

08. August 2017

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

MBB SE

Starke Ausgangsbasis für weiteres organisches und externes Wachstum

Urteil: **Buy** (zuvor: Hold) | Kurs: **97,80 Euro** | Kursziel: **121,80 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

Weiterhin hohe Wachstumsdynamik



Stammdaten

| | |
|-------------------------------|---------------------|
| Sitz: | Berlin |
| Branche: | Mittelstandsholding |
| Mitarbeiter: | 1.565 |
| Rechnungslegung: | IFRS |
| ISIN: | DE000A0ETBQ4 |
| Kurs: | 97,80 Euro |
| Marktsegment: | Prime Standard |
| Aktienzahl: | 6,6 Mio. Stück |
| Market Cap: | 645,5 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 546,7 Mio. Euro |
| Free-Float: | 35,2 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 121,95 / 33,53 Euro |
| Ø Umsatz (12 M): | 723,9 Tsd. Euro |

| GJ-Ende: 31.12. | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 332,2 | 392,6 | 451,5 |
| EBIT (Mio. Euro) | 22,3 | 33,6 | 36,3 |
| Jahresüberschuss | 14,3 | 15,4 | 18,2 |
| EpS | 2,16 | 2,33 | 2,76 |
| Dividende je Aktie | 1,22 | 0,63 | 0,69 |
| Umsatzwachstum | 31,4% | 18,2% | 15,0% |
| Gewinnwachstum | 21,0% | 7,8% | 18,5% |
| KUV | 1,94 | 1,64 | 1,43 |
| KGV | 45,3 | 42,0 | 35,4 |
| KCF | 20,1 | 605,4 | 19,2 |
| EV / EBIT | 24,5 | 16,3 | 15,1 |
| Dividendenrendite | 1,2% | 0,6% | 0,7% |

Aktuelle Entwicklung

Nach einem sehr starken Jahresauftakt mit einem Umsatzwachstum von mehr als 25 Prozent hat die Expansionsdynamik von MBB im zweiten Quartal etwas abgenommen, war mit 18,1 Prozent auf 95,8 Mio. Euro aber nach wie vor sehr beachtlich. Der überproportionale EBITDA-Zuwachs von 31,5 Prozent auf 10,2 Mio. Euro korrespondiert mit einer Verbesserung der Marge von 9,6 auf 10,7 Prozent. Das Nettoergebnis reduzierte sich hingegen wegen des gestiegenen Anteils Dritter nach dem Aumann-IPO um 7 Prozent auf 3,3 Mio. Euro. Auf Halbjahresbasis konnte aber immer noch ein Zuwachs um 15,5 Prozent auf 8,3 Mio. Euro erwirtschaftet werden, während der Konzernumsatz um 21,7 Prozent auf 193,9 Mio. Euro gestiegen ist. Wichtigster Treiber war einmal mehr die Tochter Aumann, die ihre Erlöse um 35,3 Prozent auf 98,0 Mio. Euro gesteigert hat. Der Auftragseingang von Aumann in Höhe von 107,4 Mio. Euro signalisiert weiteres Wachstum, das angesichts einer Book-to-Bill-Ratio von 1,1 aber künftig etwas niedriger ausfallen dürfte. Unverändert dynamisch ist hingegen die Auftragsakquise im Teilbereich E-Mobility (+55 Prozent).

Fazit

MBB bewegt sich weiter auf einem dynamischen Wachstumspfad, weswegen die Jahresziele (ein Umsatz von 390 Mio. Euro und ein Ergebnis je Aktie von mindestens 2,16 Euro) bekräftigt wurden. Die durch das Aumann-IPO im ersten Halbjahr massiv von 22,2 auf 189,8 Mio. Euro verbesserte Nettoliquidität bietet zudem großen Spielraum für Investitionen in das organische Wachstumspotenzial wie auch für Zukäufe, aus denen in der Vergangenheit hohe Wertsteigerungen resultierten. Wir haben unser Modell moderat überarbeitet (siehe S. 3), sehen den fairen Wert fast unverändert bei 121,80 Euro und stufen die Aktie nach der jüngsten Kurskonsolidierung von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

Anhang I: DCF-Modell

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Umsatz | 392,6 | 451,5 | 528,3 | 612,8 | 692,5 | 768,6 | 845,5 | 913,1 |
| Umsatzwachstum | | 15,0% | 17,0% | 16,0% | 13,0% | 11,0% | 10,0% | 8,0% |
| EBIT-Marge | 8,6% | 8,0% | 9,1% | 10,4% | 11,5% | 12,4% | 12,3% | 12,0% |
| EBIT | 33,6 | 36,3 | 48,0 | 63,8 | 79,6 | 95,3 | 103,6 | 109,4 |
| Steuersatz | 33,0% | 32,0% | 31,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 11,1 | 11,6 | 14,9 | 19,1 | 23,9 | 28,6 | 31,1 | 32,8 |
| NOPAT | 22,5 | 24,7 | 33,1 | 44,7 | 55,7 | 66,7 | 72,5 | 76,6 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 9,7 | 11,2 | 12,2 | 11,6 | 11,1 | 10,8 | 10,6 | 10,2 |
| + 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 | 35,5 | 39,1 | 47,0 | 55,9 | 66,5 | 77,2 | 82,7 | 86,5 |
| - Zunahme Net Working Capital | -33,4 | -6,8 | -1,1 | -1,2 | -1,4 | -1,5 | -1,7 | 0,0 |
| - Investitionen AV | -18,2 | -16,7 | -6,5 | -7,2 | -7,6 | -7,8 | -7,1 | -5,0 |
| Free Cashflow | -16,1 | 15,7 | 39,4 | 47,5 | 57,5 | 67,8 | 74,0 | 81,5 |

