

Industrie-Holding

MBB Industries

Schlusskurs 27.02.2013 (XETRA): 19,695 €

Kaufen

Kursziel: 26,00 € (Ersteinschätzung)

Reuters MBBG.DE
 Bloomberg MBB GR
 ISIN DE000A0ETBQ4
 Index -



High / Low 52 Wochen (Schlusskurse) 19,695 € / 6,160 €
 Marktkapitalisierung 127,15 Mio. €
 Aktienanzahl 6,60 Mio.
 davon nicht in Eigenbesitz 6,46 Mio.
 Ø Handelsvolumen XETRA / Tag (15 Tage) 85 Tsd. €
 Ø Tagesumsatz in Stück XETRA (15 Tage) 5 Tsd.

Aktionäre Management u. Aufsichtsrat 77,17%
 Eigenbestand Aktien 2,18%
 Streubesitz 20,65%

Finanzdaten

- Prognose für 2012e nach Berichterstattung vorläufiger Eckdaten -
 EPS und Dividende je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €

	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	110	205	240	245	252
EBITDA	9	24	25	26	27
EPS	0,51	2,08	2,11	2,15	2,22
Dividende	0,44	0,50	0,55	0,60	0,70

Kurs: 19,695 € (27.02.2013); unverwässerte Basis: 6,46 Mio. Aktien

KGV	9,49	9,35	9,15	8,89
EV/ EBITDA	4,69	4,56	4,38	4,24
Dividendenrendite	2,5%	2,8%	3,0%	3,6%

Quelle: Unternehmen (histor. Daten), SRH AlsterResearch (Prognosen)

Ereignisse Vorläufige Eckdaten Gj. 2012 28.02.2013

Termine Jahresgeschäftsbericht 2012 30.04.2013
 Zwischenbericht Q1 2013 31.05.2013
 Hauptversammlung 17.06.2013
 Zwischenbericht Q2 2013 30.08.2013
 Geschäftsjahresende: 31. Dezember

SRH AlsterResearch AG

Carsten Mainitz (Analyst) +49 (0) 40 37 85 52 27
 Oliver Drebing (Analyst) +49 (0) 40 37 85 52 20

Analyse veröffentlicht am 28. Februar 2013

Starker Auftrieb, ohne dabei abzuheben

Die für das Gesamtjahr 2012 vorgelegten Eckdaten bestätigen einmal mehr den Erfolgspfad, der sich zuvor in den Zwischenberichten abgezeichnet hatte. Von herausragender Bedeutung erweist sich die letztes Frühjahr getätigte Akquisition der MBB Fertigungstechnik. Mit dem vom Landmaschinenhersteller Claas übernommenen Anlagenbauer hat sich die Industrie-Holding umsatz- und ergebnisseitig in eine neue Klasse gehievt. Schon das vorangegangene MBB-Engagement im Anlagenbau, die Reimelt-Henschel-Gruppe, hatte sich als goldener Griff erwiesen; von Reimelt-Henschel trennte sich MBB 2009 nur deshalb weniger als zwei Jahre nach dem Erwerb, weil eine außergewöhnlich attraktive Exit-Gelegenheit den Verkauf nahelegt hatte (Vervielfachung des eingesetzten Kapitals).

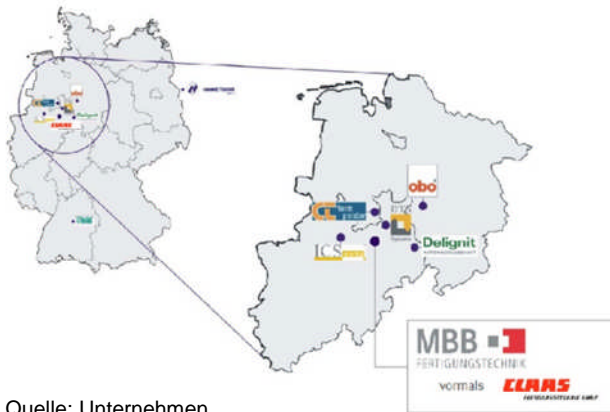
Mittelfristig sollen Umsatzsteigerungen bis zu einer Zielgröße von 300 Mio. € (für 2012 berichtet: 205 Mio. €) vorrangig aus der operativen Weiterentwicklung des aus aktuell sechs Unternehmen und Unternehmensgruppen bestehenden Portfolios erzielt werden. Abzugrenzen ist die Ausrichtung der Industrie-Holding von jedem Ansatz mit dominanter „Exit-Orientierung“. Generell ergibt sich das rationale Grundprinzip des Buy-and-build-Ansatzes aus der langfristig angelegten Zusammenführung von Kompetenz, Einkaufsmacht, Kundenzugang und finanzieller Reichweite, um so eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der unternehmerischen Einheiten zu ermöglichen.

Die Automotive-Branche hat hohes Gewicht innerhalb der Abnehmerstruktur von MBB. Gerade für Zulieferer der Automobilindustrie sind Kooperationen und entsprechende Anknüpfungspunkte, auch die Bereitschaft zu externem Wachstum mittlerweile Voraussetzung für die Akzeptanz beim Kunden. Stand alone ist passé, gerät hinsichtlich Skaleneffekten, weltweitem Zugriff, nicht zuletzt auch der Personalakquise ins Hintertreffen und erlaubt kaum mehr wettbewerbsfähige Angebote. Limitierungen der Anpassung, sei es auch hinsichtlich eines überregional abrufbaren Services, werden immer weniger toleriert. Ein wichtiges Ereignis in der Konzernentwicklung markiert deshalb auch das für 2013 geplante Übersetzen der Fertigungstechnik nach China. Das mit Chancen und Risiken behaftete Unterfangen, mittelständische Betriebe im Reich der Mitte zu etablieren, verlangt das strategische Bekenntnis zum Einsatz finanzieller Ressourcen und zur Bindung von Managementkapazität ab.

Bei Herausrechnung der Position vereinnahmter Anzahlungen in einer Größenordnung von 10 Mio. € (Schätzung AlsterResearch zu MBB Fertigungstechnik) könnte MBB Industries auf liquide Mittel von 35 Mio. € zurückgreifen (berichtete Größe einschl. Anzahlungen: 45,2 Mio. €); die Nettofinanzposition insgesamt stellt sich als Liquiditätsüberschuss von 31,5 Mio. € dar. Schwerpunkt der diesjährigen Investitionstätigkeit wird der Ausbau des Produktionsstandortes von Hanke Tissue sein. Die Papierfabrik (Tissue-Rohware und -Produkte), über Jahre die operativ erfolgreichste Beteiligung von MBB Industries, wird die Kapazitäten damit verdoppeln.

