



Equity Update



21. Dezember 2018



ISIN: GB00BF1GH114
WKN: A2JDGJ

Anlageurteil:

Kaufen

(bisher: Kaufen)

Kursziel:

EUR 1,80

(bisher: EUR 1,20)

Reuters: M8H.D

Bloomberg: M8H:GR

Marktkapitalisierung: EUR 40,05 Mio.

Aktienanzahl: 29,235 Mio.

Aktionärsstruktur:

- KMU-Gründer..... 76,4%
- Unity Group..... 9,5%
- Sonstige..... 14,1%



Schlusskurs (17.12.2018): EUR 1,37

High/Low 52 Wochen (Börse DUS):

EUR 1,38/EUR 1,00

Ø Handelsvolumen DUS/Tag (30 Tage):

EUR 138

Ø Tagesumsatz DUS (30 Tage):

100 Stück

Analysten:

Oliver Drebing

o.drebing@alsterresearch.com

+49 40 309 293-57

Karsten Rahlf

k.rahlf@alsterresearch.com

+49 40 309 293-54

www.alsterresearch.com

MBH Corporation Plc

Übernahme von du Boulay Contracts Ltd. in Großbritannien

- ≡ MBH Corporation hat vor wenigen Tagen die erste Akquisition seit der Erstnotiz im Primärmarkt der Börse Düsseldorf am 8. November bzw. auf Xetra am 22. November vermeldet.
- ≡ MBH agiert als Holding und akquiriert gemäß der Philosophie des Agglomerations-Modells ("The Agglomeration Model") kleine und mittelständische Unternehmen (KMUs). Diese Strategie ist darauf ausgerichtet, die Wachstumsgrenzen (Finanzmittelaufnahme, zusätzliches branchenspezifisches Know-how, weitere Personalkapazitäten) von KMUs zu überkommen. Das MBH-Portfolio umfasst nun vier operative Unternehmen der Sektoren ("Verticals") **Education** und **Construction**. Perspektivisch soll ein dritter Sektor etabliert werden.
- ≡ Per 8. Dezember hat MBH die Übernahme des britischen Innenausstatters du Boulay Contracts Ltd. gemeldet, der im Geschäftsjahr 2017 (per 31. März) rund GBP 6,4 Mio. erlöste und ein Nachsteuerergebnis von GBP 2,1 Mio. auswies. Die Gesellschaft liegt damit gemessen am Umsatz am unteren Rand der für die mittelfristige Expansionsstrategie im Rahmen des Konzeptes Agglomeration 2.0 formulierten Größe für Übernahmeziele aus dem Kreis mittelständischer Unternehmen. Als Baudienstleister wird du Boulay Contracts in der Sparte **Construction** (Corsora) konsolidiert werden, die bisher nur die neuseeländische Cape Ltd. mit einem Umsatz von rund GBP 16,4 Mio. (NZD 29,7 Mio.) umfasst. Damit weitet die Bausparte ihren Anteil am Konzernumsatz deutlich aus.
- ≡ du Boulay Contracts wurde 1983 gegründet und konzentriert sich auf die Innenausstattung bzw. Renovierung von Büros, Restaurants, Hotels, Flughafen Lounges, 1A-Einzelhandelsstandorten und Luxuswohnungen. Neben Großbritannien ist die Gesellschaft auch in anderen europäischen Ländern tätig, der Schwerpunkt liegt aber in London, wo sich auch der Firmensitz befindet. Die typischen Auftragswerte liegen zwischen GBP 200k und GBP 1 Mio. Die Firma arbeitet mit rund 14 eigenen Mitarbeitern, zieht bei Bedarf bekannte Designer hinzu und vergibt Teilaufträge an spezialisierte Drittfirmen. Für die Ausführungen einzelner Aufträge wurde die Gesellschaft mehrfach für den Jahrespreis des Branchenverbandes National Association of Shopfitters nominiert.
- ≡ Kurzfristig könnte der Brexit der britischen Volkswirtschaft im Allgemeinen und dem Finanzplatz London im Besonderen starke Verwerfungen beschern und Investoren verunsichern, nachhaltige Belastungen für das Kerngeschäft von du Boulay Contracts erwarten wir jedoch nicht. Im Gegenteil: der dem Geschäftsmodell von MBH zugrundeliegende Megatrend „Wachsende Metropolen“ treibt die Nachfrage nach den Dienstleistungen von du Boulay Contracts nachhaltig an. Nicht nur in London wird die Bevölkerung weiter stark steigen, auch in anderen Metropolen weltweit bestätigt sich dieser Trend. Die Nachfrage nach aufwendig bis luxuriös ausgestatteten Restaurants, Hotels und Wohnungen in Spitzenlagen wird daher weiter stark steigen. Für die nächsten Jahre rechnen wir mit Umsatzsteigerungen von mindestens 20% bis 25% pro Jahr, 2019 scheint sogar ein Plus von 30% erzielbar.

