

Mensch und Maschine: “Noch immer verdammt nah am 16-Jahres-Hoch”



Die **Mensch und Maschine Software SE** (MuM) bleibt auf Wachstumskurs. Im ersten Halbjahr verbuchte der CAD/CAM-Spezialist ein Umsatzplus von 7,9 Prozent auf 87,8 Mio. Euro, das Nettoergebnis legte um 74 Prozent auf 3,58 Mio. Euro zu (siehe dazu auch die Analyse der Zahlen von boersengefluester.de **HIER**). Insgesamt sieht sich MuM-CEO Adi Drotleff auf gutem Weg, das EBITDA-Jahresziel von ca. 16 Mio. Euro zu erreichen. Die Dividende für 2016 sieht der Konzernlenker „eher bei 35 als bei 30 Cent“. Boersengefluester.de sprach mit CEO, Gründer und Großaktionär Drotleff über die verhaltene Reaktion der Anleger, den „Puffer“ für das Gesamtjahresziel und eine weitere Aufstockung seiner Anteile, aber auch die Zurückhaltung der Analysten, deren Kursziele bei 12,50 bis 14,00 Euro liegen.

Herr Drotleff, der Aktienkurs der Mensch und Maschine Software SE ist nach Vorlage der Halbjahreszahlen trotz der hohen Gewinnsteigerung unter Druck geraten. Waren die Erwartungen im Vorfeld zu hoch?

Adi Drotleff: Mag sein, aber nur auf sehr kurze Sicht. Die MuM-Aktie hat in den vergangenen zwölf Monaten ihren Kurs verdoppelt und bewegt sich seit drei Monaten in einer Bandbreite zwischen 12,50 und gut 15 Euro. Am Freitag (22. Juli 2016) schloss sie

auf Xetra mit 14,79 Euro, und am Montag nach den Zahlen ging sie mit 14,26 Euro aus dem Handel. Das ist immer noch verdammt nah am 16-Jahres-Hoch, denn solche Kurse haben wir zuletzt im Jahr 2000 gesehen.

Wachstumstreiber im ersten Halbjahr war die eigene Software mit einem Umsatzplus von zwölf Prozent auf 23,1 Mio. Euro. Damit ist es MuM erneut gelungen, seine Marktanteile zu steigern. Ist Ihre Software der Konkurrenz überlegen oder ist die Vertriebsstärke hierfür entscheidend?

Drotleff: Mehr als 80 Prozent des Eigensoftware-Umsatzes kommt aus dem CAM-Bereich, wo wir uns auf das High-End konzentrieren. Mit unserer Produktfamilie hyperCAM senken wir zum Beispiel signifikant die Maschinenzeiten beim 5-Achs-Fräsen, was bei Anschaffungskosten im sechs- bis siebenstelligen Bereich für solche Werkzeugmaschinen enorme Kundenvorteile bringt. Da sind die 30.000 Euro, die wir im Schnitt pro Software-Neuinstallation berechnen, im Handumdrehen wieder eingespielt. Insofern hat sich der relativ hohe Entwicklungsaufwand von über 10 Millionen Euro, den wir pro Jahr investieren, sehr gelohnt. Dass der Vertrieb bei einem technisch so anspruchsvollen Produkt absolut auf Augenhöhe mit den Kunden sein muss, versteht sich von selbst. CAM-Software verkauft sich praktisch nur durch gewonnene Benchmarks – und wenn der Kunde nach wenigen Stunden ein Teil auf seiner eigenen Maschine gefertigt bekommt, von dem er vorher dachte, dass man das gar nicht fräsen kann, oder bei dem seine bisherige Software ein Vielfaches an Fräszeit benötigt, dann ist das eben sehr überzeugend.



Mensch und Maschine ↗

Kurs: 13,820 €

Der Umsatz im Systemhaus-Segment war im zweiten Quartal rückläufig. Verantwortlich hierfür waren in erster Linie die im ersten Quartal zu beobachtenden Vorzieheffekte im Vorfeld der Umstellung der Autodesk-Softwarelizenzen auf ein Mietmodell. Wie wird sich die Umstellung des Autodesk-Lizenzmodells im zweiten Halbjahr auf Ihre Umsatz- und Ergebnisentwicklung auswirken?