Obwohl wir in unserem Prognosegerüst von einer weitaus flacheren Wachstumskurve ausgehen, als es der mittelfristigen Zielsetzung von 300 Mio. € Umsatz entspräche, erkennen wir eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Aus den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen (Peer group) leiten wir aktuell eine Bewertungsspanne von 24,59 € (KGV-Betrachtung) bis 29,29 € (EV/EBIT) ab. Das Resultat unserer Wertermittlung per DCF-Modell (25,54 €) stützt diese Indikation. Wir formulieren ein Kursziel von 26 €. Das Anlageurteil unserer Ersteinschätzung lautet „Kaufen“.

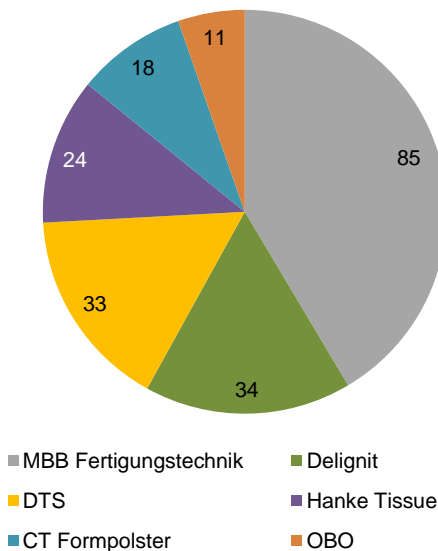
Starke Anknüpfungspunkte für Buy-and-build



Quelle: Unternehmen

Umsatzanteile 2012e (Prognose)

Angaben in Mio. €



Quellen: SRH AlsterResearch

MBB Industries sticht mit dem Merkmal einer langfristig wertgetriebenen Entwicklung des Unternehmens-Portfolios hervor. Regional hat die Industrie-Holding – Sitz ist Berlin – einen Schwerpunkt des operativen Geschäfts in Ostwestfalen nebst niedersächsischer Nachbarschaft, also in einer strukturell sehr gesunden Kernregion von „German Mittelstand“. Polen ist Standort der Papierfabrik Hanke Tissue (Tissue-Rohware und -Produkte), deren Absatzregion Mittelost- und Osteuropa umfasst. Spezialisiert ist MBB auf mittelständische Industrieunternehmen mit einem Umsatz größer als 10 Mio. €. Abzugrenzen ist die Ausrichtung der Industrie-Holding von jedem Ansatz mit dominanter „Exit-Orientierung“. Mittelfristig sollen Umsatzsteigerungen bis zu einer Zielgröße von 300 Mio. € (für 2012 berichtet: 205 Mio. €) vorrangig aus der Weiterentwicklung der bestehenden Portfolio-Gesellschaften erzielt werden. Das aktuelle Portfolio zählt sechs Unternehmen und Unternehmensgruppen, die in der Berichterstattung drei Segmenten zugeordnet sind (Technische Applikationen, Industrieproduktion, Handel und Dienstleistung). Neues Gravitationszentrum innerhalb der Konzernstruktur ist die im Frühjahr 2012 übernommene MBB Fertigungstechnik (vormals Claas Fertigungstechnik, Beelen). Wir ordnen dem Hersteller von Montage- und Schweißanlagen allein für das ab April in neun Monaten verbuchte Geschäft einen auf 40% geschätzten Anteil am Jahresumsatz der Holding zu (bisher vorläufig berichtet: Eckdaten zum Konzernumsatz). Innerhalb der Abnehmerstruktur der MBB-Unternehmen hat die Automotive-Branche hohes Gewicht. MBB Fertigungstechnik, OBO (Erwerb 2003) und Delignit (Beteiligung seit 2003) setzen ihre Anlagen oder Zulieferteile mehrheitlich bei eben jener Industrie ab, die auch Deutschlands Wertschöpfung insgesamt stark prägt.

Das rationale Grundprinzip des Buy-and-build-Ansatzes ergibt sich aus der langfristig angelegten Zusammenführung von Kompetenz, Einkaufsmacht, Kundenzugang und finanzieller Reichweite, über die eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Portfolio-Einheiten angestrebt wird. Gegenüber dem Stand alone-Ansatz des „Einzelkämpfers“ hebt diese Allokationsleistung Wertpotenziale. MBB Industries hat gleich mehrere Anknüpfungspunkte, sich strategisch und taktisch entsprechend voran zu arbeiten. So verfügt MBB mit dem 2008 übernommenen DTS-Konzern über einen „Hub“ zur Heranbildung eines deutschlandweit führenden IT-Anbieters von Cloud computing-Lösungen für mittelständische Betriebe. DTS akquirierte 2010 die ICSmedia aus Münster, 2011 folgte der Erwerb der eld datentechnik (Fellbach bei Stuttgart).

Ein wichtiges Ereignis in der Konzernentwicklung erwarten wir mit dem für 2013 geplanten Übersetzen der MBB Fertigungstechnik nach China. Die mit Chancen und Risiken behaftete Herausforderung, mittelständische Betriebe im Reich der Mitte zu etablieren, verlangt das strategische Bekenntnis zum Einsatz finanzieller Ressourcen und zur langfristigen Bindung von Managementkapazität ab.

MBB Industries kann – bei Herausrechnung der Position vereinnehmter Anzahlungen in einer von uns geschätzten Größenordnung von 10 Mio. € – auf liquide Mittel von 35 Mio. € zurückgreifen (berichtete Größe einschließlich Anzahlungen: 45,2 Mio. €); als Nettofinanzposition insgesamt ergibt sich ein Liquiditätsüberschuss von 31,5 Mio. €. Zur hohen bilanziellen Solidität trägt auch ein geringer Anteil immaterieller Vermögenspositionen (u.a. Goodwill) bei.

Differenzierte Wachstumsprognose

Seit 1995 wächst MBB Industries profitabel. Das bedeutet keineswegs, dass jede Planung eins zu eins umgesetzt werden konnte und sich also eine gerade Erfolgslinie ziehen ließe.