- ☰ du Boulay Contracts wird von fünf Managern geleitet. Der Gründer und bisherige Alleininhaber David Campion Houssemayne du Boulay (Jahrgang 1951) zieht sich altersbedingt aus der Firma zurück und verkauft seine Anteile an MBH. Ebenso scheidet Lee Russell Brownlie (Jahrgang 1968) aus der Geschäftsführung aus, beide Manager stehen der Firma aber weiterhin beratend zur Seite.
- ☰ Basis der Bewertung ist das Ergebnis im Jahresabschluss für das am 31. März 2019 endende Geschäftsjahr. Der Kaufpreis entspricht dem 5-fachen EBITDA des am 31. März 2019 endenden Geschäftsjahres 2018/19 zuzüglich Net-Assets und wird in 755.176 Aktien mit einem rechnerischen Ausgabepreis von EUR 1,36 gezahlt. Für diese Aktien gilt - wie bei der Akquisitionsstrategie von MBH üblich - für ein Jahr eine Veräußerungssperre (lock-up period). Sollten in den nächsten drei Jahren vorgegebene Profitabilitätsschwellen auf EBITDA-Ebene überschritten werden, stehend dem Verkäufer weitere MBH-Aktien aus bedingtem Kapital zu. Details nannte MBH nicht, wir gehen aber davon aus, dass sich diese Zusatzvergütungen im Rahmen der bisherigen Transaktionen bewegen, d.h. rund das Dreifache des den Schwellenwert übersteigenden EBITDA. Eine Verwässerung im Ergebnis je Aktie von MBH soll nach Unternehmensangaben sowie unserer eigenen Einschätzung weder durch die Übernahme noch durch die Earn-out-Komponente erfolgen. Zudem hat sich der Accelerated Venture Capital Fund mit GBP 500.000 als Aktionär an der Transaktion beteiligt.

Mit dem Kauf von du Boulay Contracts zeigt MBH bereits kurz nach Aufnahme der Erstnotiz im Primärmarkt und auf Xetra, dass der mit dem Börsengang avisierte Expansionskurs, bei dem zur Bezahlung des Kaufpreises von Übernahmen eigene Aktien als Akquisitionswährung eingesetzt werden, konsequent und plausibel umgesetzt wird. Damit wächst auch das Vertrauen außenstehender Aktionäre weiter. Wir rechnen in den nächsten zwölf Monaten mit der Bekanntgabe weiterer Unternehmensübernahmen – die Pipeline mit Kandidaten dürfte gut gefüllt sein. Der allgemeine Kursrückgang am Aktienmarkt, der bei MicroCaps sogar zu überproportionalen Einbußen geführt hat, dürfte MBHs Verhandlungsposition deutlich gestärkt haben. Verbunden mit der Erwartung, dass die Gewinne im laufenden Geschäftsjahr höher ausfallen als bisher erwartet, scheint es plausibel, unser Kursziel deutlich anzuheben.

Bei einem für 2019 erwarteten EBITDA von über GBP 5,4 Mio. halten wir einen Faktor von mindestens 9 für angemessen. Daraus errechnet sich unser neues Kursziel von EUR 1,80 (bisher EUR 1,20).

Der MBH-Finanzkalender sieht die Veröffentlichung von Kennzahlen für das am 31. Dezember endende Geschäftsjahr 2018 am 25. April 2019 vor. Der vollständige Konzernjahresabschluss soll am 23. Mai 2019 veröffentlicht werden.

