

Mensch und Maschine Software SE

Datum: 15.03.2019

| Votum: | | Kaufen |
|------------------------|-----------|----------------------|
| zuvor: | | Kaufen |
| Kursziel (in Euro) | | 35,00 (zuvor: 34,50) |
| Kurs (Xetra) (in Euro) | | 28,70 |
| 14.03.2019 | 17:35 Uhr | |
| Kurspotenzial | | 22% |

Highlights

- ⇒ Die finalen Zahlen für 2018 bestätigten - mit kleineren Abweichungen - die bereits im Februar vorgelegten Eckdaten. Hervorzuheben sind u.E. die neuen Höchstwerte u.a. beim EBITDA (22,7 (18,0; unsere Prognose: 22,5) Mio. Euro), der weiterhin starke operative Cashflow (15,2 (15,2; unsere Prognose: 13,7) Mio. Euro) und die daher erneute Anhebung der Dividende (0,65 (0,50; unsere Prognose: 0,65) Euro je Aktie.
- ⇒ U.E. könnte die Guidance für 2019e (u.a. EBIT: 24 bis 26 Mio. Euro; EpS: 0,89 bis 0,95 Euro) auf Grund des erheblichen Beitrags der übernommenen SOFISTiK (EBIT 2017: 2,9 Mio. Euro) übertroffen werden. Gegenwind könnte von der Konjunkturseite kommen. Vor allem die wichtige Tochter Open Mind betreut zahlreiche Kunden aus dem zyklischen Werkzeugmaschinenbau.
- ⇒ Laut CEO Drotleff ist die Dynamik derzeit jedoch ungebrochen. Zudem rechnen wir weiterhin mit Aktienrückkäufen und einer steigenden Dividende. Wir halten an unserem Kaufen-Votum bei einem Kursziel von 35,00 (zuvor: 34,50) Euro; DCF-/Sum-of-the-Parts-Modell; u.a. höhere Peer Group-Multiples) fest.

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 160,4 | 167,1 | 160,9 | 185,4 | 217,7 | 236,8 |
| Umsatzwachstum | 14,5% | 4,2% | -3,7% | 15,3% | 17,4% | 8,7% |
| Rohrtrag | 84,5 | 91,4 | 94,8 | 103,9 | 128,5 | 141,1 |
| Rohmarge | 52,7% | 54,7% | 59,0% | 56,0% | 59,0% | 59,6% |
| EBITDA | 12,8 | 15,8 | 18,0 | 22,7 | 34,2 | 39,1 |
| EBITDA-Marge | 8,0% | 9,4% | 11,2% | 12,3% | 15,7% | 16,5% |
| Jahresüberschuss | 3,9 | 6,6 | 8,5 | 11,7 | 15,1 | 18,3 |
| Ergebnis je Aktie | 0,24 | 0,40 | 0,53 | 0,71 | 0,90 | 1,09 |
| Dividende je Aktie | 0,25 | 0,35 | 0,50 | 0,65 | 0,81 | 0,97 |
| Nettoverschuldung / EBITDA | 2,1 | 1,4 | 0,9 | 0,5 | 0,2 | 0,1 |
| Net Gearing | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| FCF je Aktie | 0,60 | 0,68 | 0,73 | 0,80 | 0,82 | 1,11 |
| FCF Yield | 8,5% | 5,6% | 4,1% | 3,3% | 2,8% | 3,9% |
| EV / Umsatz | 0,9 | 1,4 | 1,9 | 2,3 | 2,3 | 2,1 |
| EV / EBITDA | 11,3 | 14,3 | 17,4 | 18,7 | 14,7 | 12,7 |
| EV / EBIT | 17,1 | 18,1 | 20,6 | 21,6 | 19,3 | 16,1 |
| KBV | 29,3 | 29,9 | 33,7 | 34,6 | 32,0 | 26,4 |
| KBV | 2,9 | 4,9 | 6,6 | 7,9 | 7,2 | 6,7 |
| Dividendenrendite | 3,6% | 2,9% | 2,8% | 2,6% | 2,8% | 3,4% |

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 | MUMG.DE |
| Bloomberg | MUM GY |

| Aktiendaten | |
|-------------------------------------|------------|
| Aktienanzahl (in Mio. Stück) | 16,683 |
| Streubesitz | 46,7% |
| Marktkapitalisierung (in Mio. Euro) | 478,8 |
| ∅ Tagesumsatz (Stück) | 4.290 |
| 52W Hoch | 27.08.2018 |
| 52W Tief | 27.04.2018 |
| | 30,90 Euro |
| | 21,20 Euro |

| Termine | |
|------------------|------------|
| Q1-Zahlen | 29.04.2019 |
| Hauptversammlung | 08.05.2019 |

| | Performance | |
|-----------|-------------|------------------|
| | Absolut | Relativ ggü. DAX |
| 1 Monat | 6,3% | 3,7% |
| 3 Monate | 13,0% | 6,0% |
| 6 Monate | 1,8% | 6,5% |
| 12 Monate | 21,1% | 29,0% |

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 15.03.19 um 12:00 Uhr
 Erstmalige Weitergabe am 15.03.19 um 12:45 Uhr

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

SWOT-Analyse

| SWOT-Analyse | |
|---|--|
| Stärken | Schwächen |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Einer der führenden Anbieter von CAD/CAM- und PLM-Software und Systemhausdienstleistungen für den Mittelstand in Europa ■ Starke Marktposition der Tochter Open Mind (High-End CAM) ■ Hohe Cashflow-Generierung und daher hohe Dividendenausschüttung ■ CEO Adi Drotleff als starker Ankeraktionär (stetiger Aktienrückkauf) | <ul style="list-style-type: none"> ■ Gewisse Abhängigkeit von der (erfolgreichen) Produktentwicklung und der Preisgestaltung des Partners Autodesk ■ Rohertrag hängt zu einem erheblichen Teil allein an Open Mind ■ Systemhaus regional weniger diversifiziert (vor allem DACH) ■ Aktie mit vergleichsweise geringem Börsenumsatz |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Zunehmende Automatisierung der Produktion und digitale Fabriken steigern die Nachfrage nach Softwareprodukten von MuM ■ Dynamik im Bereich BIM zieht weiter an (Bereich durch SOFISTIK gestärkt) ■ Weiteres Skalierungspotenzial insbesondere im Systemhaus ■ Selektive Übernahmen | <ul style="list-style-type: none"> ■ Abschwächung der Konjunktur - wesentlicher Teil der MuM-Kunden stammt aus der zyklischen Maschinen- und Werkzeugmaschinenindustrie ■ Verpassen technologischer Trends sowie Fehler bzw. Fehlschläge bei Software-Entwicklungen ■ Währungsrisiken (z.B. USD) |
| <small>Quelle: Independent Research</small> | |

