

## Mensch und Maschine Software SE

Datum: 24.10.2017

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		24,50 (zuvor: 22,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		21,13
23.10.2017	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		16%

### Highlights

- ⇒ MuM hielt in Q3 2017 das EBITDA dank der Kostendisziplin bei 2,3 (2,5; unsere Prognose: 2,5) Mio. Euro stabil - trotz einer stärker als von uns erwarteten letztmaligen Beeinträchtigung durch die Umstellung der Autodesk-Produkte auf ein Mietmodell. Der Rückgang des Rohertrags auf 20,4 (21,2; unsere Prognose: 21,4) Mio. Euro geht vollständig auf die Autodesk-Produkte zurück, während die margenstarken Eigenprodukte im Segment Systemhaus sowie MuM Software auf Wachstumskurs blieben.
- ⇒ Die Guidance für 2017e und die Folgejahre wurde bestätigt. Wir erwarten ein starkes Q4 2017e (u.a. Rebound bei Autodesk-Produkten seit September), wenngleich unsere EBITDA-Schätzung für 2017e ambitioniert erscheint. Insgesamt dürfte das neue Mietmodell künftig höhere Folgeumsätze generieren.
- ⇒ Wir rechnen bei MuM mit einer weiter steigenden Dividende (DpS 2017e: 0,50 (alt: 0,45) Euro), zumal der Cashflow attraktiv ist und keine größeren Investitionen anstehen. Wir bestätigen daher unser Kaufen-Votum (Kursziel: 24,50 (alt: 22,00) Euro).

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatzerlöse	125,8	140,0	160,4	167,1	173,0	189,4
Umsatzwachstum	5,9%	11,3%	14,5%	4,2%	3,6%	9,5%
Rohertrag	67,5	74,7	84,5	91,4	98,0	109,8
Rohmarge	53,6%	53,3%	52,7%	54,7%	56,6%	57,9%
EBITDA	7,8	10,9	12,8	15,8	18,5	22,3
EBITDA-Marge	6,2%	7,8%	8,0%	9,4%	10,7%	11,8%
Jahresüberschuss	2,6	3,7	3,9	6,6	9,0	11,7
Ergebnis je Aktie	0,17	0,24	0,24	0,40	0,55	0,72
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,35	0,50	0,60
Nettoverschuldung / EBITDA	4,4	3,1	2,1	1,4	1,1	0,8
Net Gearing	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4
FCF je Aktie	-0,45	0,18	0,60	0,68	0,48	0,69
FCF Yield	neg.	3,1%	8,5%	5,6%	2,3%	3,3%
EV / Umsatz	0,9	0,9	0,9	1,4	2,2	2,0
EV / EBITDA	14,3	11,9	11,3	14,3	20,2	16,8
EV / EBIT	29,6	19,1	17,1	18,1	24,2	19,3
KBV	28,8	24,1	29,3	29,9	38,1	29,4
KBV	2,1	2,3	2,9	4,9	7,8	7,2
Dividendenrendite	4,1%	3,4%	3,6%	2,9%	2,4%	2,8%

Zahlen in Mio. Euro außer Eps, DpS und FCF je Aktie (in Euro)

Quelle: Independent Research, Mensch und Maschine Software SE

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Unternehmensdaten	
Branche	Software
Segment	Scale
ISIN	DE0006580806
Reuters	MUMG
Bloomberg	MUM

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	16,683
Streubesitz	44,2%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	352,4
∅ Tagesumsatz (Stück)	9.678
52W Hoch	20.10.2017
52W Tief	12.12.2016
	21,80 Euro
	11,87 Euro

Termine	
Q4-Zahlen	12.03.2018
Q1-Zahlen	23.04.2018

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	5,6%	2,3%
3 Monate	7,2%	0,9%
6 Monate	43,5%	33,0%
12 Monate	67,4%	37,9%

### Index-Gewichtung

Keine Indexzugehörigkeit



Quelle: Mensch und Maschine Software SE; Bloomberg

### Kontakt


 Independent Research GmbH

 Friedrich-Ebert-Anlage 36  
 60325 Frankfurt am Main

 Telefon: +49 (69) 971490-0  
 Telefax: +49 (69) 971490-90  
 Internet: www.irffm.de

 Erstellung abgeschlossen am 24.10.17 um 14:40 Uhr  
 Erstmalige Weitergabe am 24.10.17 um 14:50 Uhr

 Ersteller: S. Röhle, CFA (Analyst)  
 E-Mail: sroehle@irffm.de

## Bewertung

### Bewertungsfazit

*Gewichteter fairer Wert von 24,51 (alt: 22,03) Euro je Aktie*

Wir bewerten die MuM-Aktie anhand eines DCF-Modells und mit einer Sum-of-the-Parts-Analyse (SOTP-Modell). Auf Basis der untereinander gleich gewichteten DCF- und Sum-of-the-Parts-Bewertung ermitteln wir für die MuM-Aktie einen fairen Wert von 409,0 (alt: 367,5) Mio. Euro bzw. 24,51 (alt: 23,03) Euro je Aktie. Der Anstieg des fairen Wertes ist sowohl auf unser DCF-Modell (abnehmender Diskontierungszeitraum) als auch auf unsere SOTP-Bewertung (höhere Multiples) zurückzuführen. Der faire Wert impliziert für 2018e ein EV/EBITDA von 19,0 und ein KGV von 34,2. Hierin spiegelt sich das weiter steigende Margen- und Cashflow-Niveau wider. Zudem zeichnet sich MuM durch einen deutlichen Anstieg der Dividende aus (Dividendenrendite 2018e auf Basis des fairen Werts: 2,4%).

