

02. April 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Masterflex SE

## Profitabel, Cashflow-stark und günstig

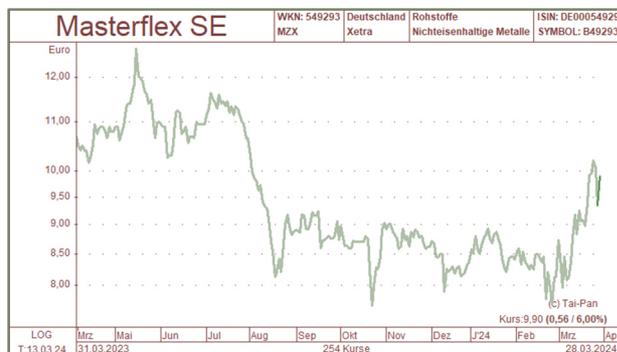
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 9,90 € | Kursziel: 14,90 € (zuvor: 14,30 €)

**Analyst:** Dipl. Volkswirt 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

# Aktuelle Entwicklung



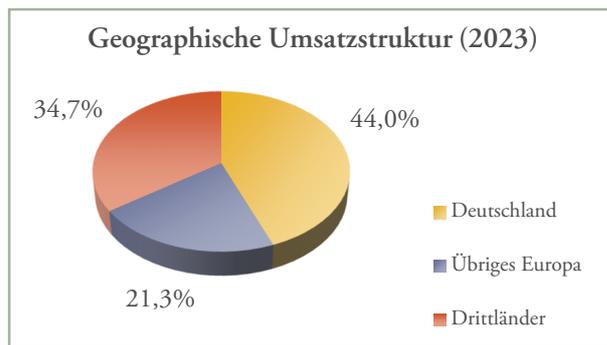
## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Gelsenkirchen
<b>Branche:</b>	Hightech-Schläuche
<b>Mitarbeiter:</b>	662
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005492938
<b>Ticker:</b>	MZX:GR
<b>Kurs:</b>	9,90 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	9,75 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	96,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	116,0 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	42,0 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	12,70 / 7,26 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra,12M):</b>	39,8 Tsd. Euro / Tag

## Minimales Umsatzwachstum

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts für 2023 hat Masterflex die kurz zuvor vorgelegten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach hat sich der Umsatz minimal um knapp 1 Prozent auf 101,1 Mio. Euro erhöht, womit die eigene Prognose, die Erlöse zwischen 103 und 110 Mio. Euro vorgesehen hatte, leicht verfehlt wurde. Ursächlich dafür waren rezessive Tendenzen im Geschäft mit den konjunktursensiblen Branchen wie Automotive und Maschinenbau. Auch das Geschäft in den USA, das wegen des dortigen Sortimentsschwerpunkts bei Schläuchen für Klima-, Heizungs- und Ventilationsanlagen stark von der Baukonjunktur abhängt, verzeichnete nach dem kräftigen Anstieg im Vorjahr 2023 einen deutlichen Rücksetzer. Dieser war maßgeblich dafür verantwortlich, dass sich der Umsatzbeitrag des geographischen Segments Drittländer, der in den fünf vorangegangenen Jahren in Summe um 10 Prozentpunkte auf knapp 37 Prozent angestiegen war, nun auf unter 35 Prozent zurückging. Dass die Konzernerlöse dennoch gesteigert werden konnten, ist vor allem der anhaltenden Dynamik in den Bereichen Medizintechnik, Luftfahrt sowie Life-Science (Food, Pharma, Labor und Biotech) zu verdanken.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	79,1	100,3	101,1	105,2	112,5	119,3
EBIT (Mio. Euro)	5,3	11,4	12,4	13,0	14,5	15,8
Jahresüberschuss	3,3	7,8	8,0	8,7	9,8	10,8
EpS	0,34	0,80	0,82	0,89	1,00	1,11
Dividende je Aktie	0,12	0,20	0,25	0,35	0,50	0,55
Umsatzwachstum	10,0%	26,8%	0,8%	4,0%	7,0%	6,0%
Gewinnwachstum	313,9%	137,0%	2,8%	8,3%	13,2%	10,4%
KUV	1,22	0,96	0,95	0,92	0,86	0,81
KGV	29,4	12,4	12,1	11,2	9,9	8,9
KCF	14,2	9,5	7,8	7,1	6,6	6,2
EV / EBIT	21,7	10,2	9,4	8,9	8,0	7,4
Dividendenrendite	1,2%	2,0%	2,5%	3,6%	5,1%	5,6%