Finanztermine	
25.04.2019	Bekanntgabe von Eckdaten des Geschäftsjahres 2018
23.05.2019	Veröffentlichung des Konzernjahresabschlusses 2018

Durch Erfolg verbunden

Als Obergesellschaft vereint MBH auf Basis der verfolgten Agglomerationsstrategie aussichtsreiche kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) unter dem Dach einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft. Logik des Investmentansatzes ist, auf fragmentierten Märkte über Zusammenführungen (Konsolidierungen) inhabergeführten KMUs zu wachsen, dabei charakteristische, wachstumsbegrenzende Faktoren zu überwinden und weltweit wettbewerbsfähige Einheiten zu schaffen.

"MBH should serve as an incubator to growth."

Callum Laing (Chairman of the Board)

Aufnahme in den MBH-Verbund finden ausschließlich, gut positionierte Unternehmen mit **Netto-Cash-Position** (keine Nettofinanzverbindlichkeiten!). Dennoch kann auch für solche solvente und erfolgreiche Akteure die finanzielle Reichweite zum Engpassfaktor werden, die der weiteren organischen Expansion im Wege stehen. Für externes Wachstum fehlen im Zweifel auch rechtliche oder andere Managementkompetenzen, die im Rahmen von MBH bereitgestellt werden. Des Weiteren fordert selbst organisches Wachstum eine zusätzliche Finanzmittelbindung ein (Working capital), die mit erhöhten Risiken verbunden ist. Regelmäßig setzt erfolgreiches Wachstum an verschiedenen Standorten spezifische Kenntnisse örtlicher Marktgegebenheiten voraus, es bedarf zusätzlicher Managementkapazität und Verantwortungsdelegation an ausgesuchte Vertrauenspersonen – alles potenziell einschränkende Herausforderungen, die MBH mit erhöhter Chance einer Lösung zuführt.

Gründer/Mittelständler werden **MBH-Teilhaber** via **Aktien-Swap**. Dabei bringen sie ihre Gesellschaftsanteile mit einem hohen Bewertungsabschlag ein, gemessen an Multiples von Vergleichsunternehmen. Motiviert wird das operative Engagement der Unternehmerpersönlichkeiten in wesentlichem Maße über die Kursperformance der MBH-Aktie an der Börse und die Inzentivierung der Alteigentümer bei Erreichung operativer Meilensteine weitere MBH-Aktien zu erhalten (Earn-out Approach).