Mensch und Maschine Software SE		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
DCF-Modell	25,44	50%
Sum-of-the-Parts-Modell	23,59	50%
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>24,51</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>24,50</b>

Quelle: Independent Research

### DCF-Bewertung

*Dreistufiges DCF-Modell mit WACC von 7,1%*

In unserem dreistufigen Discounted Cashflow-Modell (DCF-Modell) haben wir im Detailplanungszeitraum bis einschließlich 2018e unsere spezifischen Prognosen herangezogen. Ab 2019e gehen wir in eine Trendanalyse über. Wir sind dabei bis 2025e von einer Abschwächung des Umsatzwachstums auf 5,5% (alt: 5,0%) ausgegangen. Die EBIT-Marge lassen wir bis 2026e auf 12,5% (alt: 11,5%) steigen. Dies reflektiert das ansteigende Wachstumstempo und Margenniveau infolge des erhöhten Anteils der margenstarken Eigenprodukte sowie der Skaleneffekte im Systemhaus Europa. In der Phase III (Terminalwert) rechnen wir mit einem der Inflationsrate entsprechendem Wachstum des Free Cashflows von 2,0%. Den WACC kalkulieren wir mit 7,1%. Hierbei unterstellen wir ein Beta von 1,2 sowie bei der langfristigen Zielkapitalstruktur auf Grund der moderaten Finanzverschuldung eine Eigenkapitalquote von 70% (zu Marktwerten).

*Fairer Wert im DCF-Modell: 25,44 Euro je Aktie*

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnen wir für die MuM-Aktie einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 424,4 (alt: 401,5) Mio. Euro bzw. 25,44 (alt: 24,07) Euro je Aktie. Der höhere Wert resultiert aus dem fortschreitenden Abdiskontierungszeitraum.

**Discounted Cashflow - Modell**

Angaben in Mio. Euro	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	173,0	189,4	206,6	224,3	242,4	260,7	278,9	296,8	313,3	319,7
Umsatzwachstum	3,6%	9,5%	9,0%	8,6%	8,1%	7,5%	7,0%	6,4%	5,5%	2,0%
EBIT-Marge	9,0%	10,2%	10,7%	11,1%	11,4%	11,7%	12,0%	12,3%	12,5%	12,5%
<b>EBIT</b>	<b>15,5</b>	<b>19,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,9</b>	<b>27,6</b>	<b>30,5</b>	<b>33,4</b>	<b>36,4</b>	<b>39,0</b>	<b>40,1</b>
- Ertragssteuern	-4,7	-5,8	-6,6	-7,5	-8,3	-9,1	-10,0	-10,9	-11,7	-12,0
+ Abschreibungen	3,0	2,9	3,3	3,7	4,1	4,6	5,1	5,6	6,1	6,4
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges (u.a. Minderheitsanteile)	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>13,9</b>	<b>16,5</b>	<b>18,9</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>26,1</b>	<b>28,7</b>	<b>31,3</b>	<b>33,7</b>	<b>34,7</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,7	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,2
- Investitionen in das Anlagevermögen	-3,5	-3,5	-3,6	-4,0	-4,4	-4,8	-5,1	-5,5	-5,9	-6,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>8,7</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>18,6</b>	<b>20,7</b>	<b>22,8</b>	<b>25,1</b>	<b>27,1</b>	<b>28,1</b>
<b>Barwerte</b>	<b>8,5</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,9</b>	<b>14,5</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,0</b>
Summe Barwerte	134,8									
Terminalwert	296,0									
<b>Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>430,8</b>									
+ Liquide Mittel	8,3									
- Finanzverbindlichkeiten/Pensionen	-22,1									
- Minderheitenanteile	-1,1									
+ Eigene Anteile	8,6									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>424,4</b>									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	16,683									
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	<b>25,44</b>									

in % des Gesamtwerts: 69%

Modell-Parameter:			
Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital: 30%
Risikofreie Rendite:	Beta:	1,2	Risikoprämie FK: 0,5%
	Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield: 30,0%
	Zins EK:	9,0%	Zins FK: 2,5%
Wachstum FCF:	WACC:	7,1%	Datum: 24.10.17

Quelle: Independent Research

**Sensitivitätsanalyse (in Euro)**

	Wachstum	Diskontierungszinssatz (WACC)			
		1,5%	6,6%	7,1%	7,6%
FCF	2,0%	26,39	23,86	21,75	19,96
	2,5%	28,39	<b>25,44</b>	23,01	20,99
	3,0%	30,89	27,36	24,53	22,20
	3,0%	34,07	29,75	26,37	23,66