Quelle: Unternehmen

## Materialaufwand deutlich gesunken

Anders als im Vorjahr, spielten 2023 Preiseffekte für die Umsatzentwicklung nur noch eine geringe Rolle und dies vor allem im ersten Halbjahr. Gleichzeitig hat aber auch der Druck auf die Einkaufspreise nachgelassen, auf Nachfrage berichtet Masterflex von stabilen Lieferketten und – mit wenigen Ausnahmen – Preisen. Da sich zudem die Umsatzstruktur in Richtung von Produkten mit einer geringeren Materialintensität verschoben hat, ist der Materialaufwand um 7 Prozent von 34,7 auf 32,2 Mio. Euro zurückgegangen. Die Materialaufwandsquote (am Umsatz) reduzierte sich infolgedessen um 2,7 Prozentpunkte und lag 2023 mit 31,9 Prozent auch unter dem Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre (32,4 Prozent). Als weitere Gründe nennt Masterflex einen effizienteren Materialeinsatz und den zunehmenden Rückgriff auf intern recyceltes Material.

## Höhere Löhne und Personalaufbau

Ebenfalls rückläufig haben sich 2023 die sonstigen betrieblichen Aufwendungen entwickelt. Diese waren im Vorjahr durch den massiven Anstieg der Energie-, Fracht- und Ausfuhrkosten sowie durch den Umzug der Tochter APT nach Düsseldorf um 26 Prozent auf 17,3 Mio. Euro geklettert. Durch die Entspannung bei den Energie- und Frachtkosten konnte nun ein Teil dieses Anstiegs revidiert und die SBA um 2 Prozent auf 16,9 Mio. Euro reduziert werden. Bezogen auf den Umsatz lag die SBA-Quote 2023 bei 16,7 Prozent und damit auf einem neuen Tiefstwert. Im Gegensatz zum Materialaufwand und den SBA hat sich der Personalaufwand weiter erhöht, und zwar um 4 Prozent auf 35,4 Mio. Euro, gleichbedeutend mit

einer Zunahme der Personalaufwandsquote von 33,9 auf 35,1 Prozent. Ursächlich dafür waren steigende Gehälter und eine um 5 Prozent auf 662 erhöhte Mitarbeiterzahl. Es handelt sich hierbei allerdings um eine Nettoänderung, in welcher sich der weitere Personalaufbau insbesondere in Tschechien sowie die Kapazitätsanpassungen an den von der schwachen Nachfrage besonders betroffenen Standorten niedergeschlagen haben. Gerade der letztgenannte Aspekt offenbart sich bei der unterjährigen Dynamik des Personalaufwands. In absoluten Zahlen hat dieser bereits im ersten Quartal seinen Höhepunkt überschritten und ist seitdem von Quartal zu Quartal leicht gesunken.

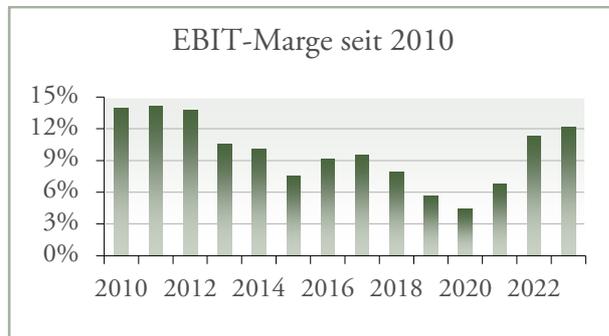
Geschäftszahlen	GJ 22	GJ 23	Änderung
Umsatz	100,27	101,12	+0,8%
EBITDA	16,43	17,65	+7,4%
<i>EBITDA-Marge</i>	16,4%	17,5%	
EBIT	11,38	12,36	+8,5%
<i>EBIT-Marge</i>	11,4%	12,2%	
EBT	10,81	11,15	+3,1%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	10,8%	11,0%	
Nettoergebnis	7,78	7,99	+2,8%
<i>Netto-Marge</i>	7,8%	7,9%	
Free-Cashflow	4,25	7,31	+72,2%