Drotleff: Wichtig ist uns die Entwicklung der Wertschöpfung, also des Rohertrags, und der war im zweiten Quartal keineswegs rückläufig, sondern hat im Konzern um 8,1 Prozent zugelegt. Dass sich die Autodesk-Umstellung massiv auf unseren Umsatzmix im Systemhaus-Segment auswirken würde, war klar. Zunächst mit einem positiven Peak im Januar, als der Verkauf von Einzellizenzen beendet wurde, dann durch schwächere Handelsumsätze im Neugeschäft bis Ende Juni, weil Autodesk-Mietlizenzen eben nur 30 bis 40 Prozent vom Listenpreis pro Jahr kosten. Ein ähnliches Muster werden wir noch einmal im zweiten Halbjahr sehen, weil per Ende Juli auch die Suiten von Verkauf auf Miete umgestellt werden. Insgesamt hatte die Umstellung durch den Schlussverkaufseffekt ein gewisses Upside-Potenzial, das wir natürlich gerne mitgenommen haben. Aber viel wichtiger ist uns das proprietäre Geschäft mit eigener Software und Dienstleistung, das rund drei Viertel unserer Wertschöpfung ausmacht. Das wird in Zukunft noch stärker dominieren, weshalb wir unsere Ziele für 2016, also 170 Mio. Euro Umsatz und 16 Mio. Euro EBITDA, gut untermauert sehen. Dabei dürfte das dritte Quartal mit höherer Umsatzsteigerung, aber etwa demselben EBITDA-Niveau wie Q2 hereinkommen, und das Schlussquartal dürfte wie Q2 stark proprietär geprägt sein. Das heißt: wenig Umsatzsteigerung, aber mit saisonal typisch starkem Rohertrag und EBITDA (Anmerkung: EBITDA = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen).

Und wie schätzen Sie die mittelfristige Entwicklung ein?

Drotleff: Im Jahr 2017 ist durchaus vorstellbar, dass wir die geplanten zehn Prozent Zuwachs beim Rohertrag und 3 bis 4 Millionen Euro mehr EBITDA praktisch ohne Mehrumsatz, also rein durch Verlagerung von Handels- auf Eigengeschäft erreichen. Und ab 2018 vergleicht man dann wieder Äpfel mit Äpfeln – dann dürfte sich auch der von Autodesk erhoffte positive Effekt des Mietmodells auf die Systemhaus-Umsätze einstellen, weil bei Miete ja jedes Jahr 30 bis 40 Prozent des Listenpreises anfällt, während die laufende Wartungsgebühr nach dem Verkauf der Software nur etwa 15 Prozent beträgt.



Mensch und Maschine ↗

Kurs: 13,820 €

Das klingt nach einer gewissen Abgrenzung von Ihrem Hauptlieferanten Autodesk an. Hören wir da richtig?

Drotleff: Unser Systemhaus-Kerngeschäft ist in der Tat nicht der Verkauf von **Autodesk-Software**, sondern die kundenspezifische Entwicklung von Lösungen. Dabei ist das breite Autodesk-Portfolio mit seinen offenen Schnittstellen zwar eine ideale Grundlage, aber wir mischen sowohl eigene Software-Technologie als auch gegebenenfalls Lösungen von Drittanbietern dazu, um für jeden Einzelfall die ideale Kundenlösung zu finden – mit so viel Standard wie möglich, aber eben auch so viel individueller Anpassung wie nötig. Bei BIM und PDM / Industrie 4.0 haben wir eigene Applikationen für den deutschsprachigen Markt, die derzeit nach und nach auch auf unsere anderen europäischen Märkte angepasst werden, und mit **BIMready™** haben wir ein Ausbildungskonzept entwickelt, um alle Beteiligten in der Baubranche, vom Bauzeichner und Konstrukteur bis zum Projektleiter, für die neuartige Denk- und Arbeitsweise fit zu machen. Sie können sich vorstellen, wie hoch die Nachfrage nach solchen Lösungen und Konzepten angesichts spektakulär aus dem Ruder gelaufener Großprojekte wie Flughafen Berlin, Elbphilharmonie oder Stuttgart 21 hierzulande ist.