Bewertung

Gewichteter fairer Wert von 35,04 (zuvor: 34,56) Euro je Aktie

Bewertungsfazit

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 602,1 (zuvor: 593,8) Mio. Euro bzw. 35,04 (zuvor: 34,56) Euro je Aktie. U.E. ist die dynamische Wachstumserwartung des Managements valide (Guidance 2019e: u.a. EBIT 24 bis 26 Mio. Euro; Guidance 2020e ff.: u.a. EBIT +3,5 bis +5,0 Mio. Euro p.a.), da MuM durch die SOFISTIK-Übernahme zusätzliches Wachstumspotenzial im BIM-Bereich ins Haus geholt hat und die Nachfrage nach CAM-Software und Software für die Digital Factory ungebrochen ist. Als potenzielle Unsicherheitsfaktoren sehen wir u.a. die konjunkturelle Abschwächung im Allgemeinen und im zyklischen (Werkzeug-)Maschinenbau im Speziellen (Auftragseingang im deutschen Werkzeugmaschinenbau laut VDW: Q4 2018: -13%; Gj. 2018: +1%). Der faire Wert impliziert für 2019e ein EV/EBIT und ein KGV von 23,7 bzw. 39,1 (Median der gewichteten Peer Group: 23,3 bzw. 31,6) und für 2020e von 20,0 bzw. 32,3 (Median der gewichteten Peer Group: 20,0 bzw. 24,8). 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 2019e und 2020e auf Basis des fairen Werts: 2,3% bzw. 2,8%).

Mensch und Maschine Software SE

Bewertung - Zusammenfassung

| | Fairer Wert (Mio. Euro) | Fairer Wert je Aktie (Euro) | Gewichtung |
|--------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|
| DCF-Modell | 650,7 | 37,87 | 50% |
| Sum-of-the-Parts-Modell | 553,6 | 32,22 | 50% |
| Gewichteter fairer Wert | 602,1 | 35,04 | |
| Kursziel (Euro) | | | 35,00 |

Quelle: Independent Research

Dreistufiges DCF-Modell mit WACC von 6,8%

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 2028e von einer Abschwächung des Umsatzwachstums auf 2,0% aus. Die EBIT-Marge lassen wir auf 16,0% steigen. Dies reflektiert das ansteigende Margenniveau infolge des erhöhten Anteils der margenstarken Eigenprodukte sowie die Skaleneffekte im Systemhaus. 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% bei einem Beta von 1,1. Bei der langfristigen Zielkapitalstruktur unterstellen wir wegen der moderaten Finanzverschuldung weiterhin eine Eigenkapitalquote von 70% (zu Marktwerten).

Discounted Cashflow - Modell

| Angaben in Mio. Euro | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 217,7 | 236,8 | 256,1 | 275,5 | 294,7 | 313,5 | 330,8 | 346,3 | 359,6 | 366,8 |
| Umsatzwachstum | 17,4% | 8,7% | 8,2% | 7,6% | 7,0% | 6,4% | 5,5% | 4,7% | 3,8% | 2,0% |
| EBIT-Marge | 11,9% | 13,0% | 14,5% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% |
| EBIT | 26,0 | 30,8 | 37,1 | 44,1 | 47,1 | 50,2 | 52,9 | 55,4 | 57,5 | 58,7 |
| - Ertragssteuern | -7,8 | -9,2 | -11,1 | -13,2 | -14,1 | -15,0 | -15,9 | -16,6 | -17,3 | -17,6 |
| + Abschreibungen | 4,2 | 4,3 | 4,5 | 4,8 | 4,9 | 5,3 | 5,7 | 6,1 | 6,5 | 7,3 |
| +/- Veränderung langfristiger Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| +/- Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Operativer Brutto-Cashflow | 22,4 | 25,9 | 30,7 | 35,8 | 38,1 | 40,7 | 43,0 | 45,2 | 47,0 | 48,6 |
| -/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen | -2,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -0,8 | -0,6 |
| - Investitionen in das Anlagevermögen | -5,4 | -3,7 | -3,9 | -4,9 | -5,3 | -5,8 | -6,2 | -6,7 | -7,1 | -7,3 |
| Free Cashflow | 14,2 | 21,4 | 25,9 | 30,1 | 31,9 | 33,9 | 35,9 | 37,6 | 39,2 | 40,7 |
| Barwerte | 13,5 | 19,0 | 21,6 | 23,5 | 23,3 | 23,2 | 23,0 | 22,6 | 22,0 | 21,4 |
| Summe Barwerte | 213,1 | | | | | | | | | |
| Terminalwert | 450,7 | | | | | | | | | |
| Wert des operativen Geschäfts | 663,8 | | | | | | | | | |
| + Liquide Mittel | 12,1 | | | | | | | | | |
| - Finanzverbindlichkeiten/Pensionen | -35,4 | | | | | | | | | |
| - Minderheitenanteile | -1,4 | | | | | | | | | |
| + Eigene Anteile | 11,5 | | | | | | | | | |
| Marktwert des Eigenkapitals | 650,7 | | | | | | | | | |
| Anzahl der Aktien (Mio. Stück) | 17,183 | | | | | | | | | |
| Fairer Wert je Aktie in Euro | 37,87 | | | | | | | | | |

in % des Gesamtwerts: 68%

| 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: | 15.03.19 |

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

| | Wachstum | Diskontierungszinssatz (WACC) | | | |
|-----|----------|-------------------------------|--------------|-------|-------|
| | | 1,5% | 6,3% | 6,8% | 7,3% |
| FCF | 1,5% | 39,28 | 35,42 | 32,22 | 29,54 |
| | 2,0% | 42,42 | 37,87 | 34,17 | 31,11 |
| | 2,5% | 46,37 | 40,87 | 36,52 | 32,97 |
| | 3,0% | 51,49 | 44,66 | 39,40 | 35,22 |

