



Industrie-Holding

16.05.2014

MBB Industries

Schlusskurs 15.05.2014 (XETRA): 24,750 €

Kaufen

Kursziel: 30,00 € (unverändert)

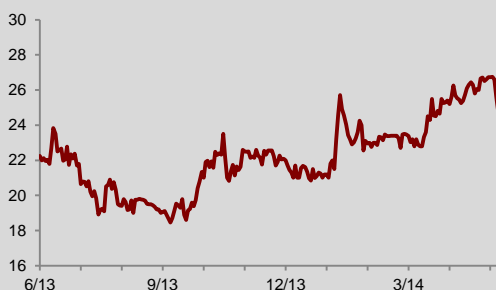
Aktiendaten:

Reuters	MBBG.DE
Bloomberg	MBB:GR
ISIN	DE000A0ETBQ4
Index	-

Marktkapitalisierung	163,35 Mio. €
Aktienanzahl	6,60 Mio.
Aktionärsstruktur:	
Management u. Aufsichtsrat	73,75%
Eigenbestand Aktien	0,00%
Streubesitz	26,25%

Entfaltung der Wachstumskräfte noch nicht im Auftaktquartal abgebildet

- Im 1. Quartal sind die Wachstumskräfte von MBB Industries, die den Jahresumsatz 2014 über die Marke von 250 Mio. € hieven werden, noch nicht zur Entfaltung gelangt. Die vorläufigen Eckdaten für Q1 weisen den Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal nahezu unverändert aus (55,6 Mio. €). Ebenso fast konstant bleibt auch die Höhe des angegebenen Nachsteuerergebnisses (3,2 Mio. €). Für unsere Schätzungen, die wir im Zusammenhang mit dem jüngsten Zukauf durch die MBB-Tochter OBO leicht angehoben haben (Umsatzprognose +3,5 Mio. € auf 253,5 Mio. €, EBITDA-Prognose +0,3 Mio. € auf 25,3 Mio. €), gibt es keinen Anpassungsbedarf. Die Netto-Cash-Position wird in der Unternehmensmitteilung mit 23,8 Mio. € und das Eigenkapital mit rund 75 Mio. € beziffert (EK-Quote 41%). Ein Überblick über das Abschneiden der Unternehmenssegmente folgt mit dem vollständigen Zwischenbericht am 30. Mai.
- Das Hochfahren der neu in Betrieb genommenen Papiermaschine bei Hanke Tissue, erste Umsatzbeiträge des in China eröffneten Standorts sowie die Portfolioergänzungen in Q4 2013 bei Delignit und dieses Frühjahr bei OBO werden im weiteren Jahresverlauf zu einer Geschäftsausweitung kräftig beitragen. Ebenso dürften, nach verhaltenem Auftakt, die aufwärts gerichteten Kräfte der organischen Entwicklung deutlich ausgeprägter einfließen. Umsatzzielsetzung des Managements für 2014 ist die Marke von 250 Mio. €, die wir in unser Prognosegerüst übernommen haben. Das organische Wachstum entspräche 10%. Belastungen aus der Anlaufphase der Neu-Kapazität bei Hanke-Tissue erlauben erst ab 2015 die Steigerung auch der EBITDA-Marge.
- Eine über die Multiplikatoren einer Peer group sowie unser DCF-Modell fundamental unterlegte Kurszielformulierung von 30 € sowie unser Anlageurteil („Kaufen“) bestätigen wir.



High / Low 52 Wochen (Schlusskurse)	26,750 € / 18,450 €
Ø Handelsvolumen XETRA / Tag (15 Tage)	67 Tsd. €
Ø Tagesumsatz in Stück XETRA (15 Tage)	3 Tsd.

