

5. April 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Masterflex SE

Starke Gewinnentwicklung mit weiterem
Verbesserungspotenzial

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 6,62 € | Kursziel: 10,70 € (zuvor: 10,60 €)

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

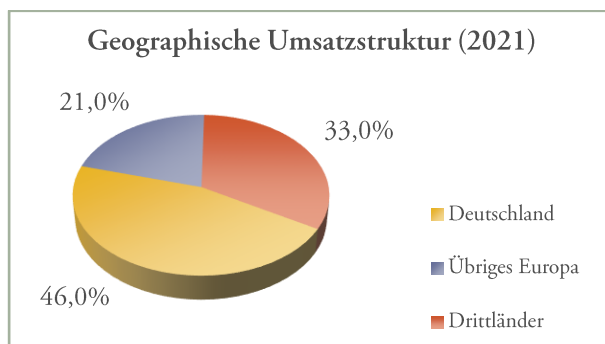
| | |
|--------------------------------|----------------------|
| Sitz: | Gelsenkirchen |
| Branche: | Hightech-Schläuche |
| Mitarbeiter: | 585 |
| Rechnungslegung: | IFRS |
| ISIN: | DE0005492938 |
| Ticker: | MZX:GR |
| Kurs: | 6,62 Euro |
| Marktsegment: | Prime Standard |
| Aktienanzahl: | 9,75 Mio. Stück |
| Market-Cap: | 64,6 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 81,0 Mio. Euro |
| Free Float: | 42,0 % |
| Kurs Hoch/Tief (12M): | 7,82 / 5,42 Euro |
| Ø Umsatz (Xetra, 12 M): | 24,2 Tsd. Euro / Tag |

Mit dem Geschäftsbericht hat Masterflex die vorab veröffentlichten vorläufigen Zahlen bestätigt. Damit ist der Umsatz letztes Jahr um 10 Prozent auf 79,1 Mio. Euro gewachsen, womit der Vor-Corona-Rekordwert aus 2019 (80,0 Mio. Euro) fast erreicht wurde. Demgegenüber hat das EBIT mit 5,3 Mio. Euro, was einen Zuwachs von knapp 70 Prozent gegenüber 2020 bedeutet, das Niveau aus dem letzten Vor-Corona-Jahr bereits deutlich überschritten, worin sich nicht zuletzt die Effekte der seit 2019 ergriffenen und umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen widerspiegeln. Eine dieser Maßnahmen, die Schließung des tschechischen Standorts der für das Luftfahrtgeschäft verantwortlichen Tochter Matzen & Timm, wurde nun aber aufgrund anhaltender Kapazitätsengpässe wieder revidiert. Mit den zusätzlichen Kapazitäten soll das Luftfahrtgeschäft, das trotz eines hohen Auftragseingangs 2021 eine noch bessere Entwicklung der Konzernzahlen verhindert hat, nun wieder auf den Wachstumskurs und in die Profitabilität zurückgeführt werden. Für den Gesamtkonzern peilt Masterflex für 2022 ein Umsatzwachstum um 5 bis 10 Prozent auf 83 bis 87 Mio. Euro an und will auf dieser Grundlage die operative EBIT-Marge wieder in den zweistelligen Bereich bringen.

| GJ-Ende: 31.12. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 80,0 | 71,9 | 79,1 | 83,8 | 90,1 | 96,4 |
| EBIT (Mio. Euro) | 4,5 | 2,3 | 5,3 | 7,1 | 8,5 | 9,5 |
| Jahresüberschuss | 2,5 | 0,8 | 3,3 | 4,4 | 5,4 | 6,0 |
| EpS | 0,26 | 0,08 | 0,34 | 0,45 | 0,55 | 0,62 |
| Dividende je Aktie | 0,07 | 0,08 | 0,12 | 0,14 | 0,17 | 0,25 |
| Umsatzwachstum | 3,5% | -10,1% | 10,0% | 6,0% | 7,5% | 7,0% |
| Gewinnwachstum | -25,0% | -68,7% | 313,9% | 34,9% | 21,3% | 12,6% |
| KUV | 0,81 | 0,90 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | 0,67 |
| KGV | 25,5 | 81,4 | 19,7 | 14,6 | 12,0 | 10,7 |
| KCF | 9,7 | 5,6 | 9,5 | 7,4 | 6,6 | 6,2 |
| EV / EBIT | 17,8 | 34,7 | 15,2 | 11,3 | 9,6 | 8,6 |
| Dividendenrendite | 1,1% | 1,2% | 1,8% | 2,1% | 2,5% | 3,7% |