Naturgemäß bedürfen Planungsszenarien zum Anlagenbau, dem mit MBB Fertigungstechnik nunmehr wieder großes Gewicht innerhalb der Industrie-Holding zukommt, stets der Reserve, des Puffers. Hier prägen einzelne projektbezogene Vertriebsfolge wie auch die von individuellem Know how abhängige, kalkulationskonforme Ausführung der Aufträge den Geschäftsverlauf. Die konjunkturelle Zyklik ist ein weiterer externer Faktor, der die mittel- und längerfristige Planung überlagert. Das vorangegangene MBB-Engagement im Anlagenbau stellte die Reimelt-Henschel-Gruppe dar (August 2007 bis Mai 2009; Spezialist für die Lebensmittelindustrie), die nur deshalb nicht langfristig im Portfolio verblieb, weil eine außergewöhnlich attraktive Exit-Gelegenheit den Verkauf nahelegt hatte (Vervielfachung des eingesetzten Kapitals).

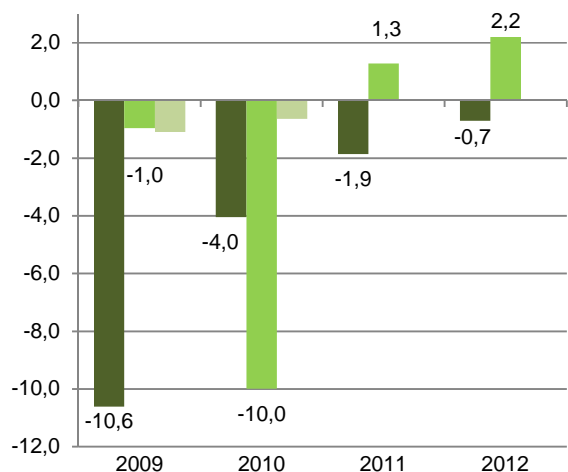
Eine anders gelagerte Erfahrung machte das Management-Team im Zuge der Restrukturierung von Delignit ab 2008, die mit einer erheblichen Schrumpfung der Kapazitäten und der Komplexität verbunden war und deren letztlicher Erfolg sich in der Gewinnentwicklung und dem Abbau der Finanzverbindlichkeiten 2011 und 2012 spiegelt. Buy-and-build bedeutet Allokation von Investitionsmitteln und geht einher mit der Bereitschaft, unternehmerische Risiken zu tragen, die von kleineren und finanziell schwächeren Einheiten nicht zu stemmen wären.

Der Produktionsstandort von Hanke Tissue, des seit 2006 zum MBB-Portfolio zählenden Herstellers von Tissue-Rohware, Servietten, Haushaltsrollen, Taschentüchern und Toilettenpapier, wird fortlaufend erweitert; allein 2009 wurden 5 Mio. € investiert, das 2012 nochmals aufgestockte Ausbauprogramm sieht bis 2014 ein Investitionsbudget von 10 Mio. € vor. Die Rendite der Kapazitätsverdoppelung hängt davon ab, dass über die Kostenführerschaft erfolgreich Wettbewerber verdrängt werden können, wobei die Märkte in Polen und Osteuropa zudem auch weiteres Wachstumspotenzial aufweisen. Die industrielle Logik spricht dafür, dass im Verlauf des kommenden Jahres eine erste wirtschaftliche Ernte eingefahren wird.

Die Buy-and-build-Weiterentwicklung des 2008 übernommenen IT-Dienstleisters DTS, eines auf den deutschen Mittelstand fokussierten Anbieters von Cloud computing, hat einen in diesem Bereich führenden Konzern mit einem sehr breiten Leistungsangebot entstehen lassen. Der bis dato letzte Expansionsschritt (Oktober 2011) war zu einem Kaufpreis von 640 Tsd. € die Akquisition der eld datentechnik, eines deutschlandweiten Distributeurs für IT-Infrastruktursysteme, IP Storage und Access. Das Umsatzvolumen der eld datentechnik von 14 Mio. €, wie es sich 2011 darstellte (ergebnisseitig: 300 Tsd. €), ließ sich 2012 nicht exakt für den DTS-Konzern konservieren. Die langfristige Zielvorstellung, den 2008 von DTS insgesamt erzielten Umsatz von 20 Mio. € über die Jahre zu vervielfachen, bleibt; mit einer inzwischen zeitlich gestreckten Etappenplanung hat sich das MBB-Management jedoch zuletzt etwas zurückgenommen.

Restrukturierung Delignit AG

Angaben in Mio. €

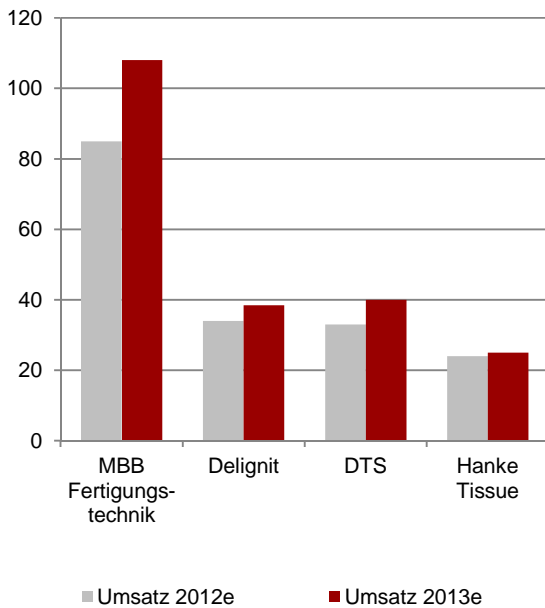


- Nettofinanzposition Delignit AG
- EBIT-Beitrag Delignit AG
- Nachsteuerergebnis aufgegebenes Geschäft (2009, 2010)

Quellen: Unternehmen, SRH AlsterResearch

Wachstum 2013e

Angaben in Mio. €



Quelle: SRH AlsterResearch

Einerseits zeigt die Kapitalmarktkommunikation für 2015 eine Umsatzzielgröße der Gesamt-Holding von 300 Mio. € auf. Das auf das Jahr hochgerechnete Leistungsvermögen, die „Run rate (annualisierter Umsatz) des aktuellen Portfolios liegt bei 240 Mio. €, und die anvisierte Steigerung soll vornehmlich aus der Weiterentwicklung des bestehenden Geschäfts heraus erfolgen. Zugleich jedoch gibt sich das Management zurückhaltend, die genannte Zielgröße auch offensiv als Erfolgsmaßstab zuzulassen. In unserem Prognosegerüst, das dann als Grundlage der relativen Bewertung (Peer group) sowie der DCF-Modellierung dient, gehen wir von einer weitaus flacheren Wachstumskurve aus.