Finanzdaten

EPS und Dividende je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €

	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	205	228	254	267
EBITDA	25	23	25	29
EBIT	20	18	19	23
EPS	2,11	2,09	2,11	2,40
Dividende	0,50	0,55	0,60	0,65
Kurs: 24,750 € (15.05.2014); unverwässerte Basis: 6,60 Mio. Aktien				
KGV		11,86	11,70	10,32
EV/ EBITDA		6,95	6,25	5,37
Dividendenrendite		2,2%	2,4%	2,6%

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

Ereignisse	Vorl. Eckdaten Q1 2014	14.05.2014
Termine	Zwischenbericht Q1 2014	30.05.2014
	Hauptversammlung	30.06.2014
	Geschäftsjahresende	31.12.

SRH AlsterResearch AG

Carsten Mainitz (Analyst)	+49 40 3785 5227
Oliver Drebing (Analyst)	+49 40 3785 5220

Equity Story MBB Industries

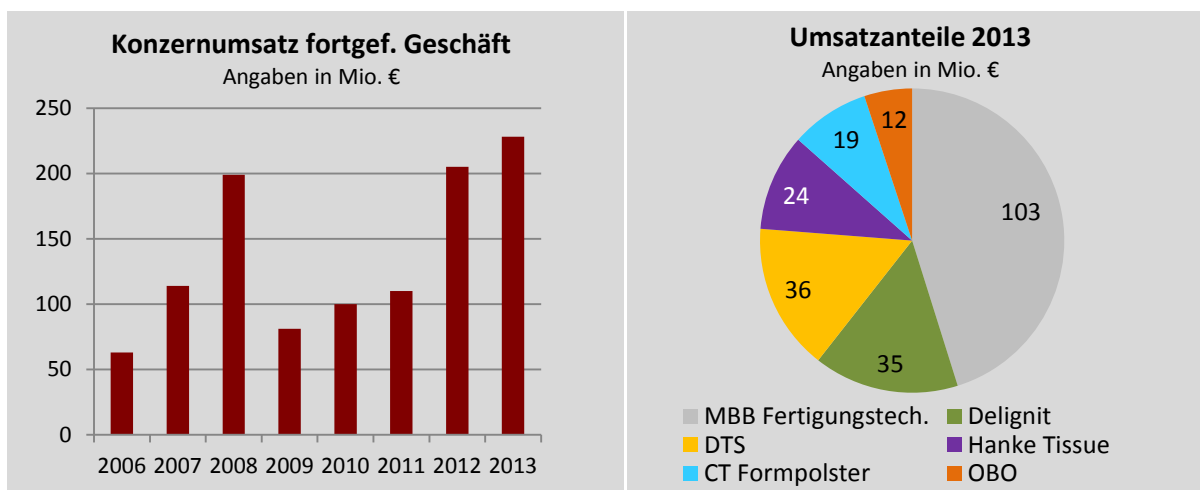
- ☒ MBB Industries verfolgt einen Buy-and-build-Ansatz mit langfristiger Orientierung. Die Automotive-Branche hat hohes Gewicht innerhalb der Abnehmerstruktur. Gegenwärtig besteht das Portfolio aus sechs Unternehmen und Unternehmensgruppen. Mit Akquisition des Anlagenbauers MBB Fertigungstechnik vom Landmaschinenhersteller CLAAS ist die Industrie-Holding in eine neue Umsatz- und Ergebnisdimension eingetreten; die erstmalige Konsolidierung erfolgte zum 2. Quartal 2012. Seit 2013 ist MBB Fertigungstechnik mit einer Niederlassung in China präsent.
- ☒ Über die Akquisition von MBB Fertigungstechnik dynamisierte sich der Gewinn 2012 auf operativer Ebene mit dem Faktor 2,5 (EBITDA, unter Bereinigung des Sonderertrags 1. Quartal 2012). Nach diesem Sprung ist die Ergebnisdynamik dann 2013 zunächst einmal deutlich verflacht. Unter Herausrechnung der Sondererträge aus erfolgswirksamer Verbuchung von Unterschiedsbeträgen (1. Quartal 2012 und 4. Quartal 2013) fiel die EBITDA-Marge rund 140 Basispunkte niedriger aus (9,7% vs. 11,1%). Mit dem 2013 hinzugewachsenen Geschäft gewinnt die Ertragskraft dann überproportional hinzu, sobald die Neu-Kapazitäten ihre jeweilige Anlaufphase abgeschlossen haben.
- ☒ Schwerpunkt der Investitionstätigkeit 2013 war der Ausbau des Produktionsstandortes von Hanke Tissue. Die Papierfabrik (Tissue-Rohware und -Produkte), über Jahre die operativ erfolgreichste Beteiligung von MBB Industries, wird die Kapazitäten damit verdoppeln. Mit der Übernahme von DHK automotive und von HTZ Holz Trocknung durch Delignit war eine Kaufpreiszahlung von lediglich 1,00 € zuzüglich der Übernahme von Finanzverbindlichkeiten verbunden (aus erfolgswirksamer Verbuchung des Unterschiedsbetrags resultierte in Q4 2013 ein sonstiger Ertrag von 0,6 Mio. €).
- ☒ Als mittelfristige Zielsetzung ist eine Umsatzgrößenordnung von 300 Mio. € aufgerufen. Nachdem für 2013 Umsätze von 228 Mio. € (infolge des Erwerbs von MBB Fertigungstechnik +11 % ggü. 2012) vermeldet sind, peilt der Vorstand für das laufende Jahr den Schritt auf 250 Mio. € an.