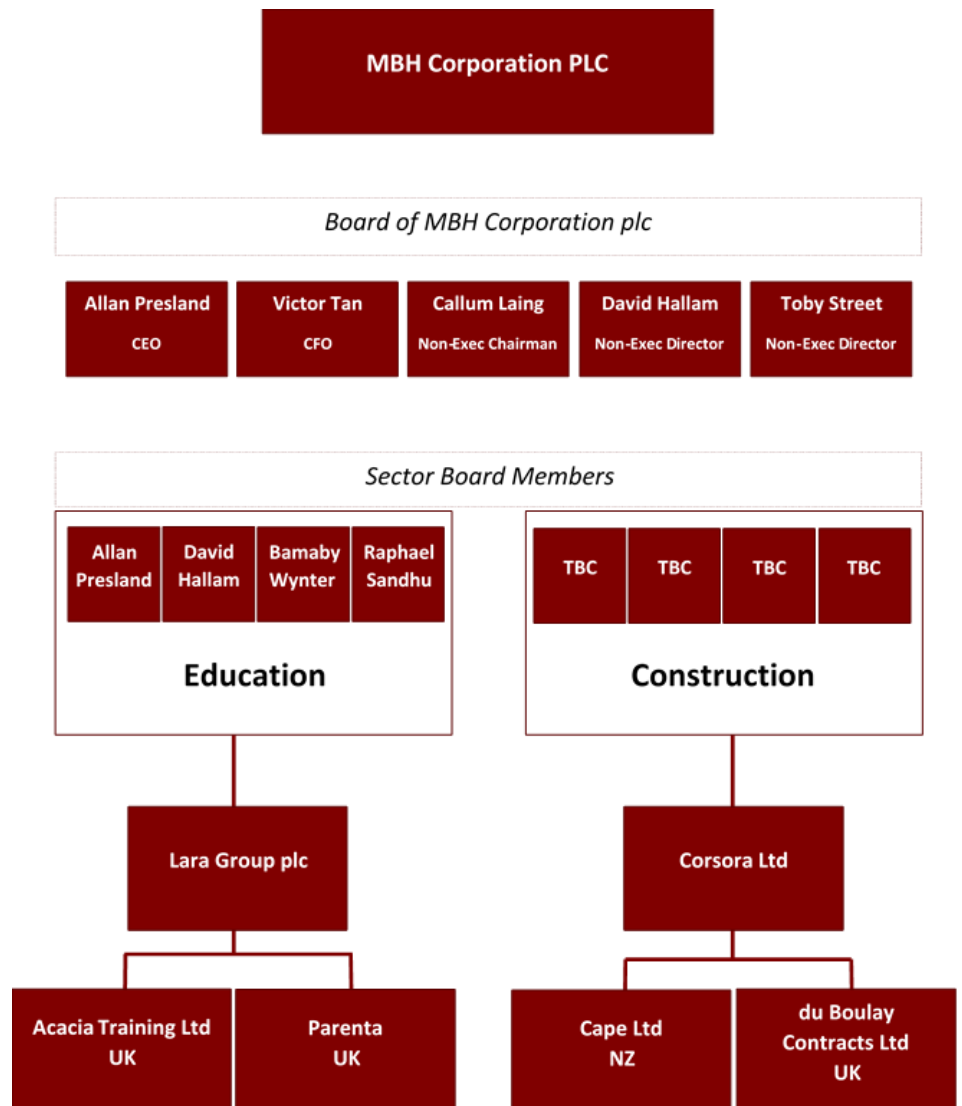
Zentraler Aspekt für die Attraktivität von MBH in Abgrenzung zu einer Veräußerung an eine multinationale Holding-Gesellschaft oder Private Equity Gesellschaft ist aus Sicht der Gründer/Mittelständler, dass die **Autonomie der operativen Geschäftsführung** beibehalten wird. Die oftmals persönlichkeitsgeprägte Identität mittelständischer Unternehmen bleibt erhalten.

Zugleich gewährleistet die sektorale Struktur der MBH die notwendige **Corporate Governance**. Der Portfolioausbau der MBH gemäß „The Agglomeration Model“ wird einerseits durch Unity Group angetrieben (Assessment der Kandidaten, Transfer rechtlicher und kommunikativer Expertise). Parallel dazu versteht sich Allan Presland als Weichensteller, Auswahlfiler und Koordinator der Einbeziehung mittelständischer Unternehmer in das MBH-Portfolio.

Portfolioübersicht Weichenstellert & Organisationsstruktur

Stand Dezember 2018 umfasst das MBH-Portfolio vier operative Unternehmen der Sektoren („Verticals“) **Education** und **Construction**. Perspektivisch geht die Tendenz in Richtung auf **TMT** (Telecommunications, Media & Technology) als dem nächsten und somit dritten Sektor.

