

05. Juli 2023
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Masterflex SE

Umsatzverdopplung bis 2030 erscheint
gut erreichbar

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 11,30 € | Kursziel: 14,20 € (zuvor: 14,00 €)

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
Finanzen.....	14
Equity-Story	18
DCF-Bewertung.....	21
Fazit	23
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	24
Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	25
Impressum & Disclaimer.....	26

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Gelsenkirchen
Branche:	Hightech-Schläuche
Mitarbeiter:	ca. 620
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	MZX:GR
ISIN:	DE0005492938
Kurs:	11,30 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	9,75 Mio. Stück
Market-Cap:	110,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	129,0 Mio. Euro
Free Float:	42 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	12,70 / 5,94 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	44,2 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Masterflex ist ein weltweit führender Anbieter von High-Tech-Schlauchverbindungen. Das Unternehmen fokussiert sich dabei insbesondere auf beratungsintensive, oft kundenindividuelle Lösungen und kann sich damit erfolgreich vom Wettbewerb absetzen. Der Erfolg dieser Positionierung macht sich auch in den Zahlen bemerkbar. Vor allem in den letzten Jahren hat die Dynamik deutlich zugenommen. Nach einem Wachstum um 10 Prozent im Jahr 2021 ist der Umsatz 2022 um 27 Prozent auf 100,3 Mio. Euro gestiegen, womit das ursprünglich erst für 2024 angestrebte Umsatzziel von 100 Mio. Euro zwei Jahre früher erreicht wurde. Noch beeindruckender war die Ergebnisentwicklung der letzten zwei Jahre. Die EBIT-Marge, die 2020 bei 4,4 Prozent ihren langjährigen Tiefpunkt markiert hatte, erreichte letztes Jahr mit 11,4 Prozent zum ersten Mal seit 2014 wieder den zweistelligen Bereich. Und auch die weiteren Perspektiven sind vielversprechend. Masterflex verspürt in allen adressierten Märkten eine robuste Nachfrage und traut sich zu, den Umsatz bis 2030 (unter Einrechnung von Zukäufen) auf rund 200 Mio. Euro zu verdoppeln, wobei die Marge dauerhaft klar im zweistelligen Bereich gehalten werden soll.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	71,9	79,1	100,3	108,8	116,4	124,6
EBIT (Mio. Euro)	2,3	5,3	11,4	12,5	13,9	15,4
Jahresüberschuss	0,8	3,3	7,8	8,4	9,4	10,5
EpS	0,08	0,34	0,80	0,87	0,97	1,08
Dividende je Aktie	0,08	0,12	0,20	0,27	0,39	0,54
Umsatzwachstum	-10,1%	10,0%	26,8%	8,5%	7,0%	7,0%
Gewinnwachstum	-68,7%	313,9%	137,0%	8,6%	11,8%	11,5%
KUV	1,53	1,39	1,10	1,01	0,95	0,88
KGV	139,0	33,6	14,2	13,0	11,7	10,5
KCF	9,5	16,2	10,9	8,2	7,6	7,1
EV / EBIT	55,3	24,1	11,3	10,3	9,3	8,4
Dividendenrendite	0,7%	1,1%	1,8%	2,4%	3,4%	4,8%

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.
- **Umsatzziel vorzeitig erreicht:** In der Vergangenheit konnte Masterflex die gute Positionierung in ein hohes und stetiges Umsatzwachstum ummünzen. Mit Ausnahme des ersten Corona-Jahres ist das Unternehmen seit mehr als zehn Jahren kontinuierlich gewachsen, in den letzten beiden Jahren sogar mit einer deutlich steigenden Dynamik. Nach einem Umsatzsprung um 27 Prozent im Jahr 2022 hat Masterflex sogar zwei Jahre früher als geplant die Marke von 100 Mio. Euro überschritten.
- **EBIT-Marge wieder zweistellig:** In Kombination mit den positiven Effekten der 2019 und 2020 umgesetzten Kostensenkungs- und Effizienzerhöhungsprogramme sorgte das Umsatzwachstum der letzten beiden Jahre für eine massive Ergebnisverbesserung. Die EBIT-Marge, noch 2020 auf 4,4 Prozent gesunken, erreichte 2022 11,4 Prozent und damit zum ersten Mal seit 2014 wieder den zweistelligen Bereich.
- **Umsatzverdopplung abgestrebt:** Das starke Wachstum will Masterflex auch in den nächsten Jahren beibehalten und strebt bis 2030, unter Einrechnung von Akquisitionen, eine Umsatzverdopplung auf rund 200 Mio. Euro an. Dieses Jahr sollen die Erlöse auf 103 bis 110 Mio. Euro steigen und ein EBIT zwischen 11 und 14 Mio. Euro ermöglichen. Der gelungene Start in das aktuelle Jahr unterstreicht die Ziele. Der Umsatz erhöhte sich im ersten Quartal um 16 Prozent auf 27,6 Mio. Euro, während die EBIT-Marge um 2,5 Prozentpunkte auf 15,0 Prozent gestiegen ist.
- **Geschäftsmodell in Richtung Nachhaltigkeit erweitert:** Zukünftig will Masterflex, auch über Partner, die Rücknahme und die Wiederverwertung der Produkte ebenfalls abdecken und damit das Geschäftsmodell im Sinne des Kreislaufgedankens nachhaltiger aufstellen.
- **Weiteres Kurspotenzial:** Wir sehen bei Masterflex eine gute Marktposition, eine schlüssige und praxisbewährte Wachstumsstrategie, eine solide Bilanz und eine gute Führung. Zusammen mit dem signifikanten Kurspotenzial bis 14,20 Euro rechtfertigt dies weiterhin 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.
- Nach einer mehrjährigen Schwächephase hat sich die Margenentwicklung seit 2021 eindrucksvoll verbessert. 2022 wurde mit 11,4 Prozent die höchste EBIT-Marge seit zehn Jahren erwirtschaftet, in Q1 2023 betrug sie sogar 15 Prozent.
- Komfortable Eigenkapitalquote von fast 60 Prozent und geringe Nettoverschuldung.
- Erfahrener Vorstand seit vielen Jahren im Amt.

Chancen

- Nach den Corona-Verwerfungen könnte sich das trendmäßig starke Wachstum in der Medizintechnik nun 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.
- Aus dem Hero@Zero-Programm könnten sich für Masterflex Wettbewerbsvorteile ergeben und neue Geschäftspotenziale entstehen.
- In dem zersplitterten Markt will Masterflex weiter auch über Akquisitionen wachsen.

Schwächen

- Die Internationalisierungsbemühungen haben die Erwartungen noch nicht vollumfänglich erfüllt. Dies gilt insbesondere für Asien, aber auch für Amerika, wo sich das Wachstum zuletzt aber beschleunigt und verstetigt hat.
- 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 wurde wiederholt von Kapazitäts- und Personalkostenproblemen belastet. Es bleibt abzuwarten, ob die aktuelle Verbesserung dauerhaft ist.
- Der hohe Umsatzanteil mit Kunden aus dem Maschinen- und Automobilbau sorgt noch für eine spürbare Konjunkturabhängigkeit.

Risiken

- Durch die geopolitische Lage und starke Leitzinserhöhungen der Zentralbanken haben die konjunkturellen Risiken zugenommen.
- Weitere Preissteigerungen bei Energie und Kunststoffen sind denkbar.
- Die Lohninflation könnte sich verselbständigen und weiter an Dynamik gewinnen.
- Eine begrenzte Personalverfügbarkeit könnte das Wachstum hemmen und/oder die Margenziele gefährden.
- Das Geschäft in China könnte unter den zunehmenden geopolitischen Spannungen leiden.
- Die M&A-Aktivitäten bergen zusätzliche Preis- und Integrationsrisiken.