Klassisches Industriegeschäft stark

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat Masterflex die Anfang März veröffentlichten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach ist der Umsatz 2021 um 10 Prozent auf 79,1 Mio. Euro gestiegen und somit nur noch minimal unter dem Vor-Corona-Rekordwert aus 2019 (80,0 Mio. Euro) geblieben. Wie schon zuvor kommuniziert, hat sich hierbei vor allem das Geschäft mit den Kundenbranchen Automobilindustrie und Maschinenbau dynamisch entwickelt, in denen starke Aufholeffekte zu beobachten waren. Auch aus der Luftfahrtindustrie verzeichnet Masterflex eine sehr lebhaft Nachfrage, die aufgrund von Kapazitätsengpässen aber nicht in steigende Erlöse umgemünzt werden konnte (siehe unten). Von einem flachen Nachfragetrend spricht das Unternehmen schließlich bezüglich der Medizintechnik, wo nach dem Auslaufen der Corona-bedingten Sonderkonjunktur nun eher die nachteiligen Effekte der Pandemie auf das „klassische“ Medizintechnikgeschäft (etwa durch zahlreiche verschobene Operationen) dominieren.



Quelle: Unternehmen

Hohe Dynamik in Amerika

Geographisch wurde das stärkste Wachstum im außereuropäischen Ausland erzielt, wo die Umsätze um 20 Prozent auf 26,0 Mio. Euro gestiegen sind. Hierbei hebt Masterflex vor allem das Amerikageschäft hervor, das aber nach Aussage des Managements trotzdem noch nicht die volle Dynamik entfaltet hat, die angesichts der Marktgröße vor allem in den USA möglich sein müsste. Auch mit dem Asiengeschäft im letzten Jahr zeigt sich Masterflex zufrieden, betont aber, dass die Entwicklung dort durch die Zero-Covid-Strategie

und hieraus resultierenden strikten Einreise- und Quarantänevorschriften in China weiter gehemmt wird. In absoluten Zahlen gleich stark, aber prozentual etwas schwächer, nämlich um 13 Prozent, ist der Umsatz im Heimatmarkt Deutschland gewachsen, auf den 36,4 Mio. Euro bzw. 46 Prozent aller Konzernerlöse entfielen. Dem entgegengesetzt war die Entwicklung im übrigen Europa, wo die Erlöse um 1,4 Mio. Euro weiter zurückgegangen sind. Auf Nachfrage erklärt das Unternehmen dies unter anderem mit den schwächeren Aktivitäten in Frankreich, während die Entwicklung in den Märkten Skandinavien und Vereinigtes Königreich als stabil bezeichnet wird.

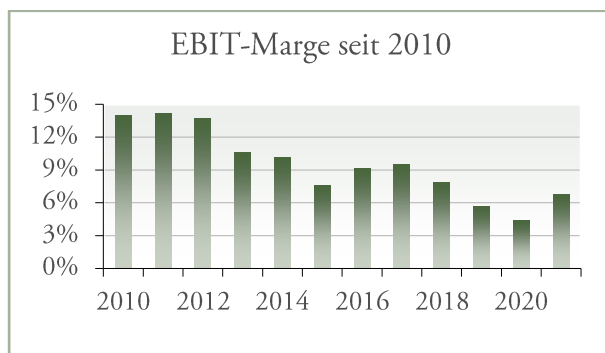
Luftfahrtgeschäft belastet

Eine noch bessere Entwicklung wurde durch die Kapazitätsprobleme verhindert, mit denen sich Masterflex im Geschäft mit der Luftfahrtindustrie konfrontiert sah. Nachdem sich dieses Geschäft jahrzehntelang sehr stabil und krisenresistent entwickelt hatte, hatte die Corona-Krise für einen derart kräftigen Einbruch gesorgt, dass das Vorkrisen-Niveau für eine lange Zeit nicht mehr erreichbar schien. In Reaktion darauf hatte Masterflex Ende 2020 den tschechischen Standort der für das personalintensive Geschäft verantwortlichen Tochter Matzen & Timm geschlossen und die Aktivitäten in Norderstedt bei Hamburg konzentriert. Doch die Nachfrage erholte sich deutlich schneller und stärker als erwartet und sorgte schon im ersten Halbjahr 2021 für eine angespannte Kapazitätssituation bei Matzen & Timm. Das Unternehmen reagierte mit einer deutlich intensivierten Personalakquise, konnte die angelernten Mitarbeiter aber in vielen Fällen nicht halten, was zusätzlich für hohe Fluktuationskosten sorgte. Insgesamt führte die Entwicklung dazu, dass der Umsatz von Matzen & Timm, der zuvor Corona-bedingt von 9,8 auf 6,7 Mio. Euro zurückgegangen war, trotz der lebhaften Nachfrage auch 2021 leicht auf 6,6 Mio. Euro zurückgegangen ist. Gleichzeitig hat sich das EBIT von +0,5 Mio. Euro in 2019 und -0,5 Mio. Euro in 2020 weiter auf -1,5 Mio. Euro verschlechtert. Bereinigt um diesen negativen Beitrag hätte der übrige Konzern nach Angaben von Masterflex somit bereits 2021 den Vor-Corona-

