Het nieuwe Berkshire Hathaway?

Een razendsnel groeiend miniconglomeraat van Britse origine

Status: Portefeuille

Publicatie rapport: 11-12-2020

PENNYWATCH.NL

Klein, winstgevend, schuldvrij en schaalbaar

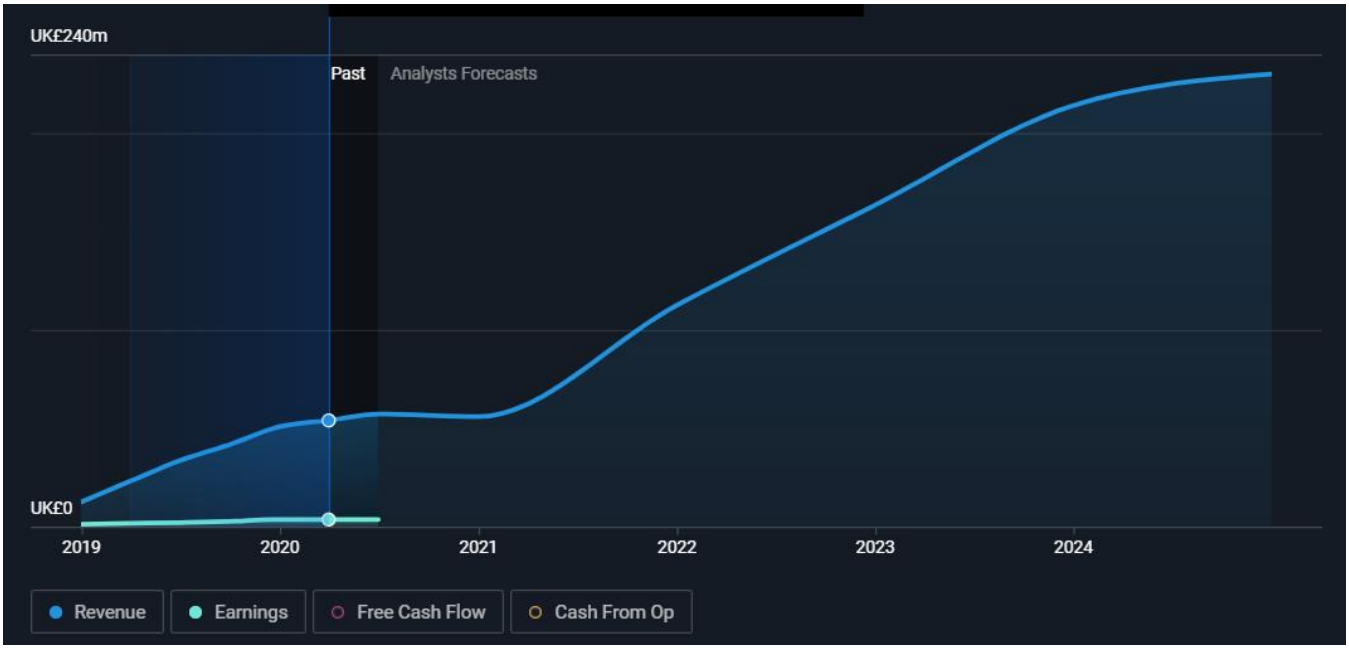
MBH Corporation PLC is een Brits investeringsvehikel met een beursnotering in Frankfurt. Het bedrijf focust zich op het overnemen van kleine tot middelgrote bedrijven in voornamelijk educatie en bouw, sinds dit jaar bouwt MBH Corporation haar portefeuille steeds meer uit in de breedte.

Het jonge MBH Corporation dat in 2018 startte, neemt niet lukraak ieder bedrijf over. Uit de jaarlijks ongeveer 1000 aangemelde bedrijven worden de beste 10-20 bedrijven gedestilleerd. Dit kleine percentage overnamekandidaten dat overblijft komt voort uit de strenge randvoorwaarden waaraan een bedrijft dient te voldoen. Zo moet het bedrijf duurzaam winstgevend zijn, schuldenvrij, beschikken over een goed managementteam en er moet ruimte zijn voor schaalbaarheid.