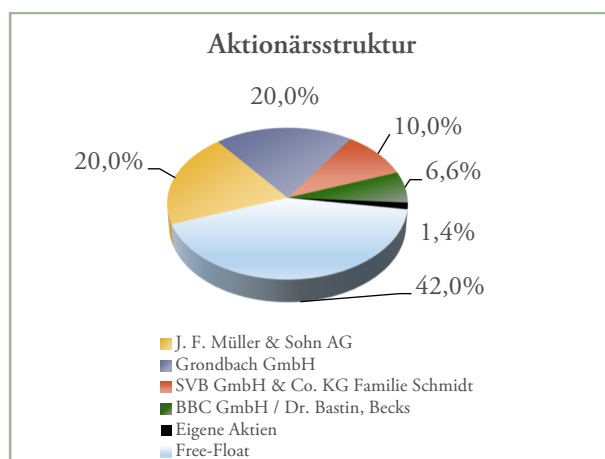
Profil

Anerkannter Weltmarktführer

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, IT, Technologie & Innovation, Betrieb und Digitalisierung verantwortet. Als CFO fungiert seit Mitte 2009 Herr Mark Becks, dem die Aufgaben Finanzen, Einkauf, Qualitätsmanagement/Prozesse, Human Resources, 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 die zwei größten Pakete mit jeweils 20,0 Prozent von der Grondbach GmbH und der J.F. Müller & Sohn AG gehalten werden. 1,4 Prozent der Aktien hält Masterflex selbst, der Streubesitz beläuft sich auf 42,0 Prozent.

Positionierung im High-End-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 an, das unter dem Namen AMPIUS vermarktet wird. Die Lösung, die seit 2019 bei ersten Kunden eingesetzt wird und mit der 2022 ein Umsatz von „mehreren Hunderttausend Euro“ er-

zielt wurde, ermöglicht es, Informationen 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 einem 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

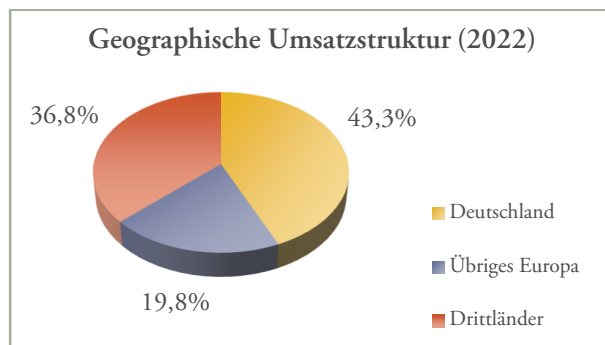
In Konsequenz der vielfältigen Einsatzmöglichkeiten für die Masterflex-Schläuche weist die Kundenstruktur des Unternehmens eine breite Streuung auf. Dies gilt sowohl hinsichtlich der relativen Bedeutung einzelner Kunden als auch bezüglich der Branchenstruktur der Kundenkartei. So machen die zehn größten Kunden weniger als 20 Prozent des Umsatzes aus. Traditionell stellen der Maschinenbau (insb. Prozessindustrie und Robotik), die Luftfahrt und auch der Automobilbau wichtige Absatzbranchen dar, doch in den letzten Jahren ist auch die Bedeutung der Bereiche Life Sciences (Labortechnik, Pharmazie, Lebensmittelindustrie), Erneuerbare Energien, Halbleiterindustrie und Medizintechnik gestiegen. So hat das Ge-

schäft mit Kunden aus der Medizintechnik seinen Beitrag zum Konzernumsatz zwischen 2008 und 2019 mehr als verdoppelt (auf 16,6 Prozent). 2020 sorgte die Corona-Pandemie (unter anderem in Form der Nachfrage nach Schläuchen für Beatmungsgeräte) für einen weiteren Anstieg auf 19,6 Prozent, seitdem hat sich das Gewicht der Branche am Gesamtumsatz aber wieder auf 17 Prozent normalisiert. Die breite Funktionsvielfalt und das große Spektrum an Eigenschaften erschließen Masterflex auch immer wieder den Zugang zu neuen Anwendungen. Unter anderem hat das Unternehmen einen Auftrag aus Saudi-Arabien erhalten, in dessen Rahmen für die dort geplanten Elektrolyseanlagen (für die neue Megastadt NEOM) bis zu 3 Millionen Schrauben zwecks Korrosionsschutzes mit einem perfluorierten Schlauch beschichtet werden sollen. Die Umsatzerwartung aus diesem Projekt beziffert Masterflex auf knapp 0,5 Mio. Euro.

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 20 Gesellschaften im In- und Ausland (davon 14 operativ tätig), die rund 620 Mitarbeiter an weltweit 13 Standorten beschäftigen. Von den Töchtern 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 die Tochter Matzen & Timm inne, die in einem stark projektgetriebenen Geschäft die Luftfahrtindustrie und die Bahntechnikhersteller mit sehr leichtgewichtigen und extrem schwer entflammbar Schläuchen beliefert. Das jüngste Konzernmitglied ist die APT Advanced Poly-

mer 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) sowie Analyse- und Labortechnik bedient werden. Auch ist APT für den oben genannten Auftrag aus Saudi-Arabien verantwortlich.



Quelle: Unternehmen

Globale Präsenz

Als deutscher Mittelständler hat Masterflex seinen geographischen Schwerpunkt noch im Heimatmarkt und in Europa. 2022 wurden in Deutschland 43,3 Prozent der Erlöse erzielt. Knapp ein Fünftel der Um-

sätze werden im europäischen Ausland erwirtschaftet, während mit Kunden von anderen Kontinenten letztes Jahr rund 37 Prozent Erlöse erzielt wurden. Der mit Abstand größte Teil davon (ca. 22 Prozent) stammt aus Amerika, 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. In Tschechien besteht zudem ein Produktionsstandort der Tochter Matzen & Timm, der als verlängerte Werkbank des Hauptstandorts von M&T in Norderstedt fungiert. Darüber hinaus werden in Singapur, Bèlignieux (Frankreich) sowie im schwedischen Kungsbacka reine Vertriebsstandorte unterhalten. Mit Ausnahme von Houston, das neben dem Stammsitz Gelsenkirchen, Düsseldorf, Halberstadt und Norderstedt zu den Hauptproduktionsstandorten des Konzerns zählt, werden an den Auslandsstandorten nur begrenzte Sortimente hergestellt, so dass auch das klassische Exportgeschäft eine wichtige Rolle spielt.

Marktumfeld

Marktpotenzial in Milliardenhöhe

Der Gesamtmarkt für Schläuche in Amerika, Europa und Asien dürfte sich nach – älteren – Schätzungen von Masterflex auf deutlich über 20 Mrd. Euro belaufen, wovon allerdings der Löwenanteil auf niedrigmargige Massenware für Anwendungen mit geringen Anforderungen entfällt, wie etwa Garten- oder Reifenschläuche. Das für Masterflex relevante Segment der Spezialschläuche, in dem anspruchsvolle und hochpreisige Sonderanwendungen, Kleinserien und kundenspezifische Lösungen gehandelt werden, macht weniger als 10 Prozent des gesamten Marktes aus. Als besonders groß und wachstumsstark gelten hierbei die USA. Die Schläuche finden Anwendung in nahezu allen wichtigen Wirtschaftssektoren, weswegen die Konjunkturabhängigkeit weitgehend dem volkswirtschaftlichen Durchschnitt entspricht.