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Mensch und Maschine Software SE									
Peer Group MuM Software									
	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV/ EBIT		KGV		
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	
Autodesk	12,8	10,4	-	60,1	-	70,5	-	108,0	
Dassault Systèmes	6,6	6,2	18,8	17,2	23,5	21,0	33,9	30,5	
Hexagon	5,3	5,0	17,4	15,1	23,3	19,8	25,1	22,6	
IGE + XAO	4,3	-	14,8	-	-	-	23,9	22,4	
Nemetschek	7,8	6,7	29,6	25,2	37,4	30,9	49,7	41,3	
RIB Software	7,5	6,9	21,1	20,8	26,7	27,9	47,1	51,3	
Minimum	4,3	5,0	14,8	15,1	23,3	19,8	23,9	22,4	
Maximum	12,8	10,4	29,6	60,1	37,4	70,5	49,7	108,0	
Median	7,1	6,7	18,8	20,8	25,1	27,9	33,9	35,9	
Mittelwert	7,4	7,0	20,3	27,7	27,7	34,0	35,9	46,0	
Standardabweichung	3,0	2,0	5,7	18,5	6,6	20,9	12,0	32,4	
Angaben in Mio. Euro									
Ergebnis je Aktie in Euro		Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
		2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
<b>MuM Software</b>		51,3	55,9	13,0	14,8	11,7	13,4	0,42	0,50
Enterprise Value		362,8	376,5	243,2	307,7	292,7	374,7		
Faire Marktkapitalisierung								235,3	298,0
Fairer Wert je Aktie (Euro)								14,10	17,86

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 23.10.17

---

Mensch und Maschine Software SE									
Peer Group Systemhaus									
	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV/ EBIT		KGV		
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	
Bechtle	0,9	0,8	15,4	13,9	18,2	16,2	25,7	22,8	
CANCOM	1,0	0,9	13,0	11,1	17,8	14,7	27,0	22,5	
CENIT	1,0	0,9	11,3	9,0	13,9	11,0	23,8	18,6	
S&T	1,2	1,1	19,3	14,5	34,2	21,2	45,2	25,7	
Sopra Steria Group	1,1	1,0	11,3	10,3	13,9	12,4	16,7	15,1	
Minimum	0,9	0,8	11,3	9,0	13,9	11,0	16,7	15,1	
Maximum	1,2	1,1	19,3	14,5	34,2	21,2	45,2	25,7	
Median	1,0	0,9	13,0	11,1	17,8	14,7	25,7	22,5	
Mittelwert	1,0	0,9	14,1	11,8	19,6	15,1	27,7	21,0	
Standardabweichung	0,1	0,1	3,4	2,4	8,4	3,9	10,6	4,1	
Angaben in Mio. Euro									
Ergebnis je Aktie in Euro		Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
		2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
<b>Systemhaus</b>		121,7	133,5	5,6	7,4	3,9	5,9	0,14	0,22
Enterprise Value		122,4	119,2	72,5	82,9	68,9	87,4		
Faire Marktkapitalisierung								59,4	82,7
Fairer Wert je Aktie (Euro)								3,56	4,95

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 23.10.17

### Sum-of-the-Parts-Bewertung

*Separate Bewertung der Segmente MuM Software und Systemhaus*

Im Rahmen unserer neuen Sum-of-the-Bewertung haben wir die beiden Segmente MuM Software und Systemhaus separat bewertet. Dazu haben wir für jedes der beiden Segmente eigene Segmentschätzungen erarbeitet (Umsatz, EBITDA, EBIT und EpS) und eine eigene Peer Group zusammengestellt (zum einen Softwarehersteller für die Bereiche CAD, CAM, PLM und Engineering und zum anderen Systemhäuser).

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Mensch und Maschine Software SE								
Sum-of-the-Parts-Modell								
Angaben in Mio. Euro	Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
Ergebnis je Aktie in Euro	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
<b>Konzern</b>	173,0	189,4	18,5	22,3	15,5	19,4	0,55	0,72
Enterprise Value MuM Software	362,8	376,5	243,2	307,7	292,7	374,7	-	-
Enterprise Value Systemhaus	122,4	119,2	72,5	82,9	68,9	87,4	-	-
<b>Enterprise Value Konzern</b>	<b>485,2</b>	<b>495,7</b>	<b>315,7</b>	<b>390,6</b>	<b>361,6</b>	<b>462,2</b>	-	-
Liquide Mittel		8,3		8,3		8,3		
Finanzverbindlichkeiten/Pensionen		-22,1		-22,1		-22,1		
Minderheitenanteile		-1,1		-1,1		-1,1		
Eigene Anteile		8,6		8,6		8,6		
Faire Marktkapitalisierung MuM Software	-	-	-	-	-	-	235,3	298,0
Faire Marktkapitalisierung Systemhaus	-	-	-	-	-	-	59,4	82,7
<b>Faire Marktkapitalisierung Konzern</b>	<b>478,8</b>	<b>489,4</b>	<b>309,3</b>	<b>384,2</b>	<b>355,2</b>	<b>455,8</b>	<b>294,7</b>	<b>380,6</b>
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)		16,683		16,683		16,683		16,683
Fairer Wert je Aktie (Euro)		28,70		29,33		18,54		23,03
<b>Durchschnitt (Euro)</b>		29,02		20,78		24,31		20,24
<b>Gewichtung</b>		25%		25%		25%		25%
<b>Fairer Wert je Aktie (Euro)</b>						23,59		

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 23.10.17

MuM Software steht für 78% des Gesamtwerts

Fairer Wert laut SOTP-Modell: 23,59 Euro je Aktie

Auf Basis unserer Sum-of-the-Parts-Bewertung ermitteln wir folgende faire Werte:

- MuM Software: einen Enterprise Value von gemittelt 326,3 Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 266,6 Mio. Euro
- Systemhaus: einen fairen Enterprise Value von gemittelt 92,2 Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 71,0 Mio. Euro.

