



Industrie-Holding

01.09.2014

MBB Industries

Schlusskurs 29.08.2014 (XETRA): 24,185 €

Kaufen

Kursziel: 32,00 € (bisher 30,00 €)

Aktienarten:

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

Marktkapitalisierung	159,62 Mio. €
Aktienanzahl	6,60 Mio.
Aktionärsstruktur:	
Management u. Aufsichtsrat	73,75%
Streubesitz	26,25%
(darin Allianz Global Investors)	4,80%

Zielerreichung setzt Aufholprozess in zweiter Jahreshälfte voraus

- Im 2. Quartal setzte sich eine bereits seit dem Jahresauftakt verhaltene Entwicklung fort. Wachstumskräfte von MBB Industries, die den Jahresumsatz 2014 über die Marke von 250 Mio. € hieven werden, sind zunächst nicht zur Entfaltung gelangt. Umsatz- und Ergebnisbeitrag des von Projektaufträgen geprägten Geschäfts der MBB Fertigungstechnik, das im Zahlenwerk entsprechend der Percentage-of-Completion-Methode abgebildet wird, waren gegenüber dem Vorjahr deutlich rückläufig, die Projektfortschritte fielen hinter die Planung zurück. Die Umsatzausweitung von Delignit (+31% im 1. Halbjahr) reichte nicht aus, die Schrumpfung bei MBB Fertigungstechnik zu kompensieren. Der hohe Stand vereinnahmter Anzahlungen (8,7 Mio. €, höchstes ausgewiesenes Niveau seit Stichtag März 2013) stützt noch einmal die Ankündigung des Vorstands, dass das 2. Halbjahr von einem kräftigen Aufholprozess der Fertigungstechnik gekennzeichnet sein wird. Ergebnisseitig zeigte sich ebenso eine bis zur Jahresmitte rückläufige Tendenz. Dies gilt für MBB Fertigungstechnik (im Gegensatz dazu Ergebniswachstum bei Delignit). Dies betrifft zudem die im Unternehmenssegment Industrieproduktion zusammengefassten Einheiten, wenn 1,3 Mio. € verbuchter Sonderertrag herausgerechnet werden, die aus dem Erwerb des europäischen Tooling Geschäftsbereichs von Huntsman (April) resultieren.
- Die Angaben des am 29. August veröffentlichten Halbjahresberichts bestätigen die zuvor vermeldeten Eckdaten auch im Hinblick auf die Bilanz. Die Netto-Cash-Position beträgt 23,9 Mio. € und ist damit nur minimal verändert gegenüber dem Bilanzstichtag 2013. Höheren vereinnahmten Anzahlungen und dem Zahlungseingang von 3,5 Mio. € aus der Veräußerung eigener Aktien (27. März) stand eine stärkere Beanspruchung bei den Forderungen aus Lieferungen/ Leistungen und Auftragsfertigung gegenüber. MBB Industries zeichnet sich durch eine beeindruckende Cash flow-Stärke aus.
- Das Hochfahren der neu in Betrieb genommenen Papiermaschine bei Hanke Tissue, Umsatzbeiträge des in China eröffneten Standorts sowie die Portfolioergänzungen dieses Frühjahr bei OBO werden im weiteren Jahresverlauf zu einer Geschäftsausweitung beitragen. Belastungen aus der Anlaufphase der Neu-Kapazität bei Hanke-Tissue erlauben erst ab 2015 die Steigerung auch der EBITDA-Marge.
- Für unsere Schätzungen gibt es keinen Anpassungsbedarf. Bei einer fundamental unterlegten Kurszielformulierung von 32 € (bisher 30 €) bestätigen wir das Anlageurteil („Kaufen“).



High / Low 52 Wochen (Schlusskurse)	27,150 € / 18,450 €
Ø Handelsvolumen XETRA / Tag (15 Tage)	22 Tsd. €
Ø Tagesumsatz in Stück XETRA (15 Tage)	1 Tsd.

Finanzdaten

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

	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	205	228	252	268
EBITDA	25	23	25	29
EBIT	20	18	19	23
EPS	2,11	2,09	2,12	2,40
Dividende	0,50	0,55	0,60	0,65
Kurs: 24,185 € (29.08.2014); unverwässerte Basis: 6,60 Mio. Aktien				
KGV			11,40	10,09
EV/ EBITDA			6,19	5,34
Dividendenrendite			2,5%	2,7%

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

Ereignisse	Vorl. Eckdaten Q2 2014	06.08.2014
	Zwischenbericht Q2 2014	29.08.2014
Termine	Zwischenbericht Q3 2014	28.11.2014
	Geschäftsjahresende	31.12.