MBH Corporation kan voortvarend te werk gaan doordat bedrijven na een 100% overname niet geïntegreerd hoeven te worden in de business van de MBH groep. Ondanks dat het bedrijf wordt overgenomen, worden de activiteiten na overname op de gebruikelijke manier voortgezet door de ondernemer of eigenaar. Door de opname in de groep wordt er echter wel een platform geboden waarop de bedrijven effectiever en sneller kunnen groeien. Zo kan er worden gekozen om zaken te doen met andere bedrijven in de groep als dit in wederzijds belang is, maar dit is niet verplicht.

Bovenstaande maakt dat MBH Corporation een interessante propositie biedt voor eigenaren van kleine tot middelgrote bedrijven. De eigenaar verkoopt als het ware zijn of haar bedrijf en kan cashen, maar behoudt de leiding in het bedrijf. Naast dat de ondernemer de touwtjes na verkoop in handen houdt, wordt deze financieel geprikkeld om verder te groeien door het verworven aandeelhouderschap in de groep.

Eigenlijk koop je met een aandeel MBH Corporation een tweede gespreide portefeuille met winstgevende en kansrijke bedrijven. Door de unieke strategie is MBH Corporation in staat geweest in 2019 in totaal 9 bedrijven in te lijven. In 2020 staat de teller tot nu toe op 11 bedrijven. We kunnen door deze snelle groei inmiddels spreken van een miniconglomeraat en we analisten verwachten dat de groei zich in de toekomst zal voortzetten zoals hieronder weergegeven.



Stijgende omzet, maar dalende beurskoersen

Ondanks dat MBH Corporation in razend tempo groeit, laat de beurskoers een tegenovergestelde richting zien. De beurskoers schommelde sinds de introductie rond de 1,40 en is sinds de zomer van 2019 bijna aaneengesloten en onafgebroken gedaald naar slechts 0,365.

Dit heeft meerdere aanwijsbare redenen. Het fonds is kort genoteerd, heeft een bescheiden omvang, het MKB wordt hard geraakt tijdens decoronacrisis, de Brexit speelt zijn rol, maar het lijkt vooral een paradoxaal gevolg te zijn van het voortvarende en succesvolle overnamebeleid.

Gezien de liquiditeiten van MBH Corporation beperkt zijn, zijn de overnames van 2019 vooral gefinancierd in aandelen. Hoewel er door de overnames zowel waarde als groei aan de groep wordt toegevoegd, wordt hierdoor tevens het aantal uitstaande aandelen verhoogd wat op het eerste gezicht een nadelige verwatering van het belang van zittende aandeelhouders tot gevolg heeft.

Wanneer we dieper in de cijfers duiken, ontdekken we dat beleggers hier de plank misslaan. Door de sterke propositie die er ligt voor ondernemers, worden bedrijven vaak ver onder hun werkelijke waarde overgenomen. Hoewel er kapitaalverhogingen plaatsvinden, neemt de toegevoegde waarde van de groep onevenredig toe. Bovendien kan door synergiën, kennisuitwisseling en vereenvoudigde toegang tot kapitaal door onderdeel te zijn van de groep effectievere groei van de individuele bedrijven worden gerealiseerd. Hoewel er doorgaans niet meer dan 5x de EBITDA wordt betaald, lijken beleggers moeite te hebben deze investeringsstrategie te kunnen doorzien.

Hoewel er doorgaans niet meer dan 5x de EBITDA wordt betaald, lijken beleggers moeite te hebben deze investeringsstrategie te kunnen doorzien. Een voordeel van deze strategie is dat het gebruiken van aandelen in plaats van cash voor overnames, de vrije kasstroom gebruikt kan worden om aandeelhouders te belonen doormiddel van dividend. Dit jaar werd er dan ook voor het eerst dividend uitgekeerd.