Quelle: Unternehmen

## EBIT-Marge erneut erhöht

Auf der Grundlage der in Summe rückläufigen Kosten konnte Masterflex das minimale Umsatzwachstum in eine deutliche Ergebnisverbesserung ummünzen. Das EBITDA erhöhte sich um 7 Prozent auf 17,7 Mio. Euro, was bei um 5 Prozent erhöhten Abschreibungen von 5,3 Mio. Euro einen EBIT-Anstieg um fast 9 Prozent auf 12,4 Mio. Euro ermöglichte (bereinigt um nicht operative Aufwendungen in Höhe von 0,2 Mio. Euro wurde somit, wie bereits vorläufig gemeldet, ein operatives EBIT von 12,6 Mio. Euro und damit ein Wert in der Mitte der Zielspanne von 11 bis 14 Mio. Euro erreicht). Die EBIT-Marge verbesserte sich infolgedessen um 0,8 Prozentpunkte auf 12,2 Prozent – damit liegt sie zum zweiten Mal hintereinander im

zweistelligen Bereich und bei fast dem Dreifachen des Wertes aus 2020.



Quelle: Unternehmen

### Höhere Zinsbelastung

Unterhalb des EBIT wurde der Gewinnanstieg durch die höheren Zinsen ausgebremst, die trotz der planmäßigen Tilgung zu einer Verschlechterung des Finanzergebnisses von -0,6 auf -1,2 Mio. Euro geführt haben. Das EBT und das Nettoergebnis nach Steuern und Minderheiten legten deswegen nur moderat um jeweils rund 3 Prozent auf 11,1 resp. 8,0 Mio. Euro zu. Das Nettoergebnis entspricht einer Umsatzmarge von 7,9 Prozent und einer Eigenkapitalrendite von 14,0 Prozent.

### Exzellenter Cashflow

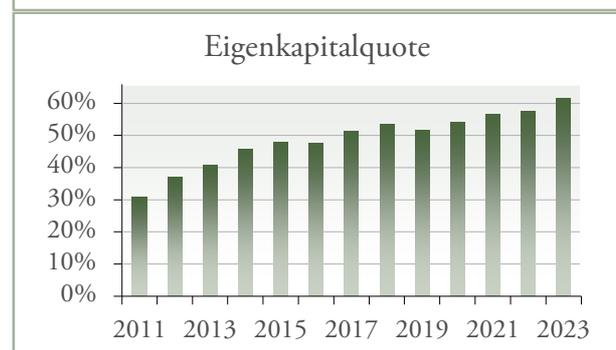
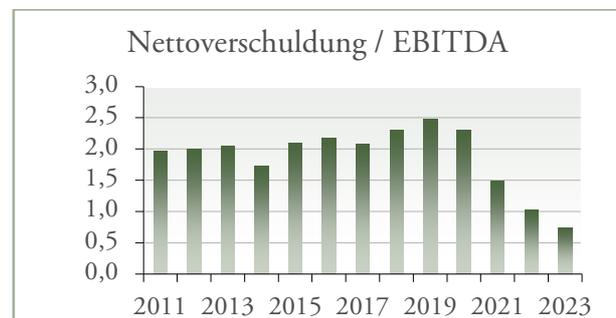
Sehr gut hat sich 2023 der Cashflow entwickelt, der damit den positiven Trend aus dem Vorjahr bestätigen konnte. Dank der deutlichen EBITDA-Verbesserung sowie dem reduzierten Vorrats- und Forderungsaufbau, deren Cash-Effekt sich von knapp -6 Mio. Euro auf unter -2 Mio. Euro gedrittelt hat, erhöhte sich der operative Cashflow von +10,1 auf +12,4 Mio. Euro. Zugleich flossen 2023 mit -5,1 Mio. Euro weniger liquide Mittel für Investitionen ab (-14 Prozent), weil Masterflex angesichts des schwierigen Umfelds etwas vorsichtiger agierte. In Summe legte der Free-Cashflow 2023 um 72 Prozent auf 7,3 Mio. Euro zu und blieb damit zum fünften Mal in Folge klar positiv.

### Weitere Tilgungen

Wie schon im Vorjahr, nutzte Masterflex diesen Mittelzufluss für eine Nettotilgung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,5 Mio. Euro. Zusammen mit den Auszahlungen für Mieten und Leasingraten (-1,3 Mio. Euro), Dividenden und Zinsen summierte sich der Finanzierungs-Cashflow auf -5,7 Mio. Euro. In Kombination mit einem moderaten Wechselkurseffekt führte dies per Saldo zu einer Erhöhung der bilanziellen Liquidität um 1,3 Mio. Euro auf 11,0 Mio. Euro.