Auf Grund der hohen Profitabilität und des hohen Cashflows sowie der für Softwarehersteller an der Börse gezahlten höheren Multiples steht MuM Software damit für etwa 78% und das Systemhaus für etwa 22% des fairen Wertes von MuM. Insgesamt ermitteln wir für MuM auf Basis unserer Sum-of-the-Parts-Bewertung einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 393,5 (alt: 333,5) Mio. Euro bzw. von 23,59 (alt: 19,99) Euro je Aktie. Der faire Wert impliziert für 2018e ein EV / EBITDA von 18,3 (gewichteter Peer Group-Median: 17,5) und ein KGV von 32,9 (gewichteter Peer Group-Median: 31,8).

## Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

Umstellung auf Mietmodell prägte nochmals das abgelaufene Quartal

Stabiles EBITDA dank Kostendisziplin

DpS-Prognose für 2017e angehoben

Die letzten Effekte der Umstellung der Autodesk-Produkte von einem Kauf- auf ein Mietmodell haben das Q3 2017 stärker als erwartet geprägt. Die zeigt sich am rückläufigen Rohertrag des Segments Systemhaus auf 9,9 (11,3) Mio. Euro, was sich auch im Konzernrohertrag von 20,4 (21,1; unsere Prognose: 21,4) Mio. Euro niederschlug. Hervorzuheben ist, dass MuM im Segment Systemhaus den Rohertrag mit Eigenprodukten weiter auf 7,1 (6,1) Mio. Euro steigern konnte. Der Rohertrag mit Autodesk-Produkten von 2,8 (5,2) Mio. Euro war zudem im Vorjahr auf Grund von Vorzieheffekten außergewöhnlich hoch und in Q3 2017 ungewöhnlich niedrig. Nach dem Abschluss der Umstellung auf das Mietmodell wachsen die Autodesk-Produkte laut CEO Drotleff seit September wieder um ca. 20%. MuM Software erweist sich zudem weiterhin als Treiber mit einem Rohertrag von 10,4 (9,9) Mio. Euro. Infolge der hohen Kostendisziplin (operative Kosten: -18,9 (-19,6) Mio. Euro), insbesondere im Segment Systemhaus, ist es MuM gelungen, das EBITDA mit 2,3 (2,5; unsere Prognose: 2,5) Mio. Euro und das Nettoergebnis stabil zu halten. CEO Drotleff hat im Conference Call die Guidance für 2017e und die Folgejahre bekräftigt. Wir erwarten wegen der üblichen Saisonalität und des seit September laufenden Rebounds bei Autodesk-Produkten ein starkes Q4 2017e, auch wenn unsere am oberen Ende der Guidance liegende EBITDA-Prognose ambitioniert erscheint. Laut CEO Drotleff sind Übernahmen auf Grund der hohen M&A-Multiples auf absehbare Zeit nicht zu erwarten. Wir teilen zudem die Einschätzung von MuM, dass die Bilanz einen höheren Leverage zulässt (z.B. Nettoverschuldung/EBITDA Ende 2017e: 1,1), so dass wir auch angesichts des starken Cashflows (9M 2017: 13,0 (11,8) Mio. Euro) unsere DpS-Prognose für 2017e auf 0,50 (alt: 0,45) Euro angehoben haben. Darüber hinaus könnte auch das DpS für 2018e (unsere Prognose: 0,60 Euro) höher als erwartet ausfallen.

Mensch und Maschine Software SE										
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung										
Angaben in Mio. Euro	Q3 2016		Q3 2017		9M 2016		9M 2017		9M 2017	
	lst	lst	lst	lst	lst	lst	IR-Prognose			
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>39,8</b>	<b>31,9</b>	<b>127,6</b>	<b>115,5</b>	<b>122,8</b>					
in % ggü. Vorjahr	-	-19,8%	-	-9,5%	-3,7%					
Umsatz MuM-Software	10,3	10,8	33,4	36,0	-					
Umsatz Systemhaus	29,4	21,1	94,1	79,5	-					
<b>Rohertrag</b>	<b>21,2</b>	<b>20,4</b>	<b>67,8</b>	<b>68,6</b>	<b>69,6</b>					
Rohmarge	53,4%	63,8%	53,2%	59,4%	56,6%					
Rohertrag MuM-Software	9,9	10,4	32,4	35,0	-					
Rohertrag Systemhaus	11,3	9,9	35,4	33,6	-					
Rohmarge MuM-Software	96,1%	96,8%	96,8%	97,1%	-					
Rohmarge Systemhaus	38,3%	47,0%	37,6%	42,3%	-					
<b>EBITDA</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>					
EBITDA-Marge	6,2%	7,2%	8,5%	9,9%	9,4%					
EBITDA MuM-Software	1,3	2,0	7,0	8,3	-					
EBITDA Systemhaus	1,1	0,4	3,8	3,1	-					
EBITDA-Marge MuM-Software	12,9%	18,1%	21,0%	23,1%	-					
EBITDA-Marge Systemhaus	3,8%	1,7%	4,0%	3,9%	-					
<b>Konzernüberschuss /-fehlbetrag</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>					
Nettomarge	2,2%	2,9%	3,4%	4,6%	4,3%					
<b>Ergebnis je Aktie (Euro)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,27</b>	<b>0,33</b>	<b>0,32</b>					

