

01. Juni 2017

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

MBB SE

Auf dynamischem Wachstumskurs

Urteil: **Hold** (zuvor: Buy) | Kurs: **116,55 Euro** | Kursziel: **121,20 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Nach Aumann-IPO sehr starke Finanzposition



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Mittelstandsholding
Mitarbeiter:	1.565
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0ETBQ4
Kurs:	116,55 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	6,6 Mio. Stück
Market Cap:	769,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	700,8 Mio. Euro
Free-Float:	29 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	121,95 / 28,01 Euro
Ø Umsatz (12 M):	567,2 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	332,2	395,3	454,6
EBIT (Mio. Euro)	22,3	33,1	36,6
Jahresüberschuss	14,3	15,4	19,1
EpS	2,16	2,34	2,90
Dividende je Aktie	1,22	0,63	0,72
Umsatzwachstum	31,4%	19,0%	15,0%
Gewinnwachstum	21,0%	8,3%	23,9%
KUV	2,32	1,95	1,69
KGV	54,0	49,8	40,2
KCF	23,9	1524,1	22,7
EV / EBIT	31,4	21,2	19,2
Dividendenrendite	1,0%	0,5%	0,6%

Aktuelle Entwicklung

Das Aumann-IPO war für MBB ein großer Erfolg. Die Tochter wurde an der Börse hervorragend aufgenommen, in der Spitze hat der Kurs in Relation zum IPO-Preis von 42 Euro um 73 % zugelegt. Aktuell wird die Gesellschaft mit fast 900 Mio. Euro bewertet, MBB hält immer noch einen Anteil von 53,6 Prozent. Aus Aktienverkäufen zum IPO resultiert ein Anstieg des Kassenbestands im ersten Quartal von 44,9 auf 239,5 Mio. Euro, das Eigenkapital ist durch die Transaktion von 98,4 auf 301,4 Mio. Euro gestiegen. Mit einer Nettofinanzposition von 213,3 Mio. Euro per Ende März befindet sich die Beteiligungsgesellschaft nun in einer sehr komfortablen Ausgangslage, um das Wachstum mit weiteren Zukäufen zu stimulieren. Auch auf operativer Ebene läuft es weiter hervorragend, im Segment technische Applikationen konnten in den ersten drei Monaten Umsatz und EBIT um 40 bzw. 80 Prozent auf 64,9 resp. 7,2 Mio. Euro gesteigert werden (insbesondere dank Aumann). Auf Konzernebene wurde bei einem Umsatzwachstum um 25,4 Prozent auf 98,1 Mio. Euro das EBIT um 45,8 Prozent auf 8,4 Mio. Euro verbessert.

Fazit

Für das Gesamtjahr rechnet das Management mit einem organischen Umsatzwachstum auf mehr als 390 Mio. Euro (+18 Prozent) und einem Ergebnis je Aktie auf Vorjahresniveau, da sich der Minderheitenanteil durch das Aumann-IPO deutlich erhöht. In Reaktion auf die starken Quartalszahlen haben wir unsere Schätzungen für 2017 und die Folgejahre erneut angehoben. Die hohe Nettoliquidität bietet ein großes Potenzial für Zukäufe, deren Effekte wir noch nicht eingeplant haben und die daher ein Upside-Potenzial darstellen. Aus dem Bestand sehen wir den fairen Wert aktuell bei 121,20 Euro, nach der sehr starken Performance der Aktie senken wir unser Urteil von „Buy“ auf „Hold“.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatz	395,3	454,6	531,8	616,9	697,1	773,8	851,2	919,3
Umsatzwachstum		15,0%	17,0%	16,0%	13,0%	11,0%	10,0%	8,0%
EBIT-Marge	8,4%	8,0%	9,1%	10,4%	11,5%	12,4%	12,3%	12,0%
EBIT	33,1	36,6	48,4	64,3	80,2	96,0	104,3	110,1
Steuersatz	33,0%	32,0%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	10,9	11,7	15,0	19,3	24,1	28,8	31,3	33,0
NOPAT	22,2	24,9	33,4	45,0	56,1	67,2	73,0	77,1
+ Abschreibungen & Amortisation	9,7	11,2	12,2	11,6	11,1	10,8	10,6	10,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	3,3	3,3	1,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	35,1	39,3	47,3	56,3	66,9	77,7	83,3	87,1
- Zunahme Net Working Capital	-33,6	-6,8	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	0,0
- Investitionen AV	-18,4	-16,8	-6,6	-7,2	-7,7	-7,9	-7,1	-5,0
Free Cashflow	-16,8	15,7	39,6	47,8	57,9	68,2	74,5	82,0

