

12. April 2021  
Research-Studie

THOMSON REUTERS  
**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Masterflex SE

Aussichtsreiche Basis für starke  
Gewinnzuwächse

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 6,54 € | Kursziel: 9,20 € (zuvor: 9,00 €)

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	9
Strategie.....	11
Zahlen .....	14
Equity-Story .....	18
DCF-Bewertung.....	20
Fazit .....	22
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	23
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	24
Impressum & Disclaimer.....	25

# Snapshot



## Kurzportrait

Als Spezialist für Hightech-Schläuche mit einem signifikanten Umsatzanteil in Branchen wie Automobil, Luftfahrt oder Maschinenbau musste Masterflex der Corona-Pandemie im letzten Jahr Tribut zollen und einen zehnpromtigen Umsatzrückgang hinnehmen. Dass der Einbruch nicht noch deutlicher ausgefallen ist, ist nicht zuletzt der guten Positionierung als Zulieferer der Medizintechnikbranche zu verdanken, mit der 2020 fast ein Fünftel des Konzernumsatzes erzielt wurde. Auch das Ergebnis hat sich angesichts des hohen Fixkostenanteils und des starken Umsatzrückgangs bemerkenswert stabil gezeigt. Das EBIT ist zwar um fast die Hälfte zurückgegangen, doch blieb es ganz klar im positiven Bereich. Ermöglicht wurde dies unter anderem durch das umfangreiche Kostensenkungsprogramm, das Masterflex bereits 2019 beschlossen und umgesetzt hatte. Nachdem diese Maßnahmen (die 2020 erweitert wurden) im letzten Jahr zur Ergebnisstabilisierung beigetragen haben, dürften sie nun, bei erwartungsgemäß wieder steigenden Umsätzen, tatsächlich ein spürbar überproportionales Gewinnwachstum ermöglichen. Dementsprechend hat Masterflex das Ziel bestätigt, schon nächstes Jahr eine zweistellige EBIT-Marge erzielen zu wollen.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Gelsenkirchen
<b>Branche:</b>	Hightech-Schläuche
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 600
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>Ticker:</b>	MZX:GR
<b>ISIN:</b>	DE0005492938
<b>Kurs:</b>	6,54 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	9,75 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	63,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	82,4 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	41,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	7,30 / 3,80 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	29,8 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	77,2	80,0	71,9	75,5	81,5	87,6
EBIT (Mio. Euro)	6,3	4,5	2,3	4,7	7,4	8,8
Jahresüberschuss	3,4	2,5	0,8	2,8	4,7	5,6
EpS	0,35	0,26	0,08	0,29	0,48	0,57
Dividende je Aktie	0,07	0,07	0,08	0,09	0,12	0,14
Umsatzwachstum	3,4%	3,5%	-10,1%	5,0%	8,0%	7,5%
Gewinnwachstum	-21,8%	-25,0%	-68,7%	253,5%	67,2%	19,4%
KUV	0,83	0,80	0,89	0,85	0,78	0,73
KGV	18,9	25,2	80,4	22,8	13,6	11,4
KCF	13,6	9,6	5,5	9,0	7,2	6,6
EV / EBIT	13,2	18,1	35,3	17,5	11,2	9,4
Dividendenrendite	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%	1,8%	2,2%

# Executive Summary

---

- **Etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell:** Als Weltmarktführer für High-Tech-Schlauchverbindungen verfügt Masterflex über mehrere Jahrzehnte Erfahrung sowie über eine starke Marktstellung mit einer breiten und stabilen Kundenbasis.
- **Innovationsführerschaft als zentrales Strategieelement:** Masterflex positioniert sich bewusst als Innovationsführer und grenzt sich mit der Fokussierung auf beratungsintensive Anwendungen vom Massenmarkt ab. Das Unternehmen setzt auf innovative Lösungen, die passgenau für den jeweiligen Kundenbedarf entwickelt werden und profitiert hiervon auch durch eine ausgeprägte Kundentreue. Dazu gehören unter der Marke AMPIUS auch smarte Schläuche, die mit Sensoren ausgestattet werden, um selbstständig und kontinuierlich Daten zu erfassen und mit ihrer Umwelt auszutauschen.
- **Breite Aufstellung:** Sowohl hinsichtlich der adressierten Branchen als auch bezüglich der Material- und Technologiekompetenz sowie der geographischen Präsenz verfügt Masterflex über eine sehr breite Aufstellung, die in der Branche ihresgleichen sucht. Unter anderem ist die Gesellschaft seit vielen Jahren mit eigenen Standorten auch in China und den USA vertreten.
- **Überzeugender Track-record:** In der Vergangenheit konnte Masterflex die gute Positionierung in ein hohes und stetiges Umsatzwachstum sowie in auskömmliche Margen umsetzen. Bis zum Ausbruch der Pandemie ist das Unternehmen zehn Jahre in Folge profitabel gewachsen. Selbst 2020 konnte trotz eines Corona-bedingten Umsatzrückgangs um 10 Prozent ein klar positives Ergebnis ausgewiesen werden.
- **Kostenbasis erheblich reduziert:** Ermöglicht wurde dies durch ein umfangreiches Kostensenkungs- und Effizienzerhöhungsprogramm, das Masterflex bereits 2019 beschlossen und umgesetzt und im letzten Jahr in Reaktion auf den Ausbruch der Krise noch einmal intensiviert hat.
- **Ehrgeizige Ziele:** Ziel des Programms war seinerzeit, ab 2022 dauerhaft eine zweistellige EBIT-Marge auszuweisen, woran Masterflex trotz der Pandemie weiter festhält. Gleichzeitig soll der Umsatz von 72 Mio. Euro im letzten Jahr bis 2024 organisch auf 100 Mio. Euro gesteigert werden. Unter Einrechnung von Akquisitionen will Masterflex bis 2030 sogar in die Größenordnung von 200 Mio. Euro Umsatz vorstoßen.
- **Stellung im Medizintechnik-Markt ausgebaut:** Besondere Erwartungen im Hinblick auf die nächsten Jahre verknüpft Masterflex mit der Medizintechnikbranche als Absatzmarkt. Dieses Geschäft hat sich in den letzten Jahren stets überproportional zum restlichen Konzern entwickelt, ist auch 2020 entgegen dem allgemeinen Trend weitergewachsen und trägt inzwischen fast ein Fünftel zum Konzernumsatz bei. Überdurchschnittlich zulegen will Masterflex aber auch in China und den USA, wo nicht nur das Marktwachstum höher ist, sondern wo auch noch große Potenziale für Marktanteilsgewinne bestehen.
- **Hohes Kurspotenzial:** Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingt und dass Masterflex zwar etwas später als geplant, aber ab 2023 dauerhaft wieder eine zweistellige EBIT-Marge erwirtschaften wird. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert bei 9,20 Euro und bestätigen das Urteil „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Starke Position als Technologieführer mit jahrzehntelanger Material-, Prozess- und Anwendungskompetenz.
- Diversifizierte Kundenstruktur mit einem im Trend steigenden Anteil konjunkturstabiler Branchen wie etwa Medizintechnik.
- Überzeugender Track-record mit langjährigem Wachstum und solider Profitabilität. Auch im Corona-Jahr blieb das Ergebnis trotz eines deutlichen Umsatzrückgangs positiv.
- 2020 wurde trotz Corona die Eigenkapitalquote weiter auf 54 Prozent erhöht und die Nettoverschuldung deutlich reduziert.
- Krisenerfahrener Vorstand, der seit vielen Jahren im Amt ist.

## Chancen

- Die vergleichsweise robuste Entwicklung in China und den USA in 2020 könnte ein Beleg für eine funktionierende Aufstellung sein und eine Phase hohen Wachstums in diesen Märkten einläuten.
- Das hohe Wachstum in der Medizintechnik könnte sich fortsetzen, während in der Luftfahrt die Chance auf eine Aufholbewegung besteht.
- Steigende Anforderungen an Produktionsprozesse erhöhen trendmäßig den Bedarf an hochqualitativen und flexiblen Verbindungssystemen.
- Nach den massiven Kostensenkungen könnte die Rückkehr auf den Wachstumspfad mit überproportionalen Ergebniszuwächsen einhergehen.
- Mit der Digitalisierungsoffensive kann Masterflex das Geschäftsmodell perspektivisch um hochskalierbare datenbasierte Dienstleistungen erweitern.
- In dem zersplitterten Markt will Masterflex weiter auch über Akquisitionen wachsen.

## Schwächen

- Die Internationalisierungsbemühungen haben die Erwartungen noch nicht vollumfänglich erfüllt.
- Trotz des langjährigen Wachstums ist es in den letzten Jahren nicht gelungen, signifikante Skaleneffekte zu generieren und die Margen dauerhaft zu erhöhen. Vielmehr war die Ergebnisentwicklung schon vor Corona im Trend rückläufig. Die bisherigen EBIT-Rekorde stammen aus den Jahren 2011 und 2012.
- Ein Teil der Probleme rührt aus einer unzureichenden Nutzung der Synergiepotenziale und aus einer hohen Komplexität.
- Der hohe Umsatzanteil mit Kunden aus dem Maschinen- und Automobilbau wirkt sich wegen der schwachen Branchenkonjunktur belastend aus.

## Risiken

- Die Dauer der Corona-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Folgen könnten die aktuellen Erwartungen übertreffen, auch sind größere Infektionsausbrüche in der Belegschaft noch immer möglich.
- Die Dynamik in den USA und in China könnte trotz der Verbesserung in den letzten zwei Jahren unter den Erwartungen bleiben.
- Die Expansion nach China wirft die Problematik des Know-how-Schutzes auf. Auch sonst könnte die weltweite Präsenz die Managementkapazitäten des Mittelständlers überfordern, zumal Handelschranken für neue Herausforderungen sorgen.
- Die mittelfristigen Margenziele könnten sich als zu ehrgeizig herausstellen, zumal die Entwicklung an den Rohstoffmärkten für einen erhöhten Kostendruck sorgen könnte.
- Die M&A-Aktivitäten bergen zusätzliche Preis- und Integrationsrisiken.

