



Researchstudie (Anno)



- **Signifikantes Wachstum im ersten vollen Jahr der Börsennotierung**
- **Managementfähigkeiten durch organisches Wachstum und fünf Akquisitionen im Jahr 2019 bewiesen**
- **Dividende von 0,5 Cent pro Aktie**
- Kursziel: 1,89 EUR (1,70 GBP)**

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 36

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie (englisch): 26.06.2020 (18:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe (englisch): 29.06.2020 (13:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie (deutsch): 07.07.2020 (12.15 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe (deutsch): (07.07.2020 13.15)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

MBH Corporation plc ^{*5a;11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: € 1,89
(1,70 GBP)

Aktueller Kurs: 0,434
26. Juni 2020 / XETRA / 18:25
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: GB00BF1GH114
WKN: A2JDGJ
Börsenkürzel: M8H:GR
Aktienanzahl ³: 45.03
Marktkap ³: 19,54
Enterprise Value ³: 21,40
³ in Mio. €
andere Aktionäre: 30%

Transparenzlevel:

Markt segment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12

Designated Sponsor:
MWB Fairtrade

Analysten:

Dario Maugeri
maugeri@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Holdinggesellschaft

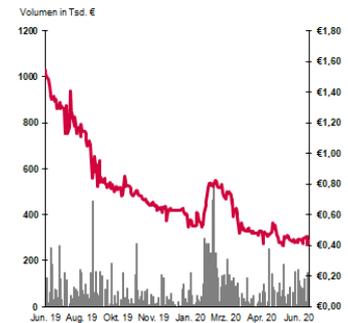
Schwerpunkt: Bildung, Bauwesen, Freizeit, Gesundheit

Gründung: 2016

Firmensitz: London (Vereinigtes Königreich)

Vorstände: Callum Laing CEO, Victor Tan CFO

MBH Corporation PLC (MBH) ist eine Investment-Holding mit Tochtergesellschaften in den Bereichen Bauwesen, Bildung, Freizeit und Gesundheitsfürsorge. Die Gruppe bringt gut etablierte und rentable Kleinunternehmen mit einer Buy-and-Hold-Perspektive zusammen. Die meisten dieser Tochtergesellschaften wurden durch den Aktien-tausch der Unternehmenseigner gegen neue MBH-Aktien erworben. Vor dem Hintergrund des günstigen Zinsum-felds hat MBH vor kurzem auch mit kreditfinanzierten Akquisitionen begonnen. Ein Beispiel dafür ist der Erwerb von Robinsons Caravans im Jahr 2020, die mit einem nicht börsennotierten Darlehen mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einer Schlusszahlung bei Fälligkeit in bar beglichen wurde. Die hervorragenden Finanzzahlen von MBH für 2019 belegen die Managementfähigkeiten und -methoden bei der Auswahl und Unterstützung der Entwicklung verschiedener Unternehmen. Jedes Segment wurde autonom unter einem verantwortlichen Vorstand mit einem strukturierten earn-out-schema geführt. Die Akquisitionspipeline bleibt stark, einschließlich strategischer und taktischer Geschäfte. Die Aktien der MBH sind seit November 2018 sowohl im Quotation Board der Frankfurter Wert-papierbörse ("FSE") als auch an der Düsseldorfer Börse (Prime Market) notiert. Das Management kündigte für das GJ2019 eine Dividende von 0,5 Cent pro Aktie an.



GuV in Mio. GBP, GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	50,78	53,72	104,37	155,17	205,88
EBITDA	5,23	5,49	11,61	17,53	23,45
EBIT	4,05	4,83	10,36	15,42	20,47
Jahresüberschuss	3,62	4,18	8,08	11,47	14,86

Kennzahlen in GBP

Gewinn je Aktie	0,11	0,08*	0,16*	0,23*	0,30*
Dividende je Aktie	0,00	0,1	0,03	0,03	0,04

Schlüsselzahlen

EV/Umsatz	0,39	0,37	0,19	0,13	0,10
EV/EBITDA	3,75	3,58	1,69	1,12	0,84
EV/EBIT	4,85	4,07	1,89	1,27	0,96
KGV	4,91	4,25	2,20	1,55	1,20
KBV	0,41				

*(Berechnet auf der Grundlage einer Anzahl von Aktien in Höhe von 49,20 Mio.)

Finanztermine

30. Juni 2020: Jahreshauptversammlung

** letzter Research von GBC :

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.03.2020: IC / 1,95€ / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Für das Geschäftsjahr 2019 meldete MBH Corporation plc (MBH) eine Reihe hervorragender Zahlen. Die Einnahmen wuchsen von GBP 12,5 Mio. auf GBP 50,8 Mio., ein Anstieg um 306%, während der EBIT von GBP 1,44 Mio. auf GBP 4,11 Mio. gesteigert werden konnte, ein Anstieg um 186%. Diese Zahlen ergeben sich aus der ganzjährigen Konsolidierung der drei Gründungsunternehmen (Cape, Parenta und Acacia), ihrem Wachstum sowie aus fünf zusätzlichen Akquisitionen. Diese Ergebnisse bestätigen den Erfolg des MBH-Agglomerationsmodells sowie die Managementfähigkeiten. Auf dieser Grundlage beschloss das Management eine Dividende je Aktie von 0,5 Cent für das Jahr 2019.
- MBH ist ein Akronym für Multi-Business-Holding. Kurz gesagt, das Modell funktioniert, indem verschiedene private Kleinunternehmen in einem PLC-Holding-Ökosystem zusammengefasst werden. Nach dem Erwerb im Tausch von Aktien gegen Aktien werden die Tochtergesellschaften unter Nicht-Handelsgesellschaften (Zweckgesellschaften) gruppiert und bei strategischen Akquisitionen unterstützt. Durch den Beitritt zur MBH haben die Einheiten Skalen- und Finanzierungsvorteile (d.h. Zugang zu Krediten) erhalten. Die Zielunternehmen liegen im Bereich von 1-10 Mio. USD EBITDA.
- Wesentliche Akquisitionen von kleinen Unternehmen sind im Allgemeinen für das börsennotierte Unternehmen günstig. Es wird erwartet, dass sie den Gewinn je Aktie der Holding steigern und die Verwässerungseffekte neuer Aktien kompensieren kann. Seit dem Geschäftsjahr 2020 hat MBH mit Übernahmen begonnen, bei denen die Kaufpreiszahlung mit Fremdkapital (d.h. Privatkredit oder öffentlichen Anleihe) kombiniert wird. Letztendlich wird dadurch der Verwässerungseffekt erheblich reduziert.
- Eine umfangreiche Akquisitionspipeline und ein attraktives organisches Wachstum sind die Haupttreiber für die Wertschöpfung von MBH. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Berichts ist das Portfolio in vier Segmenten mit elf Unternehmen gut diversifiziert. Das organische Wachstum wird durch ein earn-out-system gefördert. Dies ist auch eine Möglichkeit, durch das Durchbrechen von Barrieren und Zwängen Werte zu schaffen und KMUs in verschiedenen Märkten oder Standorten einzuführen.
- Das Konzernnettovermögen belief sich am Ende des Geschäftsjahres 2019 auf 43,3 Mio. GBP. Die Hauptpositionen in der Bilanz waren (1) Goodwill in Höhe von 36,54 Mio. GBP, der aus den jüngsten Akquisitionen stammt; (2) Forderungen in Höhe von 21,20 Mio. GBP; (3) Verbindlichkeiten in Höhe von 14,84 Mio. GBP; (4) bedingte Vergütungen für Earn-Out an leitende Angestellte und Direktoren in Höhe von 6,43 Mio. GBP. Die gesamten Barmittel beliefen sich per Saldo auf 4,50 Millionen GBP.
- Da unsere Schätzungen (siehe Initial Coverage) Anfang März 2020 veröffentlicht wurden, haben wir die Prognosen angepasst, um die COVID-19-Krise zu berücksichtigen. Wir haben die von uns erwarteten Akquisitionen für das Geschäftsjahr 2020 auf fünf reduziert (vorher zehn) und ab 2021 dann wieder auf zehn Übernahmen pro Jahr. Es bleibt unsere Annahme für die EPS-accretive Akquisitionsstrategie, wonach der Verwässerungseffekt bei der Ausgabe von Aktien für Neuerwerbungen geringer ist, als der neue EPS-Beitrag. Unser moderates Szenario geht auch von einem reduzierten organischen Wachstum für 2020 aus, während eine Erholung im GJ 2021 erwartet wird. Wir haben in unseren Prognosen auch die Entkonsolidierung von APEV, der bisher größten Investition von MBH, berücksichtigt und daher unsere bisherige Prognose für die Aktienausgabe von 86,31 Mio. auf 49,20 Mio. angepasst. Insgesamt haben wir das Aktienkapital von 142,85 Mio. auf 83,65 Mio. reduziert (hauptsächlich für die Abspaltung der APEV), aber unser BUY-Rating mit dem neuen fairen Wert pro Aktie von 1,89 EUR oder 1,70 GBP (vorher 1,95 EUR) bestätigt.