Ihre EBITDA-Prognose für das Gesamtjahr 2016 sehen Sie nach dem ersten Halbjahr „gut untermauert“. Wie viel Puffer haben Sie nach dem ersten Halbjahr aufgebaut?

Drotleff: Die erreichten 8,33 Mio. Euro entsprechen 52 Prozent des Jahresziels von 16 Mio. Euro. Damit könnte das zweite Halbjahr operativ um rund acht Prozent schwächer ausfallen als das erste, und wir würden trotzdem unser EBITDA-Ziel erreichen. Unser

Ehrgeiz liegt natürlich etwas höher, und die gute Entwicklung der Nachfrage bei CAM-Software sowie im Systemhaus-Segment bei den „heißen“ Themen BIM und PDM / Industrie 4.0 macht uns da ganz zuversichtlich.

Die wichtigsten Finanzdaten auf einen Blick					
	2012	2013	2014	2015	2016e
Umsatzerlöse¹	118,80	125,83	140,02	160,38	172,00
EBITDA^{1,2}	9,97	7,81	10,87	12,81	16,30
EBITDA-Marge³	8,39	6,21	7,76	7,99	9,48
EBIT^{1,4}	6,18	3,81	6,76	8,47	14,40
EBIT-Marge⁵	5,20	3,03	4,83	5,28	8,37
Jahresüberschuss¹	3,62	2,62	4,11	4,27	8,17
Netto-Marge⁶	3,05	2,08	2,94	2,66	4,75
Cashflow^{1,7}	-5,70	3,78	6,29	14,73	16,50
Ergebnis je Aktie⁸	0,24	0,16	0,24	0,24	0,490
Dividende⁸	0,20	0,20	0,20	0,25	0,35

Quelle: boersengefluester.de und Firmenangaben

Neu: Geschäftsbericht 2015 - Kostenfrei herunterladen.



¹ in Mio. Euro; ² EBITDA = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen; ³ EBITDA in Relation zum Umsatz; ⁴ EBIT = Ergebnis vor Zinsen und Steuern; ⁵ EBIT in Relation zum Umsatz; ⁶ Jahresüberschuss (-fehlbetrag) in Relation zum Umsatz; ⁷ Cashflow aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit; ⁸ in Euro; Quelle: boersengefluester.de

Wirtschaftsprüfer: RSM AWT Audit Wirtschafts Treuhand

Beim Nettoergebnis sprechen Sie von einer „höheren Zieltoleranz“. Bereiten Sie Ihre Aktionäre damit schon einmal darauf vor, dass sich die angepeilte Verdopplung des Nettoergebnisses eventuell doch nicht ganz realisieren lässt? Von welchen Faktoren ist die Zielerreichung im Wesentlichen abhängig?

Drotleff: Nein, das ist keine Rücknahme des Ziels, sondern ein Hinweis. Wir hatten im Halbjahresergebnis einen negativen Währungseffekt von etwa einer Viertelmillion, verglichen mit einem gleich hohen positiven Effekt im Vorjahr. Die resultierende halbe Million Euro entsprach immerhin rund 14 Prozent des Nettogewinns. Unser EpS-Ziel ist

eine Verdoppelung von 24 auf 48 Cent, und plus/minus 14 Prozent von 48 Cent entspräche fast plus/minus 7 Cent. Ansonsten hängt das Nettoergebnis vom letztlich erreichten EBITDA ab, ebenso wie von der genauen Steuerquote, die wir im Moment auf 35 Prozent schätzen. Die grundsätzliche langfristige Entwicklung, also unser Ziel von 3 bis 4 Mio. Euro mehr EBITDA und eine Steigerung von 13 bis 20 Cent beim Ergebnis je Aktie (EpS) pro Jahr, ist von solchen Toleranzen, die in der Natur der Sache liegen und sich langfristig auch meist aufheben, überhaupt nicht beeinflusst und vollkommen intakt.

Lässt sich abschätzen, welche Auswirkungen ein Austritt Großbritanniens aus der EU für MuM haben würde?