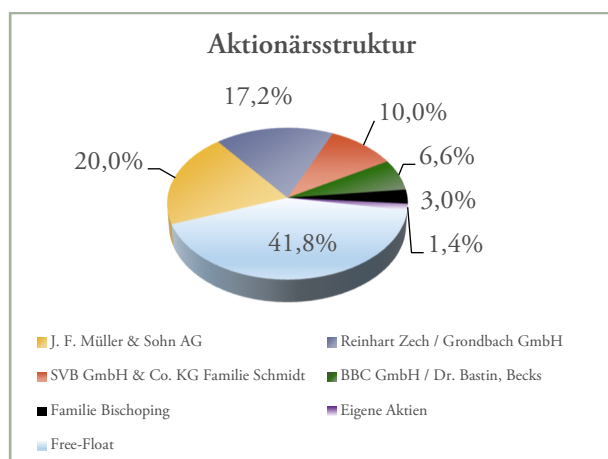
# Profil

## Weltmarktführer im Kerngeschäft

Die Masterflex SE mit Sitz in Gelsenkirchen wurde 1987 gegründet und im Jahr 2000 an der Börse eingeführt. Inhaltlich konzentriert sich Masterflex auf die Entwicklung, Produktion und Vermarktung von Hochleistungsschläuchen und Schlauchverbindingssystemen auf Basis von Hightech-Kunststoffen und ist auf diesem Gebiet anerkannter Weltmarktführer. Mit der seit Jahrzehnten aggregierten Material-, Prozess- und Anwendungskompetenz sind die Gelsenkirchener besonders dort stark, wo beratungsintensive, kundenindividuelle Lösungen gefragt sind.

## Große Kontinuität im Vorstand

Das Unternehmen wird von einem zweiköpfigen Vorstand geführt, der bereits seit 2008/2009 im Amt ist. Den Vorstandsvorsitz hat Dr. Andreas Bastin inne, der seit Ende 2006 für Masterflex tätig ist und die Ressorts Strategie, Märkte, Marketing, Technologie & Innovation, Betrieb und Digitalisierung verantwortet. Als CFO fungiert seit Mitte 2009 Herr Mark Becks, dem die Aufgaben Finanzen, Einkauf, Qualitätsmanagement/Prozesse, Human Resources, IT, Compliance und Investor Relations obliegen.



Quelle: Unternehmen

## Mittelständische Aktionärsstruktur

Über die BBC GmbH sowie über einen direkten Anteilsbesitz sind beide Vorstände auch mit insgesamt 6,6 Prozent an Masterflex beteiligt. Darüber hinaus umfasst das Aktionariat mehrere Family-Offices, wobei das größte Einzelpaket mit 20,0 Prozent von der J.F. Müller & Sohn AG gehalten wird, gefolgt von der Reinhart Zech / Grondbach GmbH mit 17,2 Prozent. 1,4 Prozent der Aktien hält Masterflex selbst, der Streubesitz beläuft sich auf 41,8 Prozent.

## Positionierung im Highend-Bereich

Die Konzentration auf anspruchsvolle und beratungsintensive Anwendungen, für die situations- und kundenspezifisch Schlauch- und Verbindungslösungen konzipiert werden, stellt das zentrale Definitionsmerkmal des Masterflex-Geschäftsmodells dar. Die dabei zu beachtenden Herausforderungen sind unter anderem große Drücke oder hohe Temperaturen, der Transport von hochabrasiven Feststoffen oder von aggressiven Chemikalien und die Sicherstellung von Keim- und Mikrobenfreiheit für den Einsatz in der Lebensmittelherstellung oder in der Medizintechnik. Durch die Ausrichtung des Innovationsprozesses an konkreten Kundenprojekten und -anforderungen sind der Produkt- und der Verfahrensfortschritt zwar relativ kleinteilig und vergleichsweise unspektakulär, die Strategie ermöglicht den Gelsenkirchenern aber dennoch eine wirksame Abgrenzung vom preisgetriebenen Wettbewerb im Massenmarkt und sorgt für eine höhere Kundenbindung. Die Positionierung als Innovationsführer forciert Masterflex seit 2017 mit einer Digitalisierungsstrategie, in deren Rahmen Schläuche mit Sensorik und Datenaustauschlösungen ausgestattet werden, um ihre Integration in Industrie-4.0-Strukturen zu ermöglichen. Seitdem bietet Masterflex als weltweit erster Schlauchhersteller ein komplettes System aus Schlauch, Sensorik, Engineering und Datenverarbeitung, das unter dem Namen AMPIUS vermarktet wird. Die Lösung, die bisher in Pilotprojekten bei Masterflex selbst und seit 2019 bei ersten Kunden eingesetzt wird, ermöglicht es, Infor-



mationen über Druck, Temperatur, Abrieb, Verschleiß etc. in Echtzeit auszulesen und an vor- oder nachgeordnete Prozessstufen weiterzuleiten. Durch den Einsatz in eigenen Werken will es Masterflex zudem seinen Kunden ermöglichen, sich in Echtzeit per App über die Produktverfügbarkeit informieren zu können.

## Großes Sortiment

Entsprechend der großen Vielfalt an Einsatzmöglichkeiten, die von Saugschläuchen für Straßenkehrmaschinen, über Ventilationsschläuche in Flugzeugen bis zu medizintechnischem Zubehör reicht und mit vielfältigen Anforderungen an die Schläuche einhergeht, ist das Produktsortiment sehr breit angelegt. Masterflex bietet Schläuche für den Transport von Gasen, Flüssigkeiten und Feststoffen in unterschiedlichster Dimensionierung – von Schläuchen mit dem Durchmesser von wenigen Millimetern für den Einsatz in der Kardiologie bis zu 200 cm breiten Schläuchen für den großindustriellen Transport von Schüttgut. Ebenso breitgefächert ist die Spanne der abgedeckten Stoffe und Produktionsverfahren. Die Keimzelle des Unternehmens mit einem immer noch beträchtlichen Umsatzanteil stellen Extrusionsschläuche aus Polyurethan (PUR) dar, darüber hinaus zählen Clip-Schläuche aus unterschiedlichen Geweben (z.B. Teflon oder Neopren), druckresistente Glattschläuche, sehr flexible Folienschläuche sowie Schrumpfschläuche für Isolationszwecke zum Angebot.

## Breiter Branchenmix

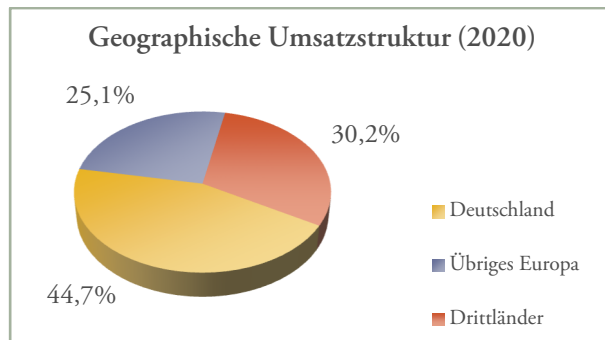
In Konsequenz der vielfältigen Einsatzmöglichkeiten für die Masterflex-Schläuche weist die Kundenstruktur des Unternehmens eine breite Streuung auf. Dies gilt sowohl hinsichtlich der relativen Bedeutung einzelner Kunden als auch bezüglich der Branchenstruktur der Kundenkartei. So machen die zehn größten Kunden weniger als 20 Prozent des Umsatzes aus. Traditionell stellen der Maschinenbau, die Luftfahrt und auch der Automobilbau wichtige Absatzbranchen dar, doch in den letzten Jahren ist auch die Bedeutung des Bereiches Life Sciences (Labortechnik, Pharmazie, Medizin) sowie Lebensmitteltechnik deutlich gestiegen. Eine Beschleunigung hat die Gewichtsverschiebung im letzten Jahr durch die Marktverwerfungen

infolge der Corona-Pandemie erfahren. So hat das Geschäft mit klassischen Industriekunden um 15,7 Prozent und mit der Luftfahrtindustrie sogar um fast ein Drittel nachgegeben, während der Life-Science-Bereich in Teilen kräftig zulegen konnte. Vor allem das Geschäft mit Kunden aus der Medizintechnik, die unter anderem verstärkt Schläuche für Beatmungsgeräte geordert haben, hat sich 2020 robust entwickelt. Der Umsatzanteil der Medizintechnik, der sich zwischen 2008 und 2019 bereits mehr als verdoppelt hatte (auf 16,6 Prozent), legte letztes Jahr um drei Prozentpunkte auf 19,6 Prozent zu.