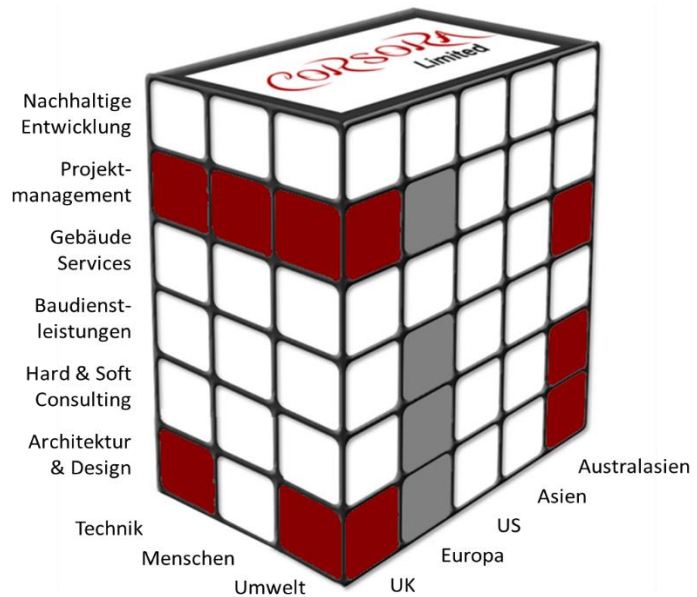
Jeder Branchen- bzw. Sektorenfokus (Vertical) wird durch eine nicht operative Gesellschaft als Zwischenholding zusammengefasst, worunter die operativen Gesellschaften agieren. Die Geschäftsführung wird von einem unabhängigen Gremium (Sector board), dessen Mitglieder fachliche Expertise, erfolgreiche unternehmerische Engagements sowie M&A-Erfahrung mitbringen sowie durch unabhängige Manager (Directors) unterstützt. Das Board of directors der MBH gibt den Sector boards Strukturen und Zielgrößen der Performance vor, und ist außerdem für die Vertretung und die Corporate Governance der gesamten MBH-Gruppe verantwortlich.



Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Corsora Ltd

Die nicht-operative und in England registrierte **Corsora** ist Obergesellschaft der Kernbranche **Construction**. Zielrichtung der Strategie ist, ein vertikal integrierter globaler Anbieter von Immobiliendienstleistungen zu werden, der Sektoren wie Bau, Projektmanagement und Entwicklung umfasst. Das Wachstum soll auf zwei Arten erfolgen: durch Akquisitionen und organisches Wachstum. Aktuell umfasst diese Sparte, neben der jüngsten Akquisition **du Boulay Contracts**, mit **Cape** einen Generalunternehmer für Innenraumbau und -umgestaltung, der auf einer der zwei Hauptinseln Neuseelands aktiv ist.



Aktuelle Unternehmen



MBH wird weitere Unternehmen akquirieren um die Felder zu besetzen

Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch



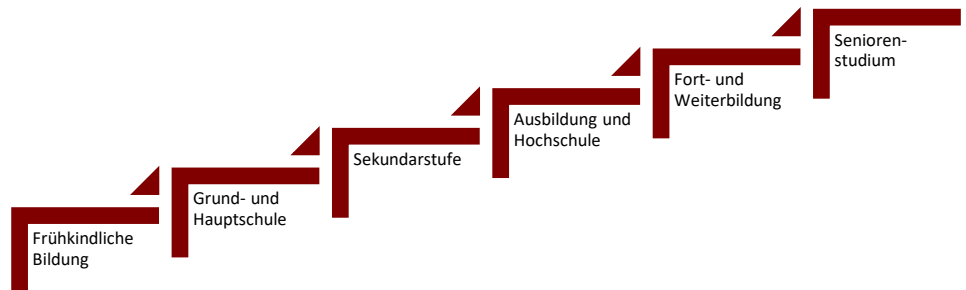
Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Lara Group plc

Lara bildet die Zwischenholding bzw. den Überbau des Sektors Education und ist operativ mit Parenta und Acacia vertreten. Gesellschaftsrechtlich untergliedert sich Parenta nochmals in **Parenta Group** und deren Tochtergesellschaft **Parenta Training**. Parenta Training und Acacia Training sind in England etablierte Dienstleister der Ausbildung und Zertifizierung von Erziehern (Kinderkrippen, Krabbelgruppen). Parenta vermarktet zudem eigenentwickelte Software-Applikationen zur Ablaufplanung und -steuerung von Kinderbetreuungs-einrichtungen. Acacia ist eine erstklassige Ergänzung zu Parenta, besonders da Acacia als seit langem durch die Employment & Skills Funding Agency („ESFA“) zugelassener Erstanbieter Anlaufpunkt für interessierte Auszubildende fungiert.