SRH AlsterResearch AG

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

Equity Story MBB Industries

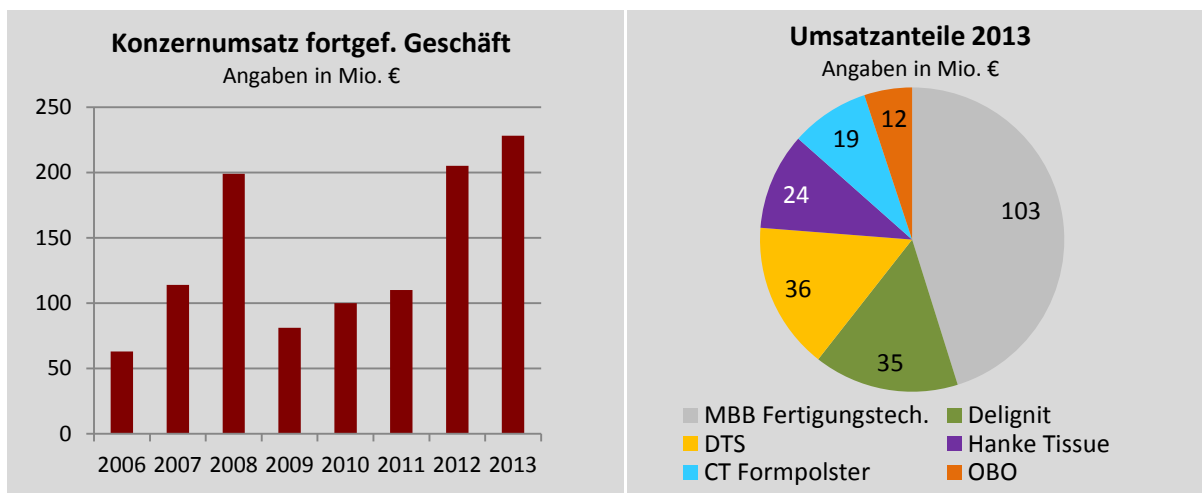
- MBB Industries verfolgt einen Buy-and-build-Ansatz mit langfristiger Orientierung. Die Automotive-Branche hat hohes Gewicht innerhalb der Abnehmerstruktur. Gegenwärtig besteht das Portfolio aus sechs Unternehmen und Unternehmensgruppen. Mit Akquisition des Anlagenbauers MBB Fertigungstechnik vom Landmaschinenhersteller 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.
- 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: 32,00 € (bisher 30,00 €)

- 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 unsere Wertermittlung per DCF-Modell halten wir eine Kurszielformulierung von 32 € für fundamental gut unterlegt. Wir bekräftigen das Anlageurteil „Kaufen“.





DCF-Modell

Geschäftsjahresende: 31. Dez.

Angaben in Mio. €	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	252	268	280	290	298	303	310	316	322	328	335	340	345	345
Wachstum p.a.	10,5%	6,3%	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	10,5%	8,4%	7,1%	6,2%	5,4%	4,9%	4,5%	4,1%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%
EBITDA	25	29	31	32	33	33	34	35	35	36	37	37	38	38
EBITDA-Marge	10,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	7,7%	8,6%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%
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	13	7	7	6	6	6	6	6	6	5	5	5	5	4
CAPEX/Abschreibungen	2,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
Freier Cash flow	11	15	14	16	17	18	19	20	20	21	22	23	24	25
Nettobarwert	11	13	12	12	12	11	11	10	10	9	9	8	8	8
im Rahmen des DCF-Modells exkl. Zinsen														
Basisdaten	Sensitivitätsanalysen: Fairer Wert je Aktie bei Variation...													
Summe Nettobarwerte 2014e bis 2027e	144	BETA			1,20					... des WACC	... der EBITDA-Marge ab 2016e		... des Cash flow-Wachstums ab 2028e	
Terminal Value (bei CAPEX/Abschreibungen=1,0)	78	erw. Marktrendite			8,75%									
Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value)	221	risikofreie Rendite			4,00%									
Verbindlichkeiten (Prognose für Ende 2013)	49	Fremdkapitalquote			18,30%	9,71%	31,98	10,00%	30,18	0,00%	33,40			
Liquide Mittel (Prognose für Ende 2013)	48	Fremdkapitalzins v. St.			6,00%	9,46%	32,89	10,50%	31,79	0,50%	34,05			
Unternehmenswert (Equity Value)	220	Fremdkapitalzins n. St.			4,35%	9,21%	33,40	11,00%	33,40	1,00%	34,77			
						8,96%	34,87	11,50%	35,01	1,50%	35,58			
Aktienanzahl	6,60	WACC			9,21%	8,71%	35,95	12,00%	36,62	2,00%	36,49			
Fairer Wert je Aktie	33,40	Wachstum Cash flow ab 2028e			0,00%									