INHALTSVERZEICHNIS

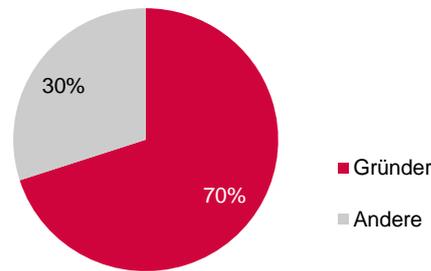
MBH Corporation plc	4
Aktionärsstruktur.....	4
Aktuelle Unternehmensstruktur	4
Alle Neuerwerbungen im Jahr 2020	5
Samuel-Hobson-Haus (Gesundheit)	5
Robinsons Caravans (Freizeit).....	5
Logistica Training Limited (Bildung)	6
MBH-Geschäftsmodell.....	7
Historische Meilensteine	9
Unternehmensentwicklung	10
Kennzahlen im Überblick.....	10
Historische Geschäftsentwicklung 2019	11
Historische Entwicklung der Umsatzerlöse 2019	11
Historische Ertragsentwicklung 2019	12
Vermögenslage zum 31.12.2019	13
Cash-Flow-Situation.....	14
Prognosen und Bewertung	15
Ertragsprognosen.....	16
Bewertung	19
Modell-Annahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
Anhang	21

MBH CORPORATION PLC

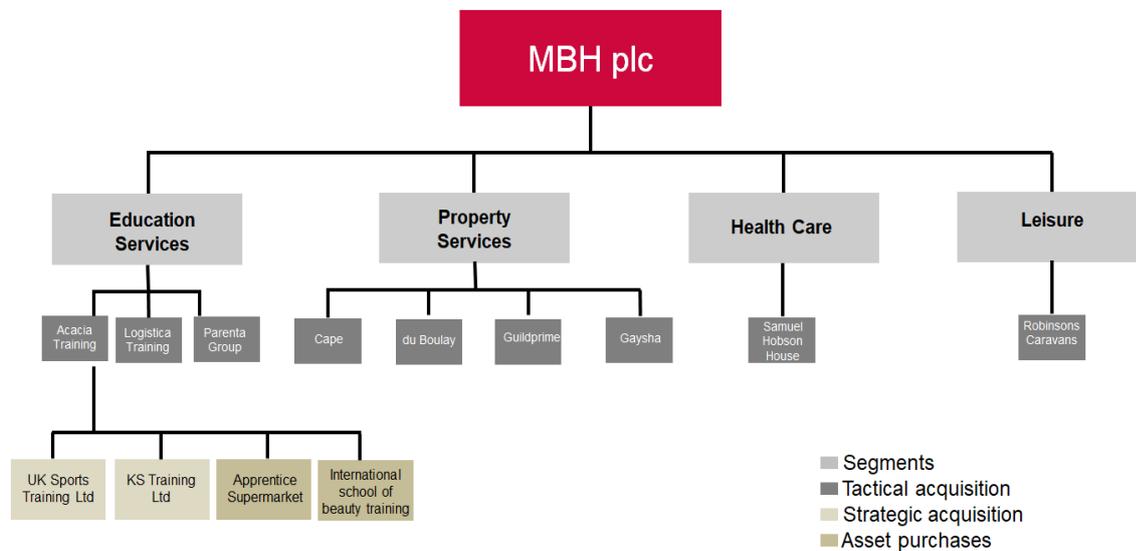
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	26. Juni 2020
Gründer	70%
Andere	30%

Quellen: MBH plc, GBC AG



Aktuelle Unternehmensstruktur



Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG (alle oben genannten Unternehmen befinden sich in der Regel zu 100% im Besitz)

Seit der Börsennotierung im Jahr 2018 hat MBH seine Struktur erfolgreich erweitert und bestehende Unternehmen sowohl durch strategische als auch taktische Übernahmen ausgebaut. Im Vergleich zu unserer ersten Berichterstattung, die im Februar 2020 veröffentlicht wurde, hat das Unternehmen zwei weitere strategische Übernahmen durchgeführt. Im März 2020 gab es die Übernahme von Robinsons Caravans: ein Unternehmen, das sich mit dem Verkauf von neuen und gebrauchten Wohnwagen und Wohnmobilen in Großbritannien beschäftigt. Dieser Kauf startet die Vertikale "Freizeit" und wurde mit einem nicht börsennotierten Darlehen (ohne Aktienausgabe) durchgeführt. Im Juni 2020 wurde das Bildungssegment um Logistica Training erweitert, ein Unternehmen, das Schulungen im Bereich Gesundheits- und Sozialfürsorge (H&S) anbietet. Im Januar 2020 hat das Unternehmen mit der Übernahme von Samuel Hobson House, einem auf die Behandlung von Demenz spezialisierten Pflegeheim, das neue Sektorsegment "Gesundheitswesen" eingerichtet. Damit wurden im Jahr 2020 bisher drei neue Unternehmen erworben.

Im April 2020 kündigte die Gruppe die Abspaltung des Unternehmens APEV an. Das Unternehmen ist ein Anbieter von Energie- und Energieberatungsdiensten im pazifischen Raum, die im Juni 2019 von MBH übernommen wurde. Die Abspaltung basiert auf einigen Herausforderungen, mit denen APEV konfrontiert ist, wie z.B. Schwierigkeiten mit einer Lieferkette aus China aufgrund von COVID-19 sowie die Belastungen durch den Börsengang. Die Transaktion wurde durch die Auflösungsklausel von MBH erleichtert, die eine Rückgängigmachung der Geschäfte ermöglicht, um die Investoren im schlimmsten Fall zu schützen. Daher wurde die Ausgabe neuer Aktien von APEV aus

unserer Prognose für die Gesamtzahl der Aktien gestrichen.

Die in London ansässige MBH-Investitionsholding wurde von der Unity Group of Companies Pte Ltd ("**Unity Group**") gegründet, einer M&A-Beratungsfirma mit Sitz in Singapur, die 8% des gesamten Kapitals besitzt. Die Gründer und ursprünglichen Aktionäre der Portfoliounternehmen besitzen etwa 70% des ausgegebenen Kapitals des Unternehmens.

Die Agglomerationsmethode ist ein Geschäftskonzept, das von der Unity Group entwickelt wurde. Letztere gewährte MBH bei der Gründung die Marke und das geistige Eigentum (Pre-Operations). Auch in Zukunft können MBH und Unity Group im Rahmen einer Vereinbarung für Investitionsberatungsdienste wie (i) die Identifizierung von Unternehmen für Übernahmen, (ii) die Unterstützung bei der Due Diligence und schließlich (iii) die Unterstützung in den Verhandlungsphasen zusammenarbeiten.