## Klare Arbeitsteilung im Konzern

Die breite Aufstellung verdankt Masterflex einerseits der eigenen Innovationsstärke, andererseits ist sie auch eine Folge von getätigten Zukäufen, mit denen in der Vergangenheit die technologische Basis und die Marktpräsenz schrittweise ausgebaut wurden. Aktuell umfasst der Konzern inklusive der Konzernmutter 14 operativ aktive Gesellschaften, die knapp 600 Mitarbeiter an weltweit 13 Standorten beschäftigen. Von den Konzerngesellschaften fungieren sechs als Markengesellschaften, die über eigene technologische Stärken, Produktionskapazitäten und über historisch gewachsene Marken verfügen, die unterhalb der einheitlichen Dachmarke Masterflex Group weiter gepflegt werden. Mit den einzelnen Marken decken die Tochtergesellschaften verschiedene Teilmärkte ab. So ist Masterduct für den amerikanischen Markt verantwortlich, während die beiden Töchter Novoplast Schlauchtechnik und Fleima-Plastic (Kunststoffgussteile) schwerpunktmäßig den wachstumsstarken Medizintechnikbereich adressieren. Eine besondere Stellung innerhalb des Konzerns hat auch die Tochter Matzen & Timm inne, die in einem stark projektgetriebenen Geschäft die Luftfahrtindustrie und die Bahntechnikhersteller mit sehr leichtgewichtigen und extrem schwer entflammbaren Schläuchen beliefert. Das jüngste Konzernmitglied ist die APT Advanced Polymer Tubing GmbH aus Neuss, die 2017 übernommen wurde. Das Unternehmen ist auf die Entwicklung und Herstellung von besonders schmalen – und hochpreisigen – Glatt- und Schrumpfschläuchen aus ganz- oder teilfluorierten Hochleistungskunststoffen spezialisiert, mit denen vor allem Kunden aus den

Bereichen Industrie (Roboter, Lebensmittel, Automotive) und Analyse- und Labortechnik bedient werden.



Quelle: Unternehmen

## Globale Präsenz

Als deutscher Mittelständler hat Masterflex seinen geographischen Schwerpunkt noch im Heimatmarkt und in Europa. 2020 wurden in Deutschland 44,7 Prozent der Umsätze erzielt, womit der Anteil seit mehreren Jahren stabil knapp unter 50 Prozent liegt. Rund ein Viertel der Umsätze werden im europäischen Ausland erwirtschaftet, während mit Kunden

von anderen Kontinenten letztes Jahr rund 30 Prozent Erlöst wurden. Der mit Abstand größte Teil davon (ca. 20 Prozent) stammt aus den USA, aber auch in China erwirtschaftet Masterflex inzwischen signifikante Umsätze im niedrigen siebenstelligen Bereich. Die Internationalisierung wird vielfach von eigenen Produktionsaktivitäten in den Zielländern begleitet, entsprechende Kapazitäten im Ausland unterhält Masterflex in Kunshan (China), Sao Paulo, Houston sowie im englischen Oldham. Darüber hinaus werden in Singapur, Bèlignoux (Frankreich) sowie im schwedischen Kungsbacka Vertriebsstandorte unterhalten. Auch in Tschechien, wo die Tochter Matzen & Timm bis Mitte 2020 einen Produktionsstandort hatte, fungiert die Niederlassung nun nur noch als ein Vertriebsstandort. Mit Ausnahme von Houston, das neben dem Stammsitz Gelsenkirchen, Neuss, Halberstadt und Norderstedt zu den Hauptproduktionsstandorten des Konzerns zählt, werden an den Auslandsstandorten allerdings nur begrenzte Sortimente hergestellt, so dass auch das klassische Exportgeschäft eine wichtige Rolle spielt.



# Marktumfeld

## Marktpotenzial in Milliardenhöhe

Der Markt für Schläuche in Amerika, Europa und Asien wird nach Angaben von Masterflex auf 21 Mrd. Euro geschätzt, wovon allerdings der Löwenanteil auf niedrigmargige Massenware für Anwendungen mit geringen Anforderungen, wie etwa Garten- oder Reifenschläuche, entfällt. Das für Masterflex relevante Segment der Spezialschläuche, in dem anspruchsvolle und hochpreisige Sonderanwendungen, Kleinserien und kundenspezifische Lösungen gehandelt werden, macht mit 2 Mrd. Euro weniger als 10 Prozent des gesamten Marktes aus. Für Deutschland taxiert das Management das Volumen grob auf 150 bis 200 Mio. Euro. Deutlich größer und wachstumsstärker sind vor allem Asien und die USA, die relevanten Erlöse des US-amerikanischen Marktes schätzt Masterflex auf mindestens das Doppelte des deutschen Marktes. Die Schläuche finden Anwendung in nahezu allen wichtigen Wirtschaftssektoren, weswegen die Konjunkturabhängigkeit weitgehend dem volkswirtschaftlichen Durchschnitt entsprechen dürfte.

## Unterschiedliche Wachstumstreiber

Entsprechend der vielfältigen Einsatzbereiche für Hochleistungsschläuche lassen sich auch zahlreiche Wachstumstreiber identifizieren. Dazu zählt in erster Linie das allgemeine Wirtschaftswachstum, das sich über den steigenden Bedarf der Zielbranchen in Form einer höheren Nachfrage nach Schlauchverbindungen in den Produkten und/oder Anlagen dieser Branchen niederschlägt. In den wachstumstarken Schwellenländern kommt dieser Effekt naturgemäß noch stärker zum Tragen, aus der Perspektive von Qualitätsanbietern wirken hier zusätzlich das zunehmende Qualitätsbewusstsein und die steigenden Anforderungen an die Qualität und Stabilität der eigenen Prozesse, die die Nachfrage nach hochwertigen Lösungen überproportional ansteigen lassen. Steigende Anforderungen spielen aber nicht nur in den aufholenden Schwellenländern eine wichtige Rolle, sondern überall dort, wo die Produktionsprozesse bei gleichbleibend hohen Sicherheits- und Verlässlichkeitsstandards schneller und



flexibler gestaltet werden. Schließlich sorgen auch die Schlauchanbieter selbst für weitere Wachstumsimpulse, indem sie mit ihren Innovationen Anwendungsbereiche für ihre Produkte erschließen, in denen bisher andere Lösungen, wie etwa starre Metallrohre, genutzt wurden.

## Zersplitterte Angebotsstruktur

Der Markt wird nach Angaben von Masterflex größtenteils von hunderten kleinen, regional orientierten Anbietern geprägt, die sich oftmals auf bestimmte Spezialanwendungen konzentrieren. Anbieter, die ähnlich breit aufgestellt sind wie Masterflex, gibt es hingegen nur wenige, wobei auch diese meistens über nur einen Teil der von Masterflex abgedeckten Technologien verfügen. Die Konkurrenzsituationen zu einzelnen Wettbewerbern betreffen deswegen in der Regel nur einzelne Schlaucharten und Anwendungsfelder (siehe Abbildung auf der nächsten Seite).

## Mehrere Konzerne als Konkurrenten

Zu den wichtigsten Wettbewerbern zählen unter anderem die NORRES Schlauchtechnik GmbH aus Gelsenkirchen, der japanisch-amerikanische Anbieter Kuriyama of America Inc. sowie das italienische Unternehmen Merlett Tecnoplastic, das die europäische Marktführerschaft auf dem Gebiet flexibler PVC-Schläuche für sich beansprucht und 2019 von Continental übernommen wurde. In einen großen Konzern eingebunden (und zwar in die Schauenburg Gruppe aus Mühlheim an der Ruhr) ist auch Schauenburg Hose Technology, die ihrerseits aus 13 Unternehmen in mehreren europäischen Ländern, Nordamerika und China besteht und unter anderem auch als Anbieter von Schläuchen für die Medizintechnik aktiv ist und sich auf diesem Gebiet zu den führenden Anbietern zählt. Weitere Konkurrenten in diesem Bereich sind Modenplast Medical aus Italien, Optinova aus Schweden, Medi-Line aus Belgien und der französische Mischkonzern Saint Gobain. Schon diese kurze

Materialien	Produkt	Marktteilnehmer
PU, PVC, Gewebe		Schauenburg, Norres, Merlett
VMQ (Silikon), CMS (Hypalon®)		Hutchinson, MST, Flexfab
PU, PVC, PA, PE		Modenplast, Medi-Line, Raumedic
PC ABS, PVC		Borla, Promepla, Diverse
PU, PVC, Metalle		Hi-tech Duravent, Flexaust, Kanaflex
FEP, PFA, PTFE		Optinova, Saint Gobain

Quelle: Unternehmen

Auswahl verdeutlicht, dass Masterflex, anders als in der Industrie, wo die Gelsenkirchener in Deutschland für sich die Marktführerschaft beanspruchen, im Medizintechnikbereich noch die Rolle des Herausforderers innehat und deswegen besonders mit Qualität und Lösungskompetenz punkten muss.

### Hohe Marktzutrittsschranken

Aufgrund der dafür benötigten umfassenden Expertise in mehreren Schlüsselbereichen ist das von Masterflex adressierte Marktsegment von vergleichsweise hohen Marktzutrittsschranken sowie von einer überdurchschnittlichen Kundentreue geprägt. Dies gilt umso mehr, je kritischer die betreffende Anwendung für den Kunden ist. Die jahrzehntelange Material-,

Entwicklungs-, Anwendungs- und Produktionskompetenz von Masterflex, verbunden mit dem guten Renommee, sorgen deswegen für eine stabile Marktposition.

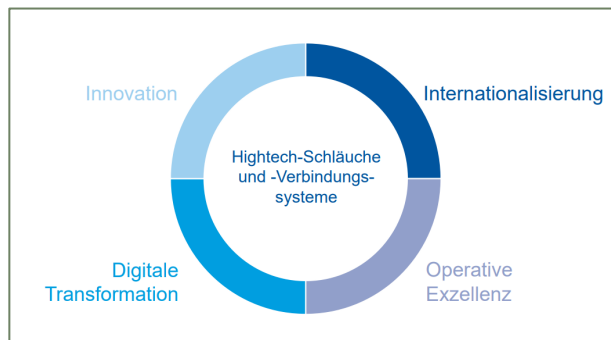
### Steigende Transparenz erhöht Preisdruck

Dies gilt allerdings nicht uneingeschränkt. Insbesondere für den Teil des Produktspektrums, dessen Innovationsgrad nicht mehr ganz so hoch ist, ist ein lebhafter Wettbewerb vorhanden. Mit der wachsenden Markttransparenz durch Online-Plattformen und -Ausschreibungen steigt nach Angaben des Managements auch die Wettbewerbsintensität, die sich in Teilen des Sortiments in einem spürbarer gewordenen Preisdruck bemerkbar macht.