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 | |
|------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e |
| Autodesk | 10,6 | 8,7 | 38,5 | 24,8 | 43,3 | 26,5 | 52,9 | 32,2 |
| Dassault Systèmes | 8,4 | 7,7 | 23,4 | 21,1 | 27,7 | 24,5 | 38,2 | 34,2 |
| Hexagon | 4,6 | 4,3 | 14,0 | 13,0 | 18,0 | 16,6 | 20,6 | 19,0 |
| IGE + XAO | 5,4 | 4,2 | 18,2 | 13,6 | - | - | 28,2 | 15,0 |
| Nemetschek | 9,7 | 8,5 | 35,8 | 31,2 | 43,0 | 36,8 | 55,1 | 47,5 |
| RIB Software | 2,9 | 2,5 | 11,2 | 8,8 | 5,7 | 4,0 | 38,7 | 27,0 |
| Minimum | 2,9 | 2,5 | 11,2 | 8,8 | 5,7 | 4,0 | 20,6 | 15,0 |
| Maximum | 10,6 | 8,7 | 38,5 | 31,2 | 43,3 | 36,8 | 55,1 | 47,5 |
| Median | 6,9 | 6,0 | 20,8 | 17,4 | 27,7 | 24,5 | 38,5 | 29,6 |
| Mittelwert | 6,9 | 6,0 | 23,5 | 18,8 | 27,5 | 21,7 | 39,0 | 29,2 |
| Standardabweichung | 3,1 | 2,7 | 11,4 | 8,5 | 16,2 | 12,2 | 13,5 | 11,7 |
| Angaben in Mio. Euro | Umsatz | | EBITDA | | EBIT | | Eps | |
| Ergebnis je Aktie in Euro | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e |
| MuM Software | 74,3 | 80,1 | 22,3 | 24,3 | 17,1 | 18,9 | 0,56 | 0,64 |
| Fairer Enterprise Value* | 512,7 | 482,7 | 463,8 | 421,6 | 474,8 | 463,0 | 372,0 | 324,4 |
| Faire Marktkapitalisierung* | | | | | | | 21,65 | 18,88 |
| Fairer Wert je Aktie (Euro)* | | | | | | | | |

Quelle: Independent Research; Bloomberg

*ermittelt auf Basis des Peer Group-Medians

Schlusskurse vom 14.03.19

Mensch und Maschine Software SE

Peer Group Systemhaus

| | EV / Umsatz | | EV / EBITDA | | EV / EBIT | | KGV | |
|------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e |
| Bechtle | 0,7 | 0,6 | 12,5 | 11,4 | 14,7 | 13,3 | 20,1 | 18,0 |
| CANCOM | 0,8 | 0,8 | 10,2 | 9,1 | 15,4 | 13,0 | 21,4 | 18,9 |
| CENIT | 0,6 | 0,5 | 7,2 | 6,8 | 8,7 | 7,9 | 15,2 | 13,6 |
| S&T | 1,3 | 1,2 | 14,3 | 12,3 | 19,0 | 15,6 | 23,0 | 18,6 |
| Sopra Steria Group | 0,6 | 0,6 | 6,7 | 6,1 | 9,0 | 7,9 | 10,1 | 8,7 |
| Minimum | 0,6 | 0,5 | 6,7 | 6,1 | 8,7 | 7,9 | 10,1 | 8,7 |
| Maximum | 1,3 | 1,2 | 14,3 | 12,3 | 19,0 | 15,6 | 23,0 | 18,9 |
| Median | 0,7 | 0,6 | 10,2 | 9,1 | 14,7 | 13,0 | 20,1 | 18,0 |
| Mittelwert | 0,8 | 0,8 | 10,2 | 9,1 | 13,4 | 11,5 | 18,0 | 15,6 |
| Standardabweichung | 0,3 | 0,3 | 3,3 | 2,7 | 4,4 | 3,5 | 5,3 | 4,4 |
| Angaben in Mio. Euro | Umsatz | | EBITDA | | EBIT | | Eps | |
| Ergebnis je Aktie in Euro | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e |
| Systemhaus | 143,4 | 156,7 | 11,9 | 14,8 | 8,9 | 11,9 | 0,33 | 0,45 |
| Fairer Enterprise Value* | 98,9 | 100,0 | 121,2 | 134,7 | 130,4 | 153,7 | 115,1 | 139,0 |
| Faire Marktkapitalisierung* | | | | | | | 6,70 | 8,09 |
| Fairer Wert je Aktie (Euro)* | | | | | | | | |

Quelle: Independent Research; Bloomberg

*ermittelt auf Basis des Peer Group-Medians

Schlusskurse vom 14.03.19

Fairer Wert im DCF-Modell:
 37,87 (zuvor: 39,26) Euro je
 Aktie

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnen wir für MuM einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 650,7 (zuvor: 674,7) Mio. Euro bzw. 37,87 (zuvor: 39,26) Euro je Aktie. Wir kalkulieren dabei mit 17,183 Mio. Aktien, da MuM im Zuge der Aufstockung der Beteiligung an SOFiSTiK auf 51,0% (zuvor: 13,3%) ca. 0,5 Mio. Euro neue Aktien ausgeben wird.

Mensch und Maschine Software SE

Sum-of-the-Parts-Modell

| Angaben in Mio. Euro Ergebnis je Aktie in Euro | Umsatz | | EBITDA | | EBIT | | EpS | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e | 2019e | 2020e |
| Konzern | 217,7 | 236,8 | 34,2 | 39,1 | 26,0 | 30,8 | 0,90 | 1,09 |
| Fairer Enterprise Value MuM Software* | 512,7 | 482,7 | 463,8 | 421,6 | 474,8 | 463,0 | - | - |
| Fairer Enterprise Value Systemhaus* | 98,9 | 100,0 | 121,2 | 134,7 | 130,4 | 153,7 | - | - |
| Fairer Enterprise Value Konzern* | 611,6 | 582,6 | 585,1 | 556,3 | 605,2 | 616,7 | - | - |
| Liquide Mittel | | 12,1 | | 12,1 | | 12,1 | | |
| Finanzverbindlichkeiten/Pensionen | | -35,4 | | -35,4 | | -35,4 | | |
| Minderheitenanteile | | -1,4 | | -1,4 | | -1,4 | | |
| Eigene Anteile | | 11,5 | | 11,5 | | 11,5 | | |
| Faire Marktkapitalisierung MuM Software* | - | - | - | - | - | - | 372,0 | 324,4 |
| Faire Marktkapitalisierung Systemhaus* | - | - | - | - | - | - | 115,1 | 139,0 |
| Faire Marktkapitalisierung Konzern* | 598,4 | 569,5 | 571,9 | 543,1 | 592,0 | 603,5 | 487,1 | 463,4 |
| Durchschnitt | | 583,9 | | 557,5 | | 597,8 | | 475,2 |
| Gewichtung | | 25% | | 25% | | 25% | | 25% |
| Fairer Wert | | | | | | | | 553,6 |
| Anzahl der Aktien (Mio. Stück) | | | | | | | | 17,183 |
| Fairer Wert je Aktie (Euro) | | | | | | | | 32,22 |

Quelle: Independent Research; Bloomberg

*ermittelt auf Basis des Peer Group-Medians

Schlusskurse vom 14.03.19

Separate Bewertung der Segmente MuM Software und Systemhaus

Sum-of-the-Parts-Bewertung

Im Rahmen unserer 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 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).