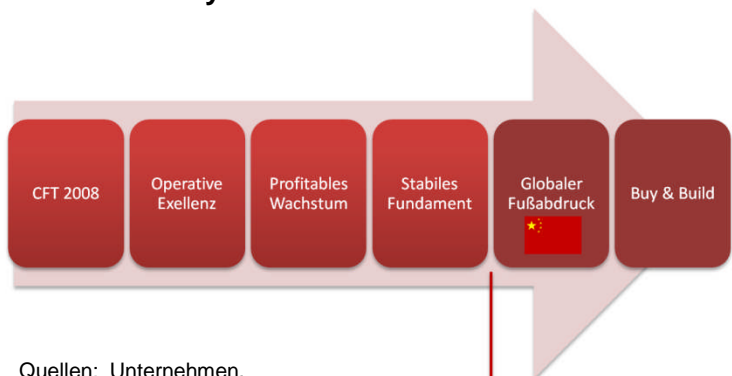
Bausteine unserer Wachstumsprognose sind Annahmen zur mittelfristigen Entwicklung der MBB Fertigungstechnik, der Delignit, zu Hanke Tissue sowie zu DTS.

MBB Fertigungstechnik

Mit Beginn des 2. Quartals 2012 ist die MBB Fertigungstechnik eine Kernbeteiligung der Industrie-Holding. Der Kaufpreis von 13,3 Mio. € liegt 1,7 Mio. € unterhalb des Buchwerts zum Erwerbszeitpunkt (ertragswirksame Verbuchung des Differenzbetrages); das Betriebsgrundstück wurde für weitere 7,7 Mio. € übernommen (Annuitäten-Zahlung vereinbart). Wir schätzen, dass unter Nicht-Berücksichtigung von 20,6 Mio. € aus den ersten drei Monaten die Gesellschaft aus der Abarbeitung von Projektaufträgen 85 Mio. € zum berichteten Jahresumsatz der Holding von 205 Mio. € beigetragen hat. Den EBIT-Beitrag prognostizieren wir auf rund 10 Mio. €.

Im Mittel der letzten Jahre stammten rund 80% der Umsätze aus der Fertigung von Montagelinien für die Automobilproduktion. Aktuell vermeldete MBB, dass eine Montagelinie für Lenksensoren unmittelbar vor Auslieferung an Volkswagen stehe. Das Geschäft bestimmend können in manchen Perioden aber auch großvolumige Aufträge beispielsweise aus der in Ostwestfalen traditionell stark vertretenen Hausgeräteindustrie (Weiße Ware) sein. Der Auftragsbestand der MBB Fertigungstechnik von derzeit rund 100 Mio. € (IFRS) entspricht einer Reichweite von gut einem Jahr. In unserem Prognosegerüst für 2013e ordnen wir dem Anlagenbauer einen Umsatzbeitrag von 108 Mio. € zu und sehen somit von der Erwartung eines unmittelbaren Dynamiksprungs ab.

Von Claas Fertigungstechnik (CFT) hin zum internationalen Buy&Build-Hub



Quellen: Unternehmen, SRH AlsterResearch

Fokus bis 2011 ab 2012 Wachstum

Die 2013 aufzubauende Präsenz in China ebnet den Weg für ein zusätzliches Renditeversprechen. Vorrangig folgt MBB Fertigungstechnik mit dem „Global footprint“, den das chinesische Tochterunternehmen einleitet, seinem Kundenstamm. Außerdem sind chinesische Anbieter potenzielle Zielkunden, die deutsches Fertigungs-Know how zur Aufwertung ihrer Montagelinien einsetzen. Die Anlaufphase von – so unsere Einschätzung – zumindest zwei Jahren wird zunächst durch negative Ergebnisbeiträge gekennzeichnet sein.

Diese Geschäftsausweitung hatte für die ehemaligen Eigentümer, den Landmaschinenhersteller Claas, außerhalb der strategischen Prioritäten gelegen. Entsprechend erfolgte die Trennung von der kompletten Fertigungstechnik-Sparte, die neben der von MBB erworbenen Claas Fertigungstechnik in Beelen weitere, an die Deutsche Beteiligungs AG abgegebene Gesellschaften umfasste. Kooperationen und entsprechende Anknüpfungspunkte, auch die Bereitschaft zu externem Wachstum sind für Zulieferer der Automobilindustrie mittlerweile eine Voraussetzung für die Akzeptanz beim Kunden. Stand alone ist passé, gerät hinsichtlich Skaleneffekten, weltweitem Zugriff, nicht zuletzt bezüglich der Personalakquise ins Hintertreffen und liefert selten noch wettbewerbsfähige Angebote.

Delignit AG

Die 2003 übernommene Delignit, die seit 2007 über eine eigene Notierung an der Börse verfügt (aktueller Anteil der MBB: 76,1%), ist eine wieder auf die Erfolgsspur zurückgekehrte Gesellschaft mit klaren Zukunftsambitionen. Delignit entwickelt mit Nutzfahrzeugherstellern (leichte und mittlerweile auch schwere Lkw) insbesondere holzbasierte Laderaumausstattungen. 2012 wurden die Umsätze nochmals auf 34,1 Mio. € gesteigert (+11,5%), der positive Ergebnistrend setzte sich fort (EBIT: +2,2 Mio. €, nach +1,3 Mio. € im Vorjahr). Die Nettoverschuldung, die 2009 noch 10,6 Mio. € betragen hatte, wurde bis auf 0,7 Mio. € abgetragen, schneller also als angekündigt (auf letzter HV genannte Etappenmarke 2012e: 1,6 Mio. €).

Die durch Entwicklungspartnerschaften manifestierte Verankerung bei führenden deutschen Nutzfahrzeugherstellern liefert eine ganz hervorragende Potenzialvoraussetzung für künftiges Wachstum. Das Delignit-Management gibt sich ehrgeizig. Zugleich jedoch weisen aktuelle Aussagen zum Geschäftsverlauf auf die anhaltende Volatilität des Umfeldes hin. Unser Prognosegerüst für 2013e sieht eine nochmalige Steigerung der Umsätze in der Größenordnung von 10% vor.