Umsatz übertroffen und eine zweistellige EBIT-Marge ausgewiesen.

Standortschließung revidiert

Die Konzernleitung reagierte im vierten Quartal mit einer erneuten Restrukturierung, in deren Rahmen die Führung der Tochtergesellschaft ausgetauscht und die Wiedereröffnung des tschechischen Standorts beschlossen und eingeleitet wurde. Auf Nachfrage berichtet das Unternehmen von einem vergleichsweise reibungslosen Prozess und von einem hohen Anteil der ehemaligen Mitarbeiter, die wiedergewonnen werden konnten. Anfang April wurde die Produktion in Tschechien wieder aufgenommen und soll als verlängerte Werkbank dazu beitragen, den hohen Auftragsbestand, den der Vorstand im Rahmen der Analysten- und Investorenkonferenz auf rund 6 Mio. Euro beziffert hat, in stark steigende Erlöse umzumünzen. Im Hinblick auf das Gesamtjahr 2021 hält es Masterflex angesichts der starken Nachfragedynamik für möglich, bei Matzen & Timm in die Nähe der Umsatzgröße aus 2019 zu kommen.



Quelle: Unternehmen

Operatives EBIT steigt um 82 Prozent

Wie bereits vorab berichtet, konnte Masterflex den letztjährigen Umsatzanstieg für eine kräftige Ergebnisverbesserung nutzen und das um einmalige Sondereffekte bereinigte EBIT um 82 Prozent auf knapp 5,8 Mio. Euro steigern. Die operative EBIT-Marge hat sich infolgedessen von 4,4 auf 7,3 Prozent verbessert. Aufgrund der Restrukturierungskosten bei Matzen & Timm hat sich im vierten Quartal der Abstand zwischen dem operativen und dem berichteten EBIT aber um 0,3 Mio. Euro erhöht, mit letztlich 5,3 Mio. Euro

konnte das berichtete EBIT aber dennoch deutlich um fast 70 Prozent gesteigert werden, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 6,8 Prozent. Bei einem von -0,9 auf unter -0,8 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis führt dies zu einer Verdopplung des EBT auf 4,6 Mio. Euro. Der Gewinn nach Steuern und Minderheiten erhöhte sich um 2,5 Mio. Euro oder 312 Prozent auf 3,3 Mio. Euro.

| Geschäftszahlen | GJ 20 | GJ 21 | Änderung |
|-----------------|-------|-------|----------|
| Umsatz | 71,88 | 79,07 | +10,0% |
| EBITDA | 7,31 | 10,25 | +40,2% |
| EBITDA-Marge | 10,2% | 13,0% | |
| EBIT | 3,17 | 5,34 | +68,7% |
| EBIT-Marge | 4,4% | 6,8% | |
| EBT | 2,26 | 4,59 | +103,4% |
| Vorsteuer-Marge | 3,1% | 5,8% | |
| Nettoergebnis | 0,80 | 3,30 | +312,1% |
| Netto-Marge | 1,1% | 4,2% | |
| Free-Cashflow | 9,23 | 3,35 | -63,7% |

Quelle: Unternehmen

Personalproduktivität deutlich verbessert

Der entscheidende Impuls für die höhere Profitabilität war die deutliche Verbesserung der Mitarbeiterproduktivität. Die höheren Umsätze hat Masterflex nämlich mit einer um knapp 5 Prozent niedrigeren Mitarbeiterzahl erzielt, sodass der Umsatz je Mitarbeiter um 15 Prozent auf 135 Tsd. Euro gestiegen ist. Durch die niedrigere Mitarbeiterzahl konnte der Anstieg des Personalaufwands infolge des spürbaren Aufwärtsdrucks der Löhne auf 5,4 Prozent (auf 30,7 Mio. Euro) und damit auf einem gegenüber dem Umsatz klar unterproportionalen Niveau gehalten werden. Auch der Zuwachs der sonstigen betrieblichen Aufwendungen fiel mit 4 Prozent (auf 13,7 Mio. Euro) schwächer als das Umsatzwachstum aus, wobei die größten Entlastungen aus geringeren negativen Währungseffekten sowie aus sinkenden Aufwendungen für Gewährleistungen und Wertberichtigungen stammten. Margenerhöhend haben sich schließlich auch die sowohl relativ als auch absolut (-1 Prozent auf 4,9 Mio. Euro) gesunkenen Abschreibungen sowie die

um eine halbe Million Euro niedrigere negative Bestandsveränderung ausgewirkt.