Unterschiedliche Wachstumstreiber

Entsprechend der vielfältigen Einsatzbereiche für Hochleistungsschläuche lassen sich 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 wachstumsstarken 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 Gruppe aus Gelsenkirchen. Das Unternehmen, das in diesem März mehrheitlich von der Beteiligungsgesellschaft Nalka DACH Investments SA erworben wurde, ist nach Angaben des bisherigen Mehrheitseigners Triton zwischen 2018 und 2022 auch mit Hilfe von drei Zukäufen um 170 Prozent gewachsen und hat letztes Jahr mit seinen rund 400 Mitarbeitern weit über 100 Mio. Euro Erlöst – dies allerdings im Vergleich mit Masterflex im deutlich größeren Umfang im Geschäft mit Standard-schläuchen. Weitere Konkurrenten sind 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 15 Unternehmen in mehreren europäischen Ländern, Nordamerika und China besteht und unter anderem auch als Anbieter von Schläuchen

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

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 als Teil der Arterex-Gruppe, Optinova aus Schweden, Medi-Line aus Belgien und der französische Mischkonzern Saint Gobain. Schon diese kurze 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. Diese wurde nicht zuletzt im letzten Jahr deutlich, als es Masterflex nahezu problemlos gelungen ist, die starke Kostendynamik im Bereich der Vorprodukte, der Energie und der Logistik an die Kunden weiterzureichen.

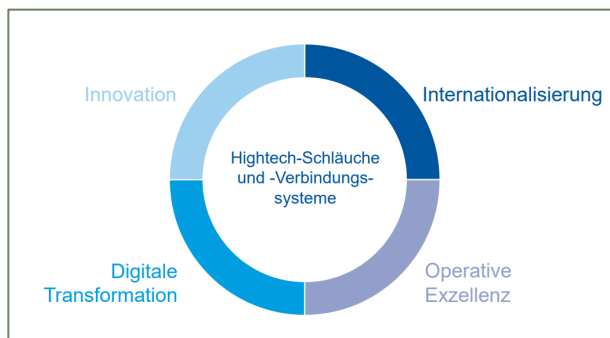
Steigende Transparenz erhöht Preisdruck

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

Umsatzverdopplung bis 2030

Die Wachstumsstrategie von Masterflex beruhte bisher auf den vier Säulen Innovation, Internationalisierung, digitale Transformation und operative Exzellenz. Mit diesen vier ineinandergreifenden strategischen Stoßrichtungen ist das Unternehmen in den letzten Jahren kontinuierlich (mit Ausnahme des ersten Corona-Jahres) gewachsen und hat seit 2017 den Umsatz in Summe um mehr als ein Drittel auf über 100 Mio. Euro gesteigert. Damit wurde das mittelfristige Wachstumsziel zwei Jahre schneller erreicht als geplant, das nächste Ziel liegt in der Verdopplung auf 200 Mio. Euro bis zum Jahr 2030, wobei ein signifikanter Teil dieses Wachstums mit Akquisitionen bewerkstelligt werden soll. Inwiefern die jüngst verkündete Erweiterung der Strategie um die Komponente „Kreislaufwirtschaft“ (siehe unten) zu dieser Zielsetzung beitragen oder gar ein noch höheres Wachstumstempo ermöglichen wird, bleibt abzuwarten, noch befindet sich das Konzept in einer frühen Phase.



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 Innovationstempo 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 2020 Lösungen für die Halbleiterindustrie entwickelt, mit denen nun auch diese dynamische Branche systematisch adressiert wird und die bereits für Erlöse im deutlich siebenstelligen Bereich sorgen. 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 un-

ter 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. Darüber hinaus stellt die AMPIUS-Technologie die Basis für die kürzlich vorgestellten Aktivitäten rund um das Recycling der eigenen Schläuche dar, mit dem der Ressourceneinsatz signifikant reduziert und das Geschäftsmodell noch nachhaltiger ausgestaltet werden soll.

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 Luftfeuchtigkeit reagiert, automatisiert an diese anzupassen und damit das Erfahrungswissen personengebunden 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.

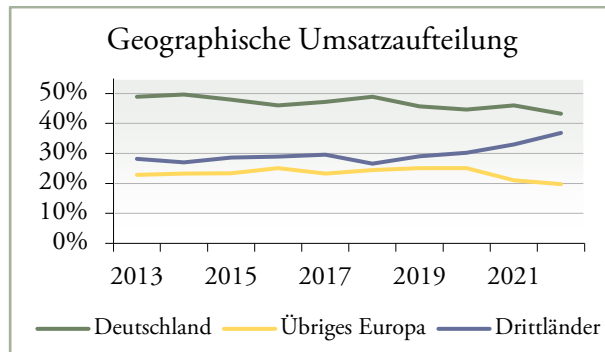
Operative Exzellenz

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 standortübergreifenden Zusammenarbeit und die Nutzung der Synergien im Einkauf und im Vertrieb. Eine wesentliche Verbesserung im Hinblick auf die operative Exzellenz brachte das 2019 und 2020 unter dem Namen „Back to Double Digit“ (B2DD) umgesetzte Effizienzsteigerungsprogramm. Im Zuge dessen wurden zahlreiche interne Prozesse und organisatorische Strukturen optimiert, wodurch die Mitarbeiterproduktivität erheblich gesteigert werden konnte. Um das Ziel einer zweistelligen EBIT-Marge, die 2022 nach sieben Jahren Pause wieder erreicht wurde, dauerhaft abzusichern, soll auch zukünftig ein verstärktes Augenmerk auf die Entwicklung der Mitarbeiterproduktivität gerichtet sein, u.a. wurde deswegen die Effizienzverbesserung als ein laufender Prozess in sämtlichen Konzernteilen etabliert.

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. Dass sich der Anteil des außereuropäischen Geschäfts („Drittländer“) in den letzten fünf Jahren um mehr als 10 Prozentpunkte auf knapp 37 Prozent erhöht hat, liegt vor allem an der Entwicklung in Amerika und dort insbesondere in den USA, wo die Entwicklung 2020 entgegen dem rückläufigen Konzernumsatz stabil und 2021 sowie 2022 klar überdurchschnittlich dynamisch war. An Gewicht verloren hat hingegen in den letzten Jahren das europäische Ausland, was unter anderem an dem schwierigen Geschäft in Frankreich lag. Masterflex hat

zwar die Bemühungen um die Erschließung weiterer europäischer Märkte wie Italien, Spanien und Portugal intensiviert, die im Erfolgsfall direkt aus Deutschland beliefert werden sollen, doch der Hauptfokus der Internationalisierung ist weiterhin auf Asien und auf die USA gerichtet. Gerade im Amerikageschäft sieht das Management angesichts der Marktgröße noch ein beträchtliches Potenzial.



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 ent-

sprechend der aktuellen Strategie rund 70 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-Polymeren beherrschen und/oder Systemlösungen anbieten. Geographisch zielt Masterflex auf die Regionen Europa und Nordamerika, während kundenseitig eine Verstärkung in den Zielbranchen Medizintechnik, Nahrungsmittel oder Labor/Pharma/Biotechnologie angestrebt wird, um die Bestrebungen zur Reduktion der Konjunktursensibilität des Masterflex-Geschäfts auch anorganisch zu unterstützen.