Hanke Tissue

Die „Perle“ im Portfolio, die über die Jahre operativ erfolgreichste Beteiligung von MBB Industries, ist Hanke Tissue. Der Hersteller von Tissue-Papieren und deren Produktvorstufe (Tissue-Rohware) mit Produktionsstandort in Polen investiert 10 Mio. € in neue Werksanlagen, insbesondere bis Jahresende in eine zweite Papiermaschine. Wie Mitte 2012 angekündigt, verdoppelt sich damit die Kapazität im Upstream-Produktbereich (Papierrollen). 2013 erfolgt ein Vorlauf, so ein Einarbeiten des Personals; die Vollauslastung wird für Ende 2014 angestrebt. Ein späterer Investitionsschritt würde die Ausweitung der Weiterverarbeitungskapazität umfassen (Downstream-Produkte).

Hanke Tissue: Erweiterung des Produktionsstandortes in Polen



Quelle: Unternehmen

Der DTS-Konzern

Spätestens seit den Sommermonaten zeichnete sich ab, dass der Umsatz- und Ergebnisbeitrag des DTS-Konzerns 2012 nicht die ursprünglichen Ambitionen erfüllen würde. Die Performance der zu integrierenden Feld datentechnik lag unter Plan; eine deutliche Kunden-zurückhaltung ab Jahresmitte bei HP-Servern resultierte aus der Ankündigung, 2013 eine Nachfolge-Generation zu präsentieren. In unserem Prognosegerüst haben wir eine Verschiebung der Produktnachfrage von 2012 auf 2013 angenommen und leiten daraus die Erwartung eines Umsatzsprungs auf eine Größenordnung von 40 Mio. € ab.

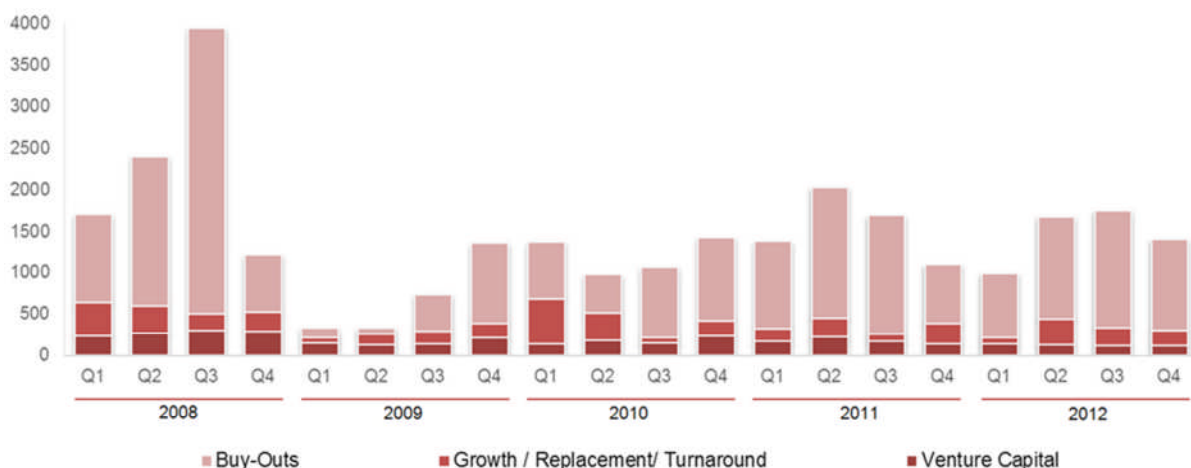
CT Formpolster und OBO

Den beiden kunststoffverarbeitenden Portfolio-Unternehmen OBO und CT Formpolster ordnen wir in unseren Schätzungen keine konkret modellierten Wachstumsbeiträge zu. Seit Erwerb Anfang 2010 verzeichnet CT Formpolster insgesamt leicht rückläufige Umsätze. Das Unternehmen entwickelt und fertigt Schaumstoff-Produkte (Polyetherschäume) für die Möbelindustrie oder den Matratzenhandel. Das 2003 übernommene Traditionsunternehmen OBO hat die zwischenzeitliche Scharte des Rezessionsjahres 2009 über kontinuierliche Zuwächse mehr als wettgemacht. Dem Stadthagener Traditionsunternehmen, das Polyurethan-Boards für den Modell-, Formen- und Werkzeugbau produziert und dabei überwiegend die Automobilindustrie beliefert, trauen wir einen sich weiter verstetigenden Wachstumstrend zu. Jedoch wird die Equity-Story der MBB nach unserer Einschätzung auf die dynamischere Entwicklung von MBB Fertigungstechnik, Delignit, Hanke und DTS fokussiert bleiben.

Beteiligungsmarkt im Zurückhaltungs-Modus

Der M&A- und Beteiligungsmarkt hat im letzten Jahr die für uns überraschende Rückkehr der Mega-Transaktion gezeitigt. Dies ist ein Signal, dass Finanzierungskapazität und Risikobereitschaft auf Eigen- wie Fremdkapitalseite nicht mehr den starren Restriktionen unterliegen wie im Zeitraum zwischen Ende 2008 und 2011. Insgesamt aber ist das Transaktionsvolumen in Europa 2012 nochmals rückläufig gewesen.

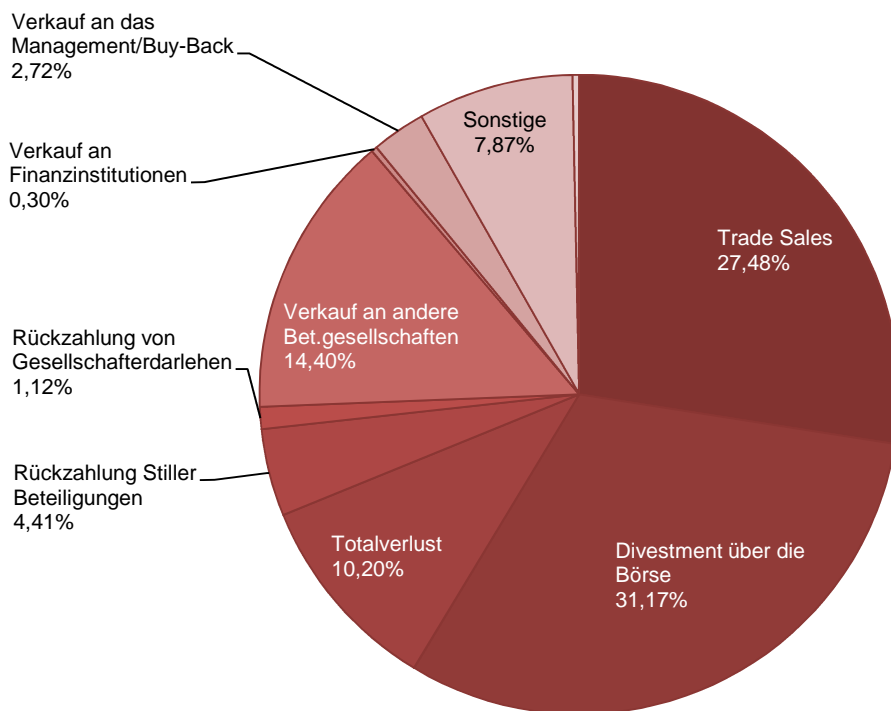
Private Equity-Investitionen nach Finanzierungsanlass (Deutschland)