Steigende Rohstoffpreise spürbar

Für eine Ergebnisbelastung sorgten hingegen die deutlich steigenden Rohstoffpreise, in deren Folge sich der Materialaufwand um 12,5 Prozent auf 25,4 Mio. Euro erhöht hat. Masterflex hat versucht, diese Preissteigerungen an die eigenen Kunden weiterzugeben und war damit nach eigener Aussage größtenteils auch erfolgreich, doch gelingt dies in der Regel nicht überall und meistens mit einem zeitlichen Versatz, was sich in einer um 0,7 Prozentpunkte auf 32,1 Prozent erhöhten Materialaufwandsquote bemerkbar gemacht hat. Neben den steigenden Preisen berichtet Masterflex auch von einer punktuell eingeschränkten Verfügbarkeit von Vorprodukten und von teilweise verlängerten Bezugs- und Lieferzeiten, bezeichnet die Situation aber insgesamt als zwar herausfordernd, aber beherrschbar.

Free-Cashflow niedriger, aber positiv

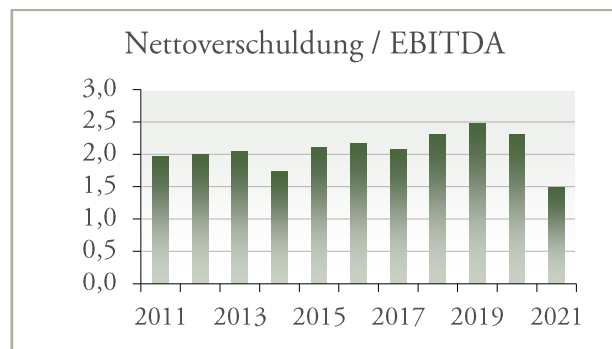
Trotz der deutlichen Ergebnisverbesserung ist der operative Cashflow im Vorjahresvergleich um über 40 Prozent auf +6,8 Mio. Euro gesunken. Ursächlich dafür waren mehrere Faktoren im Umlaufvermögen. So haben sich die verstärkten Bemühungen von Masterflex, die Versorgung mit den benötigten Rohstoffen über eine stärkere Bevorratung abzusichern, in einem um 1,7 Mio. Euro erhöhten Bestand an Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffen niedergeschlagen. Zum Vergleich: 2020 hatte der Vorratsabbau noch für einen positiven Cash-Effekt von 3,1 Mio. Euro gesorgt. Ein Vorzeichenwechsel hat es auch bei den Forderungen gegeben, deren Rückgang die Cashflow-Rechnung 2020 noch um 2,1 Mio. Euro ent- und deren Anstieg in 2021 um 1,0 Mio. Euro belastet hat. Hinter dieser Entwicklung stehen vor allem die Normalisierung nach dem Corona-Jahr und das wachsende Geschäftsvolumen. Ebenfalls normalisiert haben sich 2021 nach der Corona-bedingten Zurückhaltung im Vorjahr auch die Sachanlageninvestitionen, der negative Saldo im Investitions-Cashflows vergrößerte sich dadurch um die Hälfte auf 3,5 Mio. Euro. In Summe reduzierte sich der Free-Cashflow 2021 um 64 Prozent, blieb aber mit 3,3 Mio. Euro weiter klar im Plus.

Weitere Tilgungen

Diesen Mittelzufluss hat Masterflex für eine Nettotilgung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,5 Mio. Euro genutzt. Zusammen mit den Auszahlungen für Mieten und Leasingraten (-1,1 Mio. Euro), Dividenden und Zinsen summierte sich der Finanzierungs-Cashflow auf -4,1 Mio. Euro. In Kombination mit einer wechselkursbedingten Wertänderung führte dies per Saldo zu einem leichten Anstieg der bilanziellen Liquidität von 9,2 auf 9,6 Mio. Euro.