# Strategie

## Auf vier Säulen zu 100 Mio. Euro

Die Wachstumsstrategie von Masterflex beruht auf den vier Säulen Innovation, Internationalisierung, digitale Transformation und operative Exzellenz. Mit diesen vier strategischen Stoßrichtungen, die ineinandergreifen, will das Unternehmen bis 2024 organisch auf 100 Mio. Euro Umsatz wachsen und schon ab dem nächsten Jahr dauerhaft zweistellige Margen erwirtschaften. Bis 2030 soll der Umsatz sogar auf 200 Mio. Euro gesteigert werden, wozu aber auch Akquisitionen beitragen sollen.



Quelle: Unternehmen

## Ausbau der Innovationsführerschaft

Um sich vom Wettbewerb zu distanzieren, hat Masterflex Faktoren wie eine hohe und zuverlässige Qualität seiner Produkte, einen hohen Innovationsgrad und eine ausgeprägte Beratungskompetenz als erfolgskritisch identifiziert. Das zentrale Element der Unternehmensstrategie ist die Konzentration auf beratungsintensive und kundenindividuelle Lösungen. Das betrifft insbesondere Anwendungsfälle mit sehr hohen Anforderungen an die Schlauchverbindungen, deren zuverlässiges Erfüllen über die Prozessstabilität oder über die Produktqualität der Kunden entscheiden kann. In Verbindung mit dem hohen Innovationsgrad der eigenen Produkte hat es diese Aufstellung Masterflex bislang ermöglicht, eine starke Kundenbindung aufzubauen, sich dem Preiswettbewerb teilweise zu entziehen und in Summe attraktive Margen zu erwirtschaften. Dieser Weg soll auch in Zukunft weiter beschritten werden, wobei Masterflex das Inno-

vationstempo weiter erhöhen will. Dazu wurde der Innovationsprozess seit 2018 neu strukturiert, teilweise unter eine einheitliche Leitung gestellt und mit zusätzlichen Kapazitäten gestärkt. Auch wurden die Entwicklungsressourcen vom Customizing auf die Entwicklung innovativer Produkte für bisher noch nicht adressierte Märkte umgeleitet. So wurden im letzten Jahr Lösungen für die Halbleiterindustrie entwickelt, mit denen auch diese dynamische Branche in Zukunft eine größere Bedeutung für Masterflex gewinnen könnte. Neben neuen Produkten soll aber auch die Materialkompetenz weiter ausgebaut werden. Auf dem aktuellen Niveau verfügt Masterflex im weltweiten Branchenvergleich nach eigenen Angaben zwar bereits über die mit Abstand breiteste Materialkompetenz, doch soll dieser Wettbewerbsvorteil weiter gestärkt werden. Für seine hohe Innovationskraft wurde Masterflex in der Vergangenheit mehrfach ausgezeichnet, unter anderem 2016, 2019 und 2021 als TOP Innovator im Rahmen des „Top 100“-Innovationswettbewerbs.

## Digitale Transformation

In dieselbe Richtung wirksam, aber mit einer größeren Tragweite, sind die Aktivitäten, die Masterflex seit 2017 als Strategiesäule digitale Transformation zusammenfasst. Der sichtbarste Teil dieser Aktivitäten ist die Entwicklung von Schläuchen, die mit Sensoren ausgestattet sind und die deswegen Daten über ihren Zustand bzw. über den Stand der über sie laufenden Prozesse sammeln und übermitteln können. Solche smarten Schlauchvarianten vermarktet Masterflex unter der Marke AMPIUS produktlinienübergreifend. Unter anderem wurde bereits ein System eingeführt, mit dem der gesamte Lebenszyklus der Schläuche nachverfolgt werden kann. Weitere Anwendungen sind die laufende Verschleißkontrolle mit einer automatisierten Initiierung des Austauschprozesses oder die Verbesserung der Informationen über die Produktverfügbarkeit in den eigenen Werken. Andere Aufgaben, wie etwa die lückenlose Überprüfung des

Aggregatzustands der transportierten Stoffe, sollen in Zusammenarbeit mit den Kunden erschlossen werden, wobei Masterflex perspektivisch an Erweiterungen des Geschäftsmodells in Richtung datenbasierter Leistungen denkt.

## Digitalisierung eigener Prozesse

Die Digitalisierung soll aber nicht nur die Produkte betreffen, sondern auch die internen Strukturen. So sind beispielsweise die Maschinen, die 2016 und 2017 im Rahmen der Standorterweiterung in Gelsenkirchen angeschafft worden sind, mit entsprechender Sensorik und Netzwerktechnik ausgestattet und ermöglichen ein lückenloses Monitoring des Produktionsprozesses. Inzwischen spricht Masterflex von einem KI-gestützten Assistenzsystem für seine Produktionsanlagen, weil diese nicht nur überwacht, sondern dank der Sensorik und der rasch wachsenden Datengrundlage auch laufend optimal gesteuert werden können. So ist es inzwischen möglich, die Schlauchextrusion, die sensibel auf sich ändernde Umweltbedingungen wie Temperatur, Luftdruck und -feuchtigkeit reagiert, automatisiert an diese anzupassen und damit das Erfahrungswissen personeneungebunden zu objektivieren und zukünftig auch für andere Anlagen und Standorte nutzbar zu machen. Diesen Weg will Masterflex nun konsequent fortsetzen und schrittweise alle zentralen Prozesse im Konzern digitalisieren und vernetzen, um damit die Transparenz zu verbessern, die Steuerungsmöglichkeiten zu erweitern und die Flexibilität zu erhöhen.

## Operative Exzellenz

Auch soll auf diese Weise mit Hilfe der Technologie den hohen Komplexitätskosten der kundenorientierten Fertigung margensichernd begegnet werden. Damit wirkt die Digitalisierung in die dritte strategische Säule von Masterflex hinein, die angestrebte operative Exzellenz. Unter dieser Überschrift fasst das Unternehmen alle Aktivitäten zusammen, mit denen die Effizienz und damit die Produktivität kontinuierlich verbessert werden sollen. Neben den genannten Aspekten gehören dazu unter anderem die 2018 vollzogene Einführung eines ERP-Systems am Hauptstandort Gelsenkirchen, die Stärkung der standortübergrei-

fenden Zusammenarbeit und die Nutzung der Synergien im Einkauf und im Vertrieb.

## Erfolgreiches Effizienzprogramm...

Ergänzend hat Masterflex im Sommer 2019 unter dem Namen „Back to Double Digit“ (B2DD) ein umfassendes Effizienzsteigerungsprogramm beschlossen und bis Anfang 2020 umgesetzt. Den größten Teil des Programms, dessen erreichten Ergebniseffekt Masterflex auf 2,5 Mio. Euro p.a. beziffert, machte die Reduktion der Mitarbeiterzahl in Gelsenkirchen sowie bei Matzen & Timm aus. Flankiert wurde dies durch Anpassungen an zahlreichen internen Prozessen sowie mit organisatorischen Maßnahmen, um damit die Arbeitsproduktivität zu erhöhen und das geplante wachsende Geschäftsvolumen mit einer geringeren Mannschaftsstärke reibungslos bewältigen zu können.

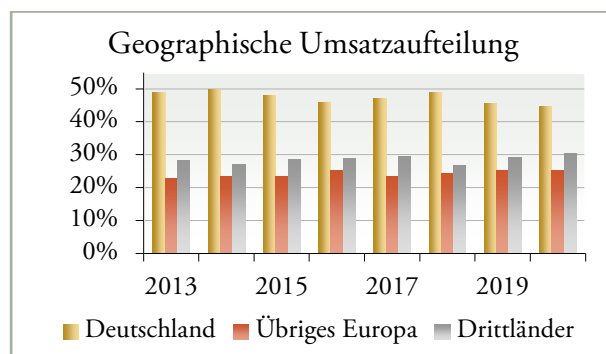
## ...soll verstetigt werden

Da Masterflex sich aber ab Oktober 2019 mit einer deutlich schwächeren Auftragsentwicklung aus der deutschen und europäischen Automotive- und Maschinenbaubranche konfrontiert sah, der im Frühjahr 2020 mit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie ein weiterer externer Schock folgte, wurden die Bemühungen um Kosteneinsparungen und Effizienzverbesserungen weiter intensiviert. Vor allem wurde der Personalbestand weiter reduziert, von 676 Ende 2019 auf 613 Ende 2020. Da einige Stellenstreichungen erst nach dem letzten Bilanzstichtag wirksam wurden, wird sich dieser Trend auch im laufenden Jahr fortsetzen, Ende des ersten Quartals soll die Mitarbeiterzahl bereits unter 600 gelegen haben. Mehr als die Hälfte des letztjährigen Stellenwegfalls resultierte aus der Schließung eines Produktionsstandorts in Tschechien, mit dem Masterflex auf den dramatischen Einbruch der Nachfrage aus der Luftfahrtbranche reagierte. Dieses Geschäft soll zukünftig nur noch vom Hauptstandort der dafür zuständigen Tochter Matzen & Timm in Norderstedt bei Hamburg betrieben werden. Ebenfalls geschlossen wurde die – kleine – Produktion in Frankreich, die nun durch Direktlieferungen aus Gelsenkirchen ersetzt wird. Aber auch an den deutschen Standorten wurde weiteres Personal eingespart. Um das Ziel einer dauerhaft zweistelligen EBIT-Marge abzusichern, will Masterflex zukünftig

ein verstärktes Augenmerk auf die Entwicklung der Mitarbeiterproduktivität richten und Effizienzverbesserungen als einen laufenden Prozess in sämtlichen Konzernteilen etablieren.