Die Agglomeration kann als ein ESG- und Impact-Investitionsmodell gezählt werden. Indem MBH kleine Unternehmen unterstützt und ihnen ein Umfeld bietet, in dem sie ihre Geschäftsmodelle entwickeln und größere Projekte gewinnen können, fördert MBH die Beschäftigung in den Regionen der lokalen Unternehmen. Ein Hauptantrieb ist die Entwicklung von "menschwürdiger Arbeit und Wirtschaftswachstum".

Alle Neuerwerbungen im Jahr 2020

Samuel-Hobson-Haus (Gesundheit)

Das 2009 gegründete Samuel Hobson House ist ein Pflegeheimunternehmen, das sich auf die Demenzpflege für Menschen über 65 Jahre konzentriert. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Newcastle-under-Lyme (Großbritannien) und hat eine aktuelle Belegungsrate von 100%.

Die Transaktion beinhaltet zudem den Erwerb eines Grundstücks, das mit 1,8 Mio. GBP bewertet wurde. Es wird erwartet, dass das Unternehmen mit seinen Dienstleistungen im Jahr 2020 einen EBIT von rund 145.000 GBP erzielen wird.

Die Transaktion hatte einen Wert von 1,95 Mio. GBP und wurde in zwei Teilen abgewickelt: (1) einem Darlehensschein in Höhe von 1,8 Mio. GBP (unverzinslich und drei Jahre lang nicht zahlbar) und (2) 150.000 GBP durch die Ausgabe von MBH-Aktien zum Preis von 1,47 €.

Die positiven Annahmen von MBH für diese Übernahme beziehen sich auf das Bevölkerungswachstum im Vereinigten Königreich bei den über 85-jährigen. Nach einer Studie des Unternehmens Grant Thornton wird dieser Teil der Bevölkerung voraussichtlich um 75% zunehmen, von 1,6 Millionen im Jahr 2016 auf 2,8 Millionen im Jahr 2031. Dies bedeutet eine höhere Nachfrage nach Pflegedienstleistungen und insbesondere nach Heimpflege (d.h. Nachfrage nach Betreuungsdienstleistungen für ältere Menschen).

Robinsons Caravans (Freizeit)

Robinsons Caravans wurde 1963 gegründet und ist ein Wohnwagen- und Reisemobilunternehmen in Familienbesitz. Das Unternehmen etabliert das Freizeit-Segment von MBH. Robinson Caravans ist in Chesterfield, Derbyshire, Worksop und Nottinghamshire vertreten.

Die Umsätze (untestiert) von Robinsons Caravans erreichten für das Finanzjahr 2019 18

Mio. GBP. Diese Zahl stammt zu 87% aus dem Handel mit gebrauchten und neuen Wohnwagen (1.200 verkaufte Einheiten im Jahr 2019), zu 8% aus Geschäften und Vorzelten und zu 5% aus Dienstleistungen. Trotz eines Personalbestands von etwa 79 Mitarbeitern (darunter 14 Vertriebsmitarbeiter und 5 im Kundendienst) belief sich der EBIT Ende 2019 auf 1,05 Mio. GBP.

Der Erwerb von 100% der Caravan-Gesellschaft ist nicht mit einer Aktienausgabe verbunden. Stattdessen wird der Gesamtkaufpreis zwischen 7,2 Mio. GBP und 8,6 Mio. GBP (einschließlich des Erwerbs von Nettovermögenswerten in Höhe von ca. 2,5 Mio. GBP) mit einem nicht börsennotierten Schuldschein beglichen (fünfjährige Laufzeit, Nominale Rückzahlen bei Fälligkeit und halbjährlich zahlbarer Zinssatz von 5% pro Jahr). Die endgültige Höhe der Gegenleistung wird nach Abschluss der Prüfung der Jahresabschlüsse für 2019 und 2020 festgelegt werden.

Logistica Training Limited (Bildung)

Das im Juni 2020 übernommene Unternehmen Logistica Training Limited bietet Schulungen für den Gesundheits- und Sozialsektor (H&S) in ganz Großbritannien an. Das Unternehmen wurde 2012 als Berufsbildungsunternehmen gegründet. Derzeit bietet das Unternehmen auch von der EU kofinanzierte Workforce-Programme an (über die Educational and Skills Funding Agency und Hauptauftragnehmer).

Basierend auf einer MBH-Pressemitteilung hat Logistica einen positiven Ausblick, der sich aus dem demographischen Wandel ergibt. Es wird erwartet, dass die Bevölkerung im Alter von 65 Jahren und darüber zwischen 2018 und 2035 von 10,2 Millionen auf 14,1 Millionen ansteigen wird. Auf dieser Grundlage wird davon ausgegangen, dass der Sektor möglicherweise 580.000 neue Arbeitsplätze benötigt. Aus dem gleichen Grund könnte der Sektor bei einer Analyse der Bevölkerung im Alter von 75 Jahren und darüber bis 2035, 800.000 neue Arbeitsplätze benötigen.

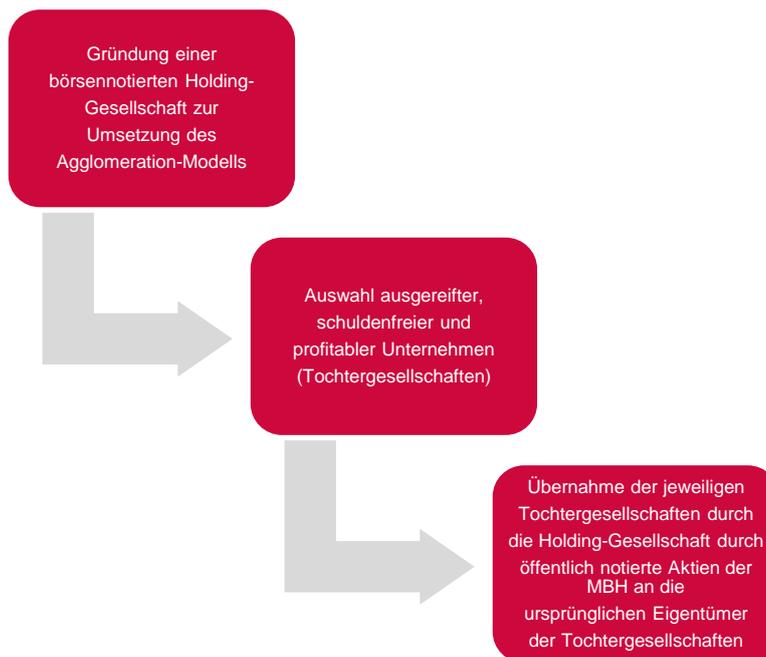
Logistica erwirtschaftete im Finanzjahr 2019 (testiert) einen Umsatz von 1,9 Mio. GBP und einen EBIT von 0,8 Mio. GBP. Der Gesamtkaufpreis für MBH betrug ca. 5,8 Mio. GBP und wurde größtenteils durch eine börsennotierte Anleihe mit fünfjähriger Laufzeit gedeckt (Nominale Rückzahlung bei Fälligkeit und halbjährlich zahlbarer Zinssatz von 2% pro Jahr).

MBH-Geschäftsmodell

MBH Corporation plc investiert in kleine und mittelgroße, schuldenfreie, gut etablierte und profitable Firmen in verschiedenen Sektoren und geographischen Gebieten. Übernahmen werden mit einer Agglomerationsmethode durch wertsteigernde Akquisitionen durchgeführt, wobei Unternehmen mit einem EBITDA-Ziel von 1-10 Millionen USD mit einem Buy-and-Hold-Ansatz angesprochen werden.

Diese **Agglomeration** ermöglicht es Kleinunternehmern, ihre privaten Aktien gegen öffentliche Aktien zu tauschen. Die erworbenen Unternehmen werden zu hundertprozentigen Tochtergesellschaften, während die bisherigen Eigentümer (so genannte **Prinzipale**), die mit gesperrten Aktien bezahlt werden, zu Miteigentümern und Managern von MBH werden. Die Holdingstruktur ist dezentralisiert und ermöglicht es den Prinzipalen, ihre Einheit weiter zu führen. Als Manager werden sie auf der Grundlage eines zusätzlichen Gewinnbeitrags vergütet (d.h. drei neue MBH-Aktien für jeden zusätzlichen Euro EBIT). Dieser Anreiz wird ohne zeitliche Begrenzung und auf der Grundlage eines ewigen earn-in festgelegt. Unten finden Sie eine Zusammenfassung des Agglomerationsprozesses.

