

23. Februar 2018

**Research-Comment**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



**MBB SE**

Starkes Wachstum soll sich auch  
mittelfristig fortsetzen

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **97,40 Euro** | Kursziel: **121,30 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

# Prognose für 2018 übertrifft Erwartungen



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	Mittelstandsholding
<b>Mitarbeiter:</b>	2.013 (31.12., vorläufig)
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0ETBQ4
<b>Kurs:</b>	97,40 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	6,6 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	642,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	586,1 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	35,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	124,70 / 77,01 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	774,7 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	403,1	503,8	559,3
EBIT (Mio. Euro)	27,6	40,2	48,0
Jahresüberschuss	13,5	17,9	21,6
EpS	2,04	2,71	3,27
Dividende je Aktie	0,65	0,80	1,05
Umsatzwachstum	21,4%	25,0%	11,0%
Gewinnwachstum	-5,3%	32,6%	20,5%
KUV	1,59	1,28	1,15
KGV	47,6	35,9	29,8
KCF	-	17,0	15,6
EV / EBIT	21,2	14,6	12,2
Dividendenrendite	0,7%	0,8%	1,1%

## Aktuelle Entwicklung

Nach einer Wachstums- und Ergebnisdelle im dritten Quartal (Umsatz +6,1 Prozent, EBITDA -19,2 Prozent) hat MBB sofort wieder zurück in die Spur gefunden. In den letzten drei Monaten des Geschäftsjahres 2017 konnten die Erlöse um 35 Prozent auf 120,7 Mio. Euro gesteigert werden, das EBITDA erhöhte sich sogar um 56,7 Prozent auf 10,5 Mio. Euro. Beim Nettoergebnis (+15,8 Prozent auf 3,6 Mio. Euro) hat sich wie in den Vorquartalen der höhere Anteil Dritter nach dem Aumann-IPO bemerkbar gemacht. Trotzdem konnten im Gesamtjahr mit EpS von 2,04 Euro (inklusive -0,02 Euro je Aktie PPA aus USK-Kauf) die im Herbst von 2,16 auf 2,00 Euro je Aktie abgesenkte Unternehmensprognose und unsere gleichlautende Schätzung leicht übertroffen werden. Der Jahresumsatz summierte sich auf 403,1 Mio. Euro (+21,4 Prozent), was ebenfalls über der Guidance (390 Mio. Euro) und unserer Taxe (400,3 Mio. Euro) lag. Dank der Übernahme von USK und dem gruppenweit starken Auftragseingang hat das Management für 2018 einen Umsatz von mehr als 500 Mio. Euro und EpS zwischen 2,60 und 2,80 Euro in Aussicht gestellt.

## Fazit

Die Zahlen für 2017 sind erfreulich, eine echte Überraschung stellt aber die Prognose für 2018 dar. Diese liegt deutlich über unseren bisherigen Schätzungen (Umsatz 493 Mio. Euro / EpS 2,42 Euro je Aktie), die wir infolgedessen nun angehoben haben. Auch mittelfristig soll die dynamische Expansion fortgesetzt werden, das Management hat das Umsatzziel von 750 Mio. Euro von 2022 auf 2020 vorgezogen. Wir rechnen etwas vorsichtiger, kalkulieren dabei aber trotz einer Konzern-Nettoliquidität von 222 Mio. Euro auch noch keine weiteren Akquisitionen ein. Mit der Anpassung der Schätzungen ist das Kursziel von 108,70 auf 121,30 Euro kräftig gestiegen, wir bestätigen das Urteil „Buy“.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatz	503,8	559,3	630,8	706,4	779,1	852,7	918,1	972,3
Umsatzwachstum		11,0%	12,8%	12,0%	10,3%	9,4%	7,7%	5,9%
EBIT-Marge	8,0%	8,6%	10,0%	11,0%	12,0%	11,9%	11,8%	11,7%
<b>EBIT</b>	<b>40,2</b>	<b>48,0</b>	<b>63,0</b>	<b>77,6</b>	<b>93,5</b>	<b>101,2</b>	<b>108,4</b>	<b>114,2</b>
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	12,3	14,7	19,2	23,7	28,5	30,9	33,1	34,8
<b>NOPAT</b>	<b>27,9</b>	<b>33,4</b>	<b>43,8</b>	<b>53,9</b>	<b>65,0</b>	<b>70,3</b>	<b>75,4</b>	<b>79,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	13,2	13,5	12,7	12,1	11,7	11,3	10,9	10,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	3,3	1,6	-0,3	-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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>44,4</b>	<b>48,5</b>	<b>56,2</b>	<b>65,7</b>	<b>76,3</b>	<b>81,4</b>	<b>86,0</b>	<b>89,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-5,0	-5,6	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	0,0	0,0
- Investitionen AV	-25,2	-18,5	-18,9	-19,3	-19,4	-18,6	-16,5	-15,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>14,2</b>	<b>24,4</b>	<b>36,0</b>	<b>45,0</b>	<b>55,3</b>	<b>61,0</b>	<b>69,4</b>	<b>74,3</b>