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Mensch und Maschine Software SE

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>125,8</b>	<b>140,0</b>	<b>160,4</b>	<b>167,1</b>	<b>173,0</b>	<b>189,4</b>
Materialaufwand	-58,4	-65,4	-75,9	-75,6	-75,0	-79,7
<b>Rohertrag</b>	<b>67,5</b>	<b>74,7</b>	<b>84,5</b>	<b>91,4</b>	<b>98,0</b>	<b>109,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	7,9	5,8	3,4	3,4	3,4	3,5
Personalaufwand	-48,3	-50,9	-55,4	-58,8	-62,1	-68,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,3	-18,8	-19,7	-20,3	-20,8	-22,7
<b>EBITDA</b>	<b>7,8</b>	<b>10,9</b>	<b>12,8</b>	<b>15,8</b>	<b>18,5</b>	<b>22,3</b>
Abschreibungen	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7
Amortisation aus Firmenübernahmen	-2,0	-2,0	-2,0	-0,8	-0,4	-0,2
<b>EBIT</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>12,5</b>	<b>15,5</b>	<b>19,4</b>
Finanzergebnis	-1,2	-1,2	-0,9	-1,4	-1,1	-1,0
<b>EBT</b>	<b>2,6</b>	<b>5,6</b>	<b>7,5</b>	<b>11,1</b>	<b>14,4</b>	<b>18,3</b>
Ertragsteuern	0,4	-1,5	-3,3	-4,1	-4,8	-5,9
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>7,0</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>
Minderheitenanteile	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,8
<b>Konzernüberschuss /-fehlbetrag</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>	<b>9,0</b>	<b>11,7</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	15,346	15,439	16,127	16,306	16,306	16,306
Ergebnis je Aktie (Euro)	0,17	0,24	0,24	0,40	0,55	0,72
Dividende je Aktie (Euro)	0,20	0,20	0,25	0,35	0,50	0,60

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

## Mensch und Maschine Software SE

## Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

Angaben in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	-46,4%	-46,7%	-47,3%	-45,3%	-43,4%	-42,1%
<b>Rohertrag</b>	<b>53,6%</b>	<b>53,3%</b>	<b>52,7%</b>	<b>54,7%</b>	<b>56,6%</b>	<b>57,9%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	6,3%	4,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%
Personalaufwand	-38,4%	-36,3%	-34,5%	-35,2%	-35,9%	-36,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,3%	-13,4%	-12,3%	-12,1%	-12,0%	-12,0%
<b>EBITDA</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,8%</b>
Abschreibungen	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,4%
Amortisation aus Firmenübernahmen	-1,6%	-1,4%	-1,3%	-0,5%	-0,2%	-0,1%
<b>EBIT</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>10,2%</b>
Finanzergebnis	-1,0%	-0,8%	-0,6%	-0,8%	-0,7%	-0,5%
<b>EBT</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,7%</b>
Ertragsteuern	0,3%	-1,1%	-2,0%	-2,4%	-2,7%	-3,1%
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,6%</b>
Minderheitenanteile	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%
<b>Konzernüberschuss /-fehlbetrag</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,2%</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Mensch und Maschine Software SE

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Immaterielle Vermögenswerte	11,4	10,5	9,5	9,6	10,0	10,5
Geschäfts- und Firmenwert	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Sachanlagen	12,9	13,0	13,2	13,2	13,3	13,4
Finanzanlagen, langfristig	1,0	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9
Sonstige Vermögenswerte, langfristig	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern, langfristig	5,0	5,6	5,4	4,9	4,9	4,9
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>63,6</b>	<b>63,4</b>	<b>62,4</b>	<b>62,0</b>	<b>62,5</b>	<b>63,1</b>
Vorräte	2,4	2,7	3,2	4,6	3,7	4,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	21,2	23,6	22,6	23,0	24,9	26,5
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig	8,8	8,0	4,8	4,6	4,7	4,9
Zahlungsmittel und -äquivalente	6,6	6,5	9,6	6,4	6,9	8,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>39,1</b>	<b>40,8</b>	<b>40,1</b>	<b>38,6</b>	<b>40,2</b>	<b>44,0</b>
<b>Aktiva</b>	<b>102,7</b>	<b>104,2</b>	<b>102,5</b>	<b>100,5</b>	<b>102,6</b>	<b>107,1</b>
Gezeichnetes Kapital	15,6	16,2	16,6	16,7	16,7	16,7
Kapitalrücklage	18,4	20,4	21,4	22,8	22,8	22,8
Gewinnrücklage	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rücklagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigene Anteile	-0,8	-0,8	-1,5	-3,9	-3,9	-3,9
Bilanzgewinn /-verlust	0,8	1,4	2,1	4,6	8,0	11,6
Anteile anderer Gesellschafter	2,5	2,4	1,4	1,3	1,3	1,3
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Eigenkapital</b>	<b>36,3</b>	<b>39,2</b>	<b>39,6</b>	<b>40,6</b>	<b>44,0</b>	<b>47,5</b>
Pensionsrückstellungen	0,8	1,1	1,4	1,9	2,2	2,6
Sonstige Rückstellungen, langfristig	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	35,4	37,9	35,0	25,6	24,6	23,6
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,4	1,2	1,2	1,5	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>38,0</b>	<b>40,7</b>	<b>38,1</b>	<b>29,4</b>	<b>28,8</b>	<b>28,3</b>
Kurzfristige Rückstellungen	5,9	5,9	6,0	6,5	6,6	7,0
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	5,2	2,6	2,1	3,0	3,0	3,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,3	9,3	8,6	12,8	11,9	12,6
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig	0,5	0,8	1,3	1,1	1,1	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig	8,5	5,7	6,8	7,1	7,2	7,5
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>28,3</b>	<b>24,3</b>	<b>24,7</b>	<b>30,5</b>	<b>29,9</b>	<b>31,3</b>
<b>Passiva</b>	<b>102,7</b>	<b>104,2</b>	<b>102,5</b>	<b>100,5</b>	<b>102,6</b>	<b>107,1</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