Quellen: BVK, SRH AlsterResearch

Einem höheren Niveau stehen in erster Linie die sehr ambitionierten Preisvorstellungen potenzieller Verkäufer im Wege. Das günstige Zinsumfeld, erstarbte Bilanzen und eine innerhalb des europäischen Produktionsgürtels (Norditalien, Alpenländer, Süddeutschland, Westfalen, Benelux, Skandinavien) gute Auftragslage der Unternehmen führen am M&A- und Beteiligungsmarkt zu erhöhten Multiples.

Divestments 2012 (Deutschland)



Quellen: BVK, SRH AlsterResearch

Veränderung in der Konzernführung

Der für Juni angekündigte Wechsel des seit 1995 in vorderster Führungsverantwortung stehenden Vorstands Gert-Maria Freimuth in den Aufsichtsrat stellt für in der historischen Kontextbetrachtung der MBB Industries eine Zäsur dar. Mit Dr. Christof Nesemeier und einer mit Anton Breitkopf (Finanzen), Klaus Seidel (Prozesse & IT) sowie Dr. Gerrit Karalus (M&A) erweiterten Führungsebene verbleibt das Kriterium der Management-Kompetenz unverändert als herausragendes Argument zugunsten der Perspektive der Industrie-Holding und der Attraktivität der Equity-Story.

Bewertung und Anlageurteil

Als Industrie-Holding, deren Unternehmensportfolio sich aus zu konsolidierenden, in der Regel über den 100%-Anteil gehaltenen Tochtergesellschaften zusammensetzt, ist MBB Industries gut mit den SDAX-Titeln Gesco und Indus Holding vergleichbar. Dagegen bewertungstechnisch in erster Linie auf den Buchwert auszurichten wären klassische Beteiligungsgesellschaften, wie die Deutsche Beteiligungs AG. Diese veröffentlichen NAV-Angaben für ihre hinsichtlich der Anteilsstruktur komplexer strukturierten Portfolios.

Die detaillierte Analyse bezieht die Multiplikatoren einer Peer Group ein. Auf unsere Schätzungen zu MBB Industries beziehen wir dabei die je nach Branchenzuordnung unterschiedlichen, auf Grundlage der Konsens-Prognosen abzuleitenden aktuellen Kapitalmarkt-Multiplikatoren. Ähnlich wie in einer klassischen Sum-of-the-parts-Bewertung gewichten wir den Einfluss der einzelnen branchenbezogenen Kapitalmarkt-Multiplikatoren auf die aggregierte MBB-Bewertung. Wir gehen dabei von dem im Rahmen unserer MBB-Prognose für die jeweilige Branchenausrichtung (Maschinenbau, Automobilzulieferprodukte, IT-Systemhaus u.a.) angenommenen Umsatz- und Ergebnisanteil aus.

Gewichtung branchenbezogener Bewertungsindikationen im Rahmen der MBB-Peer group-Gegenüberstellung

	Umsatz-Gewicht 2013e	Ergebnis-Gewicht 2013e
Maschinenbau	45%	65%
Automobilzulieferer	16%	12%
IT-Systemhäuser	17%	5%
Industrie-Holdings	22%	18%

Quelle: SRH AlsterResearch

Die von uns gewählten Maschinenbau-Titel, einbezogen gerade auch Unternehmen mit dem Schwerpunkt im Bau von Fertigungslinien, weisen tendenziell deutlich höhere Multiplikatoren-Werte auf als MBB. In den umsatzseitigen Faktor (EV/Umsatz), mit dem wir unsere Konzernumsatzprognose 2013e für MBB Industries multiplizieren, fließen die aus Konsens und Marktbewertung abgeleiteten Multiplikatoren der börsennotierten Maschinenbau-Unternehmen (Dürr, Gildemeister, elaxis, M.A.X. Automation) mit einem Gewicht von 45% ein (weitere Gewichtungen für den aggregierten Umsatz-Multiplikator: Automobilzulieferer 16%, IT-Systemhäuser 17%, Industrie-Holdings 22%). Zu den aggregierten ergebnisseitigen Faktoren (KGV, EBIT/EV, EBITDA/EV) tragen die Relationen aus Konsensdaten zu EPS, EBIT und EBITDA und der jeweiligen Marktbewertung der Maschinenbau-Unternehmen sogar 65% bei; in dem hohen Gewicht spiegelt sich die für den Holding-Datenkranz hohe Bedeutung von MBB Fertigungstechnik.

Die Beteiligung an Delignit findet in die Modellrechnung Einzug über eine Berücksichtigung von Grammer als Vergleichswert des Automobilzulieferergeschäfts (Aggregation mit ergebnisseitiger Gewichtung von 12%). Den Wertansatz für den DTS-Konzern leiten wir aus einer Betrachtung von Cancom und von Datagroup ab (Aggregation mit ergebnisseitiger Gewichtung von 5%). Diese beiden Vergleichsunternehmen richten ihre Geschäftsmodelle auch entsprechend der zunehmenden Bedeutung des Cloud computing aus.

Entsprechende Pure plays oder gar entfernt geeignete Vergleichsnotierungen für die Beteiligung an Hanke Tissue haben wir nicht ermitteln können; hinsichtlich der Relevanz der Marke, die für Hanke Tissue in Polen und anderen mittel- und osteuropäischen Absatzmärkten eine große Rolle spielt, hatten wir einige Konsummittel ins Auge gefasst (edding, Leifheit), jedoch sprechen Unterschiede hinsichtlich der Wertschöpfungstiefe und der Bedeutung des jeweiligen Rohwaren-Abverkaufs gegen eine Heranziehung.