Verandering in overnamebeleid

Omdat de beurskoers hier wel heel erg onder begon te leiden en er steeds meer aandelen uitgegeven dienen te worden tegen de huidige lage koersen, heeft het management afgelopen jaar besloten een wijziging aan te brengen in het overnamebeleid. Dit jaar werd er besloten een obligatieprogramma van 50 miljoen op te tuigen. De meeste overnames in 2020 werden grotendeels gedaan in ruil voor verhandelbare obligaties met een looptijd van 5 jaar en een couponrente van 5%.

We denken dat dit gezien de huidige beurskoersen een juiste beslissing is. Op lage koersen dienen er namelijk onnodig veel aandelen uitgegeven te worden. Bovendien denken we dat er sprake is van een onderwaardering, waardoor het voordelige hefboomeffect voor de MBH groep verdwijnt.

Verder is een belangrijk detail dat bij de gedane overnames in 2019 meestal een lock-upperiode van 365 dagen (een periode waarin aandelen niet verkocht mogen worden) werd afgesproken. Deze lock-up periodes liepen allen in 2020 af. Buiten kijf staat dat ondernemers lang niet altijd goede beleggers hoeven te zijn en we vermoeden dan ook dat deze een flink percentage van de verworven aandelen hebben gedumpt op de beurs.

Doordat het overnamebeleid dit jaar anders is vormgegeven, voorzien we een forse afname van verkoopdruk in 2021. Wanneer we technische analyse toepassen, lijkt de grafiek tevens vormen van uitbodeming te laten zien. We verwachten qua koers volgend jaar dan ook fors hogere regionen te kunnen zien.

De cijfers

Hoewel de koers van het aandeel achterbleef heeft MBH Corporation vanuit managementsperspectief een flitsende start meegemaakt. In 2019 werd er 50 miljoen omzet gerapporteerd en een winst van 3,6 miljoen.

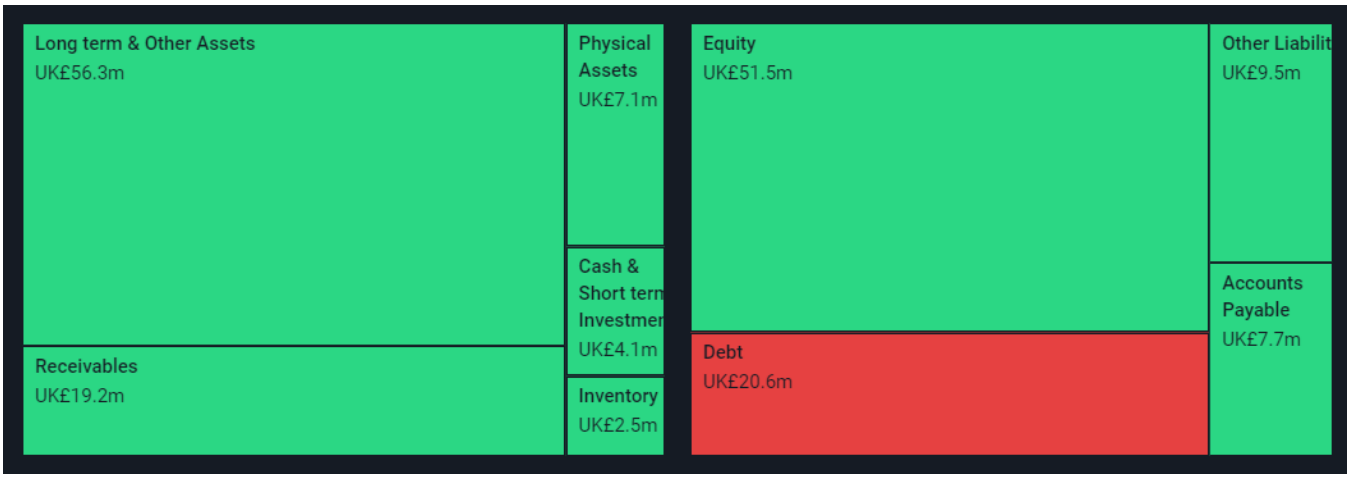
Voor dit jaar staat de teller qua overnames op 11 bedrijven. Wanneer we het rekensommetje maken is er in 2020 sprake van een pro-forma omzet van meer dan 100 miljoen. Alle overgenomen bedrijven dragen direct bij aan de winst per aandeel. De totale winst zal waarschijnlijk met enkele miljoenen groeien. We verwachten dat deze winstgevende groei de komende jaren kan worden voortgezet, waarbij we een driecijferige omzetgroei voorzien tot en met 2022.