### Nettoverschuldung weiter reduziert

Die höhere Liquidität und die planmäßigen Tilgungen haben die Nettofinanzverschuldung von 16,8 auf 13,1 Mio. Euro sinken lassen. Das entspricht nur noch dem 0,7-Fachen des letztjährigen EBITDA, womit sich diese Verschuldungskennzahl in einem mehr als komfortablen Bereich bewegt. Dies dürfte auch die in diesem Jahr anstehende Umfinanzierung des Konsortialdarlehens sehr erleichtern.



Quelle: Unternehmen

### Eigenkapitalquote über 60 %

Dasselbe gilt für die Eigenkapitalquote, die sich 2023 um 3,9 Prozentpunkte deutlich erhöht und per Ende

Dezember bei 61,5 Prozent gelegen hat. Dahinter verbirgt sich ein Anstieg des Eigenkapitals um fast 11 Prozent auf 57,6 Mio. Euro und die Zunahme der Bilanzsumme um 4 Prozent auf 93,7 Mio. Euro. Die zweitgrößte Passivposition sind die Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 24,1 Mio. Euro (4,2 Mio. Euro davon aus Leasingverträgen), im großen Abstand gefolgt von den sonstigen Verbindlichkeiten (4,6 Mio. Euro). Auf der Vermögensseite der Bilanz stellen die Sachanlagen mit 35,7 Mio. Euro (38 Prozent aller Assets) und die Vorräte mit 22,2 Mio. Euro (24 Prozent) die größten Positionen dar.

### Weiteres Wachstum wahrscheinlich

Bezüglich der Entwicklung im laufenden Jahr zeigt sich Masterflex grundsätzlich optimistisch, betont aber auch die Risiken, die aus der schwachen Konjunktur in wichtigen Märkten und aus den geopolitischen Spannungen resultieren. Um diese Risiken zu berücksichtigen, umfasst die Umsatzprognose für 2024 auch das Szenario eines leichten Rückgangs auf 100 Mio. Euro, während am oberen Ende ein Wachstum bis auf 107 Mio. Euro als erreichbar angegeben wird. Diese Spanne spiegelt sich auch im Zielkorridor für das EBIT wider, der von einem leichten Rückgang auf 12,0 Mio. Euro bis zu einem Anstieg

auf 15,0 Mio. Euro reicht. Auf Nachfrage betont der Vorstand aber, dass bei einem planmäßigen Geschäftsverlauf sowohl der Umsatz als auch das EBIT zulegen sollten. Dies wird auch durch den weiterhin hohen Auftragsbestand gestützt, der sich Ende 2023 auf 20,5 Mio. Euro belaufen hat und damit trotz des Rückgangs gegenüber dem Vorjahr (22,8 Mio. Euro) auf einem soliden Niveau verblieb. Zudem verweist das Unternehmen auf eine zufriedenstellende Entwicklung in den ersten Wochen des Jahres.

### Umsatzschätzung unverändert

Nachdem wir unsere Umsatzschätzung für 2024 in Reaktion auf die vorläufigen Zahlen auf 105 Mio. Euro reduziert haben, sehen wir uns durch die nun vorgelegte Prognose bestätigt und lassen den Wert unverändert. Auch die Wachstumsraten für die Folgejahre haben wir nicht angepasst und kalkulieren folglich mit Zuwächsen zwischen anfänglich 7 Prozent und schließlich 5 Prozent p.a. Der Zielumsatz des detaillierten Prognosezeitraums bis 2031 liegt nun bei 152 Mio. Euro (bisher: 145 Mio. Euro im Jahr 2030). Wie schon bis jetzt, verzichten wir auf die Berücksichtigung etwaiger Zukäufe, weswegen unsere Umsatz-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	105,2	112,5	119,3	125,2	131,5	138,1	145,0	152,2
Umsatzwachstum		7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	12,4%	12,9%	13,2%	13,5%	13,7%	13,9%	14,0%	14,2%
<b>EBIT</b>	<b>13,0</b>	<b>14,5</b>	<b>15,8</b>	<b>16,8</b>	<b>18,0</b>	<b>19,2</b>	<b>20,4</b>	<b>21,6</b>
Steuersatz	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,6	4,1	4,4	4,7	5,0	5,4	5,7	6,1
<b>NOPAT</b>	<b>9,4</b>	<b>10,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13,8</b>	<b>14,7</b>	<b>15,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>13,8</b>	<b>14,7</b>	<b>15,6</b>	<b>16,4</b>	<b>17,2</b>	<b>18,0</b>	<b>18,9</b>	<b>19,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-4,2	-4,8	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,6	-5,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,8</b>

SMC Schätzmodell

schätzung deutlich unter dem von Masterflex formulierten Ziel von 200 Mio. Euro Umsatz bis 2030 bleibt.

