwischenzeitlich für die Aktiendividende wieder ausgegebenen Stücke wurden in den ersten neun Monaten 266,6 Tsd. eigene Aktien für 14,8 Mio. Euro zurückgekauft, so dass zum 30. September 459,5 Tsd. eigene Aktien im Buchwert von 18,9 Mio. Euro bzw. 2,68 Prozent des gezeichneten Kapitals vom Eigenkapital abzuziehen waren. Wirtschaftlich stellen diese aber eine leicht mobilisierbare Eigenkapitalreserve im erheblichen Umfang dar.

Prognose für 2022 angehoben

Nachdem MuM bereits nach den Halbjahreszahlen für das Gesamtjahr das Erreichen des oberen Randes der Prognosespanne (Rohertragswachstum um 8 bis

12 Prozent auf 150 bis 155 Mio. Euro und Anstieg des Gewinns je Aktie um 14 bis 19 Prozent auf 144 bis 150 Cent je Aktie) als wahrscheinlich bezeichnet hatte, wurden nach dem starken dritten Quartal nun die Zielkorridore angehoben. Für den Rohertrag peilt das Unternehmen nun einen Wert zwischen 155 und 161 Mio. Euro und für den Nettogewinn den Bereich von 145 bis 155 Cent je Aktie an. Dabei wurde die Formulierung beibehalten, dass aus heutiger Sicht der obere Rand der Prognosespanne erreichbar erscheint. Auf dieser Basis wird unverändert eine Dividendenerhöhung um 12,5 bis 16,7 Prozent auf 135 bis 140 Cent angestrebt. Ebenfalls unverändert gelassen wurden die – absoluten – Zielwerte für 2023, die einen Gewinn je Aktie von 164 bis 181 Cent vorsehen. Damit bewegt sich MuM weiter im Rahmen der bisherigen Zweijahresprognose, wobei nun für 2022 ein steiles und für 2023 ein flacheres Gewinnwachstum erwartet wird. Umsatzseitig könnte sich 2023 wegen der im laufenden Jahr starken Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft sogar eine flache bis rückläufige Entwicklung ergeben, die aber durch eine verbesserte Rohmarge und die seit Jahren eingeübte Kostendisziplin dennoch in ein fortgesetztes Gewinnwachstum umgemünzt werden soll. Dieses soll sich auch über 2023 hinaus fortsetzen, wobei sich MuM, wie schon bisher, eine Gewinnverdopplung in vier bis fünf Jahren zutraut.

Schätzungen für 2022 erneut erhöht

Nachdem wir unsere Schätzungen bereits nach dem Halbjahresbericht in Richtung des oberen Randes der – damaligen – Prognosespanne des Managements angepasst hatten, folgen wir nun der Prognoseanhebung und erhöhen sie erneut: Beim Umsatz rechnen wir jetzt mit 310 Mio. Euro (bisher: 295,4 Mio. Euro), was heruntergebrochen auf das vierte Quartal einen Zuwachs von 13 Prozent (gegenüber Vorjahr) erfordern würde. Angesichts der im dritten Quartal zu beobachtenden Dynamik und der typischen Saisonalität mit einem starken Jahresendgeschäft halten wir dies für gut erreichbar. Demgegenüber haben wir die Umsatzschätzung für 2023 unverändert bei 319,1 Mio. Euro belassen, so dass die unterstellte Wachstumsgeschwindigkeit nächstes Jahr auf lediglich 2,9 Prozent abnehmen würde. Ebenfalls unverändert geblieben

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	310,0	319,1	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9	565,3
Umsatzwachstum		2,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	13,5%	14,7%	15,5%	16,3%	17,0%	17,7%	18,5%	19,1%
EBIT	41,9	46,9	54,3	62,8	72,2	82,9	94,9	107,8
Steuersatz	30,0%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	12,6	14,3	16,6	19,1	22,0	25,3	28,9	32,9
NOPAT	29,4	32,6	37,8	43,6	50,2	57,6	65,9	74,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	4,7	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7	5,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	33,7	37,2	42,6	48,6	55,4	63,1	71,6	80,8
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
- Investitionen AV	-5,6	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
Free Cashflow	27,3	31,5	36,6	42,3	48,7	56,0	64,2	73,0

sind die Umsatzschätzungen bezüglich der Folgejahre, für die wir mit einem stetigen Wachstum von 10 Prozent p.a. kalkulieren.