### Intensivierung der Internationalisierung

Die vierte Säule der Strategie ist schließlich die Internationalisierung, die Masterflex bereits seit Anfang der letzten Dekade verfolgt. Vor allem die Expansion in den USA und China gehört schon seit Langem zum Strategiemix von Masterflex, doch ohne, dass sich der Umsatzanteil des geographischen Segments „Drittländer“ in den letzten Jahren signifikant erhöht hätte. Letztes Jahr belief er sich auf 30,2 Prozent und lag damit nur leicht oberhalb des Durchschnitts der Jahre seit 2013 (28,5 Prozent). Nach wie vor erwirtschaftet Masterflex fast die Hälfte seiner Erlöse im Inland. Angesichts des deutlich größeren Markt- und Wachstumspotenzials von China und den USA zeigt sich Masterflex mit dieser Bilanz unzufrieden und hat seit Ende 2018 mehrere Maßnahmen ergriffen, um der Internationalisierung endlich dauerhaft eine höhere Dynamik zu verleihen. Unter anderem wurde eine schrittweise Erweiterung der in Übersee angebotenen Produktpalette an das deutsche Niveau eingeleitet. Darüber hinaus hat Masterflex die Bemühungen um die Erschließung weiterer europäischer Märkte wie Italien, Spanien und Portugal intensiviert, die aber im Erfolgsfall direkt aus Deutschland beliefert werden sollen.



Quelle: Unternehmen

### Reduktion der Konjunkturabhängigkeit

Eine weitere strategische Zielsetzung ist die angestrebte Reduktion der Konjunkturabhängigkeit des Geschäfts. Obwohl die Kundenstruktur eine breite Streuung hinsichtlich der Zielbranchen aufweist, wird sie derzeit noch von konjunktursensiblen Sektoren wie dem Maschinen- oder dem Automobilbau dominiert. Um die Schwankungsanfälligkeit der eigenen Geschäftsentwicklung zu reduzieren, bemüht sich Masterflex, das Wachstum in krisenstabilen Branchen besonders zu forcieren. Dazu gehören insbesondere die Medizintechnik, die Pharmazie und die Lebensmittelbranche, deren Orderverhalten vom allgemeinen Konjunkturverlauf weitgehend unabhängig ist.

### Weitere Zukäufe geplant

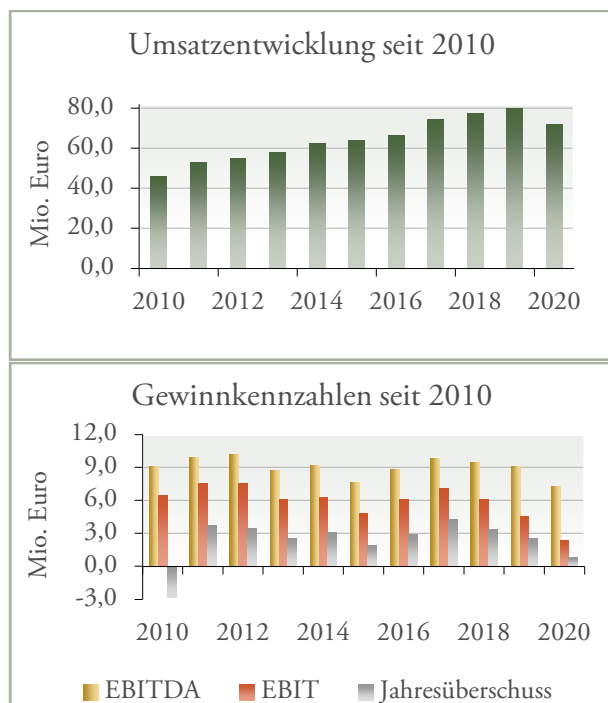
Weiterhin auf der Agenda stehen zudem Akquisitionen, mit denen sich Masterflex aktiv an der Marktkonsolidierung beteiligen will. Von den rund 200 Mio. Euro, die Masterflex für 2030 anpeilt, sollen entsprechend der aktuellen Strategie rund 60 bis 80 Mio. Euro aus Zukäufen stammen. Allerdings stellen die Gelsenkirchener hohe Anforderungen an die möglichen Targets. Der Fokus richtet sich vor allem auf profitable Unternehmen, die technologisch die Verarbeitung von Hightech-Kunststoffen und anderen synthetischen Polymeren beherrschen und geographisch in die Internationalisierungsstrategie von Masterflex passen, das heißt entweder in Asien oder in den USA aktiv sind. Kundenseitig sollte ein ideales Übernahmeziel die Branchen Medizintechnik, Nahrungsmittel oder Pharma abdecken, um die Bestrebungen zur Reduktion der Konjunktursensibilität des Masterflex-Geschäfts zu unterstützen.



# Zahlen

## Beständiges Wachstum – bis 2020

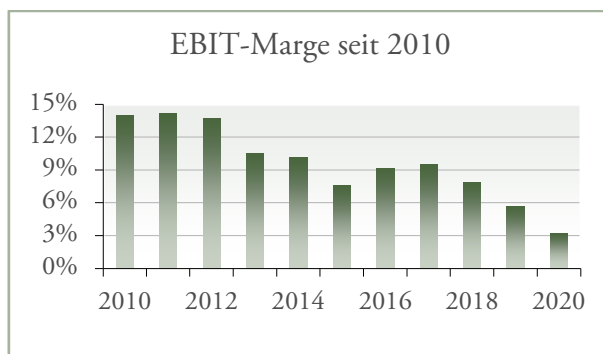
In seinem Kerngeschäft arbeitet Masterflex seit der Gründung durchgehend profitabel. Zwischenzeitlich wurde dies zwar durch eine missglückte Expansion in andere Geschäftsbereiche überdeckt, doch seit der 2010 eingeleiteten Refokussierung auf das Kerngeschäft haben die Gelsenkirchener ihre Umsätze kontinuierlich gesteigert und seit 2011 auch auf Konzernebene ausschließlich positive Ergebnisse erwirtschaftet. Zwischen 2010 und 2019 wurde der Umsatz um fast drei Viertel erhöht, die dabei erzielte Wachstumsrate schwankte dabei zwischen 15,1 Prozent im Jahr 2011 und 2,6 Prozent im Jahr 2015. Der Wachstumstrend wurde erst 2020 durch die Corona-Pandemie unterbrochen, die zu drastischen Nachfrageeinbrüchen in einigen wichtigen Zielbranchen führte und bei Masterflex einen Umsatzrückgang um 10,1 Prozent auf 71,9 Mio. Euro zur Folge hatte.



Quelle: Unternehmen

## Durchgehend profitabel

Trotzdem blieb das Ergebnis auch 2020 klar im Plus. Somit gilt weiterhin, dass Masterflex seit 2011 bei allen Ergebniskennzahlen durchgehend positive Werte ausweisen konnte, in der Spitze erreichte die EBITDA-Marge in diesem Zeitraum annähernd 20 Prozent. Auch die EBIT-Marge bewegte sich über viele Jahre im zweistelligen Bereich, mit einem Höchstwert von 14,1 Prozent im Jahr 2011. Allerdings wurde das selbstgesteckte Ziel einer EBIT-Marge von mindestens 10 Prozent seit 2015 verfehlt, selbst unter der Außerachtlassung des Corona-Jahres zeigt der langfristige Chart der EBIT-Marge einen Abwärtstrend. In absoluten Zahlen lag das EBITDA somit 2019 auf dem Niveau von 2010, das EBIT war sogar um ein Drittel niedriger als zu Beginn des Jahrzehnts. Um diesen Trend zu ändern, hat Masterflex 2019 ein umfangreiches Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogramm aufgelegt und erfolgreich umgesetzt, dessen positiven Margeneffekte aber 2020 durch die Pandemieeffekte überdeckt wurden. Die volle Wirkung des Programms auf die Profitabilität dürfte deswegen erst im Jahresverlauf 2021 und vor allem ab 2022 sichtbar werden.



Quelle: Unternehmen

## Deutlicher Umsatzrückgang durch Corona

Das letzte Jahr stand klar im Zeichen der Pandemie, die vor allem im zweiten Quartal für gestörte Lieferketten und Werksschließungen in wichtigen Kunden-



branchen gesorgt hat. Dementsprechend sank der Masterflex-Umsatz in den Monaten April bis Juni 2020 um mehr als 19 Prozent auf 16,9 Mio. Euro. Auch in der Folgezeit blieben die negativen Corona-Auswirkungen spürbar, nahmen aber an Intensität ab, so dass sich der Umsatzrückgang auf -10,6 Prozent im dritten und -8,0 Prozent im vierten Quartal ermäßigte. Im Gesamtjahr resultierte daraus ein Umsatzrückgang um 10,1 Prozent auf 71,9 Mio. Euro, womit Masterflex am oberen Rand des prognostizierten Zielkorridors von -10 bis -15 Prozent blieb.

### Breite Aufstellung stabilisiert

Dass der Umsatzrückgang moderater als befürchtet ausgefallen ist, ist auf den breiten Branchenmix zurückzuführen, der neben den stark betroffenen Bereichen wie etwa Luftfahrt, Automotive und Maschinenbau auch Sektoren enthält, die von der Pandemie kaum negativ betroffen waren (wie zum Beispiel die Lebensmittelindustrie) oder sogar deutlich profitiert haben. Zu den letzteren gehörte vor allem die Medizintechnik, die im letzten Jahr sogar zulegen konnte. Ein stabilisierender Faktor waren auch die Aktivitäten in Asien und in den USA. Am anderen Ende der Skala lag die Luftfahrtindustrie, die in früheren Konjunkturtiefs aufgrund der Langfristigkeit der Flugzeugbestellungen stabilisierend gewirkt hatte, im letzten Jahr aber einen drastischen Rückgang verzeichnete. Masterflex beziffert den Umsatzrückgang in diesem Bereich auf mehr als ein Drittel und geht davon aus, dass das Vorkrisenniveau für längere Zeit nicht wieder erreicht wird.