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

- MuM Software: einen Enterprise Value von gemittelt 469,8 (zuvor: 445,3) Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 348,2 (zuvor: 321,8) Mio. Euro
- Systemhaus: einen fairen Enterprise Value von gemittelt 123,2 (zuvor: 117,7) Mio. Euro bzw. einen fairen Wert des Eigenkapitals von gemittelt 127,1 (zuvor: 124,2) Mio. Euro.

MuM Software steht für 76% des Gesamtwerts

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 76% und das Systemhaus für ca. 24% des fairen Wertes von MuM. Insgesamt ermitteln wir für MuM auf Basis unserer Sum-of-the-Parts-Bewertung einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 553,6 (zuvor: 513,0) Mio. Euro bzw. von 32,22 (zuvor: 29,68) Euro je Aktie. Der höhere faire Wert reflektiert die gestiegenen Peer Group-Multiplikatoren infolge der Kurserholung der letzten Wochen an den Börsen. Er impliziert für 2019e ein EV / EBIT und ein KGV von 21,8 bzw. 36,0 (Median der nach Umsatz und Ergebnis gewichteten Peer Group: 23,3 bzw. 31,6) und für 2020e von 18,4 bzw. 29,7 (Median der nach Umsatz und Ergebnis gewichteten Peer Group: 20,0 bzw. 24,8).

Fairer Wert laut SOTP-Modell: 32,22 (zuvor: 29,68) Euro je Aktie

Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

Starkes Erlös2wachstum und hohe Kostendisziplin treiben 2018 Ergebnis

Guidance 2019e könnte u.E. wegen SOFiSTiK-Akquisition übertroffen werden

Nachlassende Dynamik vor allem im Werkzeugmaschinenbau

MuM hat 2018 u.a. dank eines starken Schlussquartals vor allem im Systemhaus neue Rekordwerte erzielt. Der auf 103,9 (94,8; unsere Prognose: 106,2; Guidance: 104 bis 106) gestiegene Rohertrag lag zwar etwas unter unserer Schätzung. Auf Grund eines guten Kostenmanagements (operative Kosten: +6% vs. +10% beim Rohertrag) erreichte MuM beim EBITDA (22,7 (18,0; unsere Prognose: 22,5; Guidance: 22 bis 23) Mio. Euro) und EpS (0,71 (0,53; unsere Prognose: 0,72; Guidance: 0,67 bis 0,73) Euro) unsere und die eigenen Zielsetzungen. Dabei profitierte vor allem das Systemhaus von der abgeschlossenen Umstellung auf das Autodesk-Mietmodell und der Verlängerung auslaufender Dreijahreslizenzen (EBITDA-Marge: +140 (MuM-Software: +120) Basispunkte). Dies zeigt sich auch in den Q4-Zahlen mit einem EBITDA-Anstieg auf 7,4 (6,6; unsere Prognose: 7,2) Mio. Euro, zu dem das Systemhaus 75% und MuM-Software 25% beitrug. Die im Februar gegebene Guidance für 2019e (u.a. EBIT: 24 bis 26 Mio. Euro; EpS: 0,89 bis 0,95 Euro) hat MuM bei der Veröffentlichung der finalen 2018er-Zahlen bestätigt. Diese könnte angesichts des zu erwartenden Beitrags von SOFiSTiK (Anteilsaufstockung auf 51,0% (zuvor: 13,3%) und damit Vollkonsolidierung zum 01.01.19; Umsatz und EBIT 2017 von 12,1 Mio. Euro bzw. 2,9 Mio. Euro) konservativ sein. Auf Grund von PPA-Effekten und einer leichten Verwässerung (Kaufpreis: ca. 0,5 Mio. MuM-Aktien) dürfte der Effekt auf das EpS zunächst moderat ausfallen. Als Unsicherheitsfaktor sehen wir die sich eintrübende Konjunktur und dabei vor allem die nachlassende Dynamik im Werkzeugmaschinenbau (Auftragseingang laut VDW: Q4 2018: -13%; Gj. 2018: +1%). Insgesamt bleiben die Wachstumstrends für MuM u.E. jedoch intakt (u.a. hohe Nachfrage nach Software für CNC-Maschinen durch die zunehmende Automatisierung). Zudem bekräftigte MuM die attraktive Dividendenpolitik (Guidance 2019: 0,77 bis 0,83 (2018: 0,65) Euro).