Investment Case

Anlageurteil: Kaufen

Kursziel: 30,00 € (unverändert)

- ☒ Das Management verfügt über einen ausgezeichneten Track Record. Das starke Commitment unterstreichen Vorstand und Aufsichtsrat über ihre langjährige Unternehmenszugehörigkeit wie dadurch, dass sie knapp 3/4 der Aktien halten.
- ☒ Über die Multiplikatoren ausgewählter Vergleichsunternehmen (Peer group) und unserer Wertermittlung per DCF-Modell halten wir eine Kurszielformulierung von 30 € für fundamental gut unterlegt. Wir bekräftigen das Anlageurteil „Kaufen“.



Multiplikatorenbetrachtung

Pensionsverbindlichkeiten nicht im Enterprise Value (EV) berücksichtigt

Angaben in €	Schlusskurs 15.05.2014	Marktkapital in Mio.	EPS 2014e	KGV 14e
MBB Industries	24,750	163	2,11	11,70
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,45	2.022	4,15	14,08
DMG Mori Seiki	23,270	1.792	1,36	17,11
M.A.X. Automation	4,920	132	0,48	10,25
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	42,410	476	3,10	13,68
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,840	494	1,45	23,34
Datagroup	8,459	64	0,45	18,80
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	19,450	266	1,69	11,51
Indus Holding	34,585	847	2,84	12,18
Gesco	74,70	248	5,34	13,99
Angaben in €	Schlusskurs 15.05.2014	EV in Mio.	EBITDA 2014e in Mio.	EV/EBITDA 14e
MBB Industries	24,750	140	25	5,53
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,45	1.811	251	7,22
DMG Mori Seiki	23,270	1.425	227	6,27
M.A.X. Automation	4,920	210	28	7,56
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	42,410	597	97	6,16
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,840	492	45	10,87
Datagroup	8,459	97	10	9,29
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	19,450	210	22	9,65
Indus Holding	34,585	1.155	177	6,54
Gesco	74,70	307	48	6,34
Angaben in €	Schlusskurs 15.05.2014	EV in Mio.	Umsatz 2014e in Mio.	EV/Umsatz 14e
MBB Industries	24,750	140	254	0,55
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,45	1.811	2.496	0,73
DMG Mori Seiki	23,270	1.425	2.220	0,64
M.A.X. Automation	4,920	210	396	0,53
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	42,410	597	1.345	0,44
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,840	492	780	0,63
Datagroup	8,459	97	157	0,62
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	19,450	210	n. m.	n.m.
Indus Holding	34,585	1.155	1.266	0,91
Gesco	74,70	307	449	0,68

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



DCF-Modell

Geschäftsjahresende: 31. Dez.