Rohrertrag am oberen Ende der Prognose

Das stärkere Wachstum im Geschäft mit der Erneuerung der Autodesk-Lizenzen hat sich zwar in einer Reduktion der unterstellten Rohmarge niedergeschlagen, doch in absoluten Zahlen hat sich aus der Anpassung eine Erhöhung der Rohertragsschätzung für 2022 von zuvor 154,5 auf nun 160,6 Mio. Euro ergeben. Daraus sowie aus den aktualisierten Aufwandschätzungen ergeben sich eine EBIT-Erwartung von 41,9 Mio. Euro und eine EpS-Schätzung von 1,54 Euro (bisher: 41,0 Mio. Euro resp. 1,49 Euro). Beim letzteren hat sich zusätzlich die infolge der Aktienrückkäufe reduzierte Aktienzahl bemerkbar gemacht.

Zielmarge unverändert

Die neuen Schätzwerte bedeuten für 2022 eine etwas niedrigere EBIT-Marge (13,5 statt 13,9 Prozent), was sich aber im Zeitablauf wieder ausgleicht. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums sehen wir die Ziel-Marge daher unverändert bei 19,1 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 oben zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem zehnprozentigen 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 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktriskoprämie 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 8,2 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 37,5 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 6,2 Prozent.

Kursziel: 66,50 Euro je Aktie

Durch die Anpassungen an den Schätzungen hat sich der von uns ermittelte faire Marktwert des Eigenkapitals leicht auf 1.110,6 Mio. Euro erhöht. Je Aktie entspricht das nun 66,55 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 66,50 Euro ableiten (bisher: 65,00 Euro, eine Sensitivitätsanalyse dazu findet sich im Anhang).

Zu dieser Anhebung hat auch die leicht reduzierte Aktienzahl infolge der fortgesetzten Aktienrückkäufe beigetragen. Unverändert geblieben ist hingegen die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir weiter zwei von sechs möglichen Punkten vergeben.

Fazit

Mit den Zahlen zum dritten Quartal und der erhöhten Prognose für das Gesamtjahr hat Mensch und Maschine einmal mehr überzeugt.

Ungeachtet der sich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen hat das Unternehmen in den Sommermonaten das Wachstumstempo weiter erhöht und die Profitabilität verbessert. In Summe der ersten drei Quartale wurde damit ein Umsatzwachstum um 18 Prozent auf 228 Mio. Euro sowie ein EBIT-Anstieg um 26 Prozent auf 30,3 Mio. Euro erzielt. Nach Steuern und Minderheiten wurde das Ergebnis sogar um knapp 30 Prozent auf 18,7 Mio. Euro erhöht.

Vor dem Hintergrund der starken 9M-Zahlen, die eine robuste Dynamik in allen Geschäftsbereichen widerspiegeln, hat MuM die Zielspanne für dieses Jahr angehoben: Bei einem Rohertragswachstum um 12 bis 16 Prozent auf 155 bis 161 Mio. Euro (bisher: 150 bis 155 Mio. Euro) soll nun ein Gewinn von 145 bis 155 Cent je Aktie erwirtschaftet werden, was gegen-

über 2021 einem Zuwachs um 15 bis 23 Prozent entsprechen würde (bisher: 144 bis 150 Cent), wobei das Unternehmen derzeit den jeweils oberen Rand als erreichbar bezeichnet.

Allerdings betont das Management, dass diese starke Expansion im laufenden Jahr etwas zu Lasten des Wachstumstempos im nächsten Jahr gehen dürfte, bei kumulierter Betrachtung spricht MuM daher von einem unveränderten Ausblick.