Nettoverschuldung reduziert

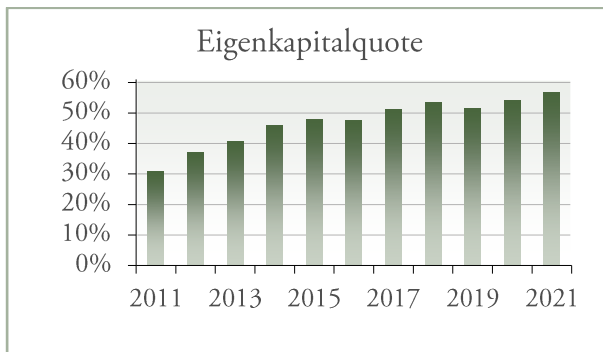
Durch diesen Anstieg und die gleichzeitige Tilgung hat sich Nettofinanzverschuldung von 18,2 auf 15,9 Mio. Euro reduziert. In Verbindung mit dem deutlich erhöhten Ergebnis konnte damit auch die relative Verschuldung kräftig abgesenkt werden: in Relation zum operativen EBITDA ist das Multiple von 2,3 im Vorjahr auf das 1,5-Fache gesunken.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote erhöht

Weiter verbessert hat sich auch die Eigenkapitalquote, die sich 2021 um 2,7 Prozentpunkte auf sehr komfortable 56,7 Prozent erhöht hat – und das trotz der ausbezahlten Dividende von 0,8 Mio. Euro. Dabei hat die Eigenkapitalposition auch von einem hohen sonstigen Ergebnis profitiert, das sich im Berichtszeitraum dank hoher Währungsgewinne und positiver Effekte aus Sicherungsgeschäften auf +1,1 Mio. Euro (Vorjahr: -0,7 Mio. Euro) belaufen und zu dem fast neunprozentigen Anstieg des Eigenkapitals von 41,3 auf 45,0 Mio. Euro beigetragen hat. Die Bilanzsumme hat sich im gleichen Zeitraum hingegen lediglich um 3,8 Prozent auf 79,3 Mio. Euro erhöht.



Quelle: Unternehmen

Zweistellige Marge schon 2022

Im Hinblick auf das laufende Jahr hat Masterflex angekündigt, ungeachtet der erhöhten Unsicherheiten infolge des russischen Überfalls auf die Ukraine und der zunehmenden inflationären Tendenzen den Wachstumskurs fortzusetzen und die operative EBIT-Marge, wie bisher geplant, zurück in den zweistelligen Bereich führen zu wollen. Konkret erwartet der Vorstand Umsatzerlöse zwischen 83 und 87 Mio. Euro und ein – operatives – EBIT von 8,3 bis 9,0 Mio. Euro. Ein zentrale Stellung in dieser Planung nimmt die erwartete rasche und deutliche Verbesserung der Situation bei Matzen & Timm ein, für die ein möglichst schneller und reibungsloser Produktionshochlauf die wichtigste Voraussetzung darstellt. Nachfrageseitig sieht das Unternehmen die Erholung bei Matzen & Timm gut abgesichert, aber auch für den Gesamtkonzern bietet der Auftragsbestand von 22,9 Mio. Euro (per Ende Dezember) eine gute Basis für das Jahr. Darüber hinaus hat Masterflex die mittelfristige Prognose bestätigt, den Umsatz bis 2024 organisch auf ca. 100 Mio. Euro erhöhen und anschließend mit Hilfe weiterer Zukäufe bis 2030 auf rund 200 Mio. Euro verdoppeln zu wollen.

Schätzungen weitgehend unverändert

Wir hatten bereits nach den vorläufigen Zahlen unsere Schätzungen im geringen Umfang modifiziert und auch an das veränderte makroökonomische Umfeld angepasst. Da die finalen Zahlen im Einklang mit den vorab gemeldeten Werten lagen, hat sich auch diesmal kein größerer Änderungsbedarf ergeben. Im Detail haben sich durch die Integration der Abschlusszahlen die Aufwandsquoten etwas verschoben,

auch gab es geringe Änderungen bezüglich der unterstellten Entwicklung einiger Bilanz- und Cashflow-Größen. Unter anderem haben wir angesichts der Aussagen über die gut ausgelasteten Kapazitäten die Schätzung der Investitionen etwas angehoben.