Angaben in Mio. €	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	254	267	279	289	296	302	308	315	321	327	334	339	344	344
Wachstum p.a.	11,1%	5,3%	4,6%	3,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	0,0%
CAGR zu Umsatz 2013	11,1%	8,2%	7,0%	6,1%	5,4%	4,8%	4,4%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%
EBITDA	25	29	31	32	33	33	34	35	35	36	37	37	38	38
EBITDA-Marge	10,0%	11,0%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	7,6%	8,6%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%
Steuerzahlungen	1	6	6	7	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9
Veränd. Working capital u. Rückstellungen	0	2	4	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
CAPEX	10	7	7	7	7	6	6	6	6	5	5	5	4	4
CAPEX/Abschreibungen	1,7	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Freier Cash flow	13	15	14	16	17	18	19	20	20	21	22	23	24	25
Nettobarwert	13	13	11	12	11	11	11	10	10	9	9	8	8	8
Basisdaten														
Summe Nettobarwerte 2014e bis 2027e	143	BETA		1,20		Sensitivitätsanalysen: Fairer Wert je Aktie bei Variation...								
Terminal Value (bei CAPEX/Abschreibungen=1,0)	77	erw. Markttrendite		8,75%		... des WACC			...der EBITDA-Marge ab 2016e		... des Cash flow-Wachstums ab 2028e			
Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value)	219	risikofreie Rendite		4,00%		9,71%	31,66	10,00%	29,95	0,00%	33,10			
Verbindlichkeiten (Prognose für Ende 2013)	49	Fremdkapitalquote		18,43%		9,46%	32,57	10,50%	31,53	0,50%	33,73			
Liquide Mittel (Prognose für Ende 2013)	48	Fremdkapitalzins v. St.		6,00%		9,21%	33,10	11,00%	33,10	1,00%	34,44			
Unternehmenswert (Equity Value)	218	Fremdkapitalzins n. St.		4,35%		8,96%	34,56	11,50%	34,66	1,50%	35,24			
Aktienanzahl	6,60	WACC		9,21%		8,71%	35,64	12,00%	36,23	2,00%	36,14			
Fairer Wert je Aktie	33,10	Wachstum Cash flow ab 2028e		0,00%										

Quelle: SRH AlsterResearch

Bewertungsspanne

Bewertungsindikation für die MBB-Aktie

Peer group-Multiplikatoren (Schlusskurse 15.05.2014)

KGV	2014e	29,47 €
EV / EBITDA	2014e	30,98 €
EV / Umsatz	2014e	28,16 €
DCF-Ansatz		33,10 €