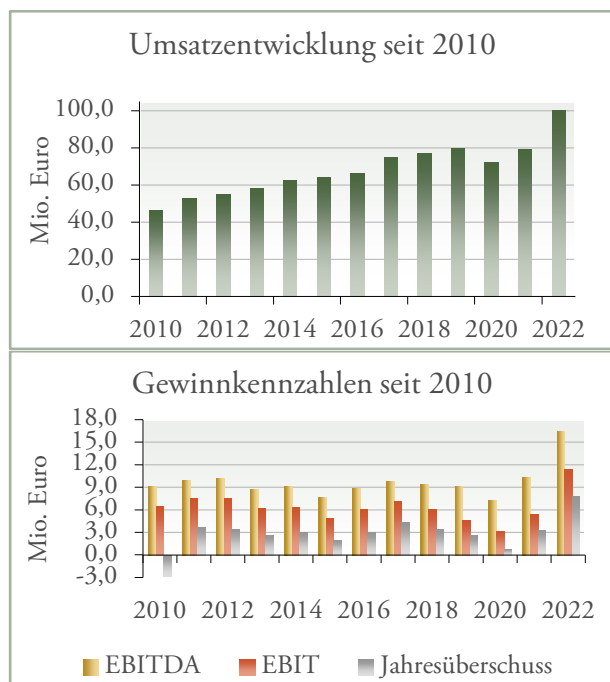
Weiterentwicklung des Geschäftsmodells

Im Frühjahr 2023 hat Masterflex angekündigt, das eigene Geschäftsmodell zukünftig in Richtung eines nachhaltigen Kreislaufwirtschaftskonzepts zu entwickeln. Unter dem Slogan Hero@Zero geht es dabei darum, den eigenen Ressourcenverbrauch zu reduzieren, wobei ein Schwerpunkt der Aktivitäten in der Etablierung geschlossener Stoffkreisläufe für die eigenen Produkte liegen soll. Hierfür will Masterflex u.a. auf der Grundlage der AMPIUS-Technologie den gesamten Lebenszyklus der eigenen Produkte abdecken und damit auch die Entsorgung und das Recycling sicherstellen. Durch diesen Ansatz, für dessen Umsetzung bereits eine langfristig angelegte Kooperation mit dem Entsorgungsspezialisten Remondis geschlossen wurde, könnte sich für Masterflex ein weiteres Umsatzpotenzial ergeben, vorstellbar wäre u.a. die Fortentwicklung des Geschäfts zu einem Product as a Service-Konzept. Nicht minder wichtig ist aber die damit angestrebte frühzeitige Anpassung von Masterflex, aber auch der Kunden, an die künftige umweltpolitische Regulierung, die im Hinblick auf den Umgang mit Kunststoffen voraussichtlich immer strikter werden dürfte.

Finanzen

Umsatzziel vorzeitig erreicht

Seit der Refokussierung auf das aktuelle Kerngeschäft im Jahr 2010 ist Masterflex mit einer CAGR von 6,7 Prozent gewachsen, auf zuletzt 100 Mio. Euro. Die Wachstumsrate schwankte dabei zwischen -10,1 Prozent im ersten Jahr der Corona-Pandemie und +26,8 Prozent im letzten Jahr, als eine fortgesetzte Normalisierung nach Corona, verbunden mit einer robusten Nachfrage und positiven Preiseffekten ein Wachstum in allen adressierten Märkten und Branchen ermöglichte. Mit dieser Dynamik wurde das ursprünglich erst für 2024 anvisierte Ziel einer Umsatzmarke von 100 Mio. Euro bereits zwei Jahre früher erreicht.

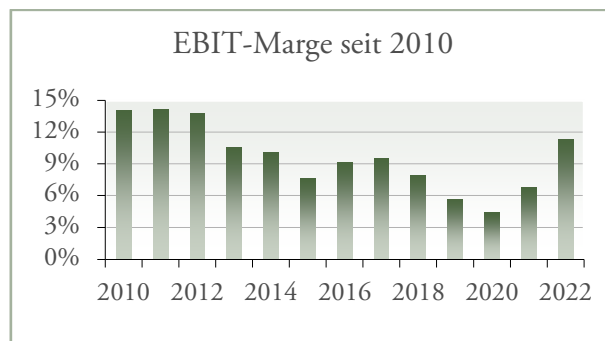


Quelle: Unternehmen

Seit 2011 durchgehend profitabel

Das Umsatzwachstum verbindet Masterflex zuverlässig mit schwarzen Zahlen, seit 2011 ist das Unternehmen auf allen Ergebnisebenen profitabel. Selbst im Jahr 2020, in dem der Umsatz Corona-bedingt stark rückläufig war, konnte ein Gewinn ausgewiesen werden. Mit einer EBIT-Marge von 4,4 Prozent markierte 2020 gleichzeitig den Tiefpunkt einer mehrjäh-

rigen Phase, in der Masterflex das selbstgesteckte Ziel einer zweistelligen EBIT-Marge verfehlt hatte. Konnten zwischen 2010 und 2014 durchgehend zweistellige Werte mit einem Maximum von 14,1 Prozent (2011) erwirtschaftet werden, folgte anschließend ein schrittweiser Rückgang bis auf die genannten 4,4 Prozent im Jahr 2020. Allerdings überdeckte hier die schwache Umsatzentwicklung die bereits erzielten Effizienzgewinne und Produktivitätsfortschritte, die umso mehr mit dem anschließenden Aufschwung zum Vorschein kamen. 2021 erhöhte sich die EBIT-Marge auf 6,8 Prozent, um 2022 mit 11,4 Prozent wieder in den zweistelligen Bereich zurückzukehren und das höchste Niveau seit 2012 zu markieren.

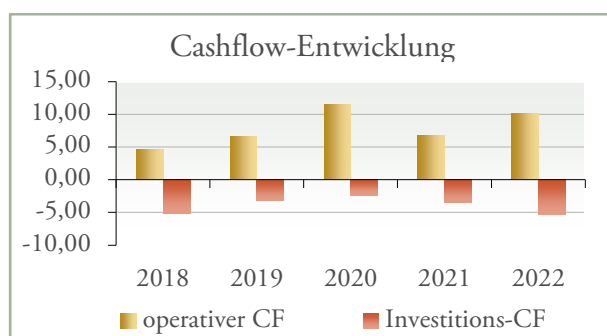


Quelle: Unternehmen

Hohe Cashflow-Überschüsse

Die solide Profitabilität spiegelt sich auch in den Cashflow-Zahlen wider. Genauso wie das Ergebnis, fällt auch der operative Cashflow jedes Jahr klar positiv aus, zumal er auch von den hohen Abschreibungen auf die Produktionsanlagen profitiert. Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre erreichte der operative Cashflow-Überschuss knapp 10,0 Prozent der jeweiligen Umsätze, in Summe wurde seit 2018 ein positiver Cashflow in Höhe von fast 40 Mio. Euro erwirtschaftet. Dem stehen in Summe 19,4 Mio. Euro an investitionsbedingten Auszahlungen gegenüber, in denen sich die Erweiterung und Modernisierung der Produktionskapazitäten sowie die Auszahlungen für eine Akquisition im Jahr 2019 widerspiegeln. Im letzten

Geschäftsjahr folgte der operative Cashflow der Gewinnentwicklung und hat sich deutlich von 6,8 auf 10,1 Mio. Euro erhöht, obwohl die stärkere Bevorratung kritischer Vorprodukte und die gestiegenen Einkaufspreise für eine deutliche Zunahme der Vorräte gesorgt haben. Ebenfalls erhöht haben sich 2022 die Auszahlungen für Investitionen (von -3,5 auf -5,9 Mio. Euro; u.a. wurden die Reinraumkapazitäten weiter ausgebaut), in Summe legte aber der Free-Cashflow um 44 Prozent auf 4,8 Mio. Euro zu und blieb damit zum fünften Mal in Folge klar positiv.