Umsatz am unteren Rand der Guidance

Insgesamt bleiben wir mit unseren Schätzungen vorsichtig. Bezogen auf den Umsatz erwarten wir für 2022 unverändert einen Wert von 83,8 Mio. Euro, womit wir am unteren Ende der Unternehmensprognose liegen. Auch die Wachstumsraten in den Folgejahren sind gegenüber dem letzten Update identisch geblieben, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 weiterhin mit einem Umsatz von 127 Mio. Euro kalkulieren. Für das Jahr 2024, für das Masterflex das Ziel von 100 Mio. Euro ausgegeben und bestätigt hat, liegt unsere Schätzung mit über 96 Mio. Euro nur geringfügig darunter.

Margen unverändert

Auch die EBIT-Schätzung für 2022 haben wir weiterhin bei 7,1 Mio. Euro gelassen und erwarten damit einen Wert unter der Zielspanne von Masterflex. Allerdings bleibt zu beachten, dass sich unsere Schätzungen auf das berichtete EBIT beziehen, während Masterflex die Guidance an dem operativen Wert ausrichtet, der in den letzten zwei Jahren zwischen 0,8 und 0,4 Mio. Euro höher lag. Insofern relativiert sich dadurch der Abstand etwas, zumal nach Aussage des Vorstands die Wiedereröffnung des tschechischen Standorts auch noch 2022 für nicht-operative Aufwendungen sorgen wird. Wie schon bisher, erwarten wir die Rückkehr zur zweistelligen EBIT-Marge erst für 2025. Auch die Ziel-EBIT-Marge für 2029 liegt unverändert bei 11,7 Prozent. Die aus diesen Prämissen abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Daten im Detailprognosezeitraum bis 2029 findet sich in der Tabelle auf der nächsten Seite. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow sind im Anhang aufgeführt.

Rahmendaten unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum nehmen wir zur Ermittlung des Terminal Value weiterhin

| Mio. Euro | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 | 12 2027 | 12 2028 | 12 2029 |
|-----------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 83,8 | 90,1 | 96,4 | 103,2 | 109,3 | 114,8 | 120,5 | 126,6 |
| Umsatzwachstum | | 7,5% | 7,0% | 7,0% | 6,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| EBIT-Marge | 8,5% | 9,4% | 9,8% | 10,3% | 10,6% | 11,0% | 11,3% | 11,7% |
| EBIT | 7,1 | 8,5 | 9,5 | 10,6 | 11,6 | 12,6 | 13,6 | 14,8 |
| Steuersatz | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 2,1 | 2,5 | 2,8 | 3,2 | 3,5 | 3,8 | 4,1 | 4,4 |
| NOPAT | 5,0 | 5,9 | 6,6 | 7,4 | 8,1 | 8,8 | 9,6 | 10,3 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 4,6 | 4,6 | 4,7 | 4,7 | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 |
| + 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 |
| Operativer Brutto Cashflow | 9,6 | 10,5 | 11,3 | 12,1 | 12,9 | 13,6 | 14,4 | 15,2 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,9 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -1,1 | -1,2 | -1,3 | -1,3 |
| - Investitionen AV | -4,9 | -5,0 | -4,8 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 |
| Free Cashflow | 3,8 | 4,6 | 5,5 | 6,2 | 6,8 | 7,5 | 8,2 | 8,9 |

SMC Schätzmodell

einen 15-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge vor und rechnen auf dieser Basis wie bislang mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den Diskontierungzinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines risikolosen Zinses von 1,0 Prozent, einer Risikoprämie von 5,8 Prozent, eines Betafaktors von 1,2, eines Ziel-FK-Anteils von 25 Prozent, eines FK-Zinses von 5,0 Prozent und eines Steuersatzes für das Tax-Shield von 30,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 6,8 Prozent.

Kursziel: 10,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 104,0 Mio. Euro bzw. 10,67 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 10,70 Euro ableiten, das somit minimal höher liegt als bisher. Damit sehen wir für die Aktie trotz der im Vergleich mit der Management-Guidance vorsichtigeren Annahmen ein sehr hohes Kurspotenzial von mehr als 60 Prozent. Eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

Fazit

Mit der Vorlage der Abschlusszahlen für 2021 hat Masterflex den guten Eindruck der letzten Quartalsberichte bestätigt. Das Unternehmen ist nach dem ersten Corona-Jahr wieder im Wachstumsmodus und konnte den Umsatz zweistellig auf 79,1 Mio. Euro und damit fast wieder auf das Vor-Corona-Niveau steigern. Beim Ergebnis ist jenes bereits deutlich überschritten, mit 5,3 Mio. Euro lag das EBIT um 70 Prozent höher als 2020 und immerhin 18 Prozent höher als 2019.