## Mensch und Maschine Software SE

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Immaterielle Vermögenswerte	11,1%	10,1%	9,2%	9,6%	9,8%	9,8%
Geschäfts- und Firmenwert	32,4%	32,0%	32,5%	33,1%	32,4%	31,1%
Sachanlagen	12,6%	12,5%	12,8%	13,2%	13,0%	12,5%
Finanzanlagen, langfristig	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Sonstige Vermögenswerte, langfristig	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern, langfristig	4,9%	5,4%	5,3%	4,9%	4,8%	4,6%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>61,9%</b>	<b>60,9%</b>	<b>60,8%</b>	<b>61,6%</b>	<b>60,9%</b>	<b>58,9%</b>
Vorräte	2,3%	2,6%	3,1%	4,5%	3,6%	3,8%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,6%	22,7%	22,0%	22,9%	24,3%	24,8%
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig	8,6%	7,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Zahlungsmittel und -äquivalente	6,5%	6,2%	9,3%	6,3%	6,7%	7,9%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>38,1%</b>	<b>39,1%</b>	<b>39,2%</b>	<b>38,4%</b>	<b>39,1%</b>	<b>41,1%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	15,2%	15,5%	16,2%	16,6%	16,3%	15,6%
Kapitalrücklage	17,9%	19,6%	20,9%	22,7%	22,2%	21,3%
Gewinnrücklage	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Rücklagen	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Eigene Anteile	-0,8%	-0,8%	-1,5%	-3,9%	-3,8%	-3,6%
Bilanzgewinn /-verlust	0,8%	1,4%	2,1%	4,6%	7,8%	10,8%
Anteile anderer Gesellschafter	2,4%	2,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
<b>Eigenkapital</b>	<b>35,4%</b>	<b>37,7%</b>	<b>38,6%</b>	<b>40,4%</b>	<b>42,8%</b>	<b>44,4%</b>
Pensionsrückstellungen	0,8%	1,1%	1,4%	1,9%	2,2%	2,5%
Sonstige Rückstellungen, langfristig	0,4%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	34,4%	36,3%	34,1%	25,5%	24,0%	22,1%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,4%	1,2%	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>37,0%</b>	<b>39,1%</b>	<b>37,2%</b>	<b>29,3%</b>	<b>28,0%</b>	<b>26,4%</b>
Kurzfristige Rückstellungen	5,7%	5,6%	5,8%	6,5%	6,5%	6,5%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	5,1%	2,5%	2,0%	3,0%	2,9%	2,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,0%	8,9%	8,4%	12,8%	11,6%	11,8%
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig	0,5%	0,8%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig	8,3%	5,4%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>27,6%</b>	<b>23,3%</b>	<b>24,1%</b>	<b>30,4%</b>	<b>29,1%</b>	<b>29,2%</b>
<b>Passiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

## Mensch und Maschine Software SE

## Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>EBT</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>7,0</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>
Wertminderungen / Abschreibungen	4,0	4,1	4,3	3,3	3,0	2,9
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen / Erträge	-1,2	-1,0	0,3	0,4	-0,6	-0,8
Veränderung Pensions- und sonstige langfr. Rückstellungen	-3,5	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4
Gewinn / Verlust aus Abgang des Anlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	1,2	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>Cash Earnings</b>	<b>3,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,1</b>	<b>15,7</b>
Veränderung des Working Capitals	0,3	-2,4	4,4	2,4	-1,7	-0,9
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,8</b>	<b>6,3</b>	<b>14,7</b>	<b>14,6</b>	<b>11,4</b>	<b>14,8</b>
Investitionen	-11,9	-3,5	-5,1	-3,5	-3,5	-3,5
Erwerb / Verkauf von Tochterunternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb / Verkauf von sonstigem Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-11,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>
Veränderung der Finanzverbindlichkeiten	12,5	-0,1	-3,4	-8,4	-1,0	-1,0
Eigenkapitalveränderung	0,0	1,6	2,2	1,5	0,0	0,0
Erwerb / Verkauf eigener Anteile	0,1	0,0	-0,7	-2,4	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen	-3,5	-3,6	-3,9	-4,6	-5,7	-8,1
Sonstige Finanzierungsvorgänge	-1,1	-1,0	-0,9	-0,6	-0,7	-0,6
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>8,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-14,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-9,7</b>
Zahlungswirksame Veränderungen	0,2	-0,2	3,1	-3,2	0,5	1,6
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	6,4	6,6	6,5	9,6	6,4	6,9
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>9,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