Quelle: Unternehmen

Breiter Aufschwung und positive Preiseffekte

Nachdem Masterflex 2020 und 2021 von Diversifikationseffekten im Portfolio der adressierten Märkte profitiert hatte (2020 sorgte die Nachfrage aus der Medizintechnik für eine Stabilisierung, während 2021 die Erholung der klassischen Industrien das Geschäft belebte), beruhte das letztjährige Wachstum auf einer breiten Basis, so dass nach Unternehmensangaben alle Konzerngesellschaften ihre Erlöse steigern konnten. Besonders dynamisch entwickelte sich das Luftfahrtgeschäft der Tochter Matzen & Timm, die sich nicht zuletzt dank der Wiedereröffnung des Standorts in Tschechien nach der Schwäche im Vorjahr sehr stark erholt hat. In geographischer Hinsicht war erneut das US-Geschäft der Wachstumstreiber des Konzerns. Masterflex begründet dies mit der hohen Nachfrage im Geschäft mit Schläuchen für Heizungs-, Ventilations- und Klimatisierungsanlagen, darüber hinaus sorgte aber auch die Euro-Abwertung für eine rechnerische Zunahme der im Dollarraum erzielten Erlöse. Einen deutlich stärkeren Umsatzeffekt als die Währungsschwankungen hatte aber die Weitergabe der

deutlichen Materialkostensteigerungen an die eigenen Kunden. Masterflex beziffert den Beitrag des positiven Preiseffekts auf etwas mehr als die Hälfte der ausgewiesenen Erlössteigerung

Geschäftszahlen	GJ 21	GJ 22	Änderung
Umsatz	79,07	100,27	+26,8%
EBITDA	10,25	16,43	+60,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	13,0%	16,4%	
EBIT	5,34	11,38	+113,0%
<i>EBIT-Marge</i>	6,8%	11,4%	
EBT	4,59	10,81	+135,4%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	5,8%	10,8%	
Nettoergebnis	3,30	7,83	+137,1%
<i>Netto-Marge</i>	4,2%	7,8%	
Free-Cashflow	3,35	4,82	+44,1%

Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge wieder zweistellig

Da die Preisweitergabe naturgemäß aber mit einer Verzögerung erfolgt, ist der Anstieg der Materialkosten letztes Jahr überproportional zum Umsatz ausgefallen, so dass die Materialaufwandsquote (zum Umsatz) auf 34,6 Prozent und damit auf das höchste Niveau der letzten zehn Jahre gestiegen ist. Im Gegensatz dazu blieb der Anstieg der anderen Aufwandsarten teils deutlich hinter der Umsatzentwicklung. Insbesondere konnte der Zuwachs des Personalaufwands auf knapp 11 Prozent begrenzt werden. Deutlich stärker als das, aber immer noch unterproportional zum Umsatz, sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gestiegen, die aufgrund der vielfältigen inflationären Tendenzen um 26 Prozent zugenommen haben. Zusammen mit den nahezu stabilen Abschreibungen (+2 Prozent) ergibt sich daraus eine in Summe nur moderate Kostenentwicklung, die ein EBIT-Wachstum um 113 Prozent auf 11,4 Mio. Euro und die bereits erwähnte Rückkehr der EBIT-Marge in den zweistelligen Bereich ermöglichte. Bei einem von knapp -0,8 auf unter -0,6 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis führte dies zu einer Zunahme des EBT um 135 Prozent auf 10,8 Mio. Euro. Der Gewinn nach Steuern und Minderheiten erhöhte sich fast im

Gleichschritt damit um 137 Prozent auf 7,8 Mio. Euro.

Starker Start ins laufende Jahr

Die hohe Dynamik aus 2022 hat sich auch im ersten Quartal 2023 fortgesetzt, in dem Masterflex den Umsatz um 16 Prozent auf 27,6 Mio. Euro steigern konnte. Einmal mehr berichtete das Unternehmen von Zuwächsen in allen adressierten Märkten und Branchen, wobei sich die Regionen Asien, USA und Brasilien sowie die Zielbranchen Luftfahrt, Life Science und Halbleitertechnik besonders dynamisch entwickelt haben. Darüber hinaus hat der Umsatz, wie schon 2022, von den spürbaren Preiserhöhungen, mit denen die gestiegenen Materialkosten an die Kunden weitergegeben wurden, profitiert.

Materialaufwandsquote niedriger

Dieser Kostenanstieg hat sich inzwischen beruhigt, was in Kombination mit den höheren Verkaufspreisen und mit einer vorteilhaften Umsatzzusammensetzung (mehr hochmarginale Produkte) zu einem deutlichen Rückgang der Materialaufwandsquote auf 32,4 Prozent und damit auf das niedrigste Niveau seit Q2 2021 geführt hat. Im Vorjahresvergleich ebenfalls leicht gesunken ist im ersten Quartal die Personalaufwandsquote (33,1 nach 33,6 Prozent). Deutlich überproportional hat sich hingegen der sonstige betriebliche Aufwand erhöht, der vor allem aufgrund der im Vorjahresvergleich höheren Fracht- und Energiekosten mit 4,5 Mio. Euro ein Viertel höher lag als vor einem Jahr. Hier dürfte aber im weiteren Jahresverlauf die Stärke der Zunahme deutlich abnehmen, weil die entsprechenden Vergleichs quartale aus 2022, anders als der Großteil von Q1 2022, hiervon ebenfalls bereits betroffen waren.

EBIT-Marge auf Rekordhöhe

Doch die Verbesserung der Personalaufwandsquote und vor allem der Materialaufwandsquote war in Summe deutlich ausgeprägter, weswegen das EBITDA um knapp 29 Prozent (auf 5,4 Mio. Euro) und das EBIT sogar um 38 Prozent (auf 4,1 Mio. Euro) zugelegt haben. Damit hat sich die EBIT-Marge um 2,4 Prozentpunkte auf den Rekordwert

von 15,0 Prozent erhöht. Der Quartalsgewinn verbesserte sich noch stärker, nämlich um 62 Prozent auf 3,4 Mio. Euro, wozu auch eine Steuerrückzahlung beigetragen hat.

Geschäftszahlen	Q1 22	Q1 23	Änderung
Umsatz	23,9	27,6	+15,6%
EBITDA	4,22	5,42	+28,5%
<i>EBITDA-Marge</i>	17,6%	19,6%	
EBIT	3,0	4,1	+37,8%
<i>EBIT-Marge</i>	12,5%	15,0%	
EBT	2,9	3,9	+34,9%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	12,0%	14,0%	
Nettoergebnis	2,1	3,4	+62,3%
<i>Netto-Marge</i>	8,8%	12,4%	
Free-Cashflow	-2,2	-1,1	-

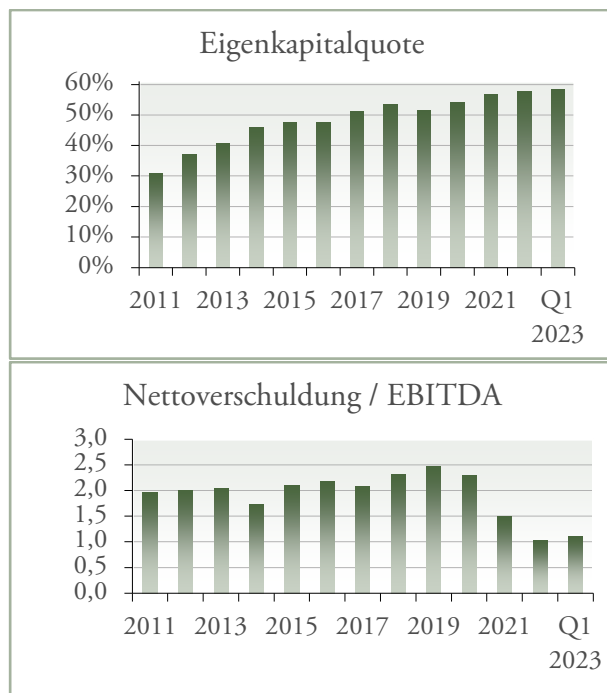
Quelle: Unternehmen

Operativer Cashflow im Plus

Da das erste Quartal typischerweise von einer Häufung unregelmäßiger Auszahlungen wie Versicherungsbeiträgen, Boni und Tantiemen gekennzeichnet ist, war der operative Cashflow der ersten drei Monate in den Vorjahren meistens negativ. Diesmal konnte Masterflex aber auch hier einen positiven Saldo von +0,4 Mio. Euro ausweisen. Bei nur leicht erhöhten Auszahlungen für Investitionen in Höhe von 1,5 Mio. Euro summierte sich der Free-Cashflow des ersten Quartals auf -1,1 Mio. Euro. Zusammen mit den Zahlungen für Zinsen und Leasing (zusammen 0,6 Mio. Euro) führte dies zu einer Abnahme der Liquidität um 1,7 Mio. Euro

Eigenkapitalquote weiter erhöht

Der Quartalsgewinn sorgte für einen weiteren Anstieg des Eigenkapitals, das sich in den ersten drei Monaten um 3,3 auf 55,5 Mio. Euro erhöhte. Gegenüber der Bilanzsumme von 94,5 Mio. Euro entspricht das einer Eigenkapitalquote von 58,5 Prozent, womit diese ihren beständigen Anstieg fortsetzen konnte. Die Finanzverbindlichkeiten (inkl. der Leasing-Verbindlichkeiten) beliefen sich per Ende März auf 26,3 Mio. Euro bzw. 28 Prozent aller Passiva.