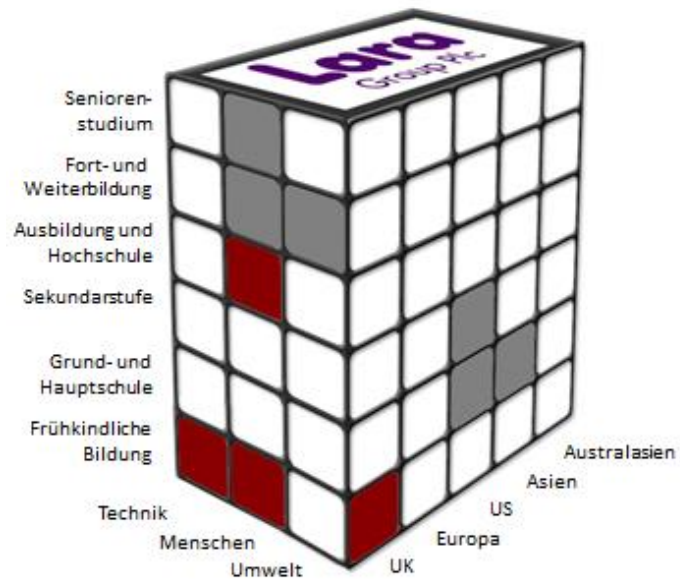
Potenziale erschließen

Die Dichotomie zwischen verschiedenen Lernumgebungen hat eine stark segregierte Bildungsindustrie geschaffen. Bildungsdienstleister konzentrieren sich oft auf nur ein Silo, z.B. frühe Jahre, primär, sekundär usw. Als Konsequenz hat die fehlende Verbindung zwischen den Silos negative Auswirkungen auf die Lernenden, was oft dazu führt, dass sie nicht in der Lage sind, alle Potenziale zu erschließen. Die Strategie der Lara Group besteht darin, diese Defizite mit der Akquisition von Bildungsdienstleistern, die verschiedene Bildungssilos abdecken, zu eliminieren und so ein nahtloses Bildungsumfeld zu schaffen.



Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Es existieren eine Reihe von Faktoren, die den Wandel und das Wachstum der Branche bestimmen. All dem bietet Lara ein ideales Investmentumfeld.



Aktuelle Unternehmen MBH wird weitere Unternehmen akquirieren um die Felder zu besetzen

Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Lara sind verschiedene Aspekte zuzuordnen, welche die Wachstums- und Konsolidierungschancen des Unternehmens unterstreichen:



Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Management & Board

Allan Presland ist renommierter Experte für Personalausbildung und -planung der früh-kindlichen Betreuung und ist in Bezug auf diese Leistungsgebiete Vorreiter der Verbreitung softwarebasierte Applikationen. Zudem ist er Autor des Amazon #1-Bestsellers „Improving the business of childcare“. Allan Presland hat seit Einbringung der Parenta-Aktivitäten die Funktion des CEO von MBH inne. Er trägt operative Verantwortung für die Herausbildung eines belastbaren Fundamentes, auf dem die weitere Expansion aufbaut. Presland ist über seine fachspezifische Expertise hinaus ein passionierter **Unternehmensentwickler**, ein kreativer, organisatorisch und kommunikativ befähigter Antreiber.

Unternehmerische Ambitionen haben **David Howes**, Gründer von Cape, zu MBH geführt. Im Rahmen unserer Recherche zu dieser Ausarbeitung hat David Howes uns eindrucksvoll und überzeugend seine Motivation geschildert, aus der heraus er sein unternehmerisches Lebenswerk mit MBH verknüpft hat. Sie ist einerseits individuell, letztlich aber steht sie exemplarisch für die Perspektive mittelständischer Unternehmer. Seine aktive Rolle beim Aufbau des MBH-Sektors Construction stufen wir als wichtig ein. **Victoria Anne Sylvester**, Geschäftsführerin der Acacia Training, wird auf ihre operative Rolle innerhalb des mittelständischen Unternehmens fokussiert bleiben.

Mit Entsendung von **Callum Laing** als Non-executive **Chairman** der MBH und Victor Tan als deren **CFO** personalisierte die **Unity Group** den zum Portfolioaufbau notwendigen konzeptionellen und finanziellen Rückhalt. Als Netzwerker verfügt Callum Laing über einen Pool mittelständischer Unternehmerpersönlichkeiten, der einen Großteil des Potenzials kommender Portfolio-Partner abbildet. Callum Laing, Victor Tan und Allan Presland bilden das für die Kapitalmarktkommunikation verantwortliche Dreigestirn.