*SMC-Schätzmodell*

## Anhang II: Bilanz- und GU- Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	164,1	179,1	184,6	191,4	199,0	207,3	215,1	221,2	226,4
1. Immat. VG	27,1	30,1	30,6	31,1	31,6	32,1	32,6	33,1	33,6
2. Sachanlagen	87,9	89,8	84,7	80,9	77,9	75,6	72,8	68,3	62,9
II. UV Summe	430,8	447,0	475,3	508,0	547,0	594,3	641,5	695,2	752,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	386,5	406,8	431,1	464,6	504,5	552,6	599,4	650,3	703,2
II. Rückstellungen	81,3	84,6	86,3	85,9	85,6	85,3	85,0	84,6	84,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	44,6	46,2	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6
2. Kurzfristiges FK	82,4	88,1	94,6	100,9	108,0	115,8	124,3	133,5	143,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>594,9</b>	<b>625,8</b>	<b>659,6</b>	<b>699,0</b>	<b>745,7</b>	<b>801,2</b>	<b>856,2</b>	<b>915,9</b>	<b>978,3</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	403,1	503,8	559,3	630,8	706,4	779,1	852,7	918,1	972,3
Gesamtleistung	405,6	506,8	559,3	630,8	706,4	779,1	852,7	918,1	972,3
Rohertrag	139,6	179,3	201,3	233,4	264,9	296,1	322,3	346,1	365,6
EBITDA	38,0	53,4	61,5	75,7	89,7	105,2	112,6	119,4	124,4
EBIT	27,6	40,2	48,0	63,0	77,6	93,5	101,2	108,4	114,2
EBT	26,0	38,4	46,2	61,6	77,4	94,2	104,0	113,8	120,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,4	26,3	31,7	42,4	53,4	65,1	71,9	78,7	83,3
JÜ	13,5	17,9	21,6	28,8	36,3	44,2	48,9	53,5	56,6
EPS	2,04	2,71	3,27	4,37	5,50	6,70	7,41	8,10	8,58

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-34,2	37,7	41,2	53,5	63,8	74,9	81,2	89,2	93,2
CF aus Investition	-51,9	-28,2	-19,0	-19,4	-19,8	-19,9	-19,1	-17,0	-15,5
CF Finanzierung	274,4	-3,4	-5,2	-8,9	-13,5	-17,0	-25,1	-27,8	-30,4
Liquidität Jahresanfa.	44,9	233,2	239,4	256,5	281,6	312,2	350,1	387,1	431,5
Liquidität Jahresende	233,2	239,4	256,5	281,6	312,2	350,1	387,1	431,5	478,9

### Kennzahlen

Prozent	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	21,4%	25,0%	11,0%	12,8%	12,0%	10,3%	9,4%	7,7%	5,9%
Rohtragsmarge	34,6%	35,6%	36,0%	37,0%	37,5%	38,0%	37,8%	37,7%	37,6%
EBITDA-Marge	9,4%	10,6%	11,0%	12,0%	12,7%	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%
EBIT-Marge	6,8%	8,0%	8,6%	10,0%	11,0%	12,0%	11,9%	11,8%	11,7%
EBT-Marge	6,4%	7,6%	8,3%	9,8%	11,0%	12,1%	12,2%	12,4%	12,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,3%	3,5%	3,9%	4,6%	5,1%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte 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
06.12.2017	Buy	108,70 Euro	1), 3), 4)
08.08.2017	Buy	121,80 Euro	1), 3), 4)
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)

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.