Quelle: Unternehmen

Moderate Nettoverschuldung

Saldierte mit den liquiden Mitteln in Höhe von 8,2 Mio. Euro betrug die Nettofinanzverschuldung Ende März 18,0 Mio. Euro, was umgerechnet auf das letztjährige EBITDA einer relativen Verschuldung von lediglich 1,1 entspricht (inkl. der Leasing-Verbindlichkeiten). Dabei bleibt zu bedenken, dass die ersten drei Monate im Geschäftsjahr von Masterflex überdurchschnittlich umsatzstark sind, was in der Regel mit einem hohen Forderungsaufbau einhergeht, weswegen per Ende März die Liquidität im unterjährigen Verlauf in der Regel ihren Tiefpunkt erreicht. Zum Vergleich: zum Jahreswechsel lag sie noch bei 9,7 Mio. Euro, weswegen die relative Verschuldung sogar auf 1,0 gesunken war.

Solide Vermögensstruktur

Sehr solide ist auch die Vermögensseite der Bilanz. Mit 36 Mio. Euro entfällt mehr als ein Drittel aller Assets auf Sachanlagen und hiervon größtenteils auf Grundstücke und Gebäude. Immaterielle Vermögensgegenstände machen nur 13 Mio. Euro (14 Prozent der Bilanzsumme) aus. Die zweitgrößte Aktivposition waren per Ende März mit 23 Mio. Euro (24 Prozent) die Vorräte, die sich seit Ende 2021 wegen der strategischen Vorratshaltung und der Verteuerung überdurchschnittlich erhöht haben. Dahinter folgen mit einem großen Abstand die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (11,8 Mio. Euro).

Nächste Wachstumsphase steht an

Für das laufende Jahr peilt Masterflex Umsatzerlöse von 103 bis 110 Mio. Euro und ein EBIT zwischen 11 und 14 Mio. Euro an, wobei das Unternehmen bei Abwesenheit externer Störungen wie etwa Lieferproblemen, Rezession oder einer starken Material- und Personalverteuerung den oberen Bereich des Prognosekorridors anpeilen will. Die Zuversicht wird auch durch den hohen Auftragsbestand gestützt, der sich in den ersten drei Monaten des Jahres trotz der hohen Umsätze weiter um 1,4 auf 24,2 Mio. Euro erhöhte. Dies ist zwar weniger als vor einem Jahr (26,7 Mio. Euro), für Masterflex-Verhältnisse aber weiterhin außergewöhnlich hoch, weil die Visibilität damit statt des üblichen Monats nun ein Quartal weit reicht. Optimistisch zeigt sich Masterflex auch hinsichtlich der weiteren Perspektiven. Das Ziel, den Umsatz bis 2030 auf rund 200 Mio. Euro zu verdoppeln, wurde nicht nur bestätigt, sondern dahingehend modifiziert, dass nun ein größerer Teil dieses Wachstums organischer Natur sein soll.

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. Wie gefestigt die Marktstellung von Masterflex inzwischen ist, hat nicht zuletzt das letzte Jahr verdeutlicht, in dem das Unternehmen die massiven externen Kostensteigerungen weitgehend reibungslos an die eigenen Kunden weiterreichen konnte.

Stabilität und Kontinuität

Masterflex überzeugt mit einer beachtlichen Kontinuität. 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 die Profitabilität mehrere Jahre hinter dem eigenen Anspruch (zweistellige EBIT-Marge) geblieben war, arbeitet Masterflex im Kerngeschäft seit der Gründung klar profitabel, zuletzt wieder mit sehr deutlich steigenden Margen. Auch personell besteht eine starke Kontinuität, der aktuelle Vorstand ist schon seit 2009 im Amt.

Krisenerprobtes Management

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 langjährige Wachstumsphase, die lediglich durch die Corona-Pandemie für ein Jahr unterbrochen und seit 2021 mit erhöhter Dynamik wieder fortgesetzt wurde. Bemerkenswerterweise ist es dem Management dabei gelungen, auch in dem sehr schwierigen ersten Corona-Jahr schwarze Zahlen auszuweisen. Auch die starke Performance in

dem von hoher Unsicherheit, massiven Kostensteigerungen und einer spürbaren gesamtwirtschaftlichen Abkühlung geprägten Geschäftsjahr 2022 zeugt von der Qualität des Masterflex-Teams.

Profitabel und Cashflow-stark

Das Unternehmen arbeitet durchgehend seit 2011 auf allen Ergebnisebenen profitabel, die durchschnittliche EBIT-Marge unter der Ägide des aktuellen Vorstands beträgt trotz der zwischenzeitlichen Profitabilitätschwäche und der Pandemie beachtliche 9,6 Prozent. Ebenfalls durchgehend positiv ist die Zeitreihe des operativen Cashflows, der sich im Durchschnitt der letzten fünf Jahre auf 10 Prozent der jährlichen Erlöse beläuft.

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 2022 und Anfang 2023 hat sie sich weiter erhöht, auf zuletzt 58,5 Prozent. Die Liquidität ist ebenfalls komfortabel und mit langfristigen Kreditlinien abgesichert. Gleichzeitig liegt die Nettoverschuldung (inkl. der Leasingverbindlichkeiten), die 2022 vom 1,5- auf das 1,0-Fache des EBITDA reduziert werden konnte, im niedrigen 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 Innova-

tionsprozesses reduziert. Damit kann Masterflex 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, die Masterflex unter der Marke AMPIUS vermarktet, ist nur ein Element einer umfassenden Digitalisierungsstrategie, mit der Masterflex sowohl die eigenen Produkte als auch die internen Prozesse digitalisiert und vernetzt, um damit sowohl die Positionierung als Innovationsführer zu unterstreichen als auch, um die eigene Profitabilität zu erhalten und zu verbessern.

Hero@Zero: Synergetische Erweiterung

Darüber hinaus stellt die AMPIUS-Funktionalität die Basis für die kürzlich unter dem Namen Hero@Zero vorgestellte Erweiterung des Geschäftsmodells in Richtung Kreislaufwirtschaft dar. Auf der Grundlage der damit gesammelten Daten über die Produkte soll deren gesamter Lebenszyklus bis zur Rücknahme und Rohstoffrückgewinnung abgedeckt werden. Dadurch erschließt sich Masterflex zusätzliches Umsatzpotenzial, darüber hinaus wird das Geschäftsmodell nachhaltiger aufgestellt und damit im Hinblick auf die zunehmenden umweltpolitischen Regulierungsanforderungen zukunftssicherer gestaltet. Als wichtigen Schritt für die Verwirklichung des Hero@Zero-Konzept ist Masterflex eine langfristige Kooperation mit dem Entsorgungsgiganten Remondis eingegangen, mit der Aufgaben der Rücklauflogistik und der Aufbereitung der zurückgenommenen Schläuche abgedeckt werden sollen.

Präsenz in Wachstumsmärkten

Großes Potenzial für weiteres Wachstum verspricht weiterhin auch die Internationalisierungsstrategie, die in den letzten Jahren gerade in den USA an Tempo gewonnen hat. Mit der Expansion in Amerika und Asien adressiert Masterflex nicht nur große und wachstumsstarke Märkte, sondern sorgt auch für eine geographische Diversifikation, die bereits in der Corona-Krise ihre stabilisierende Wirkung entfaltet hat.