Mensch und Maschine Software SE

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

| Angaben in Mio. Euro | Q4 2017 | Q4 2018 | Q4 2018e | 2017 | 2018 | 2018e |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | Ist | Ist | IR-Prognose | Ist | Ist | IR-Prognose |
| Umsatzerlöse | 45,4 | 51,8 | 52,2 | 160,9 | 185,4 | 185,7 |
| in % ggü. Vorjahr | - | 14,3% | 15,0% | - | 15,3% | 15,5% |
| Umsatz MuM-Software | 14,5 | 15,7 | - | 50,5 | 55,7 | 56,0 |
| Umsatz Systemhaus | 30,9 | 36,2 | - | 110,4 | 129,7 | 129,7 |
| Rohertrag | 26,3 | 28,4 | 30,7 | 94,8 | 103,9 | 106,2 |
| Rohmarge | 57,9% | 54,8% | 58,8% | 59,0% | 56,0% | 57,2% |
| Rohertrag MuM-Software | 14,0 | 15,2 | - | 48,9 | 54,4 | 54,7 |
| Rohertrag Systemhaus | 12,3 | 13,2 | - | 45,9 | 49,5 | 51,5 |
| Rohmarge MuM-Software | 96,6% | 97,0% | - | 97,0% | 97,5% | 97,7% |
| Rohmarge Systemhaus | 39,8% | 36,5% | - | 41,6% | 38,2% | 39,7% |
| EBITDA | 6,6 | 7,4 | 7,2 | 18,0 | 22,7 | 22,5 |
| EBITDA-Marge | 14,6% | 14,3% | 13,7% | 11,2% | 12,3% | 12,1% |
| EBITDA MuM-Software | 4,4 | 4,6 | - | 12,7 | 14,7 | 14,7 |
| EBITDA Systemhaus | 2,2 | 2,8 | - | 5,3 | 8,1 | 7,8 |
| EBITDA-Marge MuM-Software | 30,3% | 29,3% | - | 25,2% | 26,3% | 26,3% |
| EBITDA-Marge Systemhaus | 7,2% | 7,8% | - | 4,8% | 6,2% | 6,0% |
| Konzernüberschuss /-fehlbetrag | 3,1 | 4,1 | 4,1 | 8,5 | 11,7 | 11,7 |
| Nettomarge | 6,9% | 7,9% | 7,8% | 5,3% | 6,3% | 6,3% |
| Ergebnis je Aktie (Euro) | 0,19 | 0,25 | 0,25 | 0,53 | 0,71 | 0,72 |
| Dividende je Aktie (Euro) | - | - | - | 0,50 | 0,65 | 0,65 |

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 | 2018 | 2019e | 2020e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 160,4 | 167,1 | 160,9 | 185,4 | 217,7 | 236,8 |
| Materialaufwand | -75,9 | -75,6 | -66,0 | -81,5 | -89,3 | -95,7 |
| Rohertrag | 84,5 | 91,4 | 94,8 | 103,9 | 128,5 | 141,1 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 3,4 | 3,4 | 3,9 | 4,4 | 4,1 | 4,2 |
| Personalaufwand | -55,4 | -58,8 | -61,0 | -65,2 | -77,6 | -83,5 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -19,7 | -20,3 | -19,7 | -20,4 | -20,8 | -22,7 |
| EBITDA | 12,8 | 15,8 | 18,0 | 22,7 | 34,2 | 39,1 |
| Abschreibungen | -2,3 | -2,5 | -2,4 | -2,7 | -7,2 | -7,3 |
| Amortisation aus Firmenübernahmen | -2,0 | -0,8 | -0,4 | -0,4 | -1,0 | -1,0 |
| EBIT | 8,5 | 12,5 | 15,2 | 19,7 | 26,0 | 30,8 |
| Finanzergebnis | -0,9 | -1,4 | -1,6 | -1,5 | -1,5 | -1,4 |
| EBT | 7,5 | 11,1 | 13,6 | 18,2 | 24,5 | 29,4 |
| Ertragsteuern | -3,3 | -4,1 | -4,6 | -5,7 | -7,8 | -9,4 |
| Jahresüberschuss vor Minderheiten | 4,3 | 7,0 | 9,0 | 12,5 | 16,7 | 20,0 |
| Minderheitenanteile | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,8 | -1,5 | -1,7 |
| Konzernüberschuss /-fehlbetrag | 3,9 | 6,6 | 8,5 | 11,7 | 15,1 | 18,3 |
| Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück) | 16,127 | 16,306 | 16,281 | 16,352 | 16,852 | 16,852 |
| Ergebnis je Aktie (Euro) | 0,24 | 0,40 | 0,53 | 0,71 | 0,90 | 1,09 |
| 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 | 2018 | 2019e | 2020e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Materialaufwand | -47,3% | -45,3% | -41,0% | -44,0% | -41,0% | -40,4% |
| Rohertrag | 52,7% | 54,7% | 59,0% | 56,0% | 59,0% | 59,6% |
| Sonstige betriebliche Erträge | 2,1% | 2,1% | 2,4% | 2,4% | 1,9% | 1,8% |
| Personalaufwand | -34,5% | -35,2% | -37,9% | -35,2% | -35,6% | -35,3% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -12,3% | -12,1% | -12,3% | -11,0% | -9,6% | -9,6% |
| EBITDA | 8,0% | 9,4% | 11,2% | 12,3% | 15,7% | 16,5% |
| Abschreibungen | -1,4% | -1,5% | -1,5% | -1,5% | -3,3% | -3,1% |
| Amortisation aus Firmenübernahmen | -1,3% | -0,5% | -0,3% | -0,2% | -0,5% | -0,4% |
| EBIT | 5,3% | 7,5% | 9,5% | 10,6% | 11,9% | 13,0% |
| Finanzergebnis | -0,6% | -0,8% | -1,0% | -0,8% | -0,7% | -0,6% |
| EBT | 4,7% | 6,7% | 8,5% | 9,8% | 11,2% | 12,4% |
| Ertragsteuern | -2,0% | -2,4% | -2,9% | -3,1% | -3,6% | -4,0% |
| Jahresüberschuss vor Minderheiten | 2,7% | 4,2% | 5,6% | 6,7% | 7,6% | 8,4% |
| Minderheitenanteile | -0,3% | -0,3% | -0,3% | -0,4% | -0,7% | -0,7% |
| Konzernüberschuss /-fehlbetrag | 2,4% | 3,9% | 5,3% | 6,3% | 6,9% | 7,7% |