## Mensch und Maschine Software SE

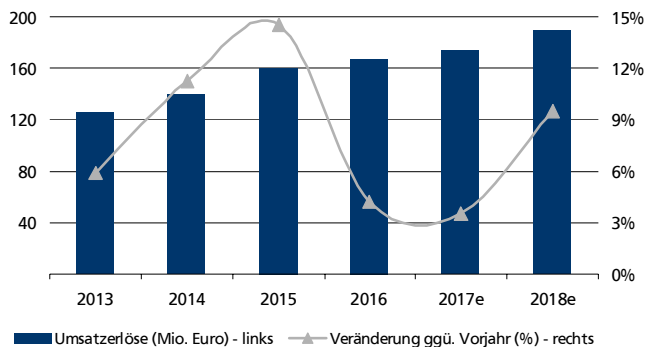
## Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	5,9%	11,3%	14,5%	4,2%	3,6%	9,5%
EBITDA-Wachstum	-22,4%	40,1%	17,8%	23,0%	17,7%	20,1%
EBIT-Wachstum	-39,4%	80,2%	25,1%	47,4%	24,4%	24,6%
EPS-Wachstum	-29,0%	41,4%	-0,7%	68,6%	37,3%	29,3%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	6,2%	7,8%	8,0%	9,4%	10,7%	11,8%
EBIT-Marge	3,0%	4,8%	5,3%	7,5%	9,0%	10,2%
Nettomarge	2,1%	2,7%	2,4%	3,9%	5,2%	6,2%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	2,7%	3,6%	3,7%	6,5%	8,9%	11,2%
ROCE	6,8%	7,1%	7,0%	12,2%	16,3%	20,0%
ROE	8,2%	10,8%	10,8%	17,5%	22,8%	27,3%
ROIC	6,0%	6,2%	6,0%	10,5%	14,3%	17,4%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	35,4%	37,7%	38,6%	40,4%	42,8%	44,4%
Anlagendeckungsgrad I	57,1%	61,9%	63,5%	65,5%	70,4%	75,4%
Anlagendeckungsgrad II	116,9%	126,0%	124,6%	112,9%	116,4%	120,2%
Anlagenintensität	24,6%	23,6%	23,1%	23,7%	23,7%	23,2%
Vorratsumschlag	54,7	55,3	54,7	43,0	42,1	49,0
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	60,5	58,4	52,6	49,8	50,6	49,6
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	13,6	16,0	17,9	15,6	14,0	15,4
Working Capital-Quote	7,1%	8,3%	7,1%	4,5%	3,8%	4,2%
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	33,9	34,0	27,5	22,3	20,8	18,1
Nettoverschuldung / EBITDA	4,4	3,1	2,1	1,4	1,1	0,8
Net Gearing	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	6,0	9,6	12,6	19,9	23,2	27,8
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	2,9	6,0	8,3	15,7	19,4	24,2
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (Mio. Euro)	-7,0	2,8	9,7	11,1	7,9	11,3
FCF / Umsatz	neg.	2,0%	6,0%	6,7%	4,6%	6,0%
FCF je Aktie (Euro)	-0,45	0,18	0,60	0,68	0,48	0,69
FCF Yield	neg.	3,1%	8,5%	5,6%	2,3%	3,3%
Capex (Mio. Euro)	10,8	3,5	5,1	3,5	3,5	3,5
Capex / Abschreibungen	268,8%	84,4%	116,8%	107,7%	116,7%	120,7%
Capex / Umsatz	8,5%	2,5%	3,2%	2,1%	2,0%	1,8%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
Buchwert je Aktie (Euro)	2,37	2,54	2,46	2,49	2,70	2,92
EV / Umsatz	0,9	0,9	0,9	1,4	2,2	2,0
EV / EBITDA	14,3	11,9	11,3	14,3	20,2	16,8
EV / EBIT	29,6	19,1	17,1	18,1	24,2	19,3
KGV	28,8	24,1	29,3	29,9	38,1	29,4
KBV	2,1	2,3	2,9	4,9	7,8	7,2
KCV	20,0	14,3	7,7	13,5	30,3	23,2
KUV	0,6	0,7	0,7	1,2	2,0	1,9
Dividendenrendite	4,1%	3,4%	3,6%	2,9%	2,4%	2,8%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

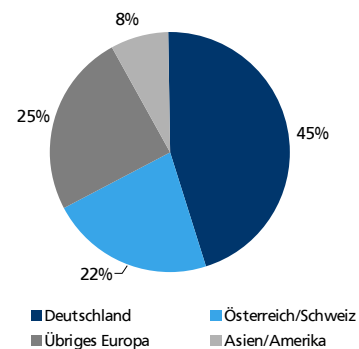
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