SMC-Schätzmodell

Modellanpassungen

Nach der hohen Dynamik im ersten Quartal haben wir unsere Umsatzprognose für 2017 erneut angehoben auf jetzt 395,3 Mio. Euro (zuvor: 388,6 Mio. Euro). Auch für die Folgejahre unterstellen wir nun etwas höhere Wachstumsraten, was sich moderat positiv in der Margenentwicklung niedergeschlagen hat. Ebenfalls aktualisiert haben wir unsere Schätzungen zum EBIT in diesem Jahr, das wir nun auf 33,1 Mio. Euro taxieren. Bisher hatten wir hier den Anteilsverkauf von Aumann gewinnsteigernd berücksichtigt. Dieser wurde aber erfolgsneutral verbucht, was

wir in unserem Modell so nachvollzogen haben. Im Nachgang zum Aumann-IPO besteht nun eine Liquidität von knapp 250 Mio. Euro, diese stufen wir aufgrund der hohen Nettofinanzposition als nicht betriebsnotwendig ein. Die Mittel dürften in hohem Umfang für Zukäufe eingesetzt werden, die daraus resultierenden Wertbeiträge sind in unserem Modell noch nicht berücksichtigt. Nach den Aktualisierungen liegt der faire Wert nun bei 800 Mio. Euro oder rund 121,20 Euro je Aktie.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	112,3	129,1	135,2	130,0	126,2	123,2	120,7	117,7	113,0
1. Immat. VG	16,8	17,4	17,9	18,4	18,9	19,4	19,9	20,4	20,9
2. Sachanlagen	64,4	74,5	81,5	77,3	74,3	72,2	70,7	68,6	64,7
II. UV Summe	154,2	366,0	389,9	434,4	484,0	538,9	598,0	658,2	723,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	98,4	315,3	335,8	364,2	404,2	449,4	498,6	547,7	598,9
II. Rückstellungen	45,1	74,3	77,6	79,3	78,9	78,6	78,3	78,0	77,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	39,6	40,2	41,2	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8
2. Kurzfristiges FK	83,4	65,2	70,3	77,1	83,3	90,3	98,0	106,5	115,7
BILANZSUMME	266,5	495,0	525,0	564,4	610,2	662,1	718,7	776,0	836,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	332,2	395,3	454,6	531,8	616,9	697,1	773,8	851,2	919,3
Gesamtleistung	333,5	395,8	454,6	531,8	616,9	697,1	773,8	851,2	919,3
Rohertrag	118,6	145,2	168,2	199,4	234,4	268,4	301,8	330,3	353,9
EBITDA	30,4	42,8	47,7	60,6	75,9	91,3	106,8	114,9	120,4
EBIT	22,3	33,1	36,6	48,4	64,3	80,2	96,0	104,3	110,1
EBT	21,0	32,0	38,9	50,9	67,4	84,2	100,9	110,2	117,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	15,8	21,2	26,2	34,9	47,0	58,7	70,4	76,9	81,7
JÜ	14,3	15,4	19,1	25,5	34,3	42,8	51,4	56,1	59,6
EPS	2,16	2,34	2,90	3,86	5,19	6,49	7,78	8,51	9,03

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	32,2	0,5	33,9	47,7	57,0	68,1	79,3	85,5	91,6
CF aus Investition	-14,0	-19,0	-17,3	-7,1	-7,7	-8,2	-8,4	-7,6	-5,5
CF Finanzierung	3,1	193,7	-4,1	-2,5	-7,0	-13,5	-21,1	-27,9	-30,5
Liquidität Jahresanfa.	23,6	44,9	220,1	232,6	270,8	313,0	359,5	409,4	459,4
Liquidität Jahresende	44,9	220,1	232,6	270,8	313,0	359,5	409,4	459,4	515,0

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	31,4%	19,0%	15,0%	17,0%	16,0%	13,0%	11,0%	10,0%	8,0%
Rohermargemarge	35,7%	36,7%	37,0%	37,5%	38,0%	38,5%	39,0%	38,8%	38,5%
EBITDA-Marge	9,1%	10,8%	10,5%	11,4%	12,3%	13,1%	13,8%	13,5%	13,1%
EBIT-Marge	6,7%	8,4%	8,0%	9,1%	10,4%	11,5%	12,4%	12,3%	12,0%
EBT-Marge	6,3%	8,1%	8,6%	9,6%	10,9%	12,1%	13,0%	12,9%	12,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,3%	3,9%	4,2%	4,8%	5,6%	6,1%	6,6%	6,6%	6,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.03.2017	Buy	99,10 Euro	1), 3), 4)
07.02.2017	Buy	84,00 Euro	1), 3)
02.12.2016	Buy	65,00 Euro	1), 3)
04.11.2016	Buy	44,00 Euro	1), 3)
02.08.2016	Hold	37,00 Euro	1), 3), 7)
26.04.2016	Buy	34,30 Euro	1), 3), 7)
22.03.2016	Buy	33,00 Euro	1), 3), 4), 7)
14.01.2016	Buy	33,50 Euro	3), 4), 7)
13.03.2015	Hold	23,60 Euro	Keine

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.