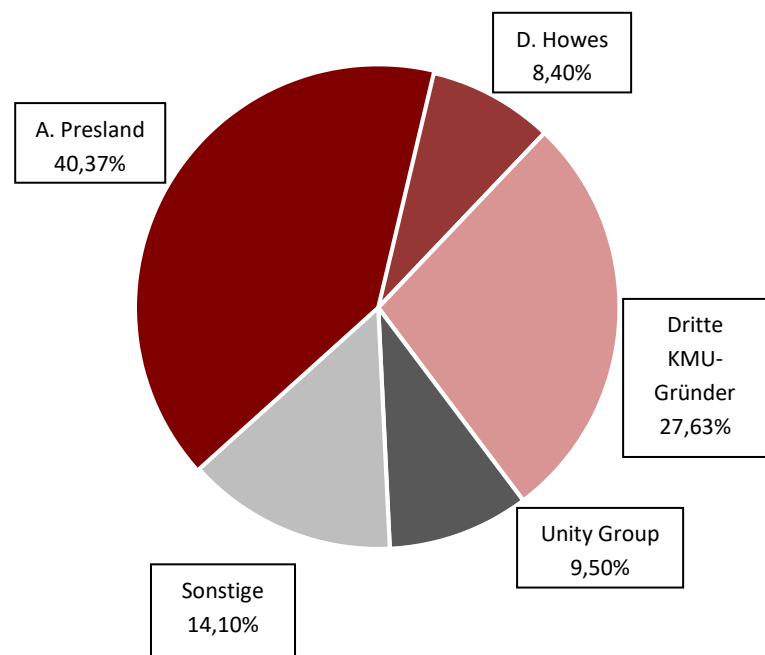
Aktionariat

Das Grundkapital umfasst 29,235 Mio. Anteilscheine mit einem Nominalwert von je EUR 1,00. Charakteristisch ist das Aktionariat von MBH „unternehmerisch“ geprägt. Mittelständische Unternehmer bringen Ihre Unternehmen via **Aktien-Swap** in MBH ein.

In der Ausgangslage Stand August 2018 entfallen auf Allan Presland 11,8 Mio. Aktien (40,4%-Anteil am Aktienkapital), auf David Howes 2,5 Mio. Aktien (8,4%-Anteil). Die Unity Group hält 9,5 % der Anteilscheine.

Im Zuge weiterer aktienbasierter Kaufpreiszahlungen der (zukünftig) akquirierten Portfoliogesellschaften sowie der auf Basis des Earn-out Approach als erfolgsabhängige Vergütung zu emittierenden Aktien, wird die Aktienanzahl der MBH kontinuierlich steigern.

Da neue Unternehmen mit einem deutlichen Discount eingebracht und lediglich bei operativen Erfolgen neue Aktien als variable Komponente an das Management vergeben (emittiert) werden, ist trotz einer höheren Aktienanzahl der Nettoeffekt pro Aktie auf verwässerter Basis positiv.



Quellen: MBH Corporation Plc, AlsterResearch

Disclaimer und Erklärungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch die SRH AlsterResearch AG zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 03.09.2018):

Der Erstellung der Publikation liegt ein Vertragsverhältnis zwischen dem Emittenten und der SRH AlsterResearch AG zugrunde. Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen darüber hinaus keine weiteren möglichen Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 03.09.2018):

Die vorliegende Finanzanalyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten in einer Vorversion zugänglich gemacht worden.

Die **Aktualisierung der vorliegenden Publikation** erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung der SRH AlsterResearch AG kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der SRH AlsterResearch AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

- Kaufen** Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen** Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt

Historie der Anlageurteile MBH Corporation Plc:

Datum	Analyst	Anlageurteil	Kursziel	Kursbasis (Vortageschluss)
03.09.2018	Carsten Mainitz, Oliver Drebing	Kaufen	EUR 1,20	-
21.12.2018	Oliver Drebing, Karsten Rahlf	Kaufen	EUR 1,80	EUR 1,37