### Umsatzentwicklung



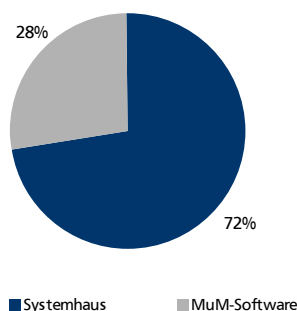
- ⇒ Verkauf des Distributionsgeschäfts im Jahr 2011 führte zu Umsatzrückgang
- ⇒ 2016: verlangsamtes Umsatzwachstum auf Grund der Umstellung der Autodesk-Produkte von Kauf auf Miete - Umsatzbeschleunigung wieder ab H2 2017e

### Umsatz nach Regionen (2016)



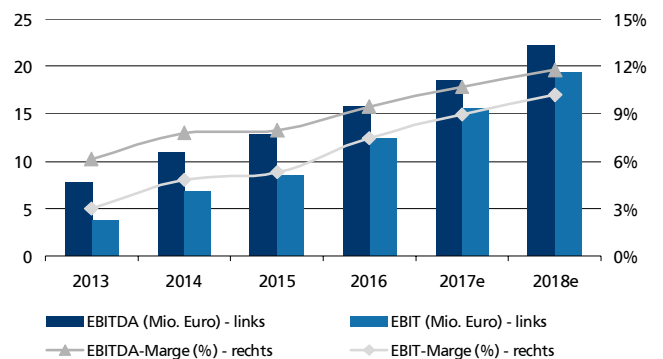
- ⇒ 2016 Rückgang des Umsatzanteils in Deutschland auf 45% (2015: 47%) auf Grund des schwächeren Systemhausgeschäfts (Autodesk-Umstellung auf Miete)
- ⇒ Internationaler Umsatz wächst u.a. dank der Expansion beim Systemhaus Europa

### Umsatz nach Segmenten (2016)



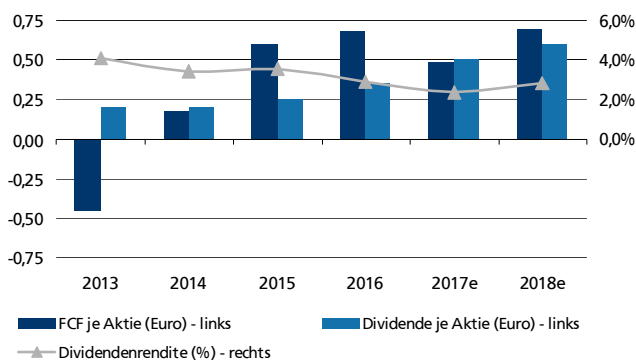
- ⇒ Das Systemhausgeschäft dominiert weiterhin den Umsatz (Anteil 72%). Auf Ertragebene stand es 2016 jedoch nur für 32% des EBITDA
- ⇒ MuM im Software-Geschäft mit starken CAD/CAM-Produkten im Maschinenbau

### Ergebnisentwicklung



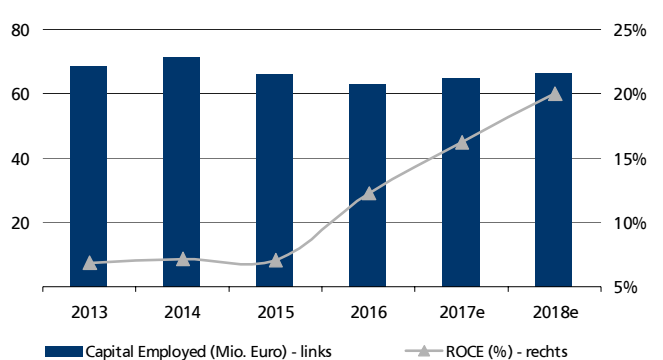
- ⇒ Steigende Profitabilität in beiden Segmenten durch Skaleneffekte vor allem im Systemhausgeschäft (Systemhaus Europa hat 2016 den Break-even erreicht)
- ⇒ EBITDA-Margenziel: Software: rd. 25%; Systemhaus: ca. 10%

### Free Cashflow und Dividende



- ⇒ MuM hat in den letzten Jahren deutlich an Cashflow-Stärke gewonnen
- ⇒ Das wenig Capex-intensive Geschäftsmodell ermöglicht u.E. weiterhin hohe Cashflows und damit eine kontinuierlich ansteigende Dividendenzahlung

### ROCE und Capital Employed



- ⇒ Bis 2016 sinkendes Capital Employed vor allem durch Working Capital-Abbau
- ⇒ Starker ROCE-Anstieg ab 2016 durch entfallende PPA-Amortisationen - MuM mit hohem Value Added und einem ROCE signifikant über Kapitalkosten (WACC)

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Akkumulieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Reduzieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### **Aktienanalysen:**

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

### Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

### Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

### Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 24.10.2017 -**

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

<b>Emittent</b>	<b>Interessenkonflikte</b>
<b>Mensch und Maschine Software SE</b>	<b>5, 6</b>

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

## **Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

**Stand: 24.10.2017**

**Independent Research GmbH**  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
60325 Frankfurt am Main

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main