Ein noch besseres Abschneiden wurde durch die Probleme im Geschäft mit der Luftfahrtindustrie verhindert, wo Masterflex aufgrund von Kapazitätsengpässen trotz einer starken Nachfrage den Umsatz nicht steigern konnte und einen deutlichen Verlust hinnehmen musste. In Reaktion darauf wurde nun der 2020 geschlossene Standort in Tschechien wieder eröffnet.

Das dort geplante rasche Hochlaufen der Produktion, mit dem der hohe Auftragsbestand in steigende Umsätze umgemünzt werden soll, ist ein wichtiger Baustein für das starke Umsatz- und vor allem Ergebniswachstum, das der Vorstand für 2022 in Aussicht stellt. Konkret will Masterflex den Umsatz um 5 bis 10 Prozent auf 83 bis 87 Mio. Euro erhöhen und dabei die operative EBIT-Marge auf mindestens 10 Prozent verbessern.

Obwohl wir mit unseren Schätzungen aus Vorsicht am unteren Rand bzw. – hinsichtlich des EBIT – sogar unterhalb dieser Prognose liegen, signalisiert unser Bewertungsmodell für Masterflex ein Kurspotenzial bis 10,70 Euro. Auch wenn der Ukrainekrieg und die Folgen, u.a. in Form steigender Preise, die Risiken in letzter Zeit spürbar erhöht haben, überwiegen bei Masterflex derzeit nach unserer Einschätzung eindeutig die Chancen, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: 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.
- Nach einer mehrjährigen Schwächephase hat die Margenentwicklung 2021 eine eindrucksvolle Wende vollzogen.
- Komfortable Eigenkapitalquote von fast 60 Prozent und geringe Nettoverschuldung.
- Attraktive Dividendenrendite.
- Erfahrener Vorstand seit vielen Jahren im Amt.

Chancen

- Der sehr große Auftragsbestand bietet eine exzellente Basis für weiteres Wachstum in 2022.
- Nach den Corona-Verwerfungen könnte sich 2022 und in Zukunft das trendmäßig starke Wachstum in der Medizintechnik fortsetzen.
- Steigende Anforderungen an Produktionsprozesse erhöhen trendmäßig den Bedarf an hochqualitativen und flexiblen Verbindungssystemen.
- Dank der optimierten Kostenstrukturen könnte die Fortsetzung des Umsatzwachstums 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 der jüngsten Fortschritte liegt die Profitabilität noch klar unter den früher erreichten Werten.
- Die Nutzung der Synergiepotenziale im Konzern ist noch ausbaufähig.
- Ein sehr breites Sortiment und ein hoher Anteil kundenindividueller Produkte sorgen für eine hohe Komplexität.
- Das personalintensive Geschäft mit der Luftfahrtbranche wird schon länger von Kapazitäts- und Personalkostenproblemen belastet, der zwischenzeitliche Corona-Einbruch hat die Situation zusätzlich verkompliziert.
- Der hohe Umsatzanteil mit Kunden aus dem Maschinen- und Automobilbau sorgt noch für eine spürbare Konjunkturabhängigkeit.