### EBIT besser als erwartet

Dass angesichts des zweistelligen Umsatzrückgangs auch das Ergebnis sinken würde, war zu erwarten und von Masterflex auch prognostiziert. Mit Ausnahme des saisonal ohnehin schwächeren vierten Quartals blieb das operative (um einmalige Restrukturierungskosten in Höhe von 0,8 Mio. Euro bereinigte) EBIT im gesamten Jahresverlauf positiv und auch in Summe der zwölf Monate mit 3,2 Mio. Euro klar im Plus. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet das zwar einen Rückgang um 37 Prozent, doch die eigene Prognose (1,0 bis 2,5 Mio. Euro) konnte Masterflex damit deutlich übertreffen. Auch das unbereinigte EBIT blieb mit

2,3 Mio. Euro (-49 Prozent) trotz der Pandemie im positiven Bereich.

Geschäftszahlen	GJ 2019	GJ 2020	Änderung
Umsatz	79,97	71,88	-10,1%
EBITDA	9,14	7,31	-20,0%
<i>EBITDA-Marge</i>	11,4%	10,2%	
EBIT	4,54	2,34	-48,6%
<i>EBIT-Marge</i>	5,7%	3,2%	
EBT	3,25	1,43	-56,2%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	4,1%	2,0%	
Nettoergebnis	2,53	0,79	-68,7%
<i>Netto-Marge</i>	3,2%	1,1%	
Free-Cashflow	3,42	9,23	

Quelle: Unternehmen

### Wichtigste Aufwandsquoten reduziert

Die angesichts der von Fixkosten geprägten Strukturen nicht selbstverständliche relative Ergebnisstabilität konnte Masterflex durch deutliche Einsparungen erreichen. So ist der Materialaufwand überproportional um 13 Prozent auf 22,6 Mio. Euro gesunken, was auf drei Effekte zurückzuführen ist: Erstens sorgte ein veränderter Umsatzmix für höhere Rohmargen, zweitens hat die Pandemie die Entwicklung der Rohstoffpreise gedämpft und drittens haben sich die Bemühungen um eine verbesserte Effizienz auch in einem sparsameren Materialeinsatz und in niedrigeren Ausschussquoten niedergeschlagen. Dass auch der Personalaufwand um knapp 11 Prozent und damit stärker als der Umsatz reduziert werden konnte (auf 29,2 Mio. Euro), ist vor allem auf den bereits 2019 eingeleiteten und 2020 noch einmal intensivierten Personalabbau zurückzuführen. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten reduziert werden, doch wurde ihr Rückgang durch die Restrukturierungskosten auf -4 Prozent (auf 13,2 Mio. Euro) gedämpft. Nach Unternehmensangaben hat allein die Schließung des Produktionsstandorts in Tschechien für einmalige Kosten in Höhe von 0,5 Mio. Euro gesorgt, die größtenteils als sonstiger betrieblicher Aufwand verbucht wurden.

## Steueraufwand belastet

Nach Zinsen und Steuern summierte sich der Ergebnismrückgang auf mehr als zwei Drittel, doch mit 0,8 Mio. Euro blieb Masterflex trotzdem noch in den schwarzen Zahlen. Eine zusätzliche Ergebnisbelastung hat sich durch den nur unterproportionalen Rückgang der Ertragsteuern ergeben. Durch die ungleichmäßige Verteilung des Konzernergebnisses auf die einzelnen Tochtergesellschaften hat sich die rechnerische Steuerquote auf Konzernebene von 24 Prozent im Vorjahr auf fast 44 Prozent erhöht. Demgegenüber ist die Belastung aus dem negativen Finanzergebnis gegenüber 2019 um fast ein Drittel auf 0,9 Mio. Euro gesunken, worin sich die positiven Effekte des im Vorjahr verlängerten und neu konditionierten Konsortialkreditvertrages bemerkbar machen.

## Operativer Cashflow auf Rekordhöhe

Anders als das Ergebnis, konnte der operative Cashflow im letzten Jahr deutlich verbessert werden und lag mit 11,5 Mio. Euro um 75 Prozent über dem Vorjahresniveau. Ermöglicht wurde dies vor allem durch einen Vorratsabbau, der mit 3,1 Mio. Euro positiv zum Cashflow beitrug. 2019 hatte diese Position noch für einen Cash-Abfluss von knapp 2,0 Mio. Euro gesorgt. Aber auch der Forderungsbestand wurde 2020 reduziert, was für einen positiven Cash-Effekt in Höhe von 2,1 Mio. Euro sorgte.

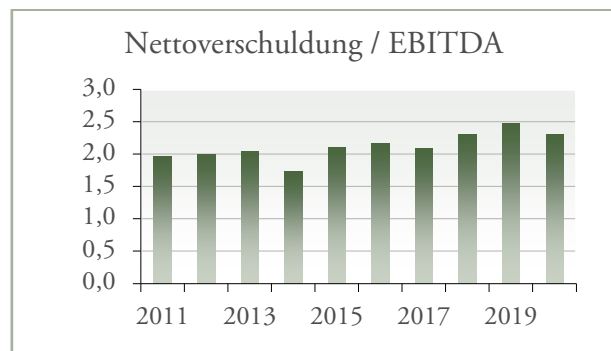
## Free-Cashflow steigt um 170 Prozent

Da gleichzeitig die Auszahlungen für Investitionen um ein Viertel auf 2,3 Mio. Euro abgenommen haben, hat sich der Free-Cashflow noch stärker verbessert. Mit 9,2 Mio. Euro wurde nicht nur der Vorjahreswert um 170 Prozent erhöht, sondern auch der mit Abstand höchste Cash-Überschuss der Unternehmensgeschichte erwirtschaftet.

## Hohe Tilgungen

Diesen hohen Mittelzufluss nutzte Masterflex für eine Nettotilgung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 4,7 Mio. Euro. Zusammen mit den Auszahlungen für Dividenden und Zinsen summierte sich der Finanzierungs-Cashflow auf -6,2 Mio. Euro. Insgesamt konnte Masterflex die bilanzielle Liquidität im letzten

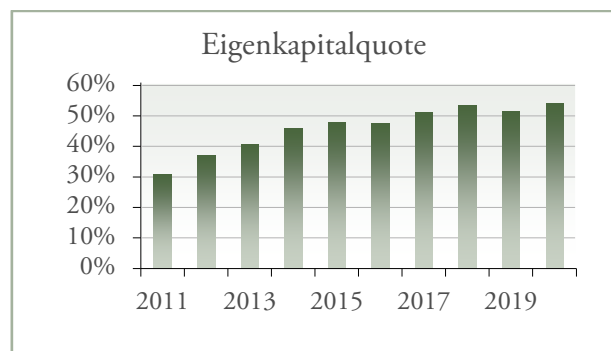
Jahr um 2,3 Mio. Euro auf 9,2 Mio. Euro erhöhen. Die Nettofinanzverschuldung hat sich dadurch und durch die Tilgung von 23,9 Mio. Euro auf 18,2 Mio. Euro reduziert. Trotz des Ergebnismrückgangs konnte damit auch die relative Verschuldung abgesenkt werden: in Relation zum operativen EBITDA betrug sie zum Jahresende 2,3, nach 2,5 im Vorjahr.



Quelle: Unternehmen

## Eigenkapitalquote weiter erhöht

Sehr solide stellt sich weiterhin die Eigenkapitalquote dar, die wegen des sechsprozentigen Rückgangs der Bilanzsumme (vor allem im Umlaufvermögen) um 2,6 Prozentpunkte auf 54,1 Prozent zugenommen hat.



Quelle: Unternehmen

## Rückkehr zum Wachstum ab Q2

Im Hinblick auf das laufende Jahr strebt Masterflex die Rückkehr auf den Wachstumspfad an und will die Erlöse um 2 bis 5 Prozent erhöhen. Dabei dürfte die ab dem zweiten Quartal deutlich niedrigere Vergleichsbasis aus 2020 stützend wirken. Dementsprechend rechnet das Management damit, dass sich die Erlöse im ersten Quartal, das ja noch durchgehend

von hohen Infektionszahlen und entsprechenden Gegenmaßnahmen geprägt war, gegenüber 2020 rückläufig entwickelt haben, will aber ab dem laufenden Quartal wieder zulegen und die Dynamik im weiteren Jahresverlauf schrittweise erhöhen. Auch das Ergebnis soll davon profitieren und überproportional verbessert

werden. Eine konkrete Zielgröße für das EBIT wurde nicht genannt, doch für 2022 hat Masterflex die Zielsetzung bestätigt, die EBIT-Marge wieder in den zweistelligen Bereich zu bringen. Auch das mittel- und langfristige Umsatzziel (100 Mio. Euro bis 2024 und 200 Mio. Euro bis 2030) wurden bestätigt.

# Equity-Story

## Etablierte Marktstellung

Dank der jahrzehntelangen Erfahrung als Spezialist für Hochleistungsschläuche verfügt Masterflex über eine große Expertise, ein gutes Renommee und eine breite Kundenbasis, die dem Unternehmen eine starke Marktposition sichern. In dem adressierten Marktsegment sind die Gelsenkirchener klar Weltmarktführer.

## Stabilität und Kontinuität

Im Kerngeschäft weist das Unternehmen eine beachtliche Kontinuität auf, sowohl die Expansion als auch die technologische Weiterentwicklung werden in kleinen Schritten vollzogen, die die Kapazitäten des Mittelständlers nicht überfordern. Diese Bodenständigkeit zahlt sich in einer hohen Stabilität der Erträge aus. Auch wenn das selbstgesteckte Ziel einer EBIT-Marge von mehr als 10 Prozent in den letzten Jahren verfehlt wurde, ist Masterflex in dem Kerngeschäft seit der Gründung klar profitabel. Auch personell weist das Unternehmen eine starke Kontinuität und Berechenbarkeit auf, der aktuelle Vorstand ist schon seit 2009 im Amt.