Die Phasen des Agglomerationsmodells



Quellen: 2017 Unity Group - The Unity Group of Companies Pte Ltd, GBC AG

Die Verwässerungseffekte der Ausgabe neuer Aktien werden durch den Erwerb von Zielunternehmen mit niedrigeren Multiplikatoren im Vergleich zur Holdinggesellschaft abgemildert. Bei einem **Gewinn pro Aktie (EPS) wertsteigernden Übernahmeschema** ist im Allgemeinen das Kurs-Gewinn-Verhältnis für das übernehmende Unternehmen größer, was Raum für eine beträchtliche Arbitrage zwischen der Bewertung eines großen öffentlichen Unternehmens und kleinen Unternehmen lässt.

Die Tochtergesellschaften sind in der Regel in Zweckgesellschaften, also Special Purpose Vehicles (SPVs) zusammengefasst, wobei für jeden Sektor ein unabhängiger Vorstand eingerichtet wird, um **Synergien** zu fördern. Dieses mittlere Management sollte die

Zusammenarbeit zwischen den Segmenten vorantreiben, die laufenden Geschäfte überwachen und potenzielle neue Ziele identifizieren.

Einer der Vorteile der Zugehörigkeit zu MBH ist der **Skaleneffekt**. Kleine Unternehmen können leichter größere Aufträge gewinnen und so ihren Umsatz erheblich steigern (d.h. der Best Practise für große Unternehmen besteht darin, große Aufträge an andere große Unternehmen zu vergeben). Darüber hinaus können sie angesichts der größeren Transparenz eines börsennotierten Unternehmens leichter Zugang zu Darlehen oder anderen Finanzierungen erhalten.

Die Unternehmen, die sich der MBH Corporation angeschlossen haben, wurden in der Regel vor vielen Jahren gegründet, verfügen über eine gute finanzielle Erfolgsbilanz und werden noch immer von ihren Gründern geleitet. Diese Unternehmen haben eine lokale profitable Nische. Obwohl die Unternehmer dann die Richtlinien für börsennotierte Unternehmen einhalten müssen (d.h. die Standards für die Finanz-, Unternehmens- und Governance-Berichterstattung), bleiben ihre Geschäfte und Strategien unabhängig vom MBH-Management.

Eine "**Lock-in**"-Vereinbarung verhindert, dass Geschäftsinhaber ihre MBH-Aktien für einen Zeitraum von zwölf Monaten verkaufen. Aktien, die zusätzlich entstehen (z.B. Wertsteigerungsaktien), unterliegen ebenfalls diesen Bedingungen. Zum Zeitpunkt des Auslaufens der früheren Vereinbarungen werden weitere geordnete Marktvereinbarungen getroffen, um einen organisierten Verkauf der Aktien zu gewährleisten. Diese Abmachungen sollten während eines Zeitraums von 36 Monaten nach Ablauf der Sperrfrist durch die Broker von MBH verwaltet werden (mit Ausnahme begrenzter Ausnahmen wie Übernahmen, Rückkäufe oder gerichtliche Verfügungen).

Historische Meilensteine

Seit dem Jahr der Börsennotierung hat die britische Holdinggesellschaft wertvolle Meilensteine erreicht. Das Portfolio ist rasch von drei Unternehmen im Jahr 2018 auf elf Einheiten im Juni 2020 angewachsen. Zusätzlich wurden zwei Anlagenkäufe (School of Beauty Therapy und Apprentice Supermarket) durch die Tochtergesellschaft Acacia Training Limited eingegliedert. Diese taktischen Übernahmen haben die Dienstleistungen, Ressourcen und Kompetenzen von Acacia erweitert und wurden direkt von den Direktoren ohne Beteiligung des MBH-Managements durchgeführt.

Unter den Erfolgen heben wir die Skaleneffekte beim organischen Wachstum hervor. Beispielsweise ist es der Tochtergesellschaft Cape Ltd. im Bereich der Renovierungsdienstleistungen gelungen, als Teil eines großen börsennotierten Unternehmens größere und rentablere Projekte zu gewinnen und fertigzustellen. Ein weiteres Beispiel ist das organische Wachstum der duBoulay Contracts Ltd., die im vergangenen November 2019 vom renommierten Londoner Kaufhaus Harrods mit der Renovierung von zwei großen Prestige-Restaurants (Harrods Brasserie-Restaurant und Harrods Baccarat-Bar) beauftragt wurde.

Geschichte und wichtigste Firmenereignisse

Datum	Veranstaltung
November 2018	Notierung an der Düsseldorfer Börse (Primärmarkt) mit einer Marktkapitalisierung von € 39,76 Mio.
November 2018	Aufnahme des Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse
Dezember 2018	Du Boulay schließt Kaufvertrag für 0,87 Mio. GBP
Januar 2019	Erwerb von der International School of Beauty Therapy
Juni 2019	Übernahme der in Großbritannien ansässigen Guildprime Specialist Contracts Ltd (5x EIBT)
Juni 2019	Erwerb von Asia Pacific Energy Venture Ltd.
Oktober 2019	Kauf von Gaysha Ltd für 2,5 Millionen
Oktober 2019	Übernahme von UK Sports Training Ltd (5x EBIT plus Nettovermögen) - Aktienkurs bei 1,47 EUR
November 2019	Kauf des in Birmingham ansässigen Unternehmens KS Training Ltd (5x EBIT plus Nettovermögen) - Aktienkurs bei 1,47 EUR
Dezember 2019	Kauf von Vermögenswerten von Apprentice Supermarket
Januar 2020	Erwerb des Samuel Hobson House für 1,95 Mio. GBP (1,8 Mio. GBP ungesichertes Darlehen und 150 000 GBP werden in Aktien zu 1,47 EUR pro Aktie gezahlt)
März 2020	Erwerb von 100 % der Robinsons Caravans für einen Gesamtpreis zwischen 7,2 Mio. GBP und GBP 8,6 Mio. GBP, der zu 100 % durch eine nicht börsennotierte Anleihe (5 Jahre Laufzeit und 5 % Kupon pro Jahr) beglichen wird.
April 2020	Ankündigung der Abspaltung der APEV Ltd
Juni 2020	Logistica Training Limited Übernahme (100%)

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. GBP)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Einnahmen	50,78	53,72	104,37	155,17	205,88
Umsatzkosten	-38,57	-40,52	-79,47	-117,97	-156,42
Rohertrag	12,20	13,19	24,90	37,20	49,45
Verwaltungskosten	-8,09	-5,46	-9,63	-14,54	-16,46
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,07	-2,90	-4,91	-7,23	-9,54
EBIT	4,04	4,83	10,36	15,42	20,47
Netto-Finanzaufwendungen	-0,12	-0,10	-0,30	-0,50	-0,71
EBT	3,92	4,72	10,07	14,91	19,77
Steuern	-0,30	-0,54	-1,99	-3,45	-4,91
Jahresergebnis	3,62	4,18	8,08	11,47	14,86
EBITDA	5,23	5,50	11,60	17,53	23,45
in % der Einnahmen	10,3%	10,2%	11,1%	11,3%	11,4%

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Historische Geschäftsentwicklung 2019

in Mio. GBP	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	12,51	50,78
EBIT	1,43	4,18
EBIT-Marge	11,5%	8,2%
Jahresergebnis	1,25	3,62
Umsatzrendite	10,0%	7,1%

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Historische Entwicklung der Umsatzerlöse 2019

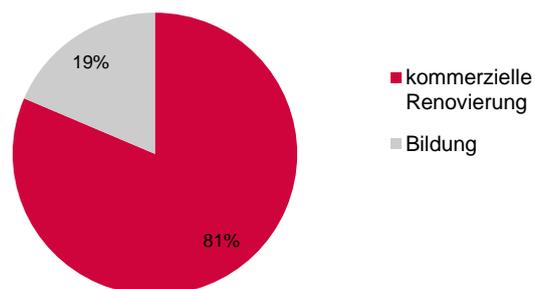
Die Gewinn- und Verlustrechnung von MBH bietet ein klares Bild des nachhaltigen Wachstums im Finanzjahr 2019. Durch organisches Wachstum und Akquisitionen konnte das Unternehmen die Gesamteinnahmen auf 50,8 Mio. GBP beschleunigen, was einer Steigerung von 306% auf Jahresbasis entspricht. Genauer gesagt stammt die Zahl in erster Linie aus den Dienstleistungserträgen der Gründungstöchter und fünf neuen Akquisitionen. In unseren Ausführungen sind keine Ergebnisse des Unternehmens APEV enthalten, da es im April 2020 abgespalten wurde.