Risiken

- Durch den russischen Überfall auf die Ukraine und die in Reaktion darauf verhängten Sanktionen haben die konjunkturellen Risiken massiv zugenommen.
- Zudem könnten dadurch auch die schon im letzten Jahr spürbaren Lieferengpässe und Preissteigerungen von Vorprodukten an Intensität gewinnen.
- Auch die Personalverfügbarkeit könnte das Wachstum hemmen und/oder die Margenziele gefährden.
- Die Dynamik in den USA und in China könnte trotz der Verbesserung in den letzten Jahren unter den Erwartungen bleiben.
- Die M&A-Aktivitäten bergen zusätzliche Preis- und Integrationsrisiken.
- Der Restart des wiedereröffneten tschechischen Standorts könnte schwieriger verlaufen als erwartet.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 44,5 | 44,9 | 45,3 | 45,4 | 45,6 | 45,8 | 45,9 | 46,0 | 46,1 |
| 1. Immat. VG | 13,1 | 13,2 | 13,3 | 13,4 | 13,5 | 13,5 | 13,6 | 13,6 | 13,6 |
| 2. Sachanlagen | 31,3 | 31,5 | 31,8 | 31,8 | 31,9 | 32,1 | 32,2 | 32,2 | 32,3 |
| II. UV Summe | 34,7 | 36,6 | 39,0 | 41,8 | 44,5 | 46,8 | 49,3 | 52,2 | 55,4 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 45,0 | 48,3 | 52,4 | 56,9 | 61,3 | 65,5 | 70,1 | 75,2 | 80,7 |
| II. Rückstellungen | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,7 | 2,0 | 2,2 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 24,7 | 23,1 | 21,4 | 19,4 | 17,4 | 15,2 | 12,9 | 10,4 | 7,7 |
| 2. Kurzfristiges FK | 9,3 | 9,5 | 9,7 | 9,9 | 10,1 | 10,3 | 10,5 | 10,7 | 10,8 |
| BILANZSUMME | 79,3 | 81,5 | 84,2 | 87,2 | 90,1 | 92,5 | 95,2 | 98,2 | 101,5 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 79,1 | 83,8 | 90,1 | 96,4 | 103,2 | 109,3 | 114,8 | 120,5 | 126,6 |
| Rohertrag | 53,7 | 56,3 | 60,7 | 65,1 | 69,8 | 74,2 | 78,1 | 82,2 | 86,5 |
| EBITDA | 10,3 | 11,7 | 13,1 | 14,1 | 15,3 | 16,4 | 17,4 | 18,5 | 19,6 |
| EBIT | 5,3 | 7,1 | 8,5 | 9,5 | 10,6 | 11,6 | 12,6 | 13,6 | 14,8 |
| EBT | 4,6 | 6,4 | 7,7 | 8,7 | 9,8 | 10,9 | 12,0 | 13,2 | 14,5 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 3,3 | 4,5 | 5,4 | 6,1 | 6,9 | 7,6 | 8,4 | 9,2 | 10,1 |
| JÜ | 3,3 | 4,4 | 5,4 | 6,0 | 6,8 | 7,6 | 8,3 | 9,1 | 10,0 |
| EPS | 0,34 | 0,45 | 0,55 | 0,62 | 0,70 | 0,77 | 0,85 | 0,94 | 1,03 |

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ | 6,8 | 8,8 | 9,7 | 10,4 | 11,1 | 11,9 | 12,6 | 13,4 | 14,2 |
| CF aus Investition | -3,5 | -4,9 | -5,0 | -4,8 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 |
| CF Finanzierung | -4,1 | -3,5 | -3,9 | -4,4 | -5,4 | -6,5 | -7,1 | -7,7 | -8,3 |
| Liquidität Jahresanfa. | 9,2 | 9,5 | 9,9 | 10,7 | 11,9 | 12,7 | 13,1 | 13,6 | 14,4 |
| Liquidität Jahresende | 9,5 | 9,9 | 10,7 | 11,9 | 12,7 | 13,1 | 13,6 | 14,4 | 15,4 |

Kennzahlen

| Prozent | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum | 10,0% | 6,0% | 7,5% | 7,0% | 7,0% | 6,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Rohermargemarge | 67,9% | 67,2% | 67,4% | 67,5% | 67,7% | 67,8% | 68,0% | 68,2% | 68,3% |
| EBITDA-Marge | 13,0% | 14,0% | 14,5% | 14,7% | 14,8% | 15,0% | 15,2% | 15,3% | 15,5% |
| EBIT-Marge | 6,8% | 8,5% | 9,4% | 9,8% | 10,3% | 10,6% | 11,0% | 11,3% | 11,7% |
| EBT-Marge | 5,8% | 7,6% | 8,6% | 9,0% | 9,5% | 10,0% | 10,4% | 10,9% | 11,4% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 4,2% | 5,3% | 6,0% | 6,3% | 6,6% | 6,9% | 7,2% | 7,6% | 7,9% |

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------|--------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| WACC | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 5,8% | 16,69 | 14,96 | 13,58 | 12,46 | 11,53 |
| 6,3% | 14,39 | 13,07 | 11,99 | 11,09 | 10,34 |
| 6,8% | 12,57 | 11,53 | 10,67 | 9,94 | 9,32 |
| 7,3% | 11,09 | 10,26 | 9,56 | 8,96 | 8,44 |
| 7,8% | 9,87 | 9,19 | 8,61 | 8,12 | 7,68 |

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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 05.04.2022 um 12:35 Uhr fertiggestellt und am 05.04.2022 um 13:00 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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 09.03.2022 | Buy | 10,60 Euro | 1), 3) |
| 12.11.2021 | Buy | 10,60 Euro | 1), 3) |
| 12.08.2021 | Buy | 9,60 Euro | 1), 3) |
| 14.05.2021 | Buy | 9,60 Euro | 1), 3) |
| 12.04.2021 | Buy | 9,20 Euro | 1), 3) |
| 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) |

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

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.