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. In der Corona-Krise hat sich besonders ausgezahlt, dass ein signifikanter und seit Jahren wachsender Anteil der Erlöse mit Kunden aus relativ konjunkturunabhängigen Branchen wie Medizin- und Labortechnik, Pharmazie oder Lebensmittel erzielt wird.

Profitabilität zuletzt deutlich verbessert

Nach der erfolgreichen Umsetzung umfangreicher Effizienzsteigerungsmaßnahmen verfügt Masterflex heute über deutlich schlankere Strukturen als noch Anfang 2019. Dies hat sich in den letzten beiden Jahren bereits sehr deutlich gezeigt, in denen stark überproportionale Gewinnzuwächse erzielt werden konnten. Damit wurde 2022 die Rückkehr der EBIT-Marge in den zweistelligen Bereich vollzogen. Da Masterflex sich hierbei nicht auf einmalige Maßnahmen beschränkt, sondern dauerhafte Prozesse zur Effizienzverbesserung etabliert hat, dürften die erzielten Margenverbesserungen nachhaltig sein.

Erneut ein guter Jahresstart

Wie schon im Vorjahr, ist Masterflex auch 2023 gut in das Jahr gestartet und hat damit die Wachstumsziele für das Gesamtjahr untermauert. Zwischen Januar und März konnte der Umsatz um 16 Prozent auf 27,6 Mio. Euro gesteigert werden, was eine Verbesserung des EBIT um 38 Prozent auf 4,1 Mio. Euro er-

möglichte. Das entspricht einer EBIT-Marge von 15,0 Prozent, dem höchsten Quartalswert seit mindestens zehn Jahren.

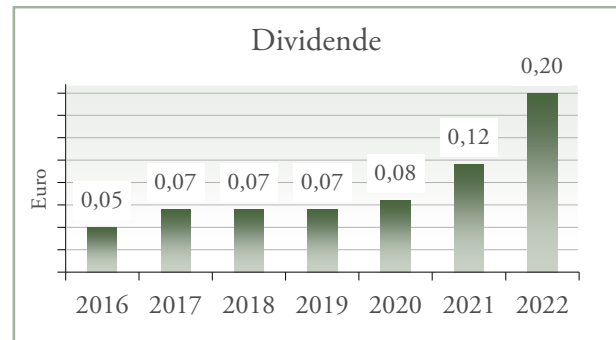
Umsatzverdopplung bis 2030

Eine hohe Dynamik traut sich Masterflex auch für die nächsten Jahre zu und will den Umsatz, auch unter Einschluss weiterer Zukäufe, bis 2030 auf rund 200 Mio. Euro verdoppeln. Dabei soll die EBIT-Marge nachhaltig im zweistelligen Bereich verblieben.

Starkes Dividendenwachstum

Die erfolgreiche Entwicklung zeigt sich auch in der Dividendenpolitik. Seit der Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen im Jahr 2016 hat Masterflex die Ausschüttung mindestens stabil gehalten und in guten Jahren teils deutlich erhöht. Für 2022 wurden 0,20

Euro je Aktie ausgekehrt, zwei Drittel mehr als für 2021 und das Vierfache der Ausschüttung für 2016. Diesem Trend folgend, dürfte die für 2023 und die Zukunft angestrebte Gewinnsteigerung einen deutlichen Niederschlag in der Dividende finden.



Quelle: Unternehmen

DCF-Bewertung

Grundszenario eindrucksvoll bestätigt

Mit einer einjährigen Unterbrechung im ersten Corona-Jahr 2020 folgt Masterflex seit vielen Jahren einem stetigen Wachstumskurs, der zudem in den letzten zwei Jahren zusätzlich an Dynamik gewonnen hat. Darüber hinaus ist es nach einer mehrjährigen Schwächephase seit 2021 eindrucksvoll gelungen, die Profitabilität wieder deutlich zu erhöhen. Insofern hat sich das Basisszenario, das wir der Wertermittlung der Masterflex-Aktie seit Jahren zugrundlegen, bisher als zutreffend erwiesen. Wir halten deswegen hieran fest, zumal die Perspektiven durch die inzwischen erreichten Erfolge in neuen Branchen (Medizintechnik, Halbleiter) und vor allem im US-Markt unseres Erachtens sogar besser sind als noch vor einigen Jahren. Auch die in diesem Frühjahr verkündete Erweiterung des Geschäftsmodells in Richtung eines geschlossenen Stoffkreislaufs bietet weiteres Wachstums- und Margenpotenzial, welches das Schätzszenario zusätzlich stützt. Wie bisher, sind in unseren Schätzungen aber keine Akquisitionen berücksichtigt, weswegen wir mit einem Umsatzwachstum auf Werte deutlich unterhalb der von Masterflex für 2030 angestrebten Grö-

ßenordnung von 200 Mio. Euro kalkulieren. Sollte das Unternehmen erneut akquisitorisch aktiv werden, was in der Langfristplanung bis 2030 explizit angekündigt ist, würden die daraus resultierenden Effekte ein zusätzliches Upside-Potenzial bieten. Nachdem wir die letztjährigen Zahlen wie auch den guten Start in das Jahr 2023 bereits in unserem letzten Comment in unser Modell eingepflegt haben, sind unsere Schätzungen diesmal komplett unverändert geblieben.

Dynamisches Umsatzwachstum

Für den diesjährigen Umsatz bedeutet das, dass wir weiterhin von einem kräftigen Anstieg auf 108,8 Mio. Euro ausgehen und damit einen Wert in der oberen Hälfte der Unternehmens-Guidance (103 bis 110 Mio. Euro) erwarten. Für die Folgejahre kalkulieren wir mit einem stetigen Wachstum, dessen Tempo wir aus Vorsichtsüberlegungen von anfänglich 7,0 Prozent im Jahr 2024 schrittweise bis auf 5,0 Prozent absenken. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2030 liegt unsere Umsatzschätzung

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	108,8	116,4	124,6	132,0	138,6	145,6	152,8	160,5
Umsatzwachstum		7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	11,5%	11,9%	12,4%	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%	13,5%
EBIT	12,5	13,9	15,4	16,8	17,9	19,1	20,3	21,6
Steuersatz	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,5	3,9	4,3	4,7	5,0	5,3	5,7	6,0
NOPAT	9,0	10,0	11,1	12,1	12,9	13,7	14,6	15,6
+ Abschreibungen & Amortisation	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Operativer Brutto Cashflow	13,8	14,8	15,9	17,0	17,8	18,7	19,6	20,6
- Zunahme Net Working Capital	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
- Investitionen AV	-6,0	-5,8	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
Free Cashflow	6,9	8,1	9,0	9,9	10,7	11,6	12,4	13,3

(ohne anorganische Effekte) nun bei 160,5 Mio. Euro.

Moderater Margenanstieg

Auch bezüglich der Margen kalkulieren wir für die nächsten Jahre mit einem aufwärtsgerichteten Trend. Ausgehend von einer EBIT-Marge in Höhe von 11,5 Prozent im laufenden Jahr trauen wir es Masterflex zu, diese bis 2030 schrittweise auf 13,5 Prozent zu erhöhen, womit sie aber noch immer unter den Werten liegen würde, die in der Vergangenheit erreicht wurden.

Überproportionales Gewinnwachstum

In absoluten Zahlen ergibt sich aus dem unterstellten Umsatzwachstum und der weiteren Margenverbesserung für dieses Jahr die Erwartung eines EBIT von 12,5 Mio. Euro, auf dessen Basis der Gewinn je Aktie von 0,80 auf 0,87 Euro steigen dürfte. Bis 2030 kalkulieren wir mit einem EBIT-Wachstum bis auf 21,6 Mio. Euro sowie nahezu mit einer Verdopplung des EpS auf 1,56 Euro (gegenüber 2022).