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 | 2018 | 2019e | 2020e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Immaterielle Vermögenswerte | 9,5 | 9,6 | 10,5 | 9,4 | 12,7 | 12,4 |
| Geschäfts- und Firmenwert | 33,3 | 33,3 | 33,3 | 33,3 | 42,0 | 42,0 |
| Sachanlagen | 13,2 | 13,2 | 13,2 | 13,2 | 13,8 | 13,7 |
| Finanzanlagen, langfristig | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 4,2 | 0,5 | 0,5 |
| Sonstige Vermögenswerte, langfristig | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Latente Steuern, langfristig | 5,4 | 4,9 | 5,1 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Langfristige Vermögenswerte | 62,4 | 62,0 | 63,0 | 63,7 | 72,7 | 72,3 |
| Vorräte | 3,2 | 4,6 | 2,8 | 2,4 | 4,2 | 4,6 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 22,6 | 23,0 | 24,8 | 27,7 | 31,6 | 33,5 |
| Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig | 4,8 | 4,6 | 3,5 | 2,7 | 2,9 | 3,0 |
| Zahlungsmittel und -äquivalente | 9,6 | 6,4 | 7,7 | 9,6 | 12,5 | 15,2 |
| Kurzfristige Vermögenswerte | 40,1 | 38,6 | 38,8 | 42,4 | 51,2 | 56,3 |
| Aktiva | 102,5 | 100,5 | 101,8 | 106,1 | 123,9 | 128,6 |
| Gezeichnetes Kapital | 16,6 | 16,7 | 16,7 | 16,7 | 17,2 | 17,2 |
| Kapitalrücklage | 21,4 | 23,0 | 23,2 | 24,9 | 36,9 | 36,9 |
| Gewinnrücklage | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Andere Rücklagen | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Eigene Anteile | -1,5 | -3,9 | -3,3 | -3,9 | -3,9 | -3,9 |
| Bilanzgewinn /-verlust | 2,1 | 4,6 | 7,5 | 13,1 | 16,4 | 21,0 |
| Anteile anderer Gesellschafter | 1,4 | 1,3 | 1,0 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Sonstige Eigenkapitalbestandteile | -0,6 | -1,5 | -1,2 | -1,3 | -1,3 | -1,3 |
| Eigenkapital | 39,6 | 40,6 | 43,9 | 51,3 | 67,0 | 71,7 |
| Pensionsrückstellungen | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,9 | 1,9 |
| Sonstige Rückstellungen, langfristig | 0,5 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,8 | 0,8 |
| Finanzverbindlichkeiten, langfristig | 35,0 | 25,6 | 21,4 | 18,8 | 17,3 | 15,8 |
| Latente Steuerverbindlichkeiten | 1,2 | 1,5 | 1,9 | 1,8 | 2,0 | 2,1 |
| Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | 38,1 | 29,4 | 25,1 | 22,4 | 22,0 | 20,7 |
| Kurzfristige Rückstellungen | 6,0 | 6,5 | 7,6 | 8,6 | 9,2 | 9,6 |
| Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig | 2,1 | 3,0 | 2,7 | 2,0 | 1,7 | 1,4 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 8,6 | 12,8 | 13,3 | 12,9 | 14,7 | 15,5 |
| Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig | 1,3 | 1,1 | 2,7 | 2,1 | 1,7 | 1,8 |
| Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig | 6,8 | 7,1 | 6,5 | 6,9 | 7,5 | 7,9 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | 24,7 | 30,5 | 32,8 | 32,4 | 34,9 | 36,2 |
| Passiva | 102,5 | 100,5 | 101,8 | 106,1 | 123,9 | 128,6 |

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Mensch und Maschine Software SE

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

| Angaben in Mio. Euro | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immaterielle Vermögenswerte | 9,2% | 9,6% | 10,3% | 8,8% | 10,3% | 9,7% |
| Geschäfts- und Firmenwert | 32,5% | 33,1% | 32,7% | 31,4% | 33,9% | 32,7% |
| Sachanlagen | 12,8% | 13,2% | 13,0% | 12,4% | 11,1% | 10,6% |
| Finanzanlagen, langfristig | 1,0% | 0,9% | 0,9% | 4,0% | 0,4% | 0,4% |
| Sonstige Vermögenswerte, langfristig | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Latente Steuern, langfristig | 5,3% | 4,9% | 5,0% | 3,4% | 2,9% | 2,8% |
| Langfristige Vermögenswerte | 60,8% | 61,6% | 61,9% | 60,1% | 58,7% | 56,2% |
| Vorräte | 3,1% | 4,5% | 2,8% | 2,3% | 3,4% | 3,5% |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 22,0% | 22,9% | 24,4% | 26,1% | 25,5% | 26,0% |
| Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig | 4,6% | 4,6% | 3,4% | 2,5% | 2,3% | 2,4% |
| Zahlungsmittel und -äquivalente | 9,3% | 6,3% | 7,6% | 9,0% | 10,1% | 11,8% |
| Kurzfristige Vermögenswerte | 39,2% | 38,4% | 38,1% | 39,9% | 41,3% | 43,8% |
| Aktiva | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Gezeichnetes Kapital | 16,2% | 16,6% | 16,4% | 15,7% | 13,9% | 13,4% |
| Kapitalrücklage | 20,9% | 22,9% | 22,8% | 23,4% | 29,8% | 28,7% |
| Gewinnrücklage | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Andere Rücklagen | 0,2% | 0,3% | 0,0% | 0,3% | 0,3% | 0,2% |
| Eigene Anteile | -1,5% | -3,9% | -3,2% | -3,7% | -3,1% | -3,0% |
| Bilanzgewinn /-verlust | 2,1% | 4,6% | 7,4% | 12,4% | 13,2% | 16,3% |
| Anteile anderer Gesellschafter | 1,3% | 1,3% | 1,0% | 1,4% | 1,2% | 1,1% |
| Sonstige Eigenkapitalbestandteile | -0,5% | -1,5% | -1,2% | -1,2% | -1,0% | -1,0% |
| Eigenkapital | 38,6% | 40,4% | 43,1% | 48,3% | 54,1% | 55,8% |
| Pensionsrückstellungen | 1,4% | 1,9% | 1,7% | 1,6% | 1,5% | 1,5% |
| Sonstige Rückstellungen, langfristig | 0,5% | 0,3% | 0,1% | 0,1% | 0,7% | 0,7% |
| Finanzverbindlichkeiten, langfristig | 34,1% | 25,5% | 21,0% | 17,7% | 14,0% | 12,3% |
| Latente Steuerverbindlichkeiten | 1,2% | 1,5% | 1,9% | 1,7% | 1,6% | 1,6% |
| Sonstige Verbindlichkeiten, langfristig | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Verbindlichkeiten | 37,2% | 29,3% | 24,7% | 21,1% | 17,7% | 16,1% |
| Kurzfristige Rückstellungen | 5,8% | 6,5% | 7,5% | 8,1% | 7,4% | 7,5% |
| Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig | 2,0% | 3,0% | 2,7% | 1,9% | 1,4% | 1,1% |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 8,4% | 12,8% | 13,0% | 12,1% | 11,9% | 12,1% |
| Steuerverbindlichkeiten, kurzfristig | 1,3% | 1,1% | 2,7% | 1,9% | 1,4% | 1,4% |
| Sonstige Verbindlichkeiten, kurzfristig | 6,6% | 7,0% | 6,4% | 6,5% | 6,1% | 6,1% |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | 24,1% | 30,4% | 32,2% | 30,5% | 28,2% | 28,2% |
| 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 | 2018 | 2019e | 2020e |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBT | 4,3 | 7,0 | 9,0 | 12,5 | 16,7 | 20,0 |
| Wertminderungen / Abschreibungen | 4,3 | 3,3 | 2,8 | 3,1 | 8,2 | 8,3 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen / Erträge | 0,3 | 0,4 | 0,2 | -0,2 | -5,5 | -5,7 |
| Veränderung Pensions- und sonstige langfr. Rückstellungen | 0,5 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,2 | 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 | 0,5 | 0,8 | 0,7 |
| Cash Earnings | 10,3 | 12,2 | 13,3 | 16,7 | 20,3 | 23,4 |
| Veränderung des Working Capitals | 4,4 | 2,4 | 1,9 | -1,5 | -2,8 | -0,8 |
| Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit | 14,7 | 14,6 | 15,2 | 15,2 | 17,5 | 22,6 |
| Investitionen | -5,1 | -3,5 | -3,3 | -2,1 | -3,7 | -3,9 |
| Erwerb / Verkauf von Tochterunternehmen | 0,0 | 0,0 | -0,7 | -0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Erwerb / Verkauf von sonstigem Anlagevermögen | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus der Investitionstätigkeit | -5,0 | -3,4 | -3,8 | -2,4 | -3,7 | -3,9 |
| Veränderung der Finanzverbindlichkeiten | -3,4 | -8,4 | -5,1 | -3,3 | -1,8 | -1,8 |
| Eigenkapitalveränderung | 2,2 | 1,5 | 1,2 | 1,7 | 0,0 | 0,0 |
| Erwerb / Verkauf eigener Anteile | -0,7 | -2,4 | 0,6 | -0,6 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendenauszahlungen | -3,9 | -4,6 | -6,2 | -8,5 | -10,6 | -13,7 |
| Sonstige Finanzierungsvorgänge | -0,9 | -0,6 | -0,6 | -0,4 | -1,0 | -0,5 |
| Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit | -6,6 | -14,5 | -10,1 | -11,2 | -13,4 | -16,0 |
| Zahlungswirksame Veränderungen | 3,1 | -3,2 | 1,3 | 1,6 | 0,4 | 2,7 |
| Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 2,5 | 0,0 |
| Finanzmittelfonds am Anfang der Periode | 6,5 | 9,6 | 6,4 | 7,7 | 9,6 | 12,5 |
| Finanzmittelfonds am Ende der Periode | 9,6 | 6,4 | 7,7 | 9,6 | 12,5 | 15,2 |