SMC-Schätzmodell

Modellanpassungen

Nach den Zahlen zu Umsatz und Auftragseingang haben wir unsere Erlösteuer für 2017 moderat von 395,3 auf 392,6 Mio. Euro abgesenkt, wobei mögliche Zukäufe darin nicht berücksichtigt sind. Margenseitig liegt das Unternehmen etwas oberhalb unserer Erwartungen, wir haben die Werte für die EBITDA- und die EBIT-Marge infolgedessen von 10,8 auf 11,0 Prozent bzw. 8,4 auf 8,6 Prozent angehoben. Auch die Daten zum Cashflow und zum Ergebnisanteil Dritter haben wir im Zuge dessen

moderat angepasst. Für die Folgejahre haben wir die unterstellten Erlössteigerungsraten und Margen unverändert gelassen. Insgesamt hat sich der aus dem Modell resultierende faire Wert minimal, von 121,20 auf 121,80 Euro, geändert. Da die Aktie aber nach einem starken Anstieg zuletzt konsolidiert hat, besteht nun wieder ein Aufwärtspotenzial von 25 Prozent, weswegen wir den Titel wieder auf „Buy“ hochstufen.

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 | 128,9 | 134,9 | 129,8 | 125,9 | 122,9 | 120,4 | 117,4 | 112,7 |
| 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 | 74,4 | 81,3 | 77,0 | 74,0 | 71,9 | 70,4 | 68,3 | 64,4 |
| II. UV Summe | 154,2 | 366,4 | 390,1 | 434,4 | 483,8 | 538,3 | 597,2 | 657,0 | 721,5 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 98,4 | 315,7 | 335,9 | 364,0 | 403,7 | 448,7 | 497,7 | 546,4 | 597,3 |
| 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 | 77,0 | 83,2 | 90,1 | 97,8 | 106,2 | 115,4 |
| BILANZSUMME | 266,5 | 495,4 | 525,0 | 564,2 | 609,7 | 661,2 | 717,6 | 774,4 | 834,1 |

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 | 392,6 | 451,5 | 528,3 | 612,8 | 692,5 | 768,6 | 845,5 | 913,1 |
| Gesamtleistung | 333,5 | 393,1 | 451,5 | 528,3 | 612,8 | 692,5 | 768,6 | 845,5 | 913,1 |
| Rohertrag | 118,6 | 141,1 | 167,1 | 198,1 | 232,9 | 266,6 | 299,8 | 328,0 | 351,6 |
| EBITDA | 30,4 | 43,3 | 47,4 | 60,2 | 75,4 | 90,7 | 106,1 | 114,1 | 119,6 |
| EBIT | 22,3 | 33,6 | 36,3 | 48,0 | 63,8 | 79,6 | 95,3 | 103,6 | 109,4 |
| EBT | 21,0 | 32,5 | 38,6 | 50,6 | 67,0 | 83,6 | 100,2 | 109,5 | 116,3 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 15,8 | 21,5 | 26,0 | 34,7 | 46,6 | 58,3 | 69,9 | 76,4 | 81,1 |
| JÜ | 14,3 | 15,4 | 18,2 | 24,3 | 33,1 | 42,0 | 51,0 | 55,8 | 59,2 |
| EPS | 2,16 | 2,33 | 2,76 | 3,68 | 5,02 | 6,36 | 7,73 | 8,45 | 8,98 |

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 | 1,1 | 33,7 | 47,4 | 56,6 | 67,7 | 78,8 | 84,9 | 91,1 |
| CF aus Investition | -14,0 | -18,8 | -17,2 | -7,0 | -7,7 | -8,1 | -8,3 | -7,6 | -5,5 |
| CF Finanzierung | 3,1 | 193,7 | -4,1 | -2,5 | -6,9 | -13,3 | -20,9 | -27,7 | -30,3 |
| Liquidität Jahresanfa. | 23,6 | 44,9 | 220,8 | 233,2 | 271,2 | 313,2 | 359,4 | 409,0 | 458,7 |
| Liquidität Jahresende | 44,9 | 220,8 | 233,2 | 271,2 | 313,2 | 359,4 | 409,0 | 458,7 | 514,1 |

Kennzahlen

| Prozent | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 31,4% | 18,2% | 15,0% | 17,0% | 16,0% | 13,0% | 11,0% | 10,0% | 8,0% |
| Rohermargemarge | 35,7% | 35,9% | 37,0% | 37,5% | 38,0% | 38,5% | 39,0% | 38,8% | 38,5% |
| EBITDA-Marge | 9,1% | 11,0% | 10,5% | 11,4% | 12,3% | 13,1% | 13,8% | 13,5% | 13,1% |
| EBIT-Marge | 6,7% | 8,6% | 8,0% | 9,1% | 10,4% | 11,5% | 12,4% | 12,3% | 12,0% |
| EBT-Marge | 6,3% | 8,3% | 8,6% | 9,6% | 10,9% | 12,1% | 13,0% | 12,9% | 12,7% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 4,3% | 3,9% | 4,0% | 4,6% | 5,4% | 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 Kurservartung 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 |
|------------|------------------|-------------|---------------------|
| 01.06.2017 | Hold | 121,20 Euro | 1), 3), 4) |
| 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) |

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.