Quelle: SRH AlsterResearch



Finanzdaten

EPS, Dividende und Cash flow je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €	Geschäftsjahresende: 31. Dez.							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz & Ergebnis								
Rechnungslegungsstandard: IFRS								
Umsatz	82,5	116,0	109,6	204,9	228,2	253,5	267,1	279,5
EBITDA	8,0	-2,2	9,2	24,6	22,7	25,3	29,4	30,9
EBIT	4,1	-6,1	5,7	19,7	17,5	19,3	23,0	24,5
EBT	2,6	-7,1	4,6	18,1	17,2	18,3	22,0	23,5
Nettoergebnis fortgeführtes Geschäft	2,7	-6,6	3,3	13,6	13,5	13,9	15,8	16,9
EPS	0,40	-1,04	0,51	2,11	2,09	2,11	2,40	2,56
Dividende	0,50	0,33	0,44	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
Umsatzwachstum zu Vorjahr			-5,5%	86,9%	11,4%	11,1%	5,3%	4,6%
CAGR zu Umsatz 2010			-5,5%	32,9%	25,3%	21,6%	18,2%	15,8%
CAGR zu EPS 2011				247,0%	75,8%	50,5%	41,9%	33,9%
EBITDA-Marge	9,7%	-1,9%	8,4%	12,0%	10,0%	10,0%	11,0%	11,1%
EBIT-Marge	5,0%	-5,2%	5,2%	9,6%	7,7%	7,6%	8,6%	8,7%
Nettomarge (IFRS)	3,2%	-5,7%	3,0%	6,6%	5,9%	5,5%	5,9%	6,0%
ROCE (EBIT/CE)	8,4%	n.m.	12,4%	39,4%	29,4%	30,6%	36,2%	37,9%
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	19,4	11,7	23,5	21,7	21,3
Capex	5,5	3,2	2,4	13,3	12,8	10,0	7,0	7,0
Netto Cash-Effekt Akquisitionen ./ Desinvestitionen	-16,4	0,7	2,1	13,3	0,0	3,0	0,0	0,0
Freier Cash flow	-5,68	2,77	3,37	4,97	-1,35	13,30	14,49	14,14
Freier Cash flow je Aktie	-0,86	0,42	0,51	0,77	-0,21	2,01	2,20	2,14
Bewertung								
Kurs: 24,750 € (15.05.2014); unverwässerte Basis: 6,60 Mio. Aktien								
KUV					0,72	0,64	0,61	0,58
KGV					11,86	11,70	10,32	9,67
EV/ Umsatz					0,69	0,62	0,59	0,56
EV/ EBITDA					6,95	6,25	5,37	5,11
Dividendenrendite					2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
Bilanz								
	Bilanz per Ende Geschäftsjahr							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Sachanlagen	36,3	28,0	26,2	35,6	44,8	50,0	50,6	51,2
Immaterielles Vermögen	3,6	3,6	4,3	4,9	6,1	5,0	5,0	5,0
Net working capital	17,0	14,4	15,8	38,5	50,1	50,5	52,5	56,0
Erhaltene Anzahlungen	0,1	0,0	0,0	12,3	2,5	10,0	10,0	10,0
Liquide Mittel	35,3	33,1	30,3	45,2	54,9	52,3	62,8	70,6
Liquide Mittel ohne Wertpapiere Anlagevermögen	35,1	28,1	24,8	40,3	48,4	47,3	57,8	65,6
Liquide Mittel, abzügl. erhaltene Anzahlungen	35,2	33,1	30,3	32,9	52,4	42,3	52,8	60,6
Finanzverbindlichkeiten*	24,6	18,3	16,6	13,8	31,1	21,0	20,0	17,0
Nettofinanzposition	10,7	14,8	13,7	31,5	23,8	31,3	42,8	53,6
Eigenkapital	55,6	47,4	46,2	57,4	67,8	82,1	94,0	106,6
Capital employed (CE)	56,8	46,1	46,2	79,1	101,0	105,5	108,1	112,2

* Finanzverbindlichkeiten inkl. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing (2012 0,43 Mio. €, 2013 1,31 Mio. €)

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 Kapitalmarkt-regeln, 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: 16.05.2014):

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: 16.05.2014):

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 MBB Industries AG:

Datum	Analyst	Anlageurteil	Kursziel	Kursbasis (Vortagesschluss)
2014-05-16	C. Mainitz	Kaufen	30,00 €	24,750 €
2014-05-02	C. Mainitz	Kaufen	30,00 €	26,000 €
2014-03-05	C. Mainitz	Kaufen	30,00 €	23,475 €
2013-11-19	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	22,540 €
2013-10-30	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	21,650 €
2013-08-01	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	20,365 €
2013-04-25	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	17,450 €
2013-02-28	C. Mainitz	Kaufen	26,00 €	19,695 €