5. Juni 2012
Watchlist

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Watchlist 2012

Bewertungsabschläge und reife Portfolios machen die Branche interessant

SMC-Branchenresearch | Beteiligungsgesellschaften

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Inhaltsverzeichnis

Die SMC-Watchlist Beteiligungsgesellschaften 3

DEWB AG: Noxxon-Exit wäre der Ritterschlag 4

Gesco AG: Auf Rekordkurs 6

Heliad*: Aufräumarbeiten weit fortgeschritten 8

Indus AG: Diversifikation als Absicherung 10

M.A.X. Automation AG: Langfristig bergauf 12

MAX 21 AG: Zwei heiße Eisen 14

MBB Industries AG: Mit Zukauf in neue Dimensionen 16

mic AG: Reifes Portfolio lädt zum Exit ein 18

Nanostart AG: Branchenpionier muss sich beweisen 20

Surikate Mittelstands AG: Akquisitionen voraus 22

Impressum & Disclaimer 24

Die SMC-Watchlist Beteiligungsgesellschaften

Die börsennotierten Beteiligungsgesellschaften

In der Branche der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften haben sich zwei verschiedene Geschäftsmodelle etabliert. Die eine Gruppe der Unternehmen verfolgt die angelsächsisch geprägte Variante des Private Equity, die auf einen ertragreichen Verkauf von Firmen nach einer längeren Haltedauer angelegt ist. Zu den prominenten Vertretern dieses Zweigs zählt beispielsweise die im SDAX vertretene Deutsche Beteiligungs AG, die Deutsche Balaton, Heliad Equity Partners oder die Deutsche Effecten- und Wechsel- Beteiligungsgesellschaft.
Das Gegenstück stellt die Mittelstandsholding dar, die einen Buy-and-Hold-Ansatz verfolgt. Die Anbieter erwerben Beteiligungen, um daraus sukzessive ein diversifiziertes Konglomerat aus spezialisierten Mittelständlern aufzubauen. Auch aus dieser Sparte haben es mittlerweile zwei Anbieter bis in den SDAX geschafft, Indus aus Bergisch-Gladbach sowie Gesco aus Wuppertal.
Abseits dieser beiden grundlegenden Geschäftsmodelle gibt es aber zahlreiche Ausdifferenzierungen in der Branche, die sich sowohl hinsichtlich des Kaufgrunds (Buyout, Wachstumsfinanzierung, Sanierung, Altersnachfolge, usw.) als auch im Hinblick auf die Branchen der Targets deutlich unterscheiden.

Schwache Performance

Dementsprechend schwer ist es der Deutschen Börse gefallen, die Unternehmen in das eigene Indexmodell sinnvoll einzugruppieren. Die Beteiligungsgesellschaften finden sich gleich in drei verschiedenen DAX-Subsektoren wieder, wobei nur der *All Private Equity and Venture Capital Index* einen halbwegs unverzerrten Einblick in die Performance der Branche bietet (vgl. dazu unsere Branchenstudie Beteiligungsgesellschaften). Seit der Einführung der Subsektoren im März 2008 hat der All Private Equity and Venture Capital Index unter hohen Schwankungen per Saldo rund 20 Prozent seines Wertes eingebüßt und damit deutlich schwächer abgeschnitten als der DAX, der sich im selben Zeitraum in etwa behaupten konnte. Langsam aber sicher deutet sich hier aber eine Trendumkehr an. Sowohl den DAX-Absturz im Spätsommer 2011 als auch den jüngsten Kursrückgang hat der Index nicht mehr in vollem Umfang mitgemacht, so dass die Unternehmen in den letzten zwölf Monaten bereits leicht die Nase vorn haben.

Attraktive Bewertungsrelationen

Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Diversifikationsmöglichkeit, die Beteiligungsgesellschaften bieten, in einem schwierigen Umfeld attraktiv wirken. Aber auch die Bewertungsrelationen sind zum Teil sehr ansprechend, zahlreiche Unternehmen notieren weit unter dem Buchwert. Bei der Auswahl unserer Watchlist, mit der wir zehn aussichtsreiche Titel aus dem Sektor gekürt haben, war dies ein wichtiges Kriterium. Zusätzlich haben wir die fundamentale Situation der einzelnen Anbieter umfassend analysiert und in einem kurzen Profil, einer ausführlichen SWOT-Analyse und einem Fazit zusammengefasst. Die so entstandene Liste ersetzt sicherlich keine umfassende Unternehmensbewertung, wie sie vor jedem Investment durchgeführt werden sollte. Aber sie soll einen Hinweis darauf liefern, mit welchem Unternehmen man sich vielleicht einmal näher beschäftigen sollte, weil es in Zukunft zu den Outperformern zählen könnte.
Eingang gefunden haben in unsere Liste fünf Unternehmen, die eher den klassischen Ansatz in der Tradition des Private Equity verfolgen (DEWB, Heliad, MAX21, mic und Nanostart), wobei mic als Frühphaseninvestor und Nanostart mit dem Fokus auf Nanotechnologie etwas aus dem Rahmen fallen. Darüber hinaus zählen wir auch fünf Mittelstandsholdings zur Gruppe der aussichtsreichsten Beteiligungsgesellschaften: Gesco, Indus, M.A.X. Automation, MBB Industries und Surikate.

DEWB AG: Noxxon-Exit wäre der Ritterschlag

Equity Story

Die seit Ende 1997 im Beteiligungsgeschäft aktive DEWB hat in ihrer Firmenhistorie bereits 364 Mio. Euro in 55 Unternehmen investiert und 42 Beteiligungen für 466 Mio. Euro veräußert. Das dabei durchschnittlich erzielte Multiple beziffert die DEWB auf 1,3 und den internen Zins (IRR) auf 14,5 Prozent.

Aufgrund des fortgeschrittenen Reifestadiums des Portfolios verfolgt die Gesellschaft seit zwei Jahren erfolgreich eine Desinvestitionsstrategie, in deren Rahmen sämtliche bestehenden Beteiligungen zum Verkauf stehen. Den Anfang machte im Jahr 2010 die Veräußerung von Anteilen an zwei Firmen, die zu Erlösen in Höhe von 3,4 Mio. Euro und zu einem operativen Gewinn von 1,5 Mio. Euro führte. 2011 folgten vier weitere Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 36,0 Mio. Euro, die der DEWB ein EBIT in Höhe von 10,0 Mio. Euro bescherten. Zum letzten Bilanzstichtag resultierte daraus ein Eigenkapital je Aktie von 2,16 Euro – bei einem aktuellen Kurs von 1,27 Euro. Die Nettoliquidität der Gesellschaft beträgt nun 20 Mio. Euro und liegt damit in etwa auf der Höhe der Marktkapitalisierung.

Dabei hält die DEWB noch Anteile an vier Firmen, von denen wir zwei als sehr aussichtsreich einstufen. Nanotron (Anteil 20,6 Prozent), angesiedelt im Kernbereich Photonik und Sensorik, lanciert derzeit mit Partnern mehrere Produkte für die drahtlose Überwachung von beweglichen Objekten und könnte kurz vor dem Durchbruch stehen. Und das Biotechnologieunternehmen Noxxon (Anteil 11,5 Prozent) wird mit dem Abschluss mehrerer klinischer Studien möglicherweise die Funktionsfähigkeit einer revolutionären Wirkstoff-Technologie unter Beweis stellen.