Drotleff: Der UK-Anteil an unserer Wertschöpfung liegt deutlich unter fünf Prozent. Das Land hat eine eigene Währung und ohnehin in der EU schon immer eine gewisse Außenseiterrolle eingenommen, was ich gar nicht kritisch meine, sondern als Tatsachenbeschreibung. Wir begrüßen unser UK-Management bei Meetings schon mal scherzhaft mit „Welcome to Europe“. Insofern erwarten wir keine signifikanten Auswirkungen des Brexit auf unser Geschäft.

Sie haben eine weitere Erhöhung der Dividende in Aussicht gestellt. Wie hoch würden Sie aktuell die Wahrscheinlichkeit beziffern, dass die Dividende für 2016 von 25 Cent auf mindestens 30 Cent je Aktie steigt?

Drotleff: Die liegt ziemlich nahe an 100 Prozent, mein Ziel ist ohnehin eher 35 als 30 Cent.

Persönlich haben Sie die temporäre Kursschwäche der MuM-Aktie sowie die Aktiendividende genutzt, um Ihren Anteil an der Gesellschaft auf jetzt 43,3 Prozent zu erhöhen. Peilen Sie mittelfristig die Marke von 50 Prozent an?

Drotleff: Nein, das ist nicht mein Ziel, ich habe genug Stimmrechte. Meine Entscheidung, ob ich die MuM-Aktie kaufenswert finde, hängt mehr mit der Dividendenrendite zusammen, und die liegt nach wie vor bei mehr als zwei Prozent für 2016 und steigt danach voraussichtlich kräftig an. Deshalb habe ich bei einem Tauschkurs von 13,79 Euro die Option Aktiendividende für mein komplettes Aktienpaket gezogen.

Die Analysten für die MuM-Aktie votieren derzeit mit Halten, bei Kurszielen zwischen 12,50 Euro und 14,00 Euro. Können Sie die Zurückhaltung der Experten nachvollziehen?

Drotleff: Analysten haben normalerweise einen Sechs-Monats-Horizont für das Kursziel. Und bei einem angenommenen Ergebnis je Aktie für 2016 von 48 Cent und einem Kursziel von 15 Euro läge das KGV bei über 30 – da kann man schon verstehen, dass sie sich momentan nicht weiter aus dem Fenster lehnen wollen bzw. dürfen. Man darf ja auch nicht vergessen, dass dieselben Analysten jahrelang mit Kurszielen von 8 bis 10 Euro weit vor dem Markt lagen, während die Aktie wie festgeklebt bei etwa 5 Euro verharrte. Relativ zu unserem mittelfristigen Ergebnisziel je Aktie von 1 Euro und mehr, das wir für 2019 im Visier haben, sowie zur Bewertung anderer Softwareanbieter wie **Nemetschek** oder **Autodesk** hat die Aktie ohnehin genug Luft nach oben.

INVESTOR-INFORMATIONEN

©boersengefluester.de

M e n s c h u n d M a s c h i n e

WKN	Kurs in €	Empfehlung
658080	13,820	Halten
KGV 2017e	KBV	Börsenwert in Mio. €
20,94	6,40	230,56
Dividende '15 in €	HV-Termin	Div.-Rendite in %
0,25	10.05.2017	1,81

Fotos: Mensch und Maschine Software SE



Adi Drotleff gründete **Mensch und Maschine** (MuM) im Jahr 1984 – mit damals 30 Jahren. Ursprünglich war die Gesellschaft mit Sitz im bayerischen **Weßling** als Wiederverkäufer für AutoCAD an den Start gegangen. Am 21. Juli 1997 folgte das IPO am Neuen Markt. Seit 2000 hat MuM die eigene Software-Entwicklung stark forciert, die heute eine

der beiden Säulen des Geschäfts bildet. Ab dem Jahr 2009 erfolgte der Umstieg von Distribution auf Systemhaus, also von indirektem auf direkten Vertrieb. Heute ist MuM das größte **Autodesk**-Systemhaus in Europa, erwirtschaftet aber rund drei Viertel seiner Wertschöpfung mit eigener Software, Schulungen, kundenspezifischen Anpassungen und sonstigen Dienstleistungen. Der Diplom-Informatiker Drotleff hält mehr als 43 Prozent der Aktien von MuM und ist mit Abstand größter Anteilseigner. Im Streubesitz befinden sich knapp 46 Prozent der Papiere.