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

Mensch und Maschine Software SE

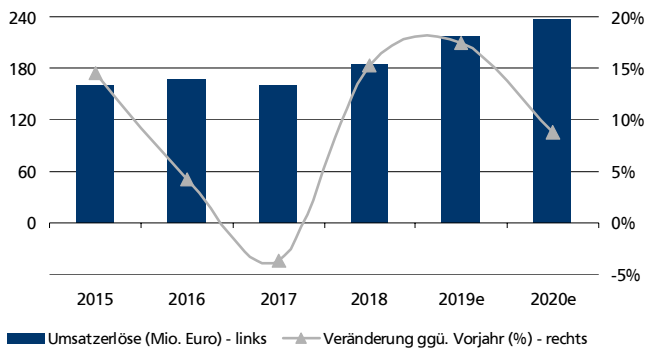
Kennzahlen

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wachstumsanalyse | | | | | | |
| Umsatzwachstum | 14,5% | 4,2% | -3,7% | 15,3% | 17,4% | 8,7% |
| EBITDA-Wachstum | 17,8% | 23,0% | 14,5% | 26,1% | 50,3% | 14,3% |
| EBIT-Wachstum | 25,1% | 47,4% | 21,8% | 29,2% | 32,2% | 18,4% |
| EPS-Wachstum | -0,7% | 68,6% | 30,0% | 36,1% | 25,4% | 21,1% |
| Margenanalyse | | | | | | |
| EBITDA-Marge | 8,0% | 9,4% | 11,2% | 12,3% | 15,7% | 16,5% |
| EBIT-Marge | 5,3% | 7,5% | 9,5% | 10,6% | 11,9% | 13,0% |
| Nettomarge | 2,4% | 3,9% | 5,3% | 6,3% | 6,9% | 7,7% |
| Renditeanalyse | | | | | | |
| ROI | 3,7% | 6,5% | 8,5% | 11,2% | 13,1% | 14,5% |
| ROCE | 7,0% | 12,2% | 16,2% | 21,4% | 25,1% | 27,4% |
| ROE | 10,8% | 17,5% | 21,3% | 26,2% | 28,1% | 28,8% |
| ROIC | 6,0% | 10,5% | 14,2% | 18,8% | 21,7% | 23,2% |
| Bilanzanalyse | | | | | | |
| Eigenkapitalquote | 38,6% | 40,4% | 43,1% | 48,3% | 54,1% | 55,8% |
| Anlagendeckungsgrad I | 63,5% | 65,5% | 69,8% | 80,4% | 92,2% | 99,1% |
| Anlagendeckungsgrad II | 124,6% | 112,9% | 109,6% | 115,6% | 122,4% | 127,7% |
| Anlagenintensität | 23,1% | 23,7% | 24,2% | 25,3% | 21,8% | 20,7% |
| Vorratsumschlag | 54,7 | 43,0 | 43,6 | 71,0 | 65,9 | 54,1 |
| Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen) | 52,6 | 49,8 | 54,3 | 51,7 | 49,7 | 50,1 |
| Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen) | 17,9 | 15,6 | 12,3 | 14,2 | 15,8 | 15,7 |
| Working Capital-Quote | 7,1% | 4,5% | 3,0% | 2,2% | 2,7% | 3,2% |
| Verschuldung | | | | | | |
| Nettoverschuldung (Mio. Euro) | 27,5 | 22,3 | 16,3 | 11,2 | 6,5 | 2,0 |
| Nettoverschuldung / EBITDA | 2,1 | 1,4 | 0,9 | 0,5 | 0,2 | 0,1 |
| Net Gearing | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| Zinsdeckungsgrad (EBITDA) | 12,6 | 19,9 | 26,8 | 37,4 | 38,0 | 48,9 |
| Zinsdeckungsgrad (EBIT) | 8,3 | 15,7 | 22,6 | 32,3 | 28,9 | 38,5 |
| Cashflow-Analyse | | | | | | |
| Free Cashflow (Mio. Euro) | 9,7 | 11,1 | 11,9 | 13,1 | 13,8 | 18,7 |
| FCF / Umsatz | 6,0% | 6,7% | 7,4% | 7,1% | 6,3% | 7,9% |
| FCF je Aktie (Euro) | 0,60 | 0,68 | 0,73 | 0,80 | 0,82 | 1,11 |
| FCF Yield | 8,5% | 5,6% | 4,1% | 3,3% | 2,8% | 3,9% |
| Capex (Mio. Euro) | 5,1 | 3,5 | 3,3 | 2,1 | 3,7 | 3,9 |
| Capex / Abschreibungen | 116,8% | 107,7% | 116,0% | 67,5% | 45,1% | 47,0% |
| Capex / Umsatz | 3,2% | 2,1% | 2,0% | 1,1% | 1,7% | 1,6% |
| Bewertungsmultiplikatoren | | | | | | |
| Buchwert je Aktie (Euro) | 2,46 | 2,49 | 2,70 | 3,14 | 3,98 | 4,25 |
| EV / Umsatz | 0,9 | 1,4 | 1,9 | 2,3 | 2,3 | 2,1 |
| EV / EBITDA | 11,3 | 14,3 | 17,4 | 18,7 | 14,7 | 12,7 |
| EV / EBIT | 17,1 | 18,1 | 20,6 | 21,6 | 19,3 | 16,1 |
| KGV | 29,3 | 29,9 | 33,7 | 34,6 | 32,0 | 26,4 |
| KBV | 2,9 | 4,9 | 6,6 | 7,9 | 7,2 | 6,7 |
| KCV | 7,7 | 13,5 | 18,9 | 26,5 | 27,7 | 21,4 |
| KUV | 0,7 | 1,2 | 1,8 | 2,2 | 2,3 | 2,1 |
| Dividendenrendite | 3,6% | 2,9% | 2,8% | 2,6% | 2,8% | 3,4% |