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Zur Ermittlung des Terminal Value als Gegenwartswert der Cashflows ab 2031 nehmen wir, wie bisher, einen Sicherheitsabschlag von 10 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums vor und kalkulieren somit mit 12,1 Prozent. Als „ewige“ Wachstumsrate unterstellen wir 1 Prozent p.a.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Für den sicheren Zins orientieren wir uns an der deutschen Umlaufrendite und setzen hierfür 2,5 Prozent an und für die Marktrisikoprämie zie-

hen 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 ergibt das Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 20 Prozent und einem Steuersatz für den Tax-Shield von 28 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 8,4 Prozent.

Kursziel: 14,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,4 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein fairer Wert von 138,3 Mio. Euro bzw. 14,18 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 14,20 Euro ableiten (bisher: 14,00 Euro). Die Erhöhung gegenüber unserem letzten Comment ist bei unveränderten Schätzungen ausschließlich auf den Diskontierungseffekt zurückzuführen. Damit signalisiert unser Bewertungsmodell für die Masterflex-Aktie trotz des starken Kursanstiegs in den letzten Monaten weiterhin ein hohes Aufwärtspotenzial von mehr als 25 Prozent.

Prognoserisiko unterdurchschnittlich

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 ist 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, was sich in starken Ausschlägen der Umsatzentwicklung in den Jahren 2020 und 2021 niedergeschlagen hat. Aus der Abwägung dieser Argumente sehen wir aber eine leicht unterdurchschnittliche Schätzunsicherheit, was wir mit der Vergabe von drei Punkten zum Ausdruck bringen.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 11,12 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,4 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 19,45 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
7,4%	19,45	18,11	16,98	16,01	15,18
7,9%	17,50	16,41	15,48	14,67	13,97
8,4%	15,86	14,96	14,18	13,50	12,90
8,9%	14,46	13,71	13,05	12,47	11,96
9,4%	13,25	12,62	12,06	11,57	11,12

Fazit

Masterflex ist ein Musterbeispiel eines deutschen Mittelständlers. Der Spezialist für Hochleistungsschlauchverbindungen punktet im Wettbewerb mit seiner Innovationskraft, seiner Kundenorientierung und der Qualität seiner Produkte und setzt diese Mischung in stetiges und profitables Wachstum um.

Mit seiner jahrzehntelangen Erfahrung in dem adressierten Markt, der umfangreichen Kundenbasis und der branchenweit unerreichten Material- und Technologiebreite verfügt Masterflex über eine starke Position in einem attraktiven Markt, die eine Fortsetzung der bisherigen Erfolgsgeschichte auch in Zukunft erwarten lässt.

Dies umso mehr, als das Wachstum in dem wichtigen amerikanischen Markt in den letzten Jahren deutlich an Schwung gewonnen hat. Aber auch außerhalb der USA konnte Masterflex zuletzt rundum überzeugen. War 2021 noch teilweise von den Nachwirkungen des Corona-Schocks gekennzeichnet, sind 2022 sämtliche Konzerngesellschaften in allen adressierten Märkten gewachsen. Dadurch ist es Masterflex gelungen, die Umsatzmarke von 100 Mio. Euro zwei Jahre früher als ursprünglich geplant zu erreichen und die EBIT-

Marge nach mehreren Jahren wieder in den zweistelligen Bereich zurückzuführen. Dieser positive Trend setzte sich im ersten Quartal 2023 fort, in dem der Umsatz um 16 Prozent gesteigert und die EBIT-Marge auf 15 Prozent verbessert werden konnten.

Bei Abwesenheit größerer externer Schocks wirkt die Unternehmensprognose für dieses Jahr (Umsatz zwischen 103 und 110 Mio. Euro, EBIT zwischen 11 und 14 Mio. Euro) daher sehr gut erreichbar. Das gilt auch für die langfristige Zielsetzung, den Umsatz bis 2030 auf rund 200 Mio. Euro zu verdoppeln.

Wir sehen Masterflex als ein sehr gut aufgestelltes, exzellent geführtes Unternehmen und trauen ihm die Fortführung der positiven Entwicklung der letzten Jahre uneingeschränkt zu. Dementsprechend beruht unsere Wertermittlung auf dem Szenario eines stetigen, profitablen und Cashflow-starken Wachstums. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert derzeit bei 14,20 Euro, was in Kombination mit dem rundum überzeugenden Gesamtbild unverändert das Votum „Buy“ rechtfertigt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	49,5	50,1	50,4	50,8	51,2	51,6	51,8	52,1	52,3
1. Immat. VG	13,2	13,3	13,4	13,6	13,6	13,7	13,8	13,9	13,9
2. Sachanlagen	35,9	36,4	36,6	36,9	37,2	37,5	37,7	37,8	38,0
II. UV Summe	40,7	44,9	49,7	54,4	58,7	63,5	68,8	74,6	81,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	52,0	58,6	65,5	72,3	78,7	85,4	92,6	100,2	108,5
II. Rückstellungen	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,8	2,0	2,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	25,7	23,5	21,2	19,0	16,7	14,5	13,1	10,9	8,6
2. Kurzfristiges FK	12,0	12,2	12,5	12,8	13,2	16,6	16,1	16,6	17,2
BILANZSUMME	90,2	95,0	100,1	105,3	110,0	118,1	123,6	129,7	136,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	100,3	108,8	116,4	124,6	132,0	138,6	145,6	152,8	160,5
Rohertrag	66,6	72,7	78,0	83,6	88,9	93,3	98,1	103,0	108,2
EBITDA	16,4	17,9	19,3	20,9	22,3	23,5	24,7	26,0	27,3
EBIT	11,4	12,5	13,9	15,4	16,8	17,9	19,1	20,3	21,6
EBT	10,8	11,8	13,2	14,8	16,2	17,4	18,6	19,9	21,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	7,8	8,5	9,5	10,6	11,7	12,5	13,4	14,3	15,3
JÜ	7,8	8,4	9,4	10,5	11,5	12,4	13,2	14,2	15,2
EPS	0,80	0,87	0,97	1,08	1,18	1,27	1,36	1,45	1,56

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	10,1	13,5	14,4	15,4	16,5	17,3	18,2	19,1	20,1
CF aus Investition	-5,9	-6,0	-5,8	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
CF Finanzierung	-4,2	-4,9	-5,6	-6,7	-8,2	-8,7	-9,2	-9,6	-10,0
Liquidität Jahresanfa.	9,5	9,7	12,3	15,4	18,2	20,5	23,2	26,3	29,9
Liquidität Jahresende	9,7	12,3	15,4	18,2	20,5	23,2	26,3	29,9	34,0

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	26,8%	8,5%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Rohermtragsmarge	66,4%	66,8%	67,0%	67,1%	67,3%	67,3%	67,4%	67,4%	67,4%
EBITDA-Marge	16,4%	16,5%	16,6%	16,7%	16,9%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%
EBIT-Marge	11,4%	11,5%	11,9%	12,4%	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%	13,5%
EBT-Marge	10,8%	10,9%	11,4%	11,9%	12,3%	12,6%	12,8%	13,0%	13,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,8%	7,8%	8,1%	8,5%	8,7%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%

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)

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 05.07.2023 um 6:20 Uhr fertiggestellt und am 05.07.2023 um 8:30 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
10.05.2023	Buy	14,00 Euro	1)
04.04.2023	Buy	14,00 Euro	1)
23.03.2023	Buy	13,00 Euro	1)
10.11.2022	Buy	13,00 Euro	1)
25.10.2022	Buy	13,00 Euro	1)
12.08.2022	Buy	12,00 Euro	1)
07.07.2022	Buy	11,00 Euro	1)
13.05.2022	Buy	11,00 Euro	1), 3)
05.04.2022	Buy	10,70 Euro	1), 3)
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)

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.