

MuM hat ein positives Cash-Problem!

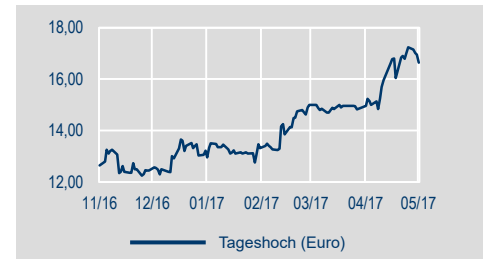
CEO Adi Drotleff im Gespräch

Die Geschäfte des CAD/CAM-Spezialisten laufen wie am Schnürchen. Das Unternehmen ist sehr gut ins neue Jahr gestartet. Der Umsatz lag im Q1 bei über 45 Mio. Euro. Der Umsatzanteil der eigenen Software kletterte um 11 % auf knapp 13 Mio. Euro. Die Einnahmen des Systemhauses waren plangemäß noch rückläufig und erreichten ein Niveau von fast 33 Mio. Euro. Positiv: Der Konzern-Rohrertrag konnte sich trotz Umsatzrückgang verbessern.

ISIN	DE0006580806
Market-Cap	283 Mio. Euro
Umsatz 2016	167.1 Mio. Euro
Jahresergebnis 2016	6.6 Mio. Euro
Branche	Software
Aktienkurs	17.00 Euro



Adi Drotleff



Dies liegt daran, dass die Margen im Softwarebereich natürlich deutlich höher sind als im Systemhaus-Geschäft. Im Systemhaus-Bereich ist wichtig zu wissen: Die Einheit „leidet“ zumindest derzeit noch unter der Umstellung beim US-Konzern Autodesk von einem klassischen Lizenz-Geschäft zu einem Mietmodell. „Wir befinden uns mit Q2 im letzten Quartal dieser Umstellung seitens Autodesk. Von dieser Umstellung werden wir im 2. Halbjahr 2017 profitieren, da die Preise von Autodesk für das Mietmodell deutlich höher sind als die Wartungspreise nach dem Verkauf einer klassischen Lizenz“, sagt MuM-Chef Adi Drotleff im Gespräch mit der Vorstandswoche. Mensch und Maschine erzielte im Q1 trotz eines Umsatzrückgangs eine Steigerung des EBITDA von 5.3 auf 5.4 Mio. Euro. Der operative Cashflow sprudelte mit 7.7 Mio. Euro gewaltig. Für das Jahr 2017 rechnet Drotleff mit einem EBITDA von 17.5 bis 18.5 Mio. Euro nach knapp 16 Mio. Euro im Vorjahr. Netto sollen zwischen 8.5 und 9.3 Mio. Euro in der Kasse klingeln. Im vergangenen Geschäftsjahr betrug der operative Cashflow 14.7 Mio. Euro. Capex ist überschaubar, so dass der Free Cashflow im Jahr 2016 bereits bei über 10 Mio. Euro lag. Drotleff rechnet in 2017 mit einem steigenden operativen Cashflow als auch mit einem höheren Free Cashflow im Vergleich zum Vorjahr. Der Free Cashflow sollte sich 2017 auf 14 bis 15 Mio. Euro belaufen.

Damit hat die Gesellschaft nach Lesart von Drotleff ein „Cash-Problem“. Per Ende Dezember lag die Nettoverschuldung bei 14.3 Mio. Euro und per Ende März 2017

bei nur noch 8.6 Mio. Euro. Da die Free Cashflows weiter sprudeln, wäre die Firma per Ende 2017 vermutlich auf Nettobasis frei von Schulden. Das wäre ein Zustand, der nicht im Sinne des Großaktionärs ist. „Gar keine Nettoverschuldung ist nicht gut, weil wir dann keine Verhandlungsmacht mehr gegenüber den Banken hätten. Ein hoher Nettobarbestand würde bei Negativzinsen auch keinen Spaß machen. Solange die Zinsen derart niedrig sind, möchten wir daher wegen des Leverage-Effekts eine gesunde Nettoverschuldung halten.“ Bisher hat der Gründer und Großaktionär für das Jahr 2017 eine Dividende von 45 bis 50 Cent je Aktie in Aussicht gestellt. Auf Basis des Grundkapitals von rund 16.7 Mio. Euro Aktien, würde eine Auszahlung von 50 Cent je Aktie einem Cash Out im Frühjahr 2018 von etwas mehr als 8 Mio. Euro entsprechen. Der Free Cashflow wird aber allein schon in 2017 fast doppelt so hoch sein. Da Drotleff weiterhin eine gewisse „Nettoverschuldung“ haben will, dürften höhere Ausschüttungen winken. Zukäufe, die grundsätzlich eine Option sind, erteilt Drotleff aktuell eine Absage. „Unser organisches Wachstum ist sehr gut. Wir brauchen keine Übernahme, um weiter zu wachsen. Zudem sind die Preisvorstellungen für interessante Gesellschaften derzeit viel zu hoch für uns.“ Wir meinen: Sollte er nicht zukaufen, kann er bereits für 2017 mindestens den gesamten Nettogewinn an seine Anteilseigner ausschütten – also eine Vollausschüttung. Das wären dann nicht bis zu 50 Cent je Aktie, sondern eher fast 60 Cent je Aktie. Für das Jahr 2018 rechnet der Firmenlenker mit einer weiteren Steigerung des EBITDA auf ca. 22 Mio. Euro.

Der Gewinn soll auf 11.5 Mio. Euro steigen oder ca. 70 Cent je Aktie. „Unser operativer Cashflow pro Aktie ist übrigens ein guter Indikator für den Gewinn je Aktie in der Zukunft. Lag dieser in 2016 bei 90 Cent je Aktie, erreichten wir 40 Cent EPS je Aktie. Unser EPS hinkt dem operativen Cashflow je Aktie derzeit 2 bis 3 Jahre hinterher.“ Der Umsatz soll mittelfristig die Marke von 200 Mio. Euro knacken. Spätestens im Jahr 2020 will Drotleff 1 Euro je Aktie verdienen. Die EBITDA-Marge soll sich mittelfristig auf über 14 % belaufen. „Dieses Margenniveau ist gut erreichbar. Schau dir die Margen von Nemetschek an, dann haben wir durchaus das Potenzial, dieses Niveau mindestens zu erreichen.“ Bisher erzielt die Gesellschaft pro Mitarbeiter im Jahr ein EBITDA von gut 20 000 Euro. „Nemetschek liegt pro Mitarbeiter deutlich über 40 000 Euro. Sie erkennen leicht, dass wir noch lange nicht an unseren Zielen angelangt sind.“

Drotleff hält an der Gesellschaft einen Anteil von fast 44 %. Sofern die Aktie schwächer handelt, wird er, wie in der Vergangenheit auch, eigene Aktien kaufen. „Für mich gibt es kein besseres Investment als unsere Aktie. Wir wachsen, steigern unsere Margen und haben eine Dividendenrendite von ca. 3 %. Für mich ist das ausreichend.“ Wir hatten die Aktie im März 2016 bei Kursen von unter 10 Euro erneut zum Kauf empfohlen. Inzwischen handeln die Anteilsscheine bei 17 Euro. Im Vergleich zu den Umsatzmultiples von Nemetschek oder auch RIB Software ist die Aktie von MuM immer noch günstig. Halten Sie es wie Drotleff: Kursrückgänge sind Kaufchancen!