Auf einer Segmentbasis kann das Ergebnis zwischen den Segmenten kommerzielle Renovierung und Bildung aufgeteilt werden. Auf der einen Seite erreichte die kommerzielle Renovierung im Geschäftsjahr 2019, 41,08 Mio. GBP gegenüber 7,70 Mio. GBP im Vorjahr (Cape wurde im September 2018 erworben und daher im Geschäftsjahr 2018 nur teilweise konsolidiert). Zum anderen erreichte das Bildungssegment 9,37 Mio. GBP gegenüber 4,82 Mio. GBP im GJ 2018 (Parenta und Acacia wurden im August 2018 erworben und somit für ca. fünf Monate konsolidiert). Im Bildungsbereich trugen vor allem Kursschulungen (4,37 Mio. GBP im Jahr 2018 gegenüber 8,54 Mio. GBP im Jahr 2019) und Software-Dienstleistungen (0,44 Mio. GBP im Jahr 2018 gegenüber 0,80 Mio. GBP im Jahr 2019) bei.

MBH ist derzeit in zwei Ländern aktiv, nämlich in Neuseeland unter der Tochtergesellschaft Cape und im Vereinigten Königreich (alle anderen Tochtergesellschaften). Die neuseeländische Tochtergesellschaft Cape Ltd. erzielte im Geschäftsjahr 2019 einen Umsatz von 25,9 Mio. GBP, was 51% des Gesamtumsatzes von MBH ausmacht.

Das anorganische Wachstum im Fiskaljahr 2019 stand weitgehend in Zusammenhang mit der ganzjährigen Konsolidierung von du Boulay Contracts Ltd. und mit der siebenmonatigen Konsolidierung von Guildprime Specialist Contracts Ltd.

Umsatzverteilung nach Segmenten im Jahr 2019



Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

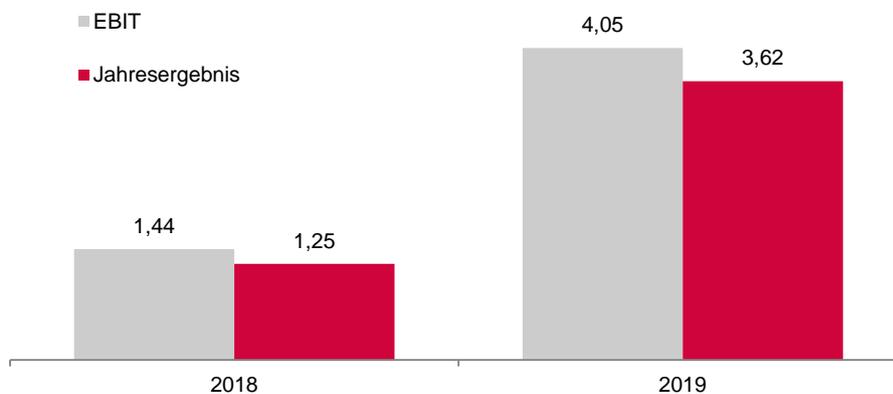
Historische Ertragsentwicklung 2019

Durch den wertsteigernden Charakter jeder Übernahme gelang es, die Betriebskosten zu decken und die Gewinne nach Steuern zu steigern. Um einen schnellen Überblick zu geben: Der EBIT stieg von 1,44 Mio. GBP auf 4,05 Mio. GBP im Geschäftsjahr 2019 (eine Wachstumsrate von 186%).

Die ganzjährige Konsolidierung der drei Gründungsunternehmen und der überproportionale Umsatzanstieg führten zu einem Anstieg der Umsatzkosten von 69,3% auf 76,0% der Gesamteinnahmen für das GJ2019. Wie es für eine Private-Equity-Firma typisch ist, erhöhten sich die Verwaltungskosten durch den Kauf neuer Einheiten auf 6,94 Mio. GBP (2,11 Mio. GBP im Vorjahr). Einer der Gründe dafür war die höhere durchschnittliche Zahl der Beschäftigten, die von 130 im Jahr 2018 auf 184 im Jahr 2019 anstieg. Die Abschreibungen stiegen auf 1,19 Mio. GBP (0,22 Mio. GBP im Jahr 2018), hauptsächlich aufgrund von immateriellen Vermögenswerten und Vermögenswerten für Nutzungsrechte. Der konsolidierte Finanzaufwand erhöhte sich leicht von 0,02 Mio. GBP auf 0,13 Mio. GBP, hauptsächlich als Folge des Anstiegs der Zinsaufwendungen aus der Kreditaufnahme (0,03 Mio. GBP) und der Leasingverbindlichkeiten (0,08 Mio. GBP).

Nach einem Steuereffekt von 0,30 Mio. GBP (0,17 Mio. GBP im Jahr 2018) stieg der konsolidierte Gewinn von 1,25 Mio. GBP auf 3,62 Mio. GBP zum Ende des Jahres 2019. Insgesamt sank der unverwässerte Gewinn pro Aktie leicht von 12,22 Pence (10,19 Mio. Aktien) auf 11,00 Pence (32,88 Mio. Aktien), und der verwässerte Gewinn pro Aktie sank von 11,21 Pence (11,12 Mio. Aktien) auf 10,36 Pence (34,94 Mio. Aktien). Für 2019 wurde eine Dividende pro Aktie in Höhe von 0,5 Cent vorgeschlagen.

EBIT und Jahresergebnis in den Jahren 2018 und 2019



Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Vermögenslage zum 31.12.2019

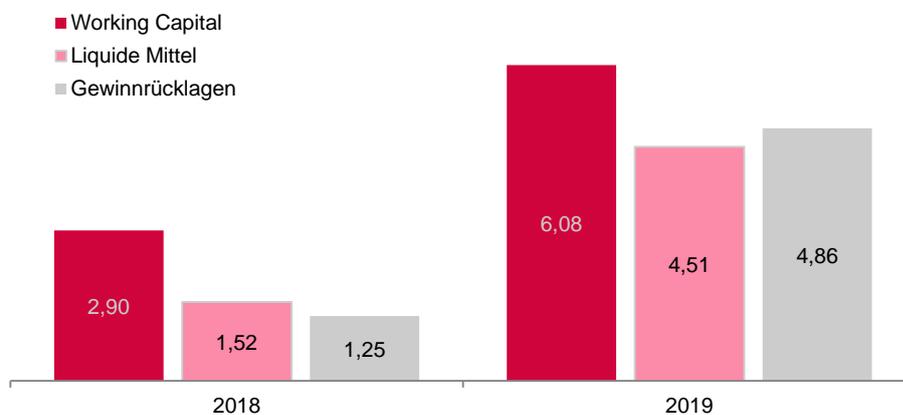
in Millionen GBP	31/12/2018	31/12/2019
Eigenkapital	28,36	43,28
davon Gewinnrücklagen	1,25	4,86
Total kurzfristige Verbindlichkeiten	9,99	20,34
davon contingent consideration	2,99	3,26
davon Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sonstige Verbindlichkeiten	4,76	14,84
Total langfristige Verbindlichkeiten	4,33	5,45
davon contingent consideration	3,84	3,18
Total Anlagevermögen	32,88	43,19
davon immaterielle Vermögenswerte	2,80	3,22
davon Goodwill	29,64	36,54
Total Umlaufvermögen	9,80	25,88
Davon Barmittel und Barmitteläquivalente	1,52	4,51
Davon Handels- und sonstige Forderungen	8,28	21,20

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Eine Analyse der konsolidierten Bilanz zeigt einen signifikanten Anstieg des Nettovermögens von 28,36 Mio. GBP auf 43,28 Mio. GBP (Eigenkapitalquote 62,7%) im Geschäftsjahr 2019. Das Eigenkapital umfasst die Ausgabe neuer, im Eigenbestand gehaltener Aktien im Volumen von 7,49 Mio. GBP (5,09 Mio. zum Nennwert und 2,39 Mio. zum Agio) und einbehaltene Gewinne (4,87 Mio. GBP).