## Überzeugender Track-record

Die damalige Berufung erfolgte in einer tiefen Krise infolge einer fehlgeschlagenen Expansion in neue Geschäftsfelder. Seit der erfolgreichen Überwindung dieser Krise, die dem Vorstandschef Bastin den Titel „Turnarounder des Jahres 2011“ (verliehen durch BDO) einbrachte, begann eine 10-jährige Wachstumsphase, die erst durch die letztjährige Pandemie unterbrochen wurde. Trotzdem blieb Masterflex auch 2020 profitabel, die durchschnittliche EBIT-Marge unter der Ägide des aktuellen Vorstands beträgt trotz der letzten zwei schwächeren Jahre noch immer 9,6 Prozent.

## Solide Bilanzstruktur

Die langjährige Profitabilität kommt auch in einer seit Jahren stetig verbesserten Eigenkapitalquote zum

Ausdruck. Lag sie noch 2009 bei 1,4 Prozent, wird seit 2017 ein Wert oberhalb der 50-Prozent-Marke ausgewiesen. Auch 2020 hat sie sich weiter erhöht, auf 54,1 Prozent. Die Liquidität ist ebenfalls komfortabel und mit langfristigen Kreditlinien abgesichert. 2020 konnte trotz der widrigen Rahmenbedingungen auch die Nettoverschuldung deutlich reduziert werden, mit dem 2,3-Fachen des – pandemiebedingt – gesunkenen EBITDA (Vorjahr: 2,5) liegt sie im unkritischen Bereich.

## Innovationsstark

Durch die Konzentration auf kundenspezifische Lösungen generiert Masterflex kontinuierlich neue Expertise über entstehende und sich wandelnde Anforderungen an die Schlauchsysteme und kann diese in ständige Produktverbesserungen einfließen lassen. Darüber hinaus findet dadurch ein großer Teil der Entwicklungen in kundenspezifischen Projekten und somit auf Rechnung des Kunden statt, was nicht nur die Vorfinanzierungserfordernisse der Entwicklungsarbeit, sondern auch das Rückschlagrisiko des Innovationsprozesses reduziert. In Summe kann Masterflex damit ein hohes Innovationstempo beibehalten und verfügt nach eigener Aussage über die breiteste Materialkompetenz im Weltmarkt für Hochleistungsschläuche. Bestätigt wird die Innovationsstärke auch durch wiederholte Auszeichnungen, mit denen das Unternehmen als einer der innovativsten Mittelständler in Deutschland gekürt wurde.

## Digitalisierungsstrategie in Umsetzung

Als ein zentrales Element der Innovationsoffensive entwickelt Masterflex intelligente Schläuche, die in der Lage sind, selbstständig Daten (zum Beispiel über den Verschleißzustand) zu sammeln und mit ihrer Umgebung auszutauschen. Diese Entwicklung ist nur ein Element einer umfassenden Digitalisierungsstrategie, mit der Masterflex sowohl die eigenen Produkte als auch die internen Prozesse digitalisiert und ver-

netzt, um damit sowohl die Positionierung als Innovationsführer zu unterstreichen als auch, um die eigene Profitabilität zu erhalten und zu verbessern.

### Präsenz in Wachstumsmärkten

Auch wenn die Internationalisierungsstrategie in den letzten Jahren noch nicht die erhoffte Dynamik gezeigt hat, bietet die bestehende Präsenz in – verglichen mit Deutschland – deutlich größeren und vor allem wachstumsstärkeren Märkten ein großes Potenzial für die Zukunft. Im letzten Jahr hat Masterflex von dieser Diversifikation bereits profitiert, weil sich sowohl das Geschäft in China als auch die Nordamerika-Aktivitäten resistenter gegen die Corona-Krise gezeigt haben.

### Wachsender Anteil der Medizintechnik

Diversifikation ist auch bezogen auf die Branchenstruktur der Kundenkartei eine Stärke von Masterflex. Nach eigenen Angaben verfügt das Unternehmen über eine breitere Branchendiversifizierung als die Konkurrenten, auch bestehen keine Abhängigkeiten von einzelnen Großkunden. Im letzten Jahr hat sich besonders ausgezahlt, dass ein signifikanter und seit Jahren wachsender Anteil der Erlöse mit Kunden aus relativ konjunkturunsensiblen Branchen wie Medizin- und Labortechnik, Pharmazie oder Lebensmittel erzielt wird. Allein der Anteil der Medizintechnik an den Konzern Erlösen hat sich 2020 um drei Prozentpunkte auf knapp 20 Prozent erhöht.

### Margenziel bestätigt

Nach der Umsetzung des Effizienzsteigerungsprogramms „Back to Double Digit“ (B2DD) und der im letzten Jahr in Reaktion auf die Pandemie beschlossenen Maßnahmen verfügt Masterflex heute über deutlich schlankere Strukturen als noch vor zwei Jahren. Da die diesjährige Entwicklung zumindest im ersten Halbjahr noch von Corona belastet wird, dürften die vollen Margeneffekte dieser Bestrebungen erst 2022 voll zum Tragen kommen, wenn auch das Umsatz-

wachstum wieder an Dynamik gewinnt. Da Masterflex sich überzeugt zeigt, mit dem aktuellen Personalrahmen für ein deutlich höheres Umsatzvolumen gewappnet zu sein, dürften Umsatzzuwächse im laufenden Jahr und in 2022 sehr positiv auf die Marge durchschlagen. Im Vertrauen auf diese Effekte hat Masterflex das Ziel einer zweistelligen Marge ab 2022 deswegen bestätigt.

### Umsatzverdreifachung bis Dekadenende

Die zweistellige EBIT-Marge soll auch in den Folgejahren dauerhaft erreicht werden. Auch umsatzseitig hat sich Masterflex ein ehrgeiziges Ziel gesetzt und will den Umsatz bis 2024 auf mehr als 100 Mio. Euro steigern. Während dieses Wachstum um rund 30 Mio. Euro organisch erreicht werden soll, enthält die längerfristige Prognose, bis 2030 ein Umsatzniveau von rund 200 Mio. Euro erreichen zu wollen, explizit auch einen hohen Beitrag aus Akquisitionen.

### Weitere Akquisitionen zu erwarten

Im Zentrum der Akquisitionsaktivitäten sollen dabei ergänzende Technologien sowie verbesserte Markt- und Kundenzugangsmöglichkeiten in bisher noch gar nicht oder nur unzureichend adressierten geographischen Märkten und Branchen stehen. Einen großen Wert legt Masterflex dabei auf die gesunde Verfassung der Akquisitionsziele, welche die Konzernprofitabilität bestenfalls erhöhen, auf keinen Fall aber verwässern sollten.

### Stabile Dividende

Wie stabil das Unternehmen aufgestellt und wie gut es bisher durch die Corona-Krise gekommen ist, unterstreicht nicht zuletzt der Dividendenvorschlag, der ungeachtet des letztjährigen Ergebnissrückgangs eine von zuletzt 7 auf 8 Cent je Aktie erhöhte Ausschüttung vorsieht. Bezogen auf den aktuellen Kurs entspricht dies einer Dividendenrendite von 1,2 Prozent.

# DCF-Bewertung

## Grundszenario unverändert

Für die Zukunft gehen wir davon aus, dass Masterflex nach dem Umsatzrückgang in 2020 im Laufe dieses Jahres wieder in den Wachstumsmodus schalten und an den erfolgreichen Trend der Vorjahre anknüpfen wird. Dabei rechnen wir mit schrittweise steigenden Margen. Insofern halten wir an dem Grundszenario, das wir schon bisher unterstellt hatten, fest. Nachdem wir die letztjährigen Zahlen bereits in unserem letzten Comment in unsere Schätzungen eingepflegt haben, haben wir diesmal nur geringe Anpassungen vorgenommen, die sich vor allem aus der Aktualisierung der Bilanzdaten anhand des Geschäftsberichts sowie aus der Management-Prognose für 2021 ergeben haben.

## Umsatzanstieg um 5 Prozent

Bezüglich des diesjährigen Umsatzes haben wir unsere Schätzungen etwas vorsichtiger ausgestaltet und kalkulieren nun mit einem Anstieg um 5 Prozent auf 75,5 Euro. Damit bewegen wir uns am oberen Ende der Management-Prognose. Insbesondere für das zweite Quartal, für das Masterflex von einem „mode-

raten Wachstum“ ausgeht, hatten wir zuvor, vor allem wegen der schwachen Vergleichsbasis aus 2020, mit einer höheren Dynamik gerechnet. Im Gegenzug haben wir aber die für das nächste Jahr unterstellte Wachstumsrate von zuvor 7 auf nun 8 Prozent erhöht. Anschließend lassen wir die Zuwächse langsam abschmelzen und kalkulieren zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit einem jährlichen Wachstum von 5 Prozent. Zum Vergleich: im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2020 hat Masterflex den Umsatz um 6,1 Prozent per annum gesteigert. Der konservative Ansatz kommt auch darin zum Ausdruck, dass wir die Umsatzgrenze von 100 Mio. Euro, die Masterflex 2024 erreichen will, erst ein Jahr später unterstellen. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir mit einem Jahresumsatz von 117 Mio. Euro. Wie schon bisher, enthält die hierbei unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung keine Übernahmen, die Masterflex im Hinblick auf das langfristige Umsatzziel von 200 Mio. Euro explizit eingerechnet hat. Sollte das Unternehmen erneut akquisitorisch aktiv werden,

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	75,5	81,5	87,6	93,8	100,3	106,3	111,7	117,2
Umsatzwachstum		8,0%	7,5%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	6,3%	9,1%	10,0%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%	11,4%
<b>EBIT</b>	<b>4,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,3</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,4	2,2	2,6	3,0	3,3	3,5	3,8	4,0
<b>NOPAT</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>7,7</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13,3</b>	<b>14,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-4,1	-4,2	-4,3	-4,5	-4,7	-4,9	-5,1	-5,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>2,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>



was wir erwarten, würden die Effekte ein zusätzliches Upside-Potenzial bieten.