Bewertungsspanne

Bewertungsindikation für die MBB-Aktie

Peer group-Multiplikatoren (Schlusskurse 27.02.2013)

KGV	2012e	27,17 €
KGV	2013e	24,59 €
EV/EBIT	2012e	31,33 €
EV/EBIT	2013e	29,29 €
EV/EBITDA	2012e	29,94 €
EV/EBITDA	2013e	28,94 €
EV/Umsatz	2012e	25,97 €
EV/Umsatz	2013e	28,04 €
DCF-Ansatz		25,54 €

Quelle: SRH AlsterResearch

Als Alternative ordnen wir den von uns für Hanke prognostizierten Umsatz- und Ergebnisbeiträgen zusammen mit denen für OBO (Modell-, Formen-, Werkzeugbau, insbesondere für Automotive-Kunden) und für die 2010 von Continental übernommene CT Formpolster (Zulieferschwerpunkt Möbelindustrie) eine „Mischbetrachtung“ aus Gesco, Indus Holding und Deutsche Beteiligungs AG zu (Aggregation mit ergebnisseitigem Gewicht von 18%).

Das Resultat der aggregierten Peer group-Betrachtung sieht folgendermaßen aus: Die KGV-Multiplikatoren der Vergleichsgruppe auf Grundlage der Schätzungen zu 2013 liefern eine Bewertungsindikation bei 24,59 €, andere Multiplikatorenvergleiche 2013e gehen in ihrem für die MBB-Aktie angezeigten Potenzial noch darüber hinaus (Bewertungsspanne 28,04 € bis 29,29 €; Kursdaten vom 27. Februar 2013).

Das Ergebnis unserer Wertermittlung per DCF-Modellierung stützt die Aussagen der auf Seite 10 tabellarisch dargestellten Peer group-Bewertung. Wir formulieren für die Aktie ein Kursziel von 26 €. Das Anlageurteil unserer Ersteinschätzung lautet „Kaufen“.

DCF-Modell

Geschäftsjahresende: 31. Dez.

Angaben in Mio. €	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	240	245	252	259	264	270	275	281	286	292	298	304	308	313
Wachstum p.a.	17,2%	2,0%	2,9%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
CAGR zu Umsatz 2012	17,2%	9,3%	7,1%	6,1%	5,2%	4,7%	4,3%	4,0%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%
EBITDA	25	26	27	29	29	30	30	31	31	32	33	33	34	34
EBITDA-Marge	10,4%	10,6%	10,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	8,2%	8,4%	8,3%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Steuerzahlungen	6	5	5	7	7	7	7	7	7	7	8	8	8	8
Veränd. Working capital u. Rückstellungen	9	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
CAPEX	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	8	8	8	8
CAPEX/Abschreibungen	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Freier Cash flow	2	12	13	13	13	13	14	14	14	15	15	16	17	18
Nettobarwert	2	10	10	9	9	8	8	7	7	6	6	6	5	5

Basisdaten

Summe Nettobarwerte 2013e bis 2026e	98	BETA	1,20
Terminal Value (bei CAPEX/Abschreibungen=1,0)	56	erw. Marktrendite	8,75%
Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value)	154	risikofreie Rendite	4,00%
Verbindlichkeiten (Prognose für Ende 2012)	30	Fremdkapitalquote	15,26%
Liquide Mittel (Prognose für Ende 2012)	40	Fremdkapitalzins v. St.	6,00%
Unternehmenswert (Equity Value)	165	Fremdkapitalzins n. St.	4,35%
Aktienanzahl	6,46	WACC	9,29%
Fairer Wert je Aktie	25,54	Wachstum Cash flow ab 2027e	0,00%

Sensitivitätsanalysen: Fairer Wert je Aktie bei Variation...

... des WACC	... der EBITDA-Marge ab 2016e	... des Cash flow-Wachstums ab 2027e
9,79%	19,80	0,00%
24,14	25,54	25,54
9,54%	22,67	0,50%
24,82	25,54	26,03
9,29%	26,97	1,00%
25,54	28,40	26,58
9,04%	26,31	1,50%
26,31	27,12	27,19
8,79%	27,12	2,00%
27,12		27,89

Quelle: SRH AlsterResearch

MBB Industries

Multiplikatoren Betrachtung

Pensionsverbindlichkeiten nicht im Enterprise Value (EV) berücksichtigt

Angaben in €	Schlusskurs 27.02.2013	Marktkapital in Mio.	EPS 2012e	EPS 2013e	KGV 12e	KGV 13e
MBB Industries	19,695	127	2,08	2,11	9,49	9,35
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>						
Dürr	80,34	1.390	6,12	7,00	13,13	11,48
Gildemeister	18,760	1.096	1,38	1,45	13,59	12,94
elexis	23,950	220	1,36	1,60	17,61	14,97
M.A.X. Automation	4,361	117	0,36	0,45	12,11	9,69
<i>Automobilzulieferer</i>						
Grammer	22,900	257	2,02	2,52	11,34	9,09
<i>IT-Systemhäuser</i>						
Cancom	15,700	179	1,15	1,34	13,65	11,72
Datagroup	7,500	57	0,36	0,45	20,83	16,67
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>						
Dt. Beteiligungs AG	20,740	284	3,25	2,07	6,38	10,02
Indus Holding	23,560	523	2,20	2,65	10,71	8,89
Gesco	82,70	275	7,44	6,50	11,12	12,72

Angaben in €	Schlusskurs 27.02.2013	EV in Mio.	EBITDA 2012e in Mio.	EBITDA 2013e in Mio.	EV/EBITDA 12e	EV/EBITDA 13e
MBB Industries	19,695	96	24	25	3,94	3,83
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>						
Dürr	80,34	1.402	200	213	7,02	6,59
Gildemeister	18,760	972	180	189	5,41	5,13
elexis	23,950	211	24	27	8,81	7,74
M.A.X. Automation	4,361	132	18	21	7,45	6,15
<i>Automobilzulieferer</i>						
Grammer	22,900	355	77	83	4,61	4,27
<i>IT-Systemhäuser</i>						
Cancom	15,700	176	28	29	6,31	6,10
Datagroup	7,500	89	10	12	9,35	7,38
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>						
Dt. Beteiligungs AG	20,740	255	47	31	5,48	8,26
Indus Holding	23,560	892	149	157	5,99	5,68
Gesco	82,70	317	51	52	6,17	6,15