Auf der Aktivseite wird die Bilanz der MBH durch den Goodwill, den Wert der Tochtergesellschaften, dominiert. Dieser kletterte von 29,64 Mio. GBP auf 36,54 Mio. GBP (15,54 Mio. GBP im Bildungswesen und 21,00 Mio. GBP im Baugewerbe). Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stiegen von 8,28 Mio. GBP auf 21,20 Mio. GBP (3,49 Mio. GBP Bauleistungsverträge und 2,39 Mio. GBP im Bereich Ausbildung). Auf der Passivseite verzeichneten wir höhere Verbindlichkeiten von 4,76 Mio. GBP auf 14,84 Mio. GBP sowie kurz- und langfristige bedingte Gegenleistungen in Höhe von 6,43 Mio. GBP (6,83 Mio. GBP im Jahr 2018) im Zusammenhang mit dem Anreizsystem für Direktoren und leitende Angestellte. Die Darlehen beliefen sich insgesamt auf 1,78 Mio. GBP (1,70 Mio. GBP im Jahr 2018) und beinhalteten 0,97 Mio. GBP Darlehen für abgeschlossene Akquisitionen im Jahr 2018, GBP 0,49 Mio. als Überziehungskredit und GBP 0,32 Mio. als Wandelanleihe (Restwert der ursprünglichen Ausgabe von GBP 0,98 Mio., die von der britischen Investmentgesellschaft Mercantile im Oktober 2018 gezeichnet wurde).

Wichtigste Bilanzpositionen (in Mio. GBP) 2018 und 2019



Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Cash-Flow-Situation

in Mio. GBP	31/12/2018	31/12/2019
Cash flow (operativ)	0,78	5,00
Cash flow (Investition)	-0,44	-1,38
Cash flow (Finanzierung)	0,82	-0,67

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Der operative Cashflow erreichte 2019 einen Wert von 5,00 Mio. GBP (0,78 Mio. GBP im Jahr 2018), was hauptsächlich auf den größeren Gewinn (3,92 Mio. GBP im Jahr 2019 gegenüber 1,42 Mio. GBP im Jahr 2018) und die Auswirkungen von Abschreibungen und Wertberichtigungen (1,16 Mio. GBP im Jahr 2019 gegenüber 0,24 Mio. GBP im Jahr 2018) zurückzuführen ist. Die Mittelabflüsse für Investitionstätigkeiten bezogen sich hauptsächlich auf immaterielle Vermögenswerte (1,03 Mio. GBP), während die Mittelabflüsse für Finanzierungstätigkeiten weitgehend mit der Zahlung von Leasingverbindlichkeiten (0,41 Mio. GBP) und der Rückzahlung von Bankdarlehen (0,21 Mio. GBP) zusammenhängen. Die Barmittel beliefen sich Ende 2019 auf etwa 4,02 Mio. GBP (1,18 Mio. GBP im Jahr 2018).

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. GBP)	GJ 2019	FY 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	50,78	53,72	104,37	155,17	205,88
EBITDA	5,23	5,49	11,61	17,53	23,45
EBITDA-Marge	10,3%	10,2%	11,1%	11,3%	11,4%
Jahresüberschuss	3,62	4,18	8,08	11,47	14,86

Quellen: MBH Corporation plc, GBC AG

Umsatz-Prognosen

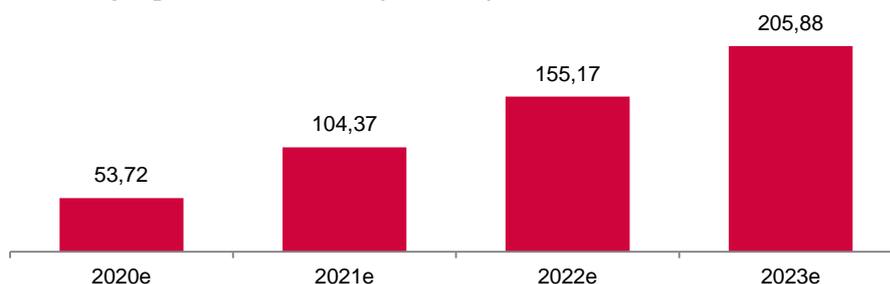
Die COVID-19-Krise hat die Weltwirtschaft und den Welthandel unter Druck gesetzt. Auch wenn sich viele Länder derzeit langsam erholen, ist es schwierig, die lang- und mittelfristigen Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft vorherzusagen. Eine Sache, die sich deutlich gezeigt hat, ist die Notwendigkeit, das traditionelle Geschäft neu zu überdenken. Vor allem muss mehr in Technologie investiert werden.

Die Tochtergesellschaften von MBH sind in unterschiedlichem Maße von der COVID-19-Krise betroffen. Obwohl einige Unternehmen gezwungen waren, Projekte und Veranstaltungen zwischen März und Mai 2020 vorübergehend zu verschieben (d.h. kommerzielle Renovierung und Ausbildungsdienste), haben andere die Reorganisation auf der Grundlage unternehmerischer Erfahrung besser bewältigt. Da Urlauber beispielsweise nicht willens oder nicht in der Lage sind, nach Übersee zu fliegen, kann im Freizeitbereich von einer höheren Nachfrage nach Wohnwagen nach der COVID-Krise ausgegangen werden (seit dem 1. Juni 2020 haben die Einzelhändler in Großbritannien langsam wieder geöffnet).

Weitere Erwartungen sind möglicherweise eine größere Nachfrage nach Schulungen und Qualifizierungsmaßnahmen aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit sowie Ausstattungs- und Ladenumstrukturierungsdienste nach COVID-19 für die Bauvertikale. Die geographische Diversifizierung der MBH in Neuseeland (51% des Gesamtumsatzes im Jahr 2019) könnte aufgrund der schnelleren Erholung des Landes ein großer Vorteil sein.

Wir haben die Zahl der angestrebten Übernahmen für 2020 von zehn auf fünf reduziert, während wir das Ziel von zehn Übernahmen pro Jahr ab 2021 unverändert beibehalten haben. Unsere konservativen Annahmen für 2020 schließen die drei bis Juni 2020 durchgeführten Übernahmen ein. Insgesamt haben wir die Gesamteinnahmen bis 2020 auf 53,72 Mio. GBP und bis 2021 auf 104,37 Mio. GBP geschätzt. Es ist wichtig zu erwähnen, dass wir in unseren früheren Schätzungen (Anfangsdeckung) die Tochtergesellschaft APEV berücksichtigt haben. Die Auswirkungen von APEV beliefen sich auf 53,60 Mio. GBP bzw. 55,05 Mio. GBP für 2020 und 2021. Dieses Unternehmen wurde inzwischen dekonsolidiert und ist daher in diesen Prognosen nicht mehr enthalten.