Wir haben diese Prognoseänderung in unserem Modell nachvollzogen. Zusammen mit der infolge der fortgesetzten Aktienrückkäufe reduzierten Aktienzahl hat sich diese in einem leicht erhöhten Kursziel von 66,50 Euro niedergeschlagen, auf dessen Basis wir das bisherige Urteil „Strong Buy“ bekräftigen. Dies umso mehr, als die Aktie derzeit mit einer zu erwartenden Dividendenrendite von 3,0 Prozent lockt und nach unten durch die Aktienrückkäufe des Unternehmens abgesichert zu sein scheint.

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 Marginsteigerungspotenzial, 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 Tochter SOFiSTiK 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.
- 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

- Eine weitere Eskalation des Ukraine-Konflikts oder eine tiefe Rezession in Europa könnten den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Marginsteigerung ist 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.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	100,4	101,7	101,9	102,2	102,6	102,9	103,3	103,8	104,2
1. Immat. VG	65,2	65,2	64,6	64,0	63,5	62,9	62,4	61,9	61,4
2. Sachanlagen	33,8	35,1	36,0	36,9	37,8	38,7	39,6	40,5	41,5
II. UV Summe	60,4	68,5	74,0	81,3	90,3	100,5	112,2	125,8	141,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	92,8	94,5	100,8	108,9	118,7	129,6	142,0	156,2	171,9
II. Rückstellungen	12,9	13,0	13,1	13,2	13,3	13,4	13,5	13,6	13,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2
2. Kurzfristiges FK	34,9	34,6	33,9	33,3	32,7	32,3	31,9	31,6	31,4
BILANZSUMME	160,8	170,2	176,0	183,5	192,9	203,4	215,6	229,5	245,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	266,2	310,0	319,1	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9	565,3
Rohertrag	138,4	160,6	168,7	186,4	206,0	227,6	251,4	277,7	306,2
EBITDA	44,4	51,8	57,0	64,7	73,3	83,0	93,9	106,1	119,2
EBIT	34,7	41,9	46,9	54,3	62,8	72,2	82,9	94,9	107,8
EBT	33,8	41,1	45,9	53,6	62,1	71,6	82,2	94,3	107,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	23,9	28,8	31,9	37,3	43,1	49,7	57,2	65,5	74,5
JÜ	21,3	25,6	28,2	32,8	37,7	43,2	49,3	56,1	63,4
EPS	1,26	1,54	1,69	1,96	2,26	2,59	2,95	3,36	3,80

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	37,2	37,9	41,3	46,7	52,7	59,4	66,9	75,4	84,5
CF aus Investition	-8,3	-5,6	-4,9	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4
CF Finanzierung	-25,0	-26,9	-33,3	-37,0	-41,1	-46,7	-52,5	-59,2	-66,6
Liquidität Jahresanfa.	16,0	20,3	25,6	28,6	33,2	39,4	46,5	55,0	65,1
Liquidität Jahresende	20,3	25,6	28,6	33,2	39,4	46,5	55,0	65,1	76,5

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	9,1%	16,5%	2,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	8,2%	16,0%	5,1%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,3%
Rohertragsmarge	52,0%	51,8%	52,9%	53,1%	53,3%	53,6%	53,8%	54,0%	54,2%
EBITDA-Marge	16,7%	16,7%	17,9%	18,4%	19,0%	19,5%	20,1%	20,6%	21,1%
EBIT-Marge	13,0%	13,5%	14,7%	15,5%	16,3%	17,0%	17,7%	18,5%	19,1%
EBT-Marge	12,7%	13,3%	14,4%	15,3%	16,1%	16,8%	17,6%	18,3%	19,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,0%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,2%	10,6%	10,9%	11,2%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	103,70	92,17	83,36	76,41	70,78
5,7%	89,29	80,77	74,06	68,63	64,14
6,2%	78,29	71,80	66,55	62,21	58,57
6,7%	69,62	64,54	60,35	56,83	53,84
7,2%	62,61	58,56	55,16	52,26	49,77

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 26.10.2022 um 8:05 Uhr fertiggestellt und am 26.10.2022 um 8:40 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
27.07.2022	Strong Buy	65,00 Euro	1), 3), 4)
22.04.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3), 4)
11.02.2022	Strong Buy	73,40 Euro	1), 3)
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)

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.