### Margenanstieg etwas schneller

Eine weitere Änderung betrifft den von uns für die nächsten Jahre unterstellten schrittweisen Margenanstieg. Diesen haben wir gegenüber unseren früheren Schätzungen nun etwas steiler modelliert. Für das laufende Jahr kalkulieren wir zwar wie bisher mit einer EBITDA-Marge von 12,1 Prozent, doch für 2022 und 2023 trauen wir Masterflex stärkere Zuwächse zu als bisher unterstellt (14,4 und 15,0 Prozent statt 13,3 und 14,0 Prozent). Darin haben wir die deutlichen Kostensenkungen aus dem letzten Jahr sowie die Ankündigung, auch dieses Jahr auf der Kostenbremse bleiben zu wollen, berücksichtigt. Insbesondere die Aussage des Managements, das Wachstum in den nächsten zwei Jahren mit dem aktuellen Personalstamm bewältigen zu wollen, verspricht einen deutlich überproportionalen Gewinnanstieg. Allerdings bleiben wir bezüglich der Margen trotz der angehobenen Schätzungen weiterhin etwas unterhalb der Management-Guidance. Die zweistellige EBIT-Marge erwarten wir erst für das Jahr 2023, auch die Zielmarge von 11,4 Prozent liegt deutlich unter dem in früheren Jahren schon erreichten Niveau. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

### Diskontierungszins

Anschließend ziehen wir zur Ermittlung des Terminal Value eine EBIT-Marge von 9,7 Prozent heran, die somit gegenüber der Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums unverändert einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent enthält. Als „ewige“ Wachstumsrate unterstellen wir 1 Prozent p.a. Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und

für die Marktrisikoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,8 Prozent.

### Neues Kursziel: 9,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,8 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein fairer Wert von 89,3 Mio. Euro bzw. 9,16 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 9,20 Euro ableiten. Gegenüber unserem letzten Comment (9,00 Euro) hat sich das Kursziel somit leicht erhöht, was auf die leicht erhöhten Margenannahmen zurückzuführen ist. Damit signalisiert unser Bewertungsmodell für die Masterflex-Aktie ein hohes Aufwärtspotenzial von rund 40 Prozent.

### Leicht erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Da Masterflex über ein etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell verfügt, sich auf eine diversifizierte Kundenbasis stützt und eine verlässliche Historie stetigen und profitablen Wachstums aufweist, sehen wir die Schätzunsicherheit grundsätzlich als nicht sehr ausgeprägt an. Allerdings beruht ein Teil der von uns unterstellten Dynamik auf dem Erfolg der vergleichsweise neuen bzw. noch im Ausbau befindlichen Aktivitäten in China und den USA, was für ein höheres Prognoserisiko spricht. Darüber hinaus sind der Anteil der Kundenbranchen mit ausgeprägter Konjunktursensibilität (wie z.B. Maschinen- oder Fahrzeugbau) trotz der Fortschritte beim Ausbau des Geschäfts mit Branchen wie etwa der Medizintechnik noch hoch. Aus der Abwägung dieser Argumente sehen wir weiterhin eine leicht erhöhte Schätzunsicherheit und vergeben vier von sechs Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 6,46 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 14,60 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,8%	14,60	13,03	11,79	10,78	9,94
6,3%	12,52	11,32	10,35	9,54	8,86
6,8%	10,88	9,94	9,16	8,50	7,94
7,3%	9,54	8,79	8,15	7,61	7,15
7,8%	8,43	7,82	7,30	6,85	6,46

## Fazit

Als Spezialist für Schlauchverbindungen aus Hochleistungskunststoffen bewegt sich Masterflex in einem attraktiven Markt, in dem das Unternehmen dank der Konzentration auf kundenspezifische, beratungsinensive Lösungen, der branchenweit unerreichten Material- und Technologiebreite sowie seiner Innovationsstärke seit vielen Jahren zu den führenden Anbietern gehört.

Auf dieser Grundlage konnte Masterflex bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie Jahr für Jahr wachsen und auskömmliche Gewinne erwirtschaften. Allerdings wurden dabei seit mehreren Jahren die eigenen Margenziele (zweistellige EBIT-Marge) nicht erreicht, stattdessen war die Profitabilität im langjährigen Trend rückläufig.

In Reaktion darauf hat Masterflex 2019 ein umfassendes Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogramm aufgelegt, das ohne die Pandemie wahrscheinlich schon letztes Jahr für eine Trendwende in der Margenentwicklung gesorgt hätte. Doch durch den Ausbruch der Corona-Krise musste Masterflex in

2020 einen zehnpromtigen Umsatzrückgang hinnehmen, in dessen Folge auch das Ergebnis deutlich gesunken ist. Doch es ist noch deutlich positiv geblieben, was ein Erfolg der vorangegangenen – und im Zuge der Pandemie nochmals verstärkten – Kostensenkungsmaßnahmen gewesen ist.

Sollte nun im laufenden Jahr, wie von Masterflex geplant und von uns erwartet, die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingen, dürfte sich die spürbar reduzierte Kostenbasis in Form von deutlich steigenden Margen auszahlen. Dementsprechend zeigt sich Masterflex zuversichtlich, schon nächstes Jahr eine zweistellige EBIT-Marge erreichen und sie in den Folgejahren dauerhaft behaupten zu können.

Auch wir haben unseren Schätzungen weiterhin ein Szenario fortgesetzten Umsatzwachstums und steigender Margen zugrunde gelegt und sehen auf dieser Basis einen fairen Wert von 9,20 Euro je Aktie. Damit konstatieren wir ein deutliches Kurspotenzial, weswegen wir das Rating „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	45,0	44,6	44,5	44,4	44,6	44,8	45,2	45,8	46,5
1. Immat. VG	13,2	13,5	13,8	14,0	14,2	14,3	14,4	14,5	14,6
2. Sachanlagen	31,4	30,8	30,4	30,2	30,1	30,2	30,5	31,0	31,6
II. UV Summe	31,4	32,8	35,4	38,4	41,7	44,3	46,4	48,5	50,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	41,3	43,3	47,2	51,7	56,8	61,4	65,7	70,2	75,1
II. Rückstellungen	0,5	0,7	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,8	25,4	23,7	21,8	19,8	17,7	15,5	13,3	10,9
2. Kurzfristiges FK	7,8	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>76,4</b>	<b>77,4</b>	<b>79,9</b>	<b>82,8</b>	<b>86,3</b>	<b>89,2</b>	<b>91,6</b>	<b>94,3</b>	<b>97,2</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	71,9	75,5	81,5	87,6	93,8	100,3	106,3	111,7	117,2
Rohertrag	48,8	52,0	56,2	60,6	65,0	69,5	73,7	77,4	81,2
EBITDA	7,3	9,1	11,8	13,1	14,4	15,4	16,3	17,1	18,0
EBIT	2,3	4,7	7,4	8,8	10,0	11,0	11,8	12,6	13,3
EBT	1,4	4,0	6,8	8,1	9,3	10,3	11,2	12,1	13,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,8	2,8	4,7	5,7	6,5	7,2	7,8	8,4	9,1
JÜ	0,8	2,8	4,7	5,6	6,4	7,1	7,8	8,4	9,0
EPS	0,08	0,29	0,48	0,57	0,66	0,73	0,80	0,86	0,92

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	11,5	7,1	8,9	9,7	10,5	11,1	11,8	12,4	13,0
CF aus Investition	-2,3	-4,1	-4,2	-4,3	-4,5	-4,7	-4,9	-5,1	-5,3
CF Finanzierung	-6,2	-2,9	-3,4	-3,9	-4,3	-5,6	-6,7	-7,1	-7,5
Liquidität Jahresanfa.	6,9	9,2	9,3	10,5	12,0	13,6	14,5	14,7	14,8
Liquidität Jahresende	9,2	9,3	10,5	12,0	13,6	14,5	14,7	14,8	15,0

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-10,1%	5,0%	8,0%	7,5%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Rohertragsmarge	67,8%	68,8%	69,0%	69,2%	69,3%	69,3%	69,3%	69,3%	69,3%
EBITDA-Marge	10,2%	12,1%	14,4%	15,0%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
EBIT-Marge	3,2%	6,3%	9,1%	10,0%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%	11,4%
EBT-Marge	2,0%	5,4%	8,3%	9,2%	9,9%	10,3%	10,5%	10,8%	11,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,1%	3,7%	5,7%	6,4%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher 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. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 12.04.2021 um 13:00 Uhr fertiggestellt und am 12.04.2021 um 13:45 Uhr veröffentlicht.

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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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 auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
15.03.2021	Buy	9,00 Euro	1), 3), 4)
12.11.2020	Buy	7,50 Euro	1), 3)
17.08.2020	Buy	7,00 Euro	1), 3)
28.07.2020	Buy	6,00 Euro	1), 3)
15.05.2020	Buy	6,00 Euro	1), 3), 4)
04.05.2020	Buy	6,70 Euro	1), 3), 4)
12.03.2020	Buy	7,00 Euro	1), 3)
03.12.2019	Buy	7,00 Euro	1), 3)
12.11.2019	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)
06.09.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
13.08.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
14.05.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3)
12.04.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

*Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.