Einnahmenprognose 2020e-2023e (in GBPm)



Quelle: GBC AG

Nach unserem COVID-19-angepassten Modell haben wir für das bestehende Portfolio ein organisches Wachstum von 37,99 Mio. GBP bis Ende 2020 und 53,07 Mio. GBP bis 2021 prognostiziert. Dieses moderate Szenario geht davon aus, dass die Renovierung (39,17 Mio. GBP) als Hauptsegmente dazu beitragen, gefolgt von Freizeit (11,42 Mio. GBP) und Bildung (8,55 Mio. GBP) für das GJ2020.

Die Akquisitionspipeline von MBH ist recht breit und lässt deutlich die Bereitschaft erkennen, die Segmente zu erweitern (taktische Übernahmen) sowie neue vertikale Bereiche wie E-Commerce und Personalbeschaffung zu erschließen.

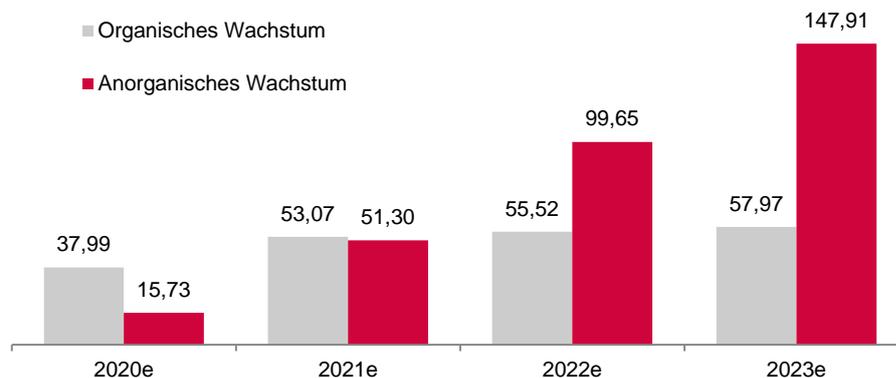
Ein Überblick über die potenzielle Akquisitionspipeline von MBH

Gruppe	Spezialität	Ziel EBIT (est.)
Bildung	Anbieter von Berufsausbildung	0,80 Mio. GBP
Gesundheitswesen	Dienstleistungen im Gesundheitswesen	1,40 Mio. GBP
Freizeit	Verwandt mit Wohnmobilen	2,05 Mio. GBP
Immobilien-Dienstleistungen	Dienstleistungen im Bauwesen	2,50 Mio. GBP
Immobilien-Dienstleistungen	Innenarchitektur	0,20 Mio. GBP
Andere	Elektronischer Geschäftsverkehr	1,20 Mio. GBP
Andere	Rekrutierungs-Agentur	3,00 Mio. GBP

Quellen: Unity Group - Die Unternehmensgruppe Unity Group of Companies Pte Ltd., GBC AG

Unser Modell geht von einem anorganischen Beitrag von GBP 15,73 Mio. im GJ2020 (einschließlich der drei bereits übernommenen Unternehmen) und von GBP 51,31 Mio. im GJ2021 aus. Wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht, dürften die Auswirkungen des anorganischen Wachstums ab 2022 den Löwenanteil der Gesamteinnahmen ausmachen.

Aufschlüsselung der Einnahmen nach organischem und anorganischem Wachstum (in GBPM)



Quelle: GBC AG

Ertragsprognosen

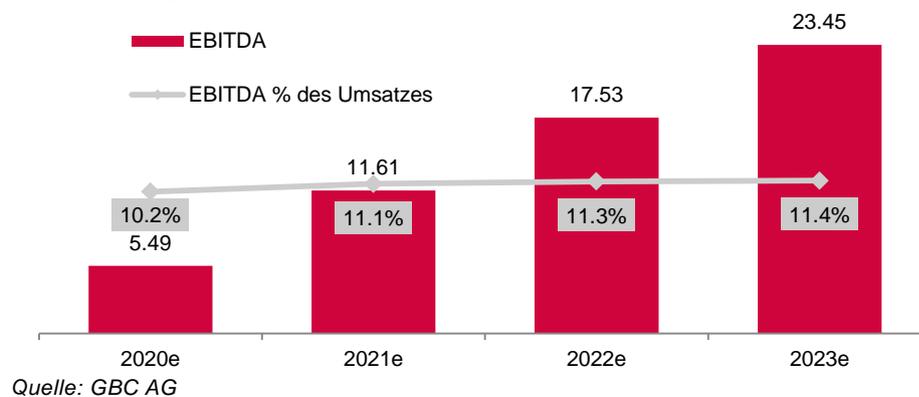
Wir haben ein konstantes Umsatzkostenverhältnis zwischen 2020 und 2023 (etwa 75,7%) prognostiziert, da wir die meisten zukünftigen Akquisitionen unter den gegenwärtigen Vertikalen erwarten. Die Rentabilität des Portfolios ermöglicht es, die Kostenbasis zu decken. Die Kostenstruktur der Unternehmen im Portfolio ist jedoch aufgrund der Branchenzugehörigkeit recht unterschiedlich.

Einsparungen können durch Synergien innerhalb der Segmente wie den Austausch von bewährten Praktiken und Kontakten oder durch Größenvorteile erzielt werden. Bei den

Personalkosten wird für die Einheiten im Portfolio ein langsames Wachstum prognostiziert (Cape, Robinsons Caravans und Parenta machen den größten Anteil aus). Neue Integrationen bringen jedoch von Jahr zu Jahr höhere Personalkosten mit sich. So kam beispielsweise allein durch den Kauf von Robinsons Caravans eine Gesamtzahl von etwa 79 Mitarbeitern hinzu. Auf dieser Grundlage prognostizierten wir Lohn- und Gehaltskosten bis zu 4,80 Mio. GBP im Jahr 2020 und bis zu 8,39 Mio. GBP im Jahr 2021. Außerdem gingen wir für 2020-2023 von konstanten Gesamtabschreibungen auf den Umsatz in Höhe von etwa 1,5% aus.

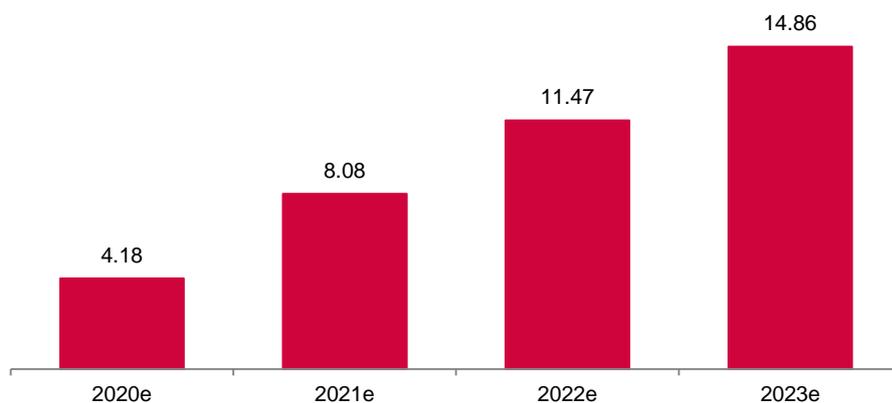
Weitere Kosten im Zusammenhang mit Übernahmen, wie Rechtskosten oder Handelskosten, dürften auch die Verwaltungsausgaben erhöhen, die wir für 2020 auf 2,91 Mio. GBP und für 2021 auf 4,91 Mio. GBP geschätzt haben. Dennoch erwarten wir für die gesamte Gruppe ein EBITDA von 5,49 Mio. GBP im Jahr 2020 und von 11,61 Mio. GBP im Jahr 2021.