Quelle: SRH AlsterResearch

Multiplikatoren Betrachtung

Pensionsverbindlichkeiten nicht im Enterprise Value (EV) berücksichtigt

Angaben in €	Schlusskurs 29.08.2014	Marktkapital in Mio.	EPS 2014e	KGV 14e
MBB Industries	24,185	160	2,12	11,40
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,63	2.029	4,11	14,27
DMG Mori Seiki	21,865	1.723	1,46	14,98
M.A.X. Automation	4,104	110	0,37	11,09
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	33,400	375	2,98	11,21
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,330	487	1,36	24,51
Datagroup	8,845	67	0,45	19,66
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	21,700	297	2,59	8,38
Indus Holding	39,795	975	2,61	15,25
Gesco	72,95	243	5,45	13,39
Angaben in €	Schlusskurs 29.08.2014	EV in Mio.	EBITDA 2014e in Mio.	EV/EBITDA 14e
MBB Industries	24,185	136	25	5,33
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,63	1.820	247	7,38
DMG Mori Seiki	21,865	1.418	238	5,96
M.A.X. Automation	4,104	185	24	7,68
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	33,400	489	92	5,34
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,330	472	53	8,87
Datagroup	8,845	94	10	9,08
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	21,700	241	37	6,56
Indus Holding	39,795	1.347	168	8,02
Gesco	72,95	296	49	6,08
Angaben in €	Schlusskurs 29.08.2014	EV in Mio.	Umsatz 2014e in Mio.	EV/Umsatz 14e
MBB Industries	24,185	136	252	0,54
<i>Maschinenbau, Schwerpunkt Anlagenbau</i>				
Dürr	58,63	1.820	2.483	0,73
DMG Mori Seiki	21,865	1.418	2.224	0,64
M.A.X. Automation	4,104	185	380	0,49
<i>Automobilzulieferer</i>				
Grammer	33,400	489	1.330	0,37
<i>IT-Systemhäuser</i>				
Cancom	33,330	472	791	0,60
Datagroup	8,845	94	157	0,60
<i>Industrie-Holdings u. "passive" Beteiligungsgesellschaften (letztere grundsätzlich NAV-orientierte Bewertung)</i>				
Dt. Beteiligungs AG	21,700	241	n. m.	n. m.
Indus Holding	39,795	1.347	1.267	1,06
Gesco	72,95	296	453	0,65

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



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	252,1	268,1	280,5
EBITDA	8,0	-2,2	9,2	24,6	22,7	25,4	29,5	30,9
EBIT	4,1	-6,1	5,7	19,7	17,5	19,4	23,0	24,5
EBT	2,6	-7,1	4,6	18,1	17,2	18,4	22,0	23,5
Nettoergebnis fortgeführtes Geschäft	2,7	-6,6	3,3	13,6	13,5	14,0	15,8	16,9
EPS	0,40	-1,04	0,51	2,11	2,09	2,12	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%	10,5%	6,3%	4,6%
CAGR zu Umsatz 2010			-5,5%	32,9%	25,3%	21,4%	18,2%	15,9%
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%	10,1%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	5,0%	-5,2%	5,2%	9,6%	7,7%	7,7%	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%	29,3%	34,6%	36,3%
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	23,7	21,8	21,3
Capex	5,5	3,2	2,4	13,3	12,8	12,8	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	10,69	14,60	14,12
Freier Cash flow je Aktie	-0,86	0,42	0,51	0,77	-0,21	1,62	2,21	2,14
Bewertung								
Kurs: 24,185 € (29.08.2014); unverwässerte Basis: 6,60 Mio. Aktien								
KUV					0,70	0,63	0,60	0,57
KGV					11,59	11,40	10,09	9,45
EV/ Umsatz					0,69	0,62	0,59	0,56
EV/ EBITDA					6,93	6,19	5,34	5,10
Dividendenrendite					2,3%	2,5%	2,7%	2,9%
Bilanz								
Bilanz per Ende Geschäftsjahr								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Sachanlagen	36,3	28,0	26,2	35,6	44,8	50,9	50,4	50,0
Immaterielles Vermögen	3,6	3,6	4,3	4,9	6,1	8,0	9,0	10,0
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	49,7	60,3	68,1
Liquide Mittel ohne Wertpapiere Anlagevermögen	35,1	28,1	24,8	40,3	48,4	44,7	55,3	63,1
Liquide Mittel, abzügl. erhaltene Anzahlungen	35,2	33,1	30,3	32,9	52,4	39,7	50,3	58,1
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	28,7	40,3	51,1
Eigenkapital	55,6	47,4	46,2	57,4	67,8	85,5	97,3	109,9
Capital employed (CE)	56,8	46,1	46,2	79,1	101,0	109,4	111,9	116,0

* 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 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: 01.09.2014):

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: 01.09.2014):

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
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt

Historie der Anlageurteile MBB Industries AG:

Datum	Analyst	Anlageurteil	Kursziel	Kursbasis (Vortagesschluss)
2014-09-01	C. Mainitz	Kaufen	32,00 €	24,185 €
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 €