Quelle: Independent Research; Mensch und Maschine Software SE

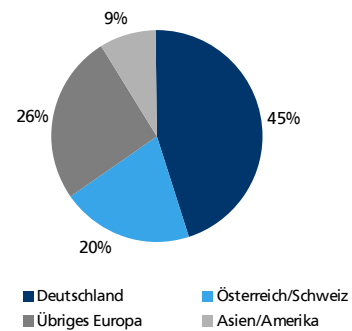
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatzentwicklung



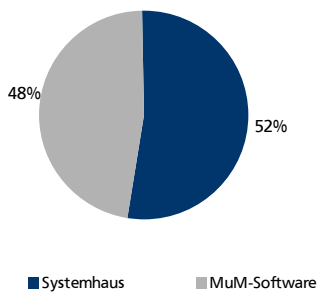
- ⇒ Nach der erfolgten Umstellung von Kauf- auf Mietsoftware hat der Umsatz 2018 wieder deutlich angezogen
- ⇒ MuM dürfte 2019e von der Übernahme von SOFISTiK profitieren

Umsatz nach Regionen (2018)



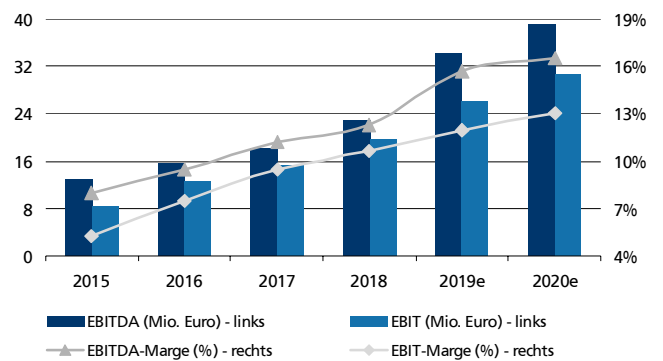
- ⇒ Die DACH-Region (Deutschland, Österreich und die Schweiz) bleibt der Hauptmarkt von MuM, insbesondere im Systemhausgeschäft
- ⇒ Internationaler Vertrieb vor allem bei der eigenen Software

Rohertrag nach Segmenten (2018)



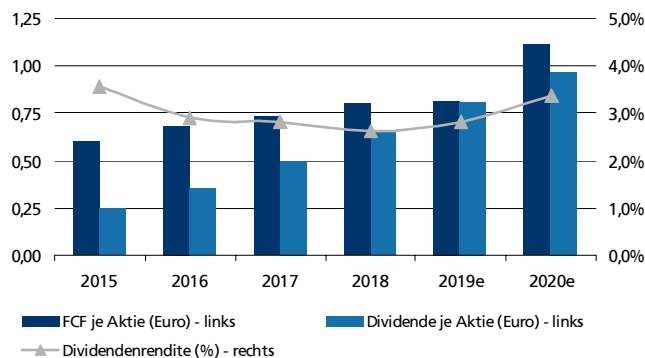
- ⇒ Nach der Umstellung von Kauf- auf Mietsoftware hat das Systemhaus mit einem Anteil am Rohertrag von 52% (48%) wieder an Boden gewonnen
- ⇒ Mit der SOFISTiK-Übernahme dürfte MuM-Software 2019 wieder stärker werden

Ergebnisentwicklung



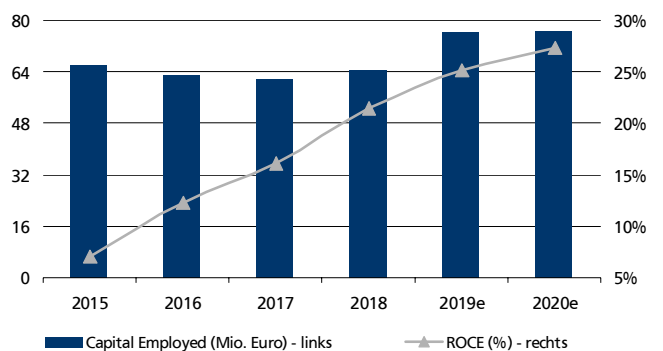
- ⇒ Steigende Profitabilität in beiden Segmenten vor allem durch Skaleneffekte im Systemhausgeschäft
- ⇒ EBITDA steigt ab 2019e auf Grund von IFRS16 um ca. 4 Mio. Euro p.a.

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



- ⇒ Anstieg des Capital Employed 2019e auf Grund der SOFISTiK-Akquisition
- ⇒ Steigender ROCE trotz wieder zunehmender PPA-Amortisationen - MuM mit hohem Value Added und einem ROCE 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: 15.03.2019 -

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: 15.03.2019

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