EBITDA-Prognosen 2019e-2023e (in GBPm)



In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir die Abspaltung von APEV berücksichtigt und somit auch die erwartete Anzahl der ausstehenden Aktien von 86,31 Millionen auf 49,20 Millionen reduziert. Auf dem derzeitigen Niveau von 45,03 Millionen Aktien haben wir 4,03 Millionen neue Aktien hinzugefügt, was fünf Übernahmen im Jahr 2020 entspricht (drei davon erfolgten hauptsächlich durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen, Stand Juni 2020). Da die jüngsten Akquisitionen mit Darlehen (Robinsons Caravans) und einer börsennotierten Anleihe (Logistica Training Limited) durchgeführt wurden, erwarten wir für die nächsten Jahre Akquisitionen in Kombination mit Aktien- und Schuldtitelemmissionen. Im Vergleich zu unseren früheren Schätzungen (Initial Coverage) haben wir auch den Wert des Aktienkapitals von 142,85 Mio. GBP auf 83,65 Mio. GBP aufgrund der Abspaltung des Unternehmens APEV reduziert (unser geschätzter Gesamtumsatz für APEV betrug im Jahr 2020 etwa 53,60 Mio. GBP). Aufgrund der entsprechend niedrigeren bilanzierten Aktien ist unser Zielpreis pro Aktie jedoch nahezu unverändert bei 1,89 EUR oder 1,70 GBP (zuvor 1,95 EUR).

Wachstum des Nettogewinns 2020-2023 (in GBPm)



Quelle: GBC AG

Wir sind uns bewusst, dass sowohl die Umsatz- als auch die Gewinnprognosen (aufgrund der Corona-Krise) derzeit mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet sind und dass in einer weiteren Researchstudie erhebliche Anpassungen erforderlich sein könnten.

Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben die MBH Corporation plc anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Ausgehend von den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2023 in Phase 1 wurde in der zweiten Phase unter Verwendung von Werttreibern der Ausblick für 2024 bis 2027 entwickelt. Wir erwarten ab 2024 einen Umsatzanstieg von 5%. Als EBITDA-Zielmarge haben wir 11,39% festgelegt. Wir haben den Steuersatz von 20,20% in Phase 2 einbezogen. Zusätzlich wird am Ende des Prognosehorizonts in der dritten Phase unter Verwendung der ewigen Rente ein Restwert bestimmt. Als Endwert nehmen wir eine Wachstumsrate von 2,0% an. Die Zahlen wurden in GBP (EUR/GBP 0,90€) berechnet.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) der MBH werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten berechnet. Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten müssen die Marktprämie, das unternehmensspezifische Beta sowie der risikofreie Zinssatz bestimmt werden.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. aus den aktuellen strukturierten Zinskurven für risikolose Anleihen abgeleitet (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.). Grundlage hierfür ist der nach der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Svensson-Methode berechnete Zerobondzinssatz. Um kurzfristige Marktschwankungen auszugleichen, werden die Durchschnittsrenditen der letzten drei Monate verwendet und das Ergebnis auf die nächsten 0,25 Basispunkte aufgerundet. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 1,00 %.

Wir haben die historische Marktprämie von 5,50 % als eine vernünftige Erwartung der Marktprämie festgelegt. Dies wird durch historische Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie spiegelt in einem Prozentsatz die verbesserte Rendite wider, die von den Aktienmärkten im Vergleich zu risikoarmen Staatsanleihen erwartet wird.

Nach Schätzungen der GBC wird derzeit ein Beta von 1,86 ermittelt. Unter den gegebenen Prämissen werden die Eigenkapitalkosten mit 11,21% berechnet (Beta multipliziert mit der Risikoprämie plus risikofreiem Zinssatz). Da wir von einer nachhaltigen Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % (bisher: 100 %) ausgehen, ergibt sich ein gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) von 9,63 % (bisher: 11,21).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Unternehmenswert von 83,65 Mio. GBP (zuvor: 142,85 Mio. GBP) ermittelt. Die beträchtliche Reduzierung ist in erster Linie auf die Entfernung der größten Investition APEV zurückzuführen, die zuvor konsolidiert wurde. Darüber hinaus haben wir die Zahl der Neuinvestitionen im Jahr 2020 auf fünf reduziert (vorher: zehn). Da wir jedoch davon ausgehen, dass es am Ende des Geschäftsjahres 2020 eine deutlich geringere Anzahl von Aktien geben wird, bleibt das Kursziel pro Aktie von 1,89 € (1,70 GBP) praktisch unverändert.

MBH Corporation plc - Discounted Cashflow (DCF)-Betrachtung

Werttreiber des DCF – Modells nach der estimate Phase:

Konsistenz - Phase		final - Phase	
Wachstum der Einnahmen	5,0%	Ewige Wachstumsrate	2,0%
EBITDA-Marge	11,4%	Ewige EBITA-Marge	11,7%
Abschreibung zu operativen Anlagevermögen	2,3%	Effektiver Steuersatz im Endwert	20,0%
Betriebskapital zum Verkauf	7,0%		

Dreiphasiges DCF - Modell:

Phase	estimate				consistency				final value
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in mGBP									
Umsatz (US)	53,72	104,37	155,17	205,88	216,17	226,98	238,33	250,25	
US Veränderung	5,8%	94,3%	48,7%	32,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
Us zu operativen Anlagevermögen	4,46	1,99	1,68	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	
EBITDA	5,49	11,61	17,53	23,45	24,62	25,85	27,15	28,50	
EBITDA-Marge	10,2%	11,1%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	4,83	10,36	15,42	20,47	21,65	22,73	23,86	25,06	
EBITA-Marge	9,0%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	11,7%
Steuern auf EBITA	-0,55	-2,04	-3,56	-5,08	-4,37	-4,59	-4,82	-5,06	
Tax rate	11,5%	19,7%	23,1%	24,8%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,0%
EBI (NOPLAT)	4,27	8,32	11,86	15,39	17,27	18,14	19,04	20,00	
Kapitalrendite	42,2%	52,6%	19,8%	14,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	13,5%
Working Capital (WC)	3,76	7,31	10,86	14,41	15,13	15,89	16,68	17,52	
WC zu Umsatz	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investition in WC	1,99	-3,55	-3,56	-3,55	-0,72	-0,76	-0,79	-0,83	
Operatives Anlagevermögen (OFA)	12,04	52,51	92,12	130,86	137,40	144,27	151,48	159,06	
AFA vom OAV	-0,67	-1,24	-2,11	-2,98	-2,98	-3,12	-3,28	-3,44	
AFA zu OAV in %	5,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
CAPEX	-8,34	-41,71	-41,71	-41,71	-9,52	-9,99	-10,49	-11,02	
Investiertes Kapital	15,80	59,82	102,98	145,27	152,53	160,16	168,16	176,57	
EBITDA	5,49	11,61	17,53	23,45	24,62	25,85	27,15	28,50	
Steuern auf EBITA	-0,55	-2,04	-3,56	-5,08	-4,37	-4,59	-4,82	-5,06	
Investitionen gesamt	-6,35	-45,26	-45,27	-45,26	-10,24	-10,75	-11,29	-11,85	
Investitionen in OFA	-8,34	-41,71	-41,71	-41,71	-9,52	-9,99	-10,49	-11,02	
Investition in WC	1,99	-3,55	-3,56	-3,55	-0,72	-0,76	-0,79	-0,83	
Investition in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,41	-35,70	-31,30	-26,90	10,01	10,51	11,04	11,59	266,85

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	87,20
Bewert expliziert FCFs	-53,01
Bewert des Continuing Value	140,21
Nettoschulden (Net Debt)	3,55
Wert des Eigenkapitals	83,65
Fremde Gewinnanteile	0,00
Wert des Aktienkapitals	83,65
Ausstehende Aktien in Mio.	49,20
Fairer Wert pro Aktie in GBP	1,70
Fairer Wert pro Aktie in EUR	1,89

Kapitalkosten:

Risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,86
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewicht	75,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewicht	25,0%
Steuerschild	25,0%
WACC	9,6%

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%
13,0%	2,14	1,93	1,75	1,58	1,42
13,3%	2,21	2,01	1,82	1,64	1,49
13,5%	2,29	2,08	1,89	1,71	1,55
13,8%	2,37	2,15	1,96	1,77	1,61
14,0%	2,45	2,23	2,02	1,84	1,67

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der

öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.) (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

The analysts responsible for this analysis are:

Dario Maugeri, M.Sc., Financial Analyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Vice Head of Research

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