Kerncijfers (2019)

Marktkapitalisatie:	21,1 mln
Omzet:	50,8 mln
Winst:	3,6 mln
Kaspositie:	15,5 mln
Totale schuld:	7,5 mln
Aandelenkoers:	0,378
Boekwaarde per aandeel:	0,99
Current ratio:	1,94

Balans

MBH Corporation kenmerkt zich met een solide balans met een relatief lage schuld. Deze schuld zal in 2020 fors verhoogd worden door het eerder benoemde obligatieprogramma. Doordat de bedrijven in de portefeuille van MBH Corporation een laag risicoprofiel kennen en allen een positieve kasstroom genereren, voorzien we geen enkele problemen in de aflossing en rentebetalingen.



PENNYWATCH.NL

Waardering

De boekwaarde van het aandeel betreft 0,99. De koers betreft 0,369. We betalen tegen de huidige koers dus 0,38x de boekwaarde. Dit is zeer goedkoop te noemen. Wanneer we deze waarderingsratio als uitgangspunt nemen is er sprake van een onderwaardering van meer dan 60%.

Hoewel de informatievoorziening beperkt is, schatten we in dat er over 2020 ongeveer 8 cent per aandeel verdiend zal worden. Dit komt neer op een koers-winstverhouding van ~4,7 wat tevens zeer goedkoop is te noemen. Wanneer we deze vergelijken met vergelijkbare investeringsbedrijven denken we dat 8 keer de winst een gezonde waardering is. Wanneer we de waarderingsratio als uitgangspunt nemen is er sprake van een onderwaardering van 41%.

Conclusie

MBH Corporation heeft een unieke overnamestrategie. Het slaagt dankzij de interessante propositie die het ondernemers kan bieden er structureel in bedrijven over te nemen beneden de werkelijke waarde. Doordat bedrijven niet geïntegreerd hoeven te worden, kan de winstgevende groei de komende jaren in een snel tempo voortgezet worden.

We verwachten dat er na een periode onafgebroken koersdalingen, hogere koersen in het verschiet liggen door het wegvallen van verkoopdruk. Op basis van verschillende waarderingsgrondslagen blijkt er sprake te zijn van een forse onderwaardering.

Aankoop

We vernamen dat de CEO niet onder stoelen of banken steekt dat hij geïnspireerd is door waardebelegger Warren Buffet en denken met MBH Corporation misschien wel het nieuwe Berkshire Hathaway in het klein binnengehaald te hebben en twijfelen niet om de aandelen aan te kopen.

We voegen de aandelen toe aan onze portefeuille en mikken op stijging van meer dan 100% richting 0,80. Uit toekomstige resultaten van MBH Corporation moet blijken of we onze koersdoelen opwaarts kunnen bijstellen.

Naam: MBH Corporation
Aantal: 3174
Koers: 0,369
Symbool: M8H
ISIN: GB00BF1GH114

Beoordeling:	**Zeer Koopwaardig**
Risico:	**Gemiddeld**
Volatiliteit:	**Zeer hoog**