### Zielmarge jetzt bei 14,2 Prozent

Auch bezüglich der Margenentwicklung haben wir keine größeren Änderungen vorgenommen. Insbesondere halten wir an der Grundannahme fest, dass es Masterflex in den nächsten Jahren weiter gelingen wird, die Profitabilität schrittweise moderat zu erhöhen. Aus der Integration der Abschlussdaten 2023 haben sich dennoch kleinere Änderungen ergeben. So liegt die diesjährige EBITDA-Schätzung mit 18,4 Mio. Euro minimal über dem bisherigen Ansatz, dafür sind die Schätzungen für das EBIT (13,0 Mio. Euro) und das EBT (12,1 Mio. Euro) ganz leicht gesunken, während der Wert für den Jahresüberschuss (8,7 Mio. Euro) unverändert geblieben ist. Für die Folgejahre hat sich eine etwas höhere EBIT-Marge ergeben, was vor allem mit den modifizierten Investitions- und den daraus resultierenden Abschreibungsschätzungen zusammenhängt. Die Ziel-EBIT-Marge für 2031 sehen wir nun bei 14,2 Prozent (bisher: 13,9 Prozent im Jahr 2030). Die Schätzungen für die Entwicklung der nächsten acht Jahre sind der Tabelle unten auf der vorherigen Seite sowie dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmenparameter unverändert

Gleich gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer

Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,2 berechnet und belaufen sich auf 9,5 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins beträgt 5,5 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 20 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 28,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,4 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 10 Prozent und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert

### Neues Kursziel: 14,90 Euro

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 145,6 Mio. Euro bzw. 14,93 Euro je Aktie, woraus wir das neue, erhöhte Kursziel von 14,90 Euro ableiten (bisher: 14,30 Euro; eine Sensitivitätsanalyse der Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Erhöhung ist den leicht angehobenen Margenannahmen sowie dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 geschuldet. Obwohl sich die Aktie zuletzt positiv entwickelt hat, sehen wir auf dieser Basis ein weiteres Aufwärtspotenzial von rund 50 Prozent. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von maximal sechs möglichen Risikopunkten.

## Fazit

---

Masterflex hat sich im Geschäftsjahr 2023 in einem herausfordernden Umfeld gut behauptet. Der Umsatz konnte wegen der Nachfrageschwäche in einigen konjunktursensitiven Branchen zwar nur noch minimal um ein knappes Prozent auf 101,1 Mio. Euro gesteigert werden, womit der Prognosekorridor unterschritten wurde, doch dafür ist das EBIT um fast 9 Prozent auf 12,4 Mio. Euro gestiegen. Damit blieb die EBIT-Marge nicht nur zum zweiten Mal hintereinander im zweistelligen Bereich, sondern sie konnte gegenüber 2022 sogar um 0,8 Prozentpunkte auf 12,2 Prozent verbessert werden.

Sehr erfreulich hat sich auch der Free-Cashflow entwickelt, der um 72 Prozent auf 7,3 Mio. Euro verbessert wurde. Zusammen mit den planmäßigen Tilgungen trug er dazu bei, dass die Nettofinanzverschuldung weiter gesunken ist und sich Ende Dezember nur noch auf das 0,7-Fache des letztjährigen EBITDA belief. Ein exzellenter Wert, der, wie die hohe Eigenkapitalquote von über 60 Prozent, die sehr solide Bilanzsituation verdeutlicht.

Den erfolgreichen Weg will Masterflex auch 2024 fortsetzen und bei Abwesenheit neuer Schocks sowohl den Umsatz als auch den Gewinn weiter steigern. Langfristig – und unter Einbeziehung angestrebter Zukäufe – soll der Umsatz sogar bis auf 200 Mio. Euro verdoppelt werden (bis 2030).

Unsere Schätzungen sind diesbezüglich etwas vorsichtiger und enthalten noch keinerlei anorganische Effekte, trotzdem sehen wir für die Aktie ein hohes Kurspotenzial bis 14,90 Euro. In Verbindung mit dem überzeugenden Gesamtbild rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Buy“, welches wir deswegen bekräftigen. Dies umso mehr, als der Befund der deutlichen Unterbewertung auch durch andere Kennzahlen gