

Mensch und Maschine Software SE

Datum: 23.10.2018

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		31,00
Kurs (Xetra) (in Euro)		26,70
22.10.2018	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		16%

Highlights

- ⇒ MuM hat ein starkes Q3 2018 verzeichnet und könnte u.E. die Guidance für 2018 sogar übertreffen. Beim Rohertrag (23,1 (20,4; unsere Prognose: 22,6) Mio. Euro) und EBITDA (3,5 (2,3; unsere Prognose: 3,2) Mio. Euro) profitierte MuM u.a. auf Grund der Umstellung auf das margenstarke Mietmodell bei Autodesk-Produkten von einem überproportionalen Wachstum im Systemhaus (Segment-EBITDA: 1,3 (0,4) Mio. Euro).
- ⇒ Da in 9M 2018 schon 68% (9M 2017: 63%) unserer EBITDA-Prognose erreicht wurden und wir ein saisonal üblich gutes Schlussquartal erwarten, könnte MuM 2018 unserer Schätzungen und die Guidance (u.a. EBITDA: 22 bis 23 Mio. Euro) sogar übertreffen. Eine Abschwächung der Nachfrage bspw. durch den Werkzeugmaschinenbau verspürt MuM laut CEO Drotleff nicht. Wir bekräftigen unsere Prognosen für 2019e und 2020e.
- ⇒ Die weitere Anhebung der Dividende (nahezu Vollausschüttung erwartet) und Aktienrückkäufe sprechen u.E. ebenfalls für die Aktie. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum bei einem Kursziel von 31,00 Euro (DCF- und Sum-of-the-Parts-Modell).

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	160,4	167,1	160,9	185,7	202,8	220,6
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,7%	15,5%	9,2%	8,7%
Rohertrag	84,5	91,4	94,8	106,2	117,5	129,4
Rohmarge	52,7%	54,7%	59,0%	57,2%	58,0%	58,7%
EBITDA	12,8	15,8	18,0	22,5	27,0	31,7
EBITDA-Marge	8,0%	9,4%	11,2%	12,1%	13,3%	14,4%
Jahresüberschuss	3,9	6,6	8,5	11,7	14,6	17,6
Ergebnis je Aktie	0,24	0,40	0,53	0,72	0,90	1,08
Dividende je Aktie	0,25	0,35	0,50	0,65	0,81	0,97
Nettoverschuldung / EBITDA	2,1	1,4	0,9	0,7	0,5	0,4
Net Gearing	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
FCF je Aktie	0,60	0,68	0,73	0,62	0,82	1,02
FCF Yield	8,5%	5,6%	4,1%	2,3%	3,1%	3,8%
EV / Umsatz	0,9	1,4	1,9	2,5	2,3	2,1
EV / EBITDA	11,3	14,3	17,4	20,6	17,1	14,5
EV / EBIT	17,1	18,1	20,6	23,9	19,1	16,0
KBV	29,3	29,9	33,7	37,2	29,7	24,8
KBV	2,9	4,9	6,6	9,1	8,4	7,8
Dividendenrendite	3,6%	2,9%	2,8%	2,4%	3,0%	3,6%

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 § 85 Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 85 WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 67 WpHG bestimmt.

Unternehmensdaten	
Branche	Software
Segment	Scale
ISIN	DE0006580806
Reuters	MUMMG
Bloomberg	MUM

Aktien­daten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	16,683
Streubesitz	46,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	445,4
∅ Tagesumsatz (Stück)	6.544
52W Hoch	27.08.2018
52W Tief	27.11.2017
	30,90 Euro
	19,00 Euro

Termine	
Deutsches Eigenkapitalforum	27.11.2018
Q4-Zahlen	11.03.2019

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-6,8%	1,9%
3 Monate	-1,5%	8,7%
6 Monate	16,5%	28,9%
12 Monate	23,6%	41,3%

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 23.10.18 um 13:50 Uhr
 Erstmalige Weitergabe am 23.10.18 um 14:10 Uhr

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

Bewertung

Bewertungsfazit

Gewichteter fairer Wert von 31,08 (zuvor: 31,03) Euro je Aktie

Wir bewerten die MuM-Aktie anhand eines DCF-Modells und einer Sum-of-the-Parts-Analyse (SOTP-Modell). Auf Basis der untereinander gleich gewichteten DCF- und Sum-of-the-Parts-Bewertung ermitteln wir für MuM einen fairen Wert von 518,5 (zuvor: 517,7) Mio. Euro bzw. 31,08 (zuvor: 31,03) Euro je Aktie. U.E. ist die dynamische Wachstumserwartung des Managements valide (2018e: u.a. EBITDA 22 bis 23 Mio. Euro; 2019e ff.: u.a. EBITDA +4 bis +5 Mio. Euro p.a.), da MuM in 9M 2018 bereits 68% (9M 2017: 63%) unserer EBITDA-Prognose für 2018e erreicht hat, die Nachfrage nach CAM-Software und Software für die Digital Factory ungebrochen ist und die Einführung von BIM den Bereich Architektur treibt. Der faire Wert impliziert für 2018e ein EV/EBITDA und ein KGV von 23,3 bzw. 43,3 (Median der gewichteten Peer Group: 15,8 bzw. 34,8) und für 2020e von 16,5 bzw. 28,8 (Median der gewichteten Peer Group: 13,8 bzw. 22,9). Hierin spiegeln sich das steigende Margen- und Cashflow-Niveau sowie die soliden Bilanzrelationen von MuM wider. Zudem zeichnet sich die MuM-Aktie durch einen deutlichen Anstieg der Dividende aus (Dividendenrendite 2018e und 2020e auf Basis des fairen Werts: 2,1% bzw. 3,1%).

Mensch und Maschine Software SE Bewertung - Zusammenfassung

	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	616,1	36,93	50%
Sum-of-the-Parts-Modell	420,9	25,23	50%
Gewichteter fairer Wert Kursziel (Euro)	518,5	31,08	31,00

Quelle: Independent Research

Dreistufiges DCF-Modell mit WACC von 6,8% (zuvor: 7,1%)

DCF-Bewertung

In unserem dreistufigen Discounted Cashflow-Modell (DCF-Modell) haben wir für den Detailplanungszeitraum bis einschließlich 2020e unsere detaillierten Prognosen herangezogen. Ab 2021e gehen wir in eine Trendanalyse über. Wir gehen dabei bis 2027e von einer Abschwächung des Umsatzwachstums auf 2,0% aus. Die EBIT-Marge lassen wir auf 16,0% 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 entsprechenden Wachstum des Free Cashflows von 2,0%. Den WACC kalkulieren wir mit 6,8% (zuvor: 7,1%). Hierbei haben wir das Beta auf 1,1 (zuvor: 1,2) reduziert, da MuM sich in den letzten Quartalen durch ein starkes, stabiles Ertragswachstum, hohe Cashflows und eine zuverlässige Guidance ausgezeichnet hat. Bei der langfristigen Zielkapitalstruktur unterstellen wir wegen der moderaten Finanzverschuldung weiterhin eine Eigenkapitalquote von 70% (zu Marktwerten).

Fairer Wert im DCF-Modell: 36,93 (zuvor: 31,94) Euro je Aktie

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnen wir für MuM einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 616,1 (zuvor: 532,9) Mio. Euro bzw. 36,93 (zuvor: 31,94) Euro je Aktie.

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

Discounted Cashflow - Modell

Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	185,7	202,8	220,6	239,1	258,3	278,1	298,5	316,0	329,9	336,7
Umsatzwachstum	15,5%	9,2%	8,7%	8,4%	8,0%	7,7%	7,3%	5,9%	4,4%	2,0%
EBIT-Marge	10,4%	11,9%	13,0%	14,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
EBIT	19,4	24,1	28,6	34,6	41,3	44,5	47,8	50,6	52,8	53,9
- Ertragssteuern	-5,8	-7,2	-8,6	-10,4	-12,4	-13,3	-14,3	-15,2	-15,8	-16,2
+ Abschreibungen	3,1	2,9	3,1	3,6	4,1	4,6	5,2	5,8	6,3	6,7
+/- 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	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Operativer Brutto-Cashflow	16,7	19,8	23,1	28,0	33,3	36,1	39,0	41,5	43,6	44,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,1	-1,4	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5
- Investitionen in das Anlagevermögen	-3,5	-3,7	-3,9	-4,4	-4,8	-5,3	-5,7	-6,2	-6,5	-6,7
Free Cashflow	11,1	14,7	18,2	22,8	27,6	29,9	32,3	34,5	36,4	37,6
Barwerte	11,0	13,6	15,8	18,5	21,0	21,3	21,5	21,6	21,3	20,6
Summe Barwerte	186,1									
Terminalwert	435,1									
Wert des operativen Geschäfts	621,2									
+ Liquide Mittel	10,6									
- Finanzverbindlichkeiten/Pensionen	-26,0									
- Minderheitenanteile	-1,0									
+ Eigene Anteile	11,3									
Marktwert des Eigenkapitals	616,1									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	16,683									
Fairer Wert je Aktie in Euro	36,93									

in % des Gesamtwerts: 70%

Modell-Parameter:					
Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital:	30%	
Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,1	Risikoprämie FK:	0,5%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	8,6%	Zins FK:	2,5%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	6,8%	Datum:	23.10.18

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

	Wachstum	FCF	Diskontierungszinssatz (WACC)			
			6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
	1,5%		38,32	34,47	31,29	28,63
	2,0%		41,47	36,93	33,24	30,20
	2,5%		45,46	39,95	35,60	32,07
	3,0%		50,65	43,77	38,50	34,33

Quelle: Independent Research

Mensch und Maschine Software SE

Peer Group MuM Software

	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT			KGV		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Autodesk	12,0	9,5	7,7	80,7	31,7	20,3	110,4	34,7	22,4	145,5	43,3	27,0
Dassault Systèmes	7,7	7,0	6,4	20,1	19,3	17,6	24,3	23,4	21,1	37,5	33,1	29,7
Hexagon	4,7	4,4	4,1	14,8	13,4	12,4	19,0	17,1	15,7	21,4	19,2	17,6
IGE + XAO	4,9	4,3	-	16,2	13,4	-	16,9	15,8	-	25,8	24,5	-
Nemetschek	10,1	8,7	7,6	37,5	32,0	27,7	46,1	38,2	32,4	58,1	48,6	42,0
RIB Software	4,1	3,5	2,9	12,7	10,4	8,0	18,1	13,8	9,8	43,4	27,5	20,8
Minimum	4,1	3,5	2,9	12,7	10,4	8,0	16,9	13,8	9,8	21,4	19,2	17,6
Maximum	12,0	9,5	7,7	80,7	32,0	27,7	110,4	38,2	32,4	145,5	48,6	42,0
Median	6,3	5,7	6,4	18,2	16,4	17,6	21,7	20,2	21,1	40,5	30,3	27,0
Mittelwert	7,3	6,2	5,8	30,4	20,0	17,2	39,1	23,8	20,3	55,3	32,7	27,4
Standardabweichung	3,2	2,5	2,2	26,2	9,6	7,5	36,6	10,3	8,4	46,1	11,3	9,5
Angaben in Mio. Euro	Umsatz			EBITDA			EBIT			EpS		
Ergebnis je Aktie in Euro	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
MuM Software	56,0	60,6	65,4	14,7	16,8	18,5	13,2	15,2	16,8	0,49	0,57	0,63
Enterprise Value	353,2	343,6	418,3	267,2	274,9	325,1	286,2	307,0	355,0	330,1	285,7	284,3
Faire Marktkapitalisierung										19,79	17,13	17,04
Fairer Wert je Aktie (Euro)												

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 22.10.18

Mensch und Maschine Software SE

Peer Group Systemhaus

	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT			KGV		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Bechtle	0,8	0,7	0,6	14,4	12,1	10,9	17,1	14,1	12,6	24,1	20,2	18,0
CANCOM	0,9	0,8	0,7	11,2	9,7	8,6	15,7	13,0	11,1	22,8	19,7	17,0
CENIT	0,6	0,6	0,6	8,8	5,9	5,2	11,4	7,1	6,2	19,6	12,0	10,4
S&T	1,4	1,2	1,1	15,9	13,3	11,4	22,7	17,7	14,4	28,8	21,3	17,2
Sopra Steria Group	0,6	0,6	0,6	6,8	6,1	5,5	9,0	7,5	6,7	9,1	7,6	6,7
Minimum	0,6	0,6	0,6	6,8	5,9	5,2	9,0	7,1	6,2	9,1	7,6	6,7
Maximum	1,4	1,2	1,1	15,9	13,3	11,4	22,7	17,7	14,4	28,8	21,3	18,0
Median	0,8	0,7	0,6	11,2	9,7	8,6	15,7	13,0	11,1	22,8	19,7	17,0
Mittelwert	0,9	0,8	0,7	11,4	9,4	8,3	15,2	11,9	10,2	20,9	16,2	13,9
Standardabweichung	0,3	0,3	0,2	3,8	3,4	2,9	5,3	4,5	3,6	7,4	6,0	5,1
Angaben in Mio. Euro	Umsatz			EBITDA			EBIT			EpS		
Ergebnis je Aktie in Euro	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Systemhaus	129,7	142,2	155,2	7,8	10,2	13,2	6,2	8,9	11,8	0,23	0,33	0,45
Enterprise Value	103,5	97,6	97,8	86,9	99,3	113,2	96,8	116,4	131,4	87,1	109,5	126,6
Faire Marktkapitalisierung										5,22	6,56	7,59
Fairer Wert je Aktie (Euro)												

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 22.10.18

Sum-of-the-Parts-Bewertung

Separate Bewertung der Segmente MuM Software und Systemhaus

Im Rahmen unserer neuen Sum-of-the-Parts-Bewertung haben wir die beiden Segmente MuM Software und Systemhaus separat bewertet. Dazu haben wir für jedes der beiden Segmente eigene Segment-schätzungen 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	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Konzern	185,7	202,8	220,6	22,5	27,0	31,7	19,4	24,1	28,6	0,72	0,90	1,08
Enterprise Value MuM Software	353,2	343,6	418,3	267,2	274,9	325,1	286,2	307,0	355,0	-	-	-
Enterprise Value Systemhaus	103,5	97,6	97,8	86,9	99,3	113,2	96,8	116,4	131,4	-	-	-
Enterprise Value Konzern	456,7	441,2	516,1	354,1	374,2	438,3	383,0	423,4	486,4	-	-	-
Liquide Mittel		10,6			10,6			10,6				
Finanzverbindlichkeiten/Pensionen		-26,0			-26,0			-26,0				
Minderheitenanteile		-1,0			-1,0			-1,0				
Eigene Anteile		11,3			11,3			11,3				
Faire Marktkapitalisierung MuM Software	-	-	-	-	-	-	-	-	-	330,1	285,7	284,3
Faire Marktkapitalisierung Systemhaus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	87,1	109,5	126,6
Faire Marktkapitalisierung Konzern	451,7	436,1	511,1	349,0	369,1	433,2	377,9	418,3	481,3	417,2	395,2	411,0
Durchschnitt		466,3			383,8			425,8			407,8	
Gewichtung		25%			25%			25%			25%	
Fairer Wert												420,9
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)												16,683
Fairer Wert je Aktie (Euro)												25,23

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 22.10.18

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

- MuM Software: einen Enterprise Value von gemittelt 325,6 (zuvor: 382,9) Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 300,1 (zuvor: 386,8) Mio. Euro
- Systemhaus: einen fairen Enterprise Value von gemittelt 104,8 (zuvor: 126,9) Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 107,7 (zuvor: 113,2) 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 75% und das Systemhaus für ca. 25% des fairen Wertes von MuM. Insgesamt ermitteln wir für MuM auf Basis unserer Sum-of-the-Parts-Bewertung einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 420,9 (zuvor: 502,5) Mio. Euro bzw. von 25,23 (zuvor: 30,12) Euro je Aktie. Der niedrigere faire Wert reflektiert die gesunkenen Peer Group-Multiplikatoren infolge der Kurskorrekturen der letzten Wochen an den Börsen. Er impliziert für 2018e ein EV / EBITDA und ein KGV von 18,9 bzw. 35,1 (Median der nach Umsatz und Ergebnis gewichteten Peer Group: 15,8 bzw. 34,8) und für 2020e von 13,4 bzw. 23,4 (Median der nach Umsatz und Ergebnis gewichteten Peer Group: 13,8 bzw. 22,9).

MuM Software steht für 75% des Gesamtwerts

Fairer Wert laut SOTP-Modell: 25,23 (zuvor: 30,12) Euro je Aktie

Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

MuM profitiert von der Umstellung auf hochmarginigeres Mietmodell

Guidance für 2018 könnte nach starkem 9M 2018 u.E. sogar übertroffen werden

Hohe Ausschüttungen für 2018e ff. erwartet

MuM hat ein starkes Q3 2018 verzeichnet und ist u.E. auf einem guten Weg, die Guidance für 2018 zu erfüllen oder sogar zu übertreffen. Als Treiber für den Rohertrag (23,1 (20,4; unsere Prognose: 22,6) Mio. Euro) und das EBITDA (3,5 (2,3; unsere Prognose: 3,2) Mio. Euro erwies sich das Systemhaus. Die deutliche Steigerung des Segment-Rohertrags (+1,4 Mio. Euro) bzw. des Segment-EBITDA (+0,9 Mio. Euro; EBITDA-Marge: 4,9% (1,7%)) reflektiert zum einen die steigende Zahl an verlängerten hochmarginigen Mietverträgen für Autodesk-Software (d.h. MuM ist u.E. ein Profiteur des neuen Mietmodells) und zum anderen die Erneuerung ausgelaufener Wartungsverträge. MuM Software profitierte unverändert von der hohen Nachfrage nach der proprietären CAM-Software. Dass das Segment-EBITDA (+0,2 Mio. Euro) im Vergleich zum Segment-Rohertrag (+1,4 Mio. Euro) unterproportional zulegen, ist der nur noch geringen Aktivierung von F&E-Kosten und in das Q3 gefallen höheren Aufwendungen für Messen geschuldet. Nach 9M 2018 hat MuM bereits 68% (9M 2017: 63%) unserer EBITDA- und 65% (9M 2017: 63%) unserer EpS-Prognose erreicht. Wir erwarten ein saisonal üblich starkes Schlussquartal und halten auch ein Übertreffen unserer Prognosen für möglich. In den nächsten Jahren dürfte MuM weiter von der Automatisierung (bspw. Software für CNC-Maschinen), der Digital Factory (bspw. vermehrter Einsatz von Drohnen zur Erfassung von Fabrikgeländen) und von BIM (wird laut einer PwC-Studie erst von 7% bis 11% der Unternehmen der Baubranche zumindest teilweise eingesetzt) profitieren. Wir bestätigen daher unsere Prognosen für 2019e und 2020e (u.a. EBITDA 27,0 Mio. Euro bzw. 31,7 Mio. Euro). Zudem erwarten wir auf Grund des hohen Cashflows unverändert nahezu eine Vollausschüttung des Gewinns.

Mensch und Maschine Software SE

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	Q3 2017	Q3 2018	9M 2017	9M 2018	9M 2018	2018e	2019e	2020e
	Ist	Ist	Ist	Ist	IR-Prognose	IR-Prognose	IR-Prognose	IR-Prognose
Umsatzerlöse	31,9	39,1	115,5	133,6	126,0	185,7	202,8	220,6
in % ggü. Vorjahr	-	22,6%	-	15,7%	9,1%	15,5%	9,2%	8,7%
Umsatz MuM-Software	10,8	12,1	36,0	40,1	-	56,0	60,6	65,4
Umsatz Systemhaus	21,1	27,0	79,5	93,5	-	129,7	142,2	155,2
Rohertrag	20,4	23,1	68,6	75,5	75,0	106,2	117,5	129,4
Rohmarge	63,8%	59,2%	59,4%	56,5%	59,5%	57,2%	58,0%	58,7%
Rohertrag MuM-Software	10,4	11,8	35,0	39,2	-	54,7	59,3	64,0
Rohertrag Systemhaus	9,9	11,3	33,6	36,3	-	51,5	58,3	65,3
Rohmarge MuM-Software	96,8%	97,6%	97,1%	97,8%	-	97,7%	97,8%	97,9%
Rohmarge Systemhaus	47,0%	41,9%	42,3%	38,9%	-	39,7%	41,0%	42,1%
EBITDA	2,3	3,5	11,4	15,3	15,0	22,5	27,0	31,7
EBITDA-Marge	7,2%	9,0%	9,9%	11,5%	11,9%	12,1%	13,3%	14,4%
EBITDA MuM-Software	2,0	2,2	8,3	10,1	-	14,7	16,8	18,5
EBITDA Systemhaus	0,4	1,3	3,1	5,2	-	7,8	10,2	13,2
EBITDA-Marge MuM-Software	18,1%	18,1%	23,1%	25,2%	-	26,3%	27,7%	28,3%
EBITDA-Marge Systemhaus	1,7%	4,9%	3,9%	5,6%	-	6,0%	7,2%	8,5%
Konzernüberschuss /-fehlbetrag	1,0	1,5	5,4	7,6	7,5	11,7	14,6	17,6
Nettomarge	3,0%	3,9%	4,7%	5,7%	6,0%	6,3%	7,2%	8,0%
Ergebnis je Aktie (Euro)	0,06	0,09	0,33	0,47	0,46	0,72	0,90	1,08
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-	-	0,65	0,81	0,97

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	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	160,4	167,1	160,9	185,7	202,8	220,6
Materialaufwand	-75,9	-75,6	-66,0	-79,5	-85,3	-91,2
Rohertrag	84,5	91,4	94,8	106,2	117,5	129,4
Sonstige betriebliche Erträge	3,4	3,4	3,9	3,9	4,1	4,2
Personalaufwand	-55,4	-58,8	-61,0	-66,2	-71,4	-76,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,7	-20,3	-19,7	-21,5	-23,2	-25,0
EBITDA	12,8	15,8	18,0	22,5	27,0	31,7
Abschreibungen	-2,3	-2,5	-2,4	-2,7	-2,9	-3,1
Amortisation aus Firmenübernahmen	-2,0	-0,8	-0,4	-0,4	0,0	0,0
EBIT	8,5	12,5	15,2	19,4	24,1	28,6
Finanzergebnis	-0,9	-1,4	-1,6	-1,3	-1,5	-1,5
EBT	7,5	11,1	13,6	18,1	22,6	27,1
Ertragsteuern	-3,3	-4,1	-4,6	-5,8	-7,2	-8,7
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,3	7,0	9,0	12,3	15,4	18,4
Minderheitenanteile	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9
Konzernüberschuss /-fehlbetrag	3,9	6,6	8,5	11,7	14,6	17,6
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	16,127	16,306	16,281	16,281	16,281	16,281
Ergebnis je Aktie (Euro)	0,24	0,40	0,53	0,72	0,90	1,08
Dividende je Aktie (Euro)	0,25	0,35	0,50	0,65	0,81	0,97

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Mensch und Maschine Software SE

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	-47,3%	-45,3%	-41,0%	-42,8%	-42,1%	-41,4%
Rohertrag	52,7%	54,7%	59,0%	57,2%	58,0%	58,7%
Sonstige betriebliche Erträge	2,1%	2,1%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%
Personalaufwand	-34,5%	-35,2%	-37,9%	-35,6%	-35,2%	-34,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,3%	-12,1%	-12,3%	-11,6%	-11,4%	-11,3%
EBITDA	8,0%	9,4%	11,2%	12,1%	13,3%	14,4%
Abschreibungen	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,4%	-1,4%
Amortisation aus Firmenübernahmen	-1,3%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,0%
EBIT	5,3%	7,5%	9,5%	10,4%	11,9%	13,0%
Finanzergebnis	-0,6%	-0,8%	-1,0%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
EBT	4,7%	6,7%	8,5%	9,7%	11,2%	12,3%
Ertragsteuern	-2,0%	-2,4%	-2,9%	-3,1%	-3,6%	-3,9%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	2,7%	4,2%	5,6%	6,6%	7,6%	8,4%
Minderheitenanteile	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Konzernüberschuss /-fehlbetrag	2,4%	3,9%	5,3%	6,3%	7,2%	8,0%

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	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögenswerte	9,5	9,6	10,5	11,1	12,0	12,9
Geschäfts- und Firmenwert	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Sachanlagen	13,2	13,2	13,2	13,0	12,9	12,8
Finanzanlagen, langfristig	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonstige Vermögenswerte, langfristig	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern, langfristig	5,4	4,9	5,1	5,1	5,1	5,1
Langfristige Vermögenswerte	62,4	62,0	63,0	63,4	64,2	65,0
Vorräte	3,2	4,6	2,8	3,9	4,3	4,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,6	23,0	24,8	26,9	29,1	30,8
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig	4,8	4,6	3,5	3,7	3,9	4,1
Zahlungsmittel und -äquivalente	9,6	6,4	7,7	6,5	6,4	7,4
Kurzfristige Vermögenswerte	40,1	38,6	38,8	41,0	43,7	47,0
Aktiva	102,5	100,5	101,8	104,4	107,8	111,9
Gezeichnetes Kapital	16,6	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Kapitalrücklage	21,4	23,0	23,2	23,2	23,2	23,2
Gewinnrücklage	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rücklagen	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	-1,5	-3,9	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Bilanzgewinn /-verlust	2,1	4,6	7,5	11,1	15,2	19,6
Anteile anderer Gesellschafter	1,4	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-0,6	-1,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Eigenkapital	39,6	40,6	43,9	47,5	51,6	56,0
Pensionsrückstellungen	1,4	1,9	1,8	1,9	2,0	2,1
Sonstige Rückstellungen, langfristig	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	35,0	25,6	21,4	19,9	18,4	16,9
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,2	1,5	1,9	2,0	2,1	2,2
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	38,1	29,4	25,1	23,9	22,6	21,3
Kurzfristige Rückstellungen	6,0	6,5	7,6	7,5	7,7	8,1
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	2,1	3,0	2,7	2,4	2,1	1,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,6	12,8	13,3	14,2	15,0	15,6
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig	1,3	1,1	2,7	1,9	1,5	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig	6,8	7,1	6,5	7,0	7,3	7,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	24,7	30,5	32,8	33,0	33,7	34,6
Passiva	102,5	100,5	101,8	104,4	107,8	111,9

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	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögenswerte	9,2%	9,6%	10,3%	10,6%	11,1%	11,5%
Geschäfts- und Firmenwert	32,5%	33,1%	32,7%	31,9%	30,9%	29,7%
Sachanlagen	12,8%	13,2%	13,0%	12,5%	12,0%	11,4%
Finanzanlagen, langfristig	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Sonstige Vermögenswerte, langfristig	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern, langfristig	5,3%	4,9%	5,0%	4,8%	4,7%	4,5%
Langfristige Vermögenswerte	60,8%	61,6%	61,9%	60,7%	59,5%	58,0%
Vorräte	3,1%	4,5%	2,8%	3,7%	3,9%	4,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,0%	22,9%	24,4%	25,8%	27,0%	27,5%
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig	4,6%	4,6%	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%
Zahlungsmittel und -äquivalente	9,3%	6,3%	7,6%	6,3%	5,9%	6,6%
Kurzfristige Vermögenswerte	39,2%	38,4%	38,1%	39,3%	40,5%	42,0%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	16,2%	16,6%	16,4%	16,0%	15,5%	14,9%
Kapitalrücklage	20,9%	22,9%	22,8%	22,2%	21,5%	20,7%
Gewinnrücklage	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Rücklagen	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	-1,5%	-3,9%	-3,2%	-3,1%	-3,0%	-2,9%
Bilanzgewinn /-verlust	2,1%	4,6%	7,4%	10,6%	14,1%	17,5%
Anteile anderer Gesellschafter	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-0,5%	-1,5%	-1,2%	-1,2%	-1,1%	-1,1%
Eigenkapital	38,6%	40,4%	43,1%	45,5%	47,9%	50,1%
Pensionsrückstellungen	1,4%	1,9%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Sonstige Rückstellungen, langfristig	0,5%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	34,1%	25,5%	21,0%	19,0%	17,0%	15,1%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,2%	1,5%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	37,2%	29,3%	24,7%	22,9%	20,9%	19,0%
Kurzfristige Rückstellungen	5,8%	6,5%	7,5%	7,2%	7,2%	7,2%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	2,0%	3,0%	2,7%	2,3%	2,0%	1,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,4%	12,8%	13,0%	13,6%	13,9%	13,9%
Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig	1,3%	1,1%	2,7%	1,8%	1,4%	1,4%
Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig	6,6%	7,0%	6,4%	6,7%	6,8%	6,8%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	24,1%	30,4%	32,2%	31,6%	31,2%	31,0%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
EBT	4,3	7,0	9,0	12,3	15,4	18,4
Wertminderungen / Abschreibungen	4,3	3,3	2,8	3,1	2,9	3,1
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen / Erträge	0,3	0,4	0,2	-0,6	-0,7	-0,9
Veränderung Pensions- und sonstige langfr. Rückstellungen	0,5	0,8	0,8	0,1	0,1	0,1
Gewinn / Verlust aus Abgang des Anlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	0,9	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8
Cash Earnings	10,3	12,2	13,3	15,8	18,4	21,5
Veränderung des Working Capitals	4,4	2,4	1,9	-2,1	-1,4	-1,1
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	14,7	14,6	15,2	13,7	17,0	20,5
Investitionen	-5,1	-3,5	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9
Erwerb / Verkauf von Tochterunternehmen	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Erwerb / Verkauf von sonstigem Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-5,0	-3,4	-3,8	-3,5	-3,7	-3,9
Veränderung der Finanzverbindlichkeiten	-3,4	-8,4	-5,1	-1,8	-1,8	-1,8
Eigenkapitalveränderung	2,2	1,5	1,2	0,0	0,0	0,0
Erwerb / Verkauf eigener Anteile	-0,7	-2,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen	-3,9	-4,6	-6,2	-8,1	-10,5	-13,1
Sonstige Finanzierungsvorgänge	-0,9	-0,6	-0,6	-1,5	-1,1	-0,6
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-6,6	-14,5	-10,1	-11,4	-13,5	-15,6
Zahlungswirksame Veränderungen	3,1	-3,2	1,3	-1,2	-0,2	1,0
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	6,5	9,6	6,4	7,7	6,5	6,4
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	9,6	6,4	7,7	6,5	6,4	7,4

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

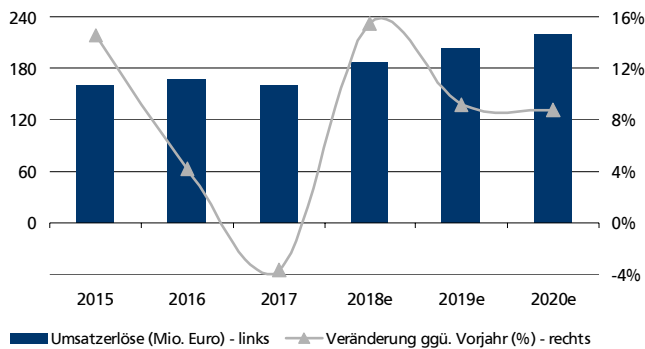
Mensch und Maschine Software SE
Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,7%	15,5%	9,2%	8,7%
EBITDA-Wachstum	17,8%	23,0%	14,5%	24,6%	20,2%	17,4%
EBIT-Wachstum	25,1%	47,4%	21,8%	27,4%	24,4%	18,6%
EPS-Wachstum	-0,7%	68,6%	30,0%	36,7%	25,2%	19,9%
Margenanalyse						
EBITDA-Marge	8,0%	9,4%	11,2%	12,1%	13,3%	14,4%
EBIT-Marge	5,3%	7,5%	9,5%	10,4%	11,9%	13,0%
Nettomarge	2,4%	3,9%	5,3%	6,3%	7,2%	8,0%
Renditeanalyse						
ROI	3,7%	6,5%	8,5%	11,3%	13,8%	16,0%
ROCE	7,0%	12,2%	16,2%	21,0%	25,1%	28,9%
ROE	10,8%	17,5%	21,3%	26,9%	31,0%	34,3%
ROIC	6,0%	10,5%	14,2%	18,6%	22,5%	25,8%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	38,6%	40,4%	43,1%	45,5%	47,9%	50,1%
Anlagendeckungsgrad I	63,5%	65,5%	69,8%	75,0%	80,4%	86,3%
Anlagendeckungsgrad II	124,6%	112,9%	109,6%	112,7%	115,6%	119,0%
Anlagenintensität	23,1%	23,7%	24,2%	24,0%	24,0%	23,8%
Vorratsumschlag	54,7	43,0	43,6	55,8	50,0	49,3
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	52,6	49,8	54,3	50,8	50,4	49,6
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	17,9	15,6	12,3	13,5	13,9	14,4
Working Capital-Quote	7,1%	4,5%	3,0%	2,6%	3,2%	3,5%
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	27,5	22,3	16,3	15,7	14,1	11,3
Nettoverschuldung / EBITDA	2,1	1,4	0,9	0,7	0,5	0,4
Net Gearing	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	12,6	19,9	26,8	25,0	30,0	35,2
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	8,3	15,7	22,6	21,5	26,8	31,8
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (Mio. Euro)	9,7	11,1	11,9	10,2	13,3	16,6
FCF / Umsatz	6,0%	6,7%	7,4%	5,5%	6,6%	7,5%
FCF je Aktie (Euro)	0,60	0,68	0,73	0,62	0,82	1,02
FCF Yield	8,5%	5,6%	4,1%	2,3%	3,1%	3,8%
Capex (Mio. Euro)	5,1	3,5	3,3	3,5	3,7	3,9
Capex / Abschreibungen	116,8%	107,7%	116,0%	112,9%	127,6%	125,8%
Capex / Umsatz	3,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
Bewertungsmultiplikatoren						
Buchwert je Aktie (Euro)	2,46	2,49	2,70	2,92	3,17	3,44
EV / Umsatz	0,9	1,4	1,9	2,5	2,3	2,1
EV / EBITDA	11,3	14,3	17,4	20,6	17,1	14,5
EV / EBIT	17,1	18,1	20,6	23,9	19,1	16,0
KGV	29,3	29,9	33,7	37,2	29,7	24,8
KBV	2,9	4,9	6,6	9,1	8,4	7,8
KCV	7,7	13,5	18,9	31,8	25,6	21,2
KUV	0,7	1,2	1,8	2,4	2,2	2,0
Dividendenrendite	3,6%	2,9%	2,8%	2,4%	3,0%	3,6%

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

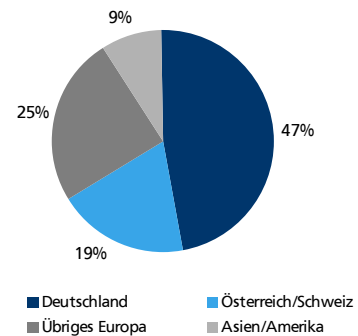
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatzentwicklung



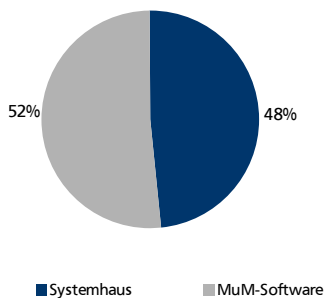
- ⇒ Umstellung der Autodesk-Produkte von einem Kauf- auf ein Mietmodell führte 2017 erwartungsgemäß zu einem leichten Umsatzrückgang
- ⇒ Ab 2018e dürften u.E. alle Bereiche wieder deutlich auf Wachstumskurs sein

Umsatz nach Regionen (2017)



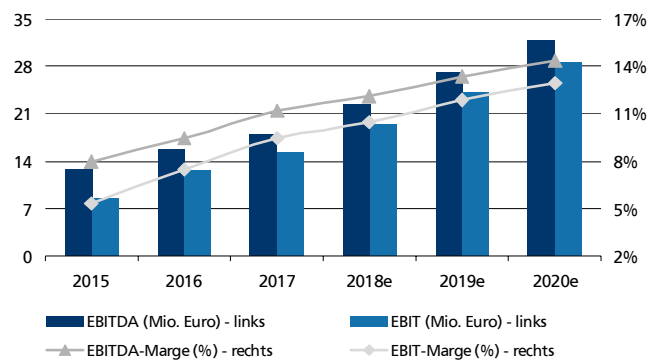
- ⇒ 2017: Erholung des Deutschland-Geschäfts (Umsatzanteil: 47% (45%)) vor allem infolge der Erholung im Systemhausgeschäft
- ⇒ Internationaler Umsatz wächst u.a. dank der Expansion beim Systemhaus Europa

Rohrertrag nach Segmenten (2017)



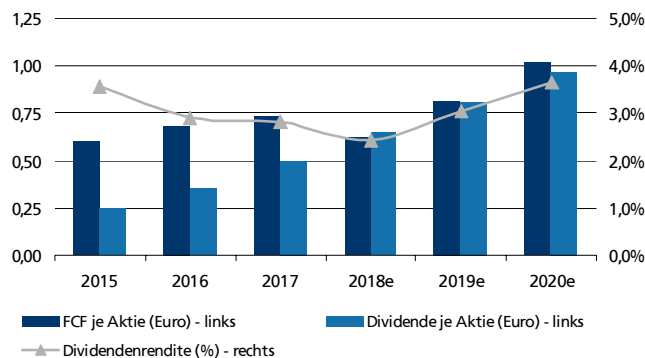
- ⇒ Das Systemhaus hat 2017 auf Grund der Umstellung der Autodesk-Produkte auf Miete beim Rohertragsanteil mit 48% (51%) leicht verloren
- ⇒ Ab 2018e sollte sich vor allem dieses Segment als Wachstumstreiber erweisen

Ergebnisentwicklung



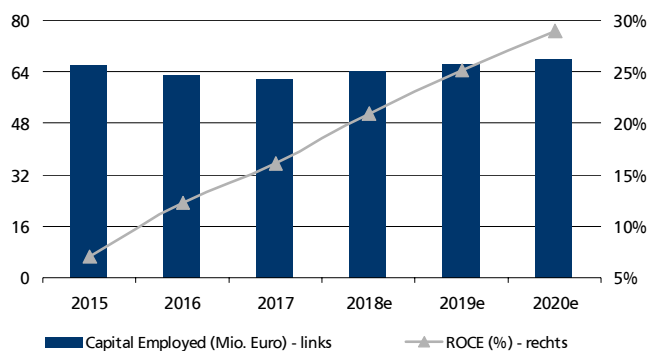
- ⇒ Steigende Profitabilität in beiden Segmenten vor allem durch Skaleneffekte im Systemhausgeschäft (Systemhaus Europa hat 2016 den Break-even erreicht)
- ⇒ EBITDA-Margenziel: Systemhaus: 10%; Software: 25% (schon 2017 übertroffen)

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 2017 sinkendes Capital Employed vor allem durch Working Capital-Abbau
- ⇒ Starker ROCE-Anstieg durch entfallende PPA-Amortisationen - MuM mit hohem Value Added und einem ROCE signifikant über den 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.

Pflichtangaben nach § 85 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 abgezinsten 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 der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Einschätzungen und/oder Prognosen sind datumsbezogen 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 (ebenfalls datumsbezogen) 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 die Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Des Weiteren wurden für die Unternehmensbewertung Prognosezahlen von der Emittentin bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung verwendet, deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Herleitung von Independent Research nicht weiter verifiziert wurden.

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 des § 80 WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 23.10.2018 -

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

Emittent	Interessenskonflikte
Mensch und Maschine Software SE	5, 6

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.

Copyright: Das Urheberrecht für alle Inhalte dieser Studie liegt bei Independent Research GmbH, Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten. Inhalte dieser Studie dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch auszugsweise kopiert, verändert, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

Stand: 23.10.2018

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