Angaben in €	Schlusskurs 27.02.2013	EV in Mio.	Umsatz 2012e in Mio.	Umsatz 2013e in Mio.	EV/Umsatz 12e	EV/Umsatz 13e
MBB Industries	19,695	96	205	240	0,47	0,40
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>						
Dürr	80,34	1.402	2.384	2.510	0,59	0,56
Gildemeister	18,760	972	2.011	2.051	0,48	0,47
elexis	23,950	211	172	187	1,23	1,13
M.A.X. Automation	4,361	132	243	269	0,54	0,49
<i>Automobilzulieferer</i>						
Grammer	22,900	355	1.135	1.199	0,31	0,30
<i>IT-Systemhäuser</i>						
Cancom	15,700	176	562	586	0,31	0,30
Datagroup	7,500	89	146	166	0,61	0,54
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>						
Dt. Beteiligungs AG	20,740	255	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Indus Holding	23,560	892	1.105	1.145	0,81	0,78
Gesco	82,70	317	415	441	0,76	0,72

Quellen: Capital IQ, Emittenten (Vergleichswerte), SRH AlsterResearch (Prognosen MBB Industries)

Anhang: Finanzdaten

Finanzdaten

Geschäftsjahresende: 31. Dez.

- Prognose für 2012e nach Berichterstattung vorläufiger Eckdaten zu Konzernumsatz u. -ergebnis sowie Liquidität -

EPS, Dividende und Cash flow je Aktie in €, andere

Angaben in Mio. €	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz & Ergebnis							
Rechnungslegungsstandard: IFRS							
Umsatz	82,5	116,0	109,6	204,9	240,1	244,8	251,8
EBITDA	8,0	-2,2	9,2	24,3	25,0	26,0	26,8
EBIT	4,1	-6,1	5,7	19,4	19,8	20,4	21,0
EBT	2,6	-7,1	4,6	18,6	18,8	19,4	20,0
Nettoergebnis fortgeführtes Geschäft	2,7	-6,6	3,3	13,4	13,6	13,9	14,3
EPS	0,40	-1,04	0,51	2,08	2,11	2,15	2,22
Dividende	0,50	0,33	0,44	0,50	0,55	0,60	0,70
Umsatzwachstum zu Vorjahr			-5,5%	86,9%	17,2%	2,0%	2,9%
CAGR zu Umsatz 2010			-5,5%	32,9%	27,4%	20,5%	16,8%
CAGR zu EPS 2011				242,0%	86,8%	53,3%	38,7%
EBITDA-Marge	9,7%	-1,9%	8,4%	11,8%	10,4%	10,6%	10,7%
EBIT-Marge	5,0%	-5,2%	5,2%	9,5%	8,2%	8,4%	8,3%
Nettomarge (IFRS)	3,2%	-5,7%	3,0%	6,6%	5,7%	5,7%	5,7%
ROCE (EBIT/CE)	8,4%	n.m.	12,4%	39,0%	35,6%	35,8%	36,1%

Cash flow

Operativer Cash flow einschließlich Working capital-Änderungen (ohne Zinszahlungen)

Freier Cash flow: Cash flow vor Finanzierung / Dividende, vor Akquisitionen / Desinvestitionen, jedoch inkl. Zinsen

Operativer Cash flow	1,1	7,0	6,5	16,4	10,1	19,9	20,6
Capex	5,5	3,2	2,4	7,0	8,0	8,0	8,0
Akquisitionen	0,0	0,9	2,6	10,0	0,0	3,3	0,0
Desinvestitionen	16,4	0,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Freier Cash flow	-5,68	2,77	3,37	9,16	1,95	11,72	12,44
Freier Cash flow je Aktie	-0,86	0,42	0,51	1,42	0,30	1,82	1,93

Bewertung

Kurs: 19,695 € (27.02.2013); unverwässerte Basis: 6,46 Mio. Aktien

KUV				0,62	0,53	0,52	0,51
KGV				9,49	9,35	9,15	8,89
EV/ Umsatz				0,56	0,47	0,47	0,45
EV/ EBITDA				4,69	4,56	4,38	4,24
Dividendenrendite				2,5%	2,8%	3,0%	3,6%

Bilanz

Bilanz per Ende Geschäftsjahr

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Sachanlagen	36,3	28,0	26,2	37,7	40,5	43,0	45,2
Immaterielles Vermögen	3,6	3,6	4,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Net working capital	17,0	14,4	15,8	45,9	55,0	56,0	57,0
Erhaltene Anzahlungen	0,1	0,0	0,0	10,1	10,0	10,0	10,0
Liquide Mittel	35,3	33,1	30,3	45,2	39,2	45,1	54,7
Liquide Mittel ohne Wertpapiere Anlagevermögen	35,1	28,1	24,8	40,2	34,2	40,1	49,7
Liquide Mittel, abzügl. erhaltene Anzahlungen	35,2	33,1	30,3	35,1	29,2	35,1	44,7
Finanzverbindlichkeiten	24,6	18,3	16,6	13,7	8,0	8,0	8,0
Nettofinanzposition (Liquidität einschl. WP AV ./ . Verb.)	10,7	14,8	13,7	31,5	31,2	37,1	46,7
Eigenkapital	55,6	47,4	46,2	57,8	68,2	78,5	89,0
Capital employed (CE)	56,8	46,1	46,2	88,6	100,5	104,0	107,2

Quelle: Unternehmen (histor. Daten), SRH AlsterResearch (Prognosen)

Disclaimer: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch SRH AlsterResearch zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 28.02.2013):

Der Erstellung der Publikation liegt ein Vertragsverhältnis zwischen dem Emittenten und der SRH AlsterResearch AG zugrunde. Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen darüber hinaus keine weiteren möglichen Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 28.02.2013):

Die vorliegende Finanzanalyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten in einer Vorversion zugänglich gemacht worden.

Die **Aktualisierung der vorliegenden Publikation** erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von SRH AlsterResearch kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der SRH AlsterResearch AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Historie der Anlageurteile zur MBB Industries AG:

Datum	Analyst	Anlageurteil	Kursziel	Kursbasis (Vortageschluss)
2013-02-28	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	19,695 €