Stammdaten

Sitz:	Jena
Fokus:	Sensorik/Photonik
Mitarbeiter:	5 (Holding)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE0008041005
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,23 Mio. Stück
Kurs:	1,27 Euro
Market Cap:	19,3 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	2,16 Euro
Kurs/Buchwert:	0,59
Free-Float:	62,7 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,62 Euro / 1,05 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	13,6 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	3,2	35,8	4,0
EBIT	1,48	9,97	1,80
JÜ	0,23	8,51	1,30
EpS	0,02	0,56	0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00
Ums.-Wachstum	6304%	1018%	-88,8%
JÜ-Wachstum	-	3682%	-84,7%
KGV	85,90	2,27	14,87
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Management kann eine beeindruckenden Track-record profitabler Exits vorweisen.
- Die aktuelle Bewertung liegt deutlich unter dem Eigenkapital je Aktie und lediglich auf dem Niveau der Nettoliquidität.
- Mit Noxxon und Nanotron befinden sich noch zwei Unternehmen im Portfolio, deren Veräußerung stille Reserven offenlegen könnte.
- Die Fixkostenbasis der DEWB ist mit ca. 0,7 Mio. Euro p.a. sehr gering.

Schwächen

- Nach zahlreichen Verkäufen muss ein neues Portfolio erst noch aufgebaut werden. Um die Zeit bis zur Ertragsreife zu verkürzen, soll der Schwerpunkt der Neuakquisitionen nun auf weiter entwickelte Unternehmen gelegt werden.
- Die Veräußerung der Beteiligung IG Assets wird aktuell noch durch Rechtsstreitigkeiten blockiert.
- Auf Noxxon entfällt ein großer Teil des noch investierten Kapitals. Hier besteht ein gewisses Klumpenrisiko.

Chancen

- Sollte Noxxon mit den klinischen Studien zur Phase zwei den Nachweis erbringen, dass die Spiegelmer-Technologie wirkungsvolle und nahezu nebenwirkungsfreie Medikamente hervorbringt, rechnen wir mit einem Exit in 2013 und einem zweistelligen Millionengewinn für die DEWB.
- Das Unternehmen wird die Liquidität in Firmen aus den Branchen Sensorik und Photonik reinvestieren, hier besteht eine ausgewiesene Expertise.
- Allein schon der Abbau des Bewertungsdiscounts bietet ein Kurspotenzial von 70 Prozent.

Risiken

- Die klinische Erforschung von Medikamenten, die Noxxon aktuell durchführt, ist immer mit einem relativ hohen Fehlschlagrisiko verbunden.
- Gelingt kein Exit, wären die notwendigen Studien der Phase III mit einem sehr hohen Kapitalaufwand verbunden.
- Die Nanotron-Technologie (insb. der Halbleiter-Chip nanoLOC) könnte durch Konkurrenzentwicklungen überholt werden.
- Gelingt kein Einstieg bei ausschüttungsfähigen Unternehmen, drohen nach dem Abschluss der Exits 2-3 Verlustjahre.

Fazit

Das Management der DEWB hat in den letzten Jahren bewiesen, dass es Beteiligungen bis zu einem ertragreichen Exit weiterentwickeln kann. Gelingt nun in den nächsten anderthalb Jahren auch noch ein profitabler Verkauf von Nanotron und insb. von Noxxon, wäre das der Ritterschlag. Wir gehen davon aus, dass sich spätestens dann der bestehende Kursabschlag zum Net Asset Value deutlich reduzieren dürfte. Bei der aktuellen Marktkapitalisierung gibt es angesichts der hohen Nettoliquidität die aussichtsreichen Beteiligungen noch zum Nulltarif.

Gesco AG: Auf Rekordkurs

Equity Story

Die Mittelstandsholding Gesco verfolgt einen Buy-and-Build-Ansatz. Das Unternehmen erwirbt deutsche Mittelständler aus den Branchen Werkzeug- und Maschinenbau sowie Kunststofftechnik, oft im Rahmen einer Nachfolgeregelung, und entwickelt diese im Konzernverbund weiter. Dabei bleiben die Töchter allerdings in hohem Maße unabhängig, die Holding unterstützt sie in erster Linie bei der Strategieentwicklung, der Realisierung von Großinvestitionen sowie in administrativen Prozessen wie etwa Controlling oder Bilanzierung. Dahinter steht der Gedanke eines Unternehmer-Unternehmens, die Geschäftsführer der Töchter beteiligen sich zumeist selbst mit bis zu 20 Prozent an ihrer jeweiligen Firma und sollen flexibel und unabhängig wie Selbstständige in ihren Branchen agieren können.

Zum Portfolio zählen derzeit 15 Unternehmen, wobei die Sparte Werkzeug- und Maschinenbau mit einem Umsatzanteil von ca. 90 Prozent (12 Firmen) klar dominiert. Aus diesem Segment stammt auch die größte Tochter Dörrenberg Edelstahl, die im Geschäftsjahr 2010/11 rund 42 Prozent des Konzernumsatzes erwirtschaftet hat.

Da der Werkzeug- und Maschinenbau eine hohe Konjunktursensibilität aufweist, führte die Rezession 2009 zu einem Umsatz- (-26,6 Prozent) und Gewinneinbruch (-58,8 Prozent). Trotzdem blieb Gesco aber auch in dieser schwierigen Phase deutlich profitabel. Zudem wurde der Kern des Mitarbeiterstamms gehalten und die wichtigsten Investitionen wie vorgesehen durchgeführt. Von diesen mutigen Weichenstellungen konnte der Konzern im anschließenden Aufschwung kräftig profitieren und die Einbußen rasch wettmachen, in der Finanzperiode 2011/12 wurden neue Rekorde bei Umsatz und Gewinn erwirtschaftet.

**Branchen Werkzeug- und Maschinenbau / Kunststofftechnik*

Stammdaten

Sitz:	Wuppertal
Fokus:	Verarb. Gewerbe*
Mitarbeiter:	1.888 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.03.
ISIN:	DE000 A1K0201
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	3,33 Mio. Stück
Kurs:	57,25 Euro
Market Cap:	190,4 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	38,75 Euro
Kurs/Buchwert:	1,48
Free-Float:	88 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	72,68 / 53,22 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	612,9 Tsd. Euro

Mio. Euro	10/11	11/12e	12/13e
Umsatz	335,20	415,40	410,00
EBIT	27,00	38,40	35,00
JÜ	15,25	22,60	20,00
EpS	5,05	6,80	6,02
Dividende	2,00	2,90	2,80
Ums.-Wachstum	20,7%	23,9%	-1,3%
JÜ-Wachstum	71,4%	48,2%	-11,5%
KGV	12,5	8,4	9,5
Dividendenrendite	3,5%	5,1%	4,9%

SWOT-Analyse

Stärken

- Der Verbund besteht aus vielen kleinen, hochspezialisierten Mittelständlern, die in ihren Nischen nicht selten zu den Weltmarktführern zählen.
- Die mittelfristige Entwicklung der Töchter ist innovationsgetrieben, die individuellen Geschäftszyklen der einzelnen Unternehmen gleichen sich teilweise aus.
- Die Kundenstruktur ist über zahlreiche Branchen breit diversifiziert.
- Das Management kann einen langjährigen Trackrecord vorweisen und hat auch in der tiefen Krise 2008/09 sehr besonnen agiert.

Schwächen

- Abseits einiger zentraler Funktionen werden weder in der Produktion noch im Vertrieb substanzielle Verbundsynergien gehoben.
- Die Kunststofftechnik-Töchter sind im Portfolio mit einem Umsatzanteil von 10 Prozent klar unterrepräsentiert, was die Möglichkeiten zur Generierung von spezifischem Branchen-Know-how schmälert.
- Einige Töchter sind möglicherweise zu klein, um nachhaltig profitabel zu arbeiten. Der Ableger Ackermann Fahrzeugbau musste aus diesem Grund zuletzt verkauft werden.

Chancen

- Die Nachfolgeproblematik zählt unverändert zu den wichtigsten Themen im deutschen Mittelstand, Gesco dürften sich hier weiterhin zahlreiche günstige Kaufgelegenheiten bieten.
- Die hohe Innovationskraft der meisten Portfoliounternehmen bietet Chancen auf starke Entwicklungsschübe durch neue Produkte.
- Das Unternehmen ist bislang aus jeder Rezession gestärkt hervorgegangen, im nächsten Aufschwung sind neue Rekorde vorprogrammiert.

Risiken

- Die Profitabilität der Unternehmen aus der Kunststofftechnik-Sparte könnte unter anhaltend hohen Rohstoffpreisen leiden.
- Eine tiefe Rezession in Europa würde erfahrungsgemäß auch die Geschäftsentwicklung der Gesco-Töchter deutlich beeinträchtigen.
- Mittelfristig könnte der Fachkräftemangel das Wachstum der hochspezialisierten Töchter hemmen.

Fazit

Das Geschäftsmodell von Gesco hat die Bewährungsprobe in der tiefen Krise 2008/09 bestanden. Der Konzern verzichtete auf einen größeren Personalabbau und blieb trotzdem profitabel, der Lohn folgte im anschließenden Aufschwung in Form eines neuen Umsatz- und Gewinnrekords in der Finanzperiode 2011/12. Durch den aktuellen Abschwung dürfte die Geschäftsentwicklung nun etwas gedämpft werden, Rezessionen waren bei Gesco in der Vergangenheit aber immer Kaufgelegenheiten.

Heliad*: Aufräumarbeiten weit fortgeschritten

Equity Story

Heliad wurde im Jahr 2000 als Plattform für eine Beteiligung an Wachstumsunternehmen geschaffen und 2004 an der Börse eingeführt. Die eher unübliche Konstruktion einer GmbH & Co. KGaA wurde gewählt, um eine hohe Fungibilität der Anteile mit transparenten Kostenstrukturen zu kombinieren.

Seine bisher größte Blüte hatte das Unternehmen Mitte des letzten Jahrzehnts, als zahlreiche IPOs aus dem Portfolio die Gewinne stark ansteigen ließen. Im Jahr 2008 konnte schließlich fast die Hälfte des Portfolios für mehr als 40 Mio. Euro an einen Finanzinvestor veräußert werden – der Höhe- und Wendepunkt in der Firmenhistorie. Es folgten in einem deutlich schwieriger gewordenen wirtschaftlichen Umfeld verlustreiche Jahre, die durch operative Fehlbeträge einzelner Töchter, Abschreibungen auf Beteiligungen und auch eine große Insolvenz geprägt wurden. Noch 2010 musste deswegen ein Fehlbetrag von 24,8 Mio. Euro hingenommen werden.

Um die Gesellschaft in die Erfolgsspur zurückzuführen, kehrte Andreas Lange, der die Geschäfte schon bist zum Jahr 2006 hauptverantwortlich gesteuert hatte, an die Spitze des Unternehmens zurück. Seit Anfang 2011 wurden insgesamt Anteile an zwei Private-Equity-Fonds und sieben Unternehmen verkauft sowie die Restrukturierung bei zwei Ablegern abgeschlossen. Im letzten Jahr konnte der Heliad-Konzern erstmals wieder einen Gewinn von 4,3 Mio. Euro ausweisen, allerdings aufgrund von Sondereffekten. Die Nettofinanzposition lag zum 31. Dezember bei 34,4 Mio. Euro und das Eigenkapital betrug 54,8 Mio. Euro – gegenüber einem aktuellen Börsenwert von 20,3 Mio. Euro. Eine gute Ausgangsbasis für einen operativen Neustart.

Stammdaten

Sitz:	Frankfurt
Fokus:	Wachstumsfinanzierung
Mitarbeiter:	59 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0L1NN5
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	10,95 Mio. Stück
Kurs:	1,85 Euro
Market Cap:	20,3 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	5,00 Euro
Kurs/Buchwert:	0,37
Free-Float:	45,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	3,07 Euro / 1,65 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	19,4 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	51,4	41,7	20,0
EBIT	11,01	-8,33	2,00
JÜ	-19,39	4,62	1,60
EpS	-1,81	0,43	0,15
Dividende	0,00	0,00	0,00
Ums.-Wachstum	59,6%	-18,9%	-52,0%
JÜ-Wachstum	-	-	-65,4%
KGV	-	4,4	12,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

**vollständiger Name: Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA*

SWOT-Analyse

Stärken

- Der 2010 zurückgekehrte Geschäftsführer Lange hat schon früher unter Beweis gestellt, dass er ein Portfolio mit hohem Wertsteigerungspotenzial aufbauen kann.
- Den notwendigen Neustart nach verlustreichen Jahren kann Heliad mit einem bereinigten Portfolio, schuldenfrei und mit einer Konzern-Nettoliquidität von 34,4 Mio. Euro angehen.
- Die noch bestehenden vier Beteiligungen stufen wir als substanziell werthaltig ein.

Schwächen

- In der Krisenphase der letzten Jahre wurde an der Börse viel Vertrauen verspielt.
- Die „fortgeführte Geschäftstätigkeit" war 2011 defizitär und verursachte einen Mittelabfluss.
- Die Umsätze in der Aktie sind rapide gesunken, damit ist der Wert für viele institutionelle Anleger nicht mehr interessant.
- Eine neue Investmentstrategie muss erst noch entwickelt werden, die ersten drei Transaktionen sollen im zweiten Halbjahr erfolgen.

Chancen

- Die Gesellschaft hat sich 2011 spürbar auf den Turnaround zubewegt. Sollte dieser im Jahresverlauf 2012 bestätigt werden, besteht die Chance auf eine Neubewertung der Aktie.
- Neben der Möglichkeit potenziell kurstreibender Exits aus dem Restportfolio bietet schon allein die denkbare Annäherung des Marktwerts an den Buchwert (oder sogar nur die Nettoliquidität) ein hohes Potenzial.

Risiken

- Die Bilanz von Heliad ist trotz der Fortschritte immer noch relativ intransparent.
- Das aktuelle Management will auch in unterbewertete, bereits börsennotierte Unternehmen investieren. Hier werden aber in der Regel höhere Multiples bezahlt als bei nicht notierten Firmen.
- In einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld in Europa sind neue operative Rückschläge bei den Beteiligungen nicht auszuschließen. Zuletzt hat etwa der IT-Dienstleister Seven Principles (Anteil 6,5 Prozent) über ein schwaches erstes Quartal berichtet.

Fazit

Nach zahlreichen Rückschlägen muss das Management von Heliad die Anleger erst wieder davon überzeugen, dass es eine erfolgreiche Anlagestrategie umsetzen kann. In dieser Hinsicht ist es für einen Einstieg bei der Aktie zweifelsohne sehr früh. Was allerdings verlockend wirkt, ist der hohe Abschlag auf den Buchwert (61 Prozent) bei einer äußerst soliden Netto-Cashposition, die den Börsenwert deutlich übersteigt. Sollte das Unternehmen beim Portfoliomanagement wieder bessere Ergebnisse liefern als in den letzten Jahren, hat die Aktie schon aufgrund der hohen Substanz ein beträchtliches Aufwärtspotenzial.

Indus AG: Diversifikation als Absicherung

Equity Story

Die Mittelstandsholding ist so etwas wie ein Zufallsprodukt, eigentlich zählte die Entwicklung zu einem leistungsstarken Börsenkonzern nicht zu den ursprünglichen Zielsetzungen. Das Unternehmen war nämlich Ende der 1980er Jahre in erster Linie gegründet worden, um die Beteiligungen des Hauptgesellschafters Winfried Kill zu bündeln. Aber die breit gestreute Investition in deutsche Mittelständler mit industriellem Fokus erwies sich als Erfolgsrezept. Mittlerweile ist das Portfolio des Konzerns auf 39 Töchter angewachsen, die im vergangenen Jahr einen Umsatz in Höhe von 1,1 Mrd. Euro und ein EBIT von 110 Mio. Euro erwirtschafteten. Mit einer Marktkapitalisierung von rund 500 Mio. Euro hat sich das Unternehmen bis in den SDAX vorgearbeitet.

Der Konzern ist in fünf Sparten vertreten, der wichtigste Umsatzträger ist mit 334,7 Mio. Euro der Bereich Fahrzeugkomponenten / Engineering, knapp gefolgt von der Metallverarbeitung (304,8 Mio. Euro). Aber auch die Engagements in den Segmenten Bau / Infrastruktur (234,6 Mio. Euro), Maschinen- und Anlagenbau (145,6 Mio. Euro) und Medizintechnik / Life Science (84,8 Mio. Euro) fallen substanziell aus. Das Management setzt hier auf in ihren Nischen führende Mittelständler, die insgesamt einen Querschnitt der Zukunftstechnologien in der jeweiligen Branche anbieten sollen.

Hier zeigt sich die besondere Stärke des Konzepts einer Mittelstandsholding, die das Portfolio relativ leicht und ohne große Integrationsprobleme ergänzen kann. Auch für Verkäufer, die zumeist altersbedingt einen Nachfolger suchen, ist das Konzept interessant, da „ihr" Unternehmen in der gewohnten Form erhalten bleibt. Eine klassische WIN-WIN-Konstellation.

Stammdaten

Sitz:	Bergisch Gladbach
Fokus:	Industrie
Mitarbeiter:	6.733 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A1K0201
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	22,23 Mio. Stück
Kurs:	22,31 Euro
Market Cap:	479,1 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	17,19 Euro
Kurs/Buchwert:	1,25
Free-Float:	74,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	24,90 / 16,52 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	539,8 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	971,6	1104,7	1090,0
EBIT	101,44	111,61	105,00
JÜ	46,60	55,42	52,50
EpS	2,59	2,70	2,36
Dividende	0,90	1,00	1,00
Ums.-Wachstum	26,3%	13,7%	-1,3%
JÜ-Wachstum	331,9%	18,9%	-5,3%
KGV	10,3	8,6	9,1
Dividendenrendite	4,2%	4,6%	4,6%

SWOT-Analyse

Stärken

- Mit 39 Beteiligungen aus fünf Branchen ist das Portfolio breit diversifiziert.
- Die Spartenerlöse reichten zuletzt von 84,8 bis 334,7 Mio. Euro und sind ausreichend, um industriespezifisches Know-how auch in der Holding zu generieren und das Konglomerat damit gezielt weiterzuentwickeln.
- Mit einer EBIT-Marge von 10 Prozent ist der Konzern insgesamt – gerade für eine Beteiligungsholding – sehr profitabel.
- Die Eigenkapitalquote ist zuletzt auf solide 37 Prozent gestiegen, der höchste Wert in der Firmengeschichte.

Schwächen

- Zwischen den einzelnen Töchtern werden relativ wenige Synergien gehoben, insb. im Vertriebsbereich agieren die Ableger weitgehend eigenständig.
- Trotz der erreichten Größe ist die internationale Diversifikation noch nicht so ausgeprägt, der inländische Markt spielt für Indus mit einem Umsatzanteil von 54,3 Prozent noch eine dominante Rolle.

Chancen

- Die Diversifikation des Portfolios wirkt im Abschwung in der Regel stabilisierend.
- Der Konzern fokussiert sich auf volkswirtschaftliche Schlüsselsektoren wie Maschinenbau, Bau / Infrastruktur und Life Science und dürfte damit am weltweiten Wirtschaftswachstum überproportional partizipieren.
- Angesichts einer hohen Liquidität dürfte der Konzern die Schwächephase für Akquisitionen nutzen.

Risiken

- Die Konjunkturfrühindikatoren zeigen derzeit deutlich nach unten, das könnte das Geschäft ab dem zweiten Halbjahr belasten.
- In dieser schwierigen Phase gibt es gleich zwei Wechsel im Topmanagement. U.a. scheidet der erfolgreiche Vorstandschef Ruwisch altersbedingt aus dem Unternehmen aus, der Nachfolger muss sich nun direkt beweisen.

Fazit

Der Indus-Konzern spürt bislang noch relativ wenig von dem laufenden Konjunkturabschwung, im ersten Quartal wurde der Umsatz bei leichten Margeneinbußen um 2 Prozent gesteigert. Dies könnte sich ändern, falls sich die Rezessionstendenzen im zweiten Halbjahr weiter verschärfen. Allerdings wirkt die breite Diversifikation des Portfolios in der Regel stabilisierend, außerdem dürften sich dem finanzstarken Konzern in diesem Fall attraktive Akquisitionsgelegenheiten bieten. Wir hegen wenig Zweifel daran, dass Indus auch aus einer neuerlichen Rezession wieder gestärkt hervorgehen dürfte.

M.A.X. Automation AG: Langfristig bergauf

Equity Story

Die M.A.X. Automation AG ist eine industrielle Holdinggesellschaft mit den Schwerpunkten Umwelttechnik und Industrieautomatisierung. Zum Konzern zählen aktuell sieben Tochtergesellschaften, die sich zum größten Teil bereits seit den 1990er Jahren im Besitz der seit 1994 börsennotierten Aktiengesellschaft befinden. Die Mehrheit des Portfolios entfällt mit fünf Firmen auf den Bereich Industrieautomatisierung. Diese decken zahlreiche Spezialbereiche ab, etwa antriebslose Rollenbahnsysteme oder Handling- und Fördersysteme mit Hilfe der Magnet- oder Vakuumtechnik. In einzelnen Nischen zählen die Ableger zu den weltweit führenden Anbietern.

Die mit einem Anteil von 46 Prozent am Konzernumsatz mit Abstand größte Tochter Vecoplan stammt aber aus der zweiten Sparte Umwelttechnik. Das Unternehmen bietet Anlagen und Systeme für die Aufbereitung und Zerkleinerung von Primärrohstoffen und Abfällen an und zählt damit zu den Profiteuren steigender Rohstoffpreise, die den Bedarf für eine effiziente Aufbereitung der Materialien ansteigen lassen.

Der Erfolg des M.A.X.-Modells wird durch die aktuellen Zahlen belegt. Vor allem dank einer starken Entwicklung der Sparte Industrieautomatisierung (Umsatz +51 Prozent, EBIT +114 Prozent), konnten die Konzernerlöse 2011 um 39 Prozent auf 260 Mio. Euro ausgeweitet und das operative Ergebnis um 70 Prozent auf 16,1 Mio. Euro gesteigert werden. Sowohl die Umwelttechnologie als auch die Industrieautomatisierung werden als Schlüsselmärkte gesehen, denen von Marktforschern mittel- und langfristig höhere Wachstumsraten als der Gesamtwirtschaft zugetraut werden. Mit ihren hochspezialisierten Töchtern ist M.A.X. Automation gut aufgestellt, um daran zu partizipieren.

Stammdaten

Sitz:	Düsseldorf
Fokus:	Automatisierung / Umwelttechnik
Mitarbeiter:	1.064 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE0006580905
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	26,79 Mio. Stück
Kurs:	4,20 Mio. Euro
Market Cap:	112,5 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	3,21 Euro
Kurs/Buchwert:	1,31
Free-Float:	63,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,15 Euro / 3,30 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	125,5 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	186,8	260,0	270,0
EBIT	9,50	16,11	17,00
JÜ	6,21	11,43	12,00
EpS	0,23	0,43	0,45
Dividende	0,10	0,15	0,16
Ums.-Wachstum	19,4%	39,2%	3,8%
JÜ-Wachstum	3084%	84,1%	5,0%
KGV	18,1	9,8	9,4
Dividendenrendite	2,4%	3,6%	3,8%

SWOT-Analyse

Stärken

- Die einzelnen Unternehmen der Gruppe haben sich auf Nischen spezialisiert und zählen dort zum Teil zu den international führenden Anbietern.
- Die Tochter Vecoplan, der mit Abstand größte Erlösträger der Gruppe, bietet unverzichtbare Schlüsseltechnologien für die Trennung und Aufbereitung von Rohstoffen.
- Aus dem tiefen Einschnitt während der Finanzkrise ist das Unternehmen gestärkt hervorgegangen. Das Jahr 2011 wurde mit Rekordständen bei Umsatz, Ergebnis und Auftragseingang abgeschlossen.

Schwächen

- Eine schwache Ergebnisentwicklung in der Sparte Umwelttechnik deutet auf einen hohen Margendruck hin.
- Mit nur zwei Töchtern ist die Diversifikation in dieser Sparte zudem relativ gering.
- Der hohe Umsatzanteil von Vecoplan bedingt eine ausgeprägte Abhängigkeit von der Entwicklung dieser Tochtergesellschaft.

Chancen

- Mit den Schwerpunkten Industrieautomatisierung und Umwelttechnik bewegt sich die Gesellschaft in attraktiven Märkten, die mittel- und langfristig stärker zulegen dürften als die Gesamtwirtschaft.
- Die Holdingstruktur mit hochspezialisierten Töchtern ermöglicht einerseits die Professionalität eines großen Konzerns, andererseits aber die Kundennähe und Flexibilität kleiner Mittelständler.
- Mit weiteren Akquisitionen können das Portfolio gestärkt und Synergien gehoben werden.

Risiken

- Die angesichts knapper Kassen sinkende Förderbereitschaft der EU-Länder könnte die Investitionsbereitschaft in umweltschonende Technologien vorübergehend dämpfen.
- Im Industriebereich droht durch den Konjunkturabschwung ein erneuter Dämpfer, im zweiten Halbjahr 2011 hat die Dynamik bei M.A.X. Automation bereits abgenommen.

Fazit

Der laufende Konjunkturabschwung stellt für die aktuelle Entwicklung von M.A.X. Automation ein gewisses Gefahrenpotenzial dar, eine sinkende Investitionsbereitschaft würde die Gruppe – wie schon 2009 – deutlich zu spüren bekommen. Mittel- und langfristig werden die Maschinen und Lösungen der Tochterunternehmen aber weiter gefragt bleiben, und wir gehen davon aus, dass der Konzern aus einer erneuten Rezession wiederum gestärkt hervorgehen würde – zumal sich damit möglicherweise auch attraktive Akquisitionschancen ergäben. Größere Kursrückschläge bieten sich damit als Einstiegsgelegenheit an.

MAX 21 AG: Zwei heiße Eisen

Equity Story

MAX21 Management und Beteiligungen AG aus dem hessischen Weiterstadt wurde 2005 gegründet und fungiert seitdem als die Holding eines Verbundes von insgesamt 12 Unternehmen. An acht von diesen Gesellschaften besteht eine Beteiligung von 43 bis 49 Prozent, bei den Übrigen beschränkt sich das Engagement von MAX21 auf 8 bis 10 Prozent. Als verbindendes Element der Portfoliopositionen gilt die Fokussierung auf Lösungen aus dem Open Source-/ Linux-Umfeld.

Als Holdingmutter für die Beteiligungen, die größtenteils von MAX21 selbst oder zumindest unter der Mitwirkung der Hessen gegründet wurden, erfüllt MAX21 die zentralen Funktionen wie Einkauf, Personalmanagement oder Rechnungswesen. Zudem sind bei den Töchtern die Vorstände der AG als Geschäftsführer aktiv, in mehreren Fällen sogar alleinstehend.

Die beiden am weitesten entwickelten Portfoliopositionen sind der Lösungsanbieter für eine effiziente Postverarbeitung pawisda systems sowie der Spezialist für IT/TK-Sicherheit LSE Leading Security Experts. Beide Unternehmen verfügen bereits über marktfähige Produkte, erzielen Umsätze in siebenstelliger Höhe und stehen nach Angaben von MAX21 vor entscheidenden Wachstumssprüngen. Während diese Erwartung bei LSE vor allem mit dem zuletzt gestärkten Vertrieb sowie einer weitreichenden Vertriebskooperation begründet wird, sorgt bei pawisda die fortschreitende Digitalisierung des geschäftlichen Briefverkehrs für große Hoffnungen. Dies gilt insbesondere für das Konzept des digitalen Briefes, das beispielsweise die Deutsche Post als E-Postbrief zu etablieren versucht und dessen Erfolg den Post-Partner pawisda in eine neue Dimension katapultieren würde.

Stammdaten

Sitz:	Weiterstadt
Fokus:	Software/IT
Mitarbeiter:	3 (Holding)
Geschäftsjahr:	30.06.
ISIN:	DE000A0D88T9
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	3,71 Mio. Stück
Kurs:	1,94 Euro
Market Cap:	7,2 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	1,58 Euro
Kurs/Buchwert:	1,23
Free-Float:	84,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	3,60 Euro / 1,73 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	11,6 Tsd. Euro

Mio. Euro	09/10	10/11	11/12e
Umsatz	0,40	0,40	0,40
EBIT	-0,03	-0,59	-0,25
JÜ	-0,03	-0,59	-0,25
EpS	-0,02	-0,19	-0,07
Dividende	0,00	0,00	0,00
Ums.-Wachstum	-11,5%	-0,5%	-0,5%
JÜ-Wachstum	-	-	-
KGV	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

SWOT-Analyse

Stärken

- Einige Beteiligungen werden bereits seit mehreren Jahren entwickelt, das Portfolio befindet sich damit zumindest teilweise in einem reifen Stadium.
- Die wichtigsten Beteiligungen LSE und pawisda erzielen bereits Erlöse in siebenstelliger Höhe.
- Die Beteiligung pawisda ist sehr gut positioniert, um an einem möglichen Erfolg des E-Postbriefs zu partizipieren.
- Innerhalb des Portfolios werden mehrere zukunftsträchtige Themen abgedeckt.

Schwächen

- Das Portfolio wird von pawisda und LSE dominiert, was eine hohe Abhängigkeit vom Erfolg dieser beiden Beteiligungen bedingt.
- Sowohl die Holding als auch die Tochterunternehmen benötigen noch Wachstumskapital, das zuletzt nicht im geplanten Ausmaß akquiriert werden konnte.
- Im Hinblick auf die Exitaktivitäten besteht noch kein überprüfbarer Track-record.
- Der Transparenzgrad ist äußerst gering, insbesondere werden keine aktuellen Zahlen zu der Entwicklung der wichtigsten Beteiligungen veröffentlicht.

Chancen

- Angesichts der geringen Marktkapitalisierung könnte der Durchbruch bei einer einzigen Beteiligung den Marktwert sprunghaft erhöhen.
- Die beiden wichtigsten Beteiligungen verfügen über hochskalierbare Geschäftsmodelle, die bei steigenden Erlösen überproportionale Gewinnzuwächse versprechen.
- Beim Erfolg des E-Postbriefes dürfte pawisda in eine neue Dimension vorstoßen.

Risiken

- Wird die Einführung des E-Postbriefs ein Flop, bedeutet das auch für die MAX21-Tochter pawisda einen großen Rückschlag.
- Durch die personelle Verflechtung hängt der wirtschaftliche Erfolg eine großen Teiles des Portfolios von wenigen Schlüsselpersonen ab.
- Ein Scheitern bei der Kapitalakquise könnte sowohl die Beteiligungen als auch die Holding dramatisch zurückwerfen.

Fazit

MAX21 verfügt über ein interessantes Portfolio, dessen zwei wichtigste Mitglieder nach Unternehmensangaben kurz vor dem wirtschaftlichen Durchbruch stehen. Sollte dieser auch nur in einem der Fälle gelingen, dürfte die MAX21-Aktie angesichts der geringen Marktkapitalisierung sehr stark reagieren. Andererseits verfügt das Unternehmen noch über keinen vorzeigbaren Exit-Track-record, in Verbindung mit der sehr geringen Transparenz über die wirtschaftliche Situation der Töchter ergibt sich daraus ein sehr ausgeprägtes Risikoprofil. Diese Unsicherheit dürfte auf der MAX21-Aktie lasten, bis das Unternehmen belastbare Erfolgsnachrichten vorlegen kann.

MBB Industries AG: Mit Zukauf in neue Dimensionen

Equity Story

MBB Industries konzentriert sich als Beteiligungsholding auf wenige Key-Investments, die in der Regel aus der verarbeitenden Industrie stammen. Diese sollen als Nischenanbieter eine führende Stellung in ihren Märkten aufweisen, mehr als 10 Mio. Euro Umsatz generieren und ein Wertsteigerungspotenzial von mindestens 30 Prozent p.a. aufweisen. Der Vorstand verfolgt dabei ein durchaus aktives Portfolio-Management. Bei passenden Gelegenheiten werden Töchter auch wieder verkauft – so etwa im Jahr 2009, als mitten in der Krise ein Trade Sale der größten Beteiligung Reimelt Henschel an den Zeppelin-Konzern gelang.

Im Folgejahr musste MBB Industries aber einen Rückschlag verkraften, als die Tochter Delignit wegen der Absatzprobleme der Automobilindustrie in eine Krise stürzte. Unter tatkräftiger Mithilfe des MBB-Managements konnte diese aber nachhaltig gelöst werden. Das Beteiligungsunternehmen selbst ist daraus gestärkt hervorgegangen, wie Fundamentaldaten verdeutlichen: So wurde die Nettocashposition zwischen 2005 und März 2012 von -13,8 auf 24,6 Mio. Euro verbessert und gleichzeitig das Eigenkapital von 15,5 auf 50 Mio. Euro gesteigert.

Im laufenden Jahr gelang mit dem Kauf der Claas Fertigungstechnik GmbH (Umsatz 100 Mio. Euro) eine große Transaktion, die den Konzernumsatz erstmals über die Schwelle von 200 Mio. Euro heben wird. Der Gewinn soll dabei mindestens so stark wachsen wie der Umsatz. Zu den weiteren wichtigen Portfoliopositionen zählen Hanke Tissue (Anteil 97 Prozent), Polens führender Anbieter von Haushalts-Papierprodukten, und der Spezialist für Cloud-Computing DTS (Anteil 80 Prozent).

Stammdaten

Sitz:	Berlin
Fokus:	Verarb. Gewerbe
Mitarbeiter:	1.827 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0ETBQ4
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	6,6 Mio. Stück
Kurs:	8,64 Euro
Market Cap:	57,0 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	7,58 Euro
Kurs/Buchwert:	1,14
Free-Float:	24,3 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	9,27 Euro / 4,13 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	63,3 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	99,9	109,6	205,0
EBIT	-7,02	5,67	9,23
JÜ	-6,84	3,34	6,34
EpS	-1,04	0,51	0,96
Dividende	0,33	0,44	0,60
Ums.-Wachstum	23,9%	9,7%	87,0%
JÜ-Wachstum	-	-	90,0%
KGV	-	17,1	9,0
Dividendenrendite	3,8%	5,1%	6,9%

SWOT-Analyse

Stärken

- Die Gründerfamilien halten immer noch die Mehrheit an MBB und stellen damit ein starkes Rückgrat für das Unternehmen dar.
- Das Management hat bei der Tochter Delignit seine Sanierungsexpertise erfolgreich unter Beweis gestellt.
- Abgesehen von dem Jahr 2010, in dem die Nachwehen der Finanzkrise verdaut werden mussten, arbeitet MBB seit dem Börsengang durchweg profitabel.
- Die Nettofinanzposition wurde in den letzten Jahren stark verbessert.

Schwächen

- MBB beschränkt sich auf wenige Key-Investments, damit haben einzelne Unternehmen einen hohen Einfluss auf den Erfolg der Gruppe.
- Die Töchter stammen aus den unterschiedlichsten Branchen, daher können im operativen Geschäft keine Synergien gehoben werden.

Chancen

- Die Töchter Hanke Tissue und DTS befinden sich auf einem sehr dynamischen Expansionspfad.
- Delignit wurde in den letzten zwei Jahren saniert. Eine Fortsetzung des Erholungskurses würde auch den MBB-Gewinn beflügeln.
- Mit dem Kauf von Claas Fertigungstechnik ist MBB in eine neue Dimension vorgestoßen. Das Management erwartet für 2012 einen Rekordumsatz und eine deutliche Gewinnsteigerung.

Risiken

- Das Management von MBB stuft das Portfolio als relativ konjunkturunabhängig ein. Dennoch könnte eine ausgewachsene Rezession in Europa die Wachstumsdynamik hemmen.
- Die Integration und Weiterentwicklung von Claas stellt aufgrund der im Unternehmenskontext außerordentlichen Größe eine anspruchsvolle Managementaufgabe dar.

Fazit

MBB Industries hat im letzten Jahr den Rückschlag bei der Tochter Delignit nicht zuletzt dank der konsequenten Sanierungsarbeit überwunden und wieder gute Zahlen geliefert. In der aktuellen Periode steht das Unternehmen nach der Akquisition von Claas Fertigungstechnik, deren Umsatz so hoch ist wie der der restlichen Portfoliounternehmen, vor einem Quantensprung. Gelingt die Integration und Weiterentwicklung der neuen Tochter, dürfte die Aktie von MBB einer Neubewertung unterzogen werden.

mic AG: Reifes Portfolio lädt zum Exit ein

Equity Story

Während sich die meisten börsennotierten Beteiligungsgesellschaften in der letzten Dekade aus der Frühphasenfinanzierung verabschiedet haben, ist die Münchener mic AG ihrem Ansatz treu geblieben. Seit der Gründung im Jahr 2001 bietet die Gesellschaft Entrepreneuren ein Rundum-Sorglos-Paket, das von der Finanzierung über die administrative Unterstützung und Strategieentwicklung bis zum Aufbau von Vertrieb und Marketing reicht. Der Unternehmer kann sich so auf den Kern, die Weiterentwicklung seiner Idee resp. Technologie zu Produkten, konzentrieren. mic erwirbt dabei oftmals, zum Teil in mehreren Schritten, die Mehrheit an den Gesellschaften.

Der Einstieg in der Frühphase ist in der Regel mit einem hohen Risiko verbunden, die Münchener reduzieren dieses aber durch eine intensive Betreuung der einzelnen Unternehmen. In der mehr als zehnjährigen Historie musste die mic daher bislang nur einen Totalausfall hinnehmen.

Mittlerweile wurde ein Portfolio von 15 Unternehmen aufgebaut, an denen die mic zum Teil schon seit Jahren beteiligt ist und die nun sukzessive die Exitreife erreichen. Dies zeigen auch die Geschäftszahlen. Vom Jahr 2008 bis 2011 explodierten die Erlöse von 0,25 auf 6,86 Mio. Euro, der Jahresüberschuss lag zuletzt bei 3,34 Mio. Euro. 2010 wurde nach dem Verkauf der Aifotec Fiberoptics sogar ein Gewinn von 6,2 Mio. Euro erwirtschaftet. Das Eigenkapital der Gesellschaft, die mittlerweile vollständig auf Fremdfinanzierung verzichtet, belief sich Ende 2011 auf 25,5 Mio. Euro und lag damit deutlich über dem Börsenwert. In 2012 sollen weitere (Teil-) Exits erneut für Gewinne und damit für ein weiter wachsendes Eigenkapital sorgen.

Stammdaten

Sitz:	München
Fokus:	Early Stage
Mitarbeiter:	11 (Holding)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0KF6S5
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	4,68 Mio. Stück
Kurs:	3,35 Euro
Market Cap:	15,7 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	5,44 Euro
Kurs/Buchwert:	0,62
Free-Float:	>60%
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,35 Euro / 2,43 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	50,7 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	9,84	6,86	7,50
EBIT	6,06	3,50	4,20
JÜ	6,20	3,34	4,00
EpS	1,32	0,71	0,85
Dividende	0,00	0,00	0,00
Ums.-Wachstum	40,7%	-30,2%	9,3%
JÜ-Wachstum	45,2%	-46,1%	19,8%
KGV	2,53	4,70	3,92
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Portfolio der mic wurde über Jahre entwickelt, zahlreiche Unternehmen befinden sich nun in Exitnähe.
- Der frühe Einstieg ermöglicht einen hohen Profit, durch Verkäufe wurde in den letzten beiden Jahren ein kumulierter Gewinn von 9,5 Mio. Euro erwirtschaftet, bei einer aktuellen Market Cap von rund 15 Mio. Euro.
- Fremdverbindlichkeiten wurden komplett abgebaut, das Unternehmen ist nun zu 100 Prozent eigenfinanziert.
- Mit Carsten Maschmeyer konnte ein renommierter Großinvestor gewonnen werden.

Schwächen

- Das Unternehmen ist im Freiverkehr notiert und wendet zudem die Publizitätserleichterungen für kleine Kapitalgesellschaften teilweise an. Das bedingt ein relativ geringes Transparenzniveau.
- Trotz der hohen Gewinne der Vorjahre ist die Liquidität der Holding noch relativ niedrig, da die Kaufpreise zum Teil in Aktien beglichen wurden.
- Das Portfolio von mic ist relativ breit gestreut, thematische Cluster wurden erst zum Teil gebildet. Das erschwert die Hebung von Synergien und wird am Markt in der Regel mit einem Bewertungsabschlag bestraft.

Chancen

- Zahlreiche Portfolio-Positionen haben sich zu einer Größe entwickelt, die sie auch für den Einstieg von renommierten Business Angels interessant machen.
- Das Management verhandelt derzeit über mehrere Teilexits, in einem Fall steht sogar ein IPO bevor. Das dürfte zur weiteren Hebung stiller Reserven führen.
- Anhaltende Gewinne sollten die Skepsis der Börse gegen das Geschäftsmodell mindern und zu einer Eliminierung des hohen Wertabschlags beitragen.

Risiken

- Gerade im Bereich der Frühphasenfinanzierung können schwierige konjunkturelle Rahmenbedingungen für eine erhöhte Ausfallquote im Portfolio sorgen.
- Das Management of Growth der zahlreichen Beteiligungen ist für das kleine Holdingteam eine anspruchsvolle Aufgabe.

Fazit

Die mic AG verfolgt ein äußerst interessantes Geschäftsmodell, das im Erfolgsfall ein hohes Wertsteigerungspotenzial bietet. Die sehr niedrige Ausfallquote in der vergangenen Dekade bestätigt die Funktionsfähigkeit des Ansatzes. Nun können die Früchte einer jahrelangen Aufbauarbeit geerntet werden, zahlreiche Beteiligungen nähern sich der Exitreife. Trotzdem liegt die Marktkapitalisierung des Unternehmens noch deutlich unter dem Eigenkapital. Ein Discount, der ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis bedingt.

Nanostart AG: Branchenpionier muss sich beweisen

Equity Story

Nanostart gehört zu den wenigen Beteiligungsgesellschaften, die sich ausschließlich auf die Nanotechnologie fokussiert haben. Unter der Führung von Vorstand Beckmann, der international als ein anerkannter Branchenkenner gilt, hat das Unternehmen seit der Gründung im Jahr 2003 beachtliche Erfolge erzielt. Dazu gehören mittlerweile neun (Teil-) Exits, die es Nanostart ermöglicht haben, seit dem Start profitabel zu arbeiten. Aktuell besteht das Portfolio aus sechs Positionen. Über einen in Singapur aufgelegten Fond, an dem die Holding indirekt beteiligt ist, werden zudem Anteile an drei weiteren Unternehmen gehalten.

Das Engagement in dem Stadtstaat ist Teil einer konsequenten Internationalisierungsstrategie. Zusammen mit renommierten Partnern – etwa der Regierung von Singapur – etabliert Nanostart Investmentteams vor Ort, die sich über Managementgebühren selbst finanzieren. Im letzten Jahr wurde so auch der Einstieg in Russland vollzogen, aktuell wird der Aktionsradius von Singapur auf ganz Asien ausgedehnt.

Zuletzt war die Entwicklung der Beteiligungen allerdings von Rückschlägen geprägt. Insbesondere hat sich die Etablierung einer neuartigen, von der wichtigsten Tochter MagForce (Anteil 51 Prozent) entwickelten Krebstherapie deutlich verzögert. Dies gilt auch für den Marktdurchbruch des Wasserfiltrations-Spezialisten ItN (Anteil 19,3 Prozent) in Saudi-Arabien. Als Reaktion darauf ist die Aktie drastisch abgestürzt. Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von nur noch 0,57 sind die aktuellen Verzögerungen, die Vorstand Beckmann im Bereich der Wagnisfinanzierung als normal einstuft, aber zu einem guten Teil eingepreist.

Stammdaten

Sitz:	Frankfurt
Fokus:	Nanotechnologie
Mitarbeiter:	13 (Holding)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0B9VV6
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	5,94 Mio. Stück
Kurs:	3,85 Euro
Market Cap:	21,1 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	6,20 Euro
Kurs/Buchwert:	0,57
Free-Float:	35,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	15,95 / 3,85 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	43,0 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011e	2012e
Umsatz	3,68	3,50	3,00
EBIT	1,60	1,40	1,10
JÜ	2,49	2,00	1,70
EpS	0,42	0,34	0,29
Dividende	0,00	0,00	0,00
Ums.-Wachstum	-21,5%	-4,9%	-14,3%
JÜ-Wachstum	109,2%	-19,7%	-15,0%
KGV	8,5	10,5	12,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

SWOT-Analyse

Stärken

- Nanostart kann einen eindrucksvollen Investment-Track-record in der Nanotechnologie-Branche vorweisen.
- Die Gesellschaft ist seit der Gründung im Jahr 2003 durchweg profitabel – eine ungewöhnliche Leistung für eine Beteiligungsgesellschaft.
- An der Spitze des Unternehmens steht mit Marco Beckmann ein international anerkannter Experte für Nanotech-Unternehmen.
- Durch die Investmentberatung für Dritte in Russland und Singapur tragen sich die dortigen Investmentteams selbst.

Schwächen

- Bei den drei Kern-Beteiligungen Magforce, ITN Nanovation und Holmenkol mussten zuletzt Rückschläge gegenüber den Planungen hingenommen werden.
- Das Portfolio ist relativ wenig diversifiziert, auf fünf Beteiligungen entfällt der Großteil des Gesamtwertes. Magforce nimmt dabei eine herausgehobene Stellung ein.
- Angesichts des möglichen Kapitalsbedarfs einzelner Beteiligungen und der Vorfinanzierung der internationalen Expansion ist die Liquiditätsausstattung aktuell knapp.

Chancen

- Mit der internationalen Expansion – aktuell wird der Fokus auf die Gesamtregion Asien ausgedehnt – erschließt sich Nanostart zahlreiche neue Investmentchancen.
- Die Aktie notiert mit einem substanziellen Abschlag auf den Buchwert. Schon der Durchbruch bei einer großen Beteiligung könnte vom aktuellen Niveau aus eine enorme Hebelwirkung auf den Kurs ausüben.

Risiken

- Schaffen die Kernbeteiligungen den operativen Durchbruch nicht, drohen Abschreibungen.
- Mit der zügigen Ausdehnung der Aktivitäten von Singapur auf ganz Asien könnte sich das Management übernehmen.

Fazit

Die Nanostart-Aktie ist derzeit sehr spekulativ und weist nach einem rasanten Kursverfall hohe Chancen, aber auch immer noch ausgeprägte Risiken auf. Das Management muss in den nächsten Monaten einerseits messbare Fortschritte bei den wichtigsten Beteiligungen erzielen, andererseits dürfte die internationale Expansion die Kapazitäten stark in Anspruch nehmen. Für das Unternehmen spricht allerdings der tadellose Track-record, schließlich konnte die Beteiligungsgesellschaft seit ihrer Gründung in jedem Jahr einen Gewinn erzielen.

Surikate Mittelstands AG: Akquisitionen voraus

Equity Story

Die beiden Wirtschaftsingenieure Gerhard Störmer und Stefan Leutloff haben im Jahr 2001 die Surikate Change Management GmbH aus der Taufe gehoben, um Mittelständler bei der Optimierung von Vertrieb und Produktionsprozessen zu beraten. Die Aktivitäten mündeten schließlich im Jahr 2005 in der Gründung der Surikate Mittelstands AG, wobei das Team durch den Betriebswirt Frank Kahle als Vorstand Finanzen komplettiert wurde. Als Mittelstandsholding erwirbt die seit 2007 börsennotierte Gesellschaft Anteile an Firmen des verarbeitenden Gewerbes und entwickelt diese im Anschluss weiter.

Aktuell befinden sich mit Schmöle aus Fröndenberg und LTH Systems Berlin zwei Unternehmen im Portfolio, die bereits vor acht Jahren erworben wurden. Eine dritte Beteiligung, KW Karosseriewerke Weinsberg, musste wegen der Krise der Automobilindustrie im Jahr 2009 Insolvenz anmelden. Diese wurde aber gut verkraftet, der Konzern hat trotzdem durchweg profitabel gearbeitet und konnte zuletzt den Umsatz wieder deutlich steigern. Dies liegt maßgeblich an der positiven Entwicklung von Schmöle, die ihre Erlöse in den letzten beiden Jahren von 24,6 auf 40,1 Mio. Euro steigern konnte, bei einer Umsatzrendite von zuletzt 6,9 Prozent. Das Unternehmen ist ein Technologieführer bei Komponenten für Wärmetauscher, die als Basistechnologie in zahlreichen Branchen, von der Automobilproduktion über die Energieerzeugung bis zur Heizungstechnik zum Einsatz kommen.

Neben der Weiterentwicklung der Töchter fasst der Vorstand für das laufende Jahr auf Basis einer sehr soliden Kapitalausstattung (EK-Quote Konzern 53,5 Prozent) auch erstmals seit Jahren wieder Akquisitionen ins Auge.

Stammdaten

Sitz:	Bad Grönenbach
Fokus:	Verarb. Gewerbe
Mitarbeiter:	249 (Konzern)
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0LR4W7
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	2,92 Mio. Stück
Kurs (Frankfurt):	7,79 Euro
Market Cap:	22,8 Mio. Euro
Buchwert je Aktie:	10,95 Euro
Kurs/Buchwert:	2,08
Free-Float:	>10 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	8,70 Euro / 7,40 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	19,5 Tsd. Euro

Mio. Euro	2010	2011	2012e
Umsatz	43,2	50,2	47,0
EBIT	2,56	3,31	2,70
JÜ	1,11	1,79	1,43
EpS	0,38	0,61	0,49
Dividende	0,50	0,30	0,30
Ums.-Wachstum	31,5%	16,1%	-6,3%
JÜ-Wachstum	-26,8%	60,8%	-20,0%
KGV	20,5	12,8	15,9
Dividendenrendite	6,4%	3,9%	3,9%

SWOT-Analyse

Stärken

- Die Gruppe arbeitet seit Jahren profitabel und konnte sogar die Rückschläge während der tiefen Rezession 2008/09 gut verkraften.
- Surikate verfolgt eine kontinuierliche Dividendenpolitik, aus der angekündigten Ausschüttung für 2011 errechnet sich eine aktuelle Rendite von 3,7 Prozent.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 53,5 Prozent ist der Konzern derzeit sehr solide finanziert. Auch der Cashflow war zuletzt deutlich positiv.
- Mit ihren patentgeschützten Edelstahlrippenrohren zählt die Tochter Schmöle zu den führenden Anbietern von Wärmetauscherkomponenten.

Schwächen

- Mit lediglich zwei Unternehmen weist das Portfolio derzeit eine sehr geringe Diversifikation auf. Das bedingt eine vergleichsweise hohe Abhängigkeit von der Performance einzelner Töchter, 2009 führte die Insolvenz eines Ablegers zu einer Delle in der Geschäftsentwicklung.
- Aus laufenden Portfolioerträgen besteht damit nur eine begrenzte Innenfinanzierungskraft für den Erwerb neuer Beteiligungen.
- Der Umsatz der Tochter LTH stagnierte im letzten Jahr, das Unternehmen arbeitet derzeit defizitär.
- LTH weist auf der Absatzseite ein Klumpenrisiko auf, da mit einem einzigen Kunden ein großer Teil der Umsätze generiert wird.

Chancen

- Das Management dürfte nach einer längeren Pause die Akquisitionsaktivitäten wieder aufnehmen. Wir schätzen das Umfeld dafür als attraktiv ein.
- Die Tochter LTH befindet sich seit Anfang 2010 in einer Restrukturierung. Diese wird aktuell abgeschlossen, was im Gesamtjahr 2012 den Turnaround ermöglichen sollte.
- Mittel- und langfristig muss im Bereich der Energieerzeugung massiv investiert werden, wovon die Töchter stark profitieren würden.

Risiken

- Kurzfristig sorgt die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit im Bereich der Energieerzeugung, einem der wichtigsten Absatzmärkte von Schmöle, für eine Aufschiebung von Investitionen. Das dürfte im laufenden Jahr zu einem Umsatzrückgang bei der Tochter führen.
- Ein Fehlschlag der Sanierung von LTH könnte weitere Abschreibungen bedingen.

Fazit

Im Verhältnis zu Konkurrenten wie Gesco oder Indus, die ein ähnliches Geschäftsmodell verfolgen, ist die Surikate Mittelstands AG noch relativ klein. Dies bedingt eine geringere Diversifikation und damit auch ein höheres Risiko. Gleichzeitig bietet das aber auch eine große Chance: Gelingen dem Management in den kommenden Jahren ertragreiche Zukäufe, dürfte der Hebel auf den Unternehmensgewinn groß ausfallen. Im Idealfall kauft man im Moment eine Gesco oder Indus im Frühstadium ihrer Entwicklung.

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.lp-software.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 zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers 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 Studienerstellung 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:

DEWB AG:	7)
Gesco AG:	7)
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA:	keine
Indus AG:	keine
M.A.X. Automation AG:	keine
MAX21 AG:	7)
MBB Industries AG:	keine
mic AG:	7)
Nanostart AG:	keine
Surikate Mittelstands AG	keine

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, Dr. Adam Jakubowski

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 vom 01.06.2012. 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 Bewertungsverfahren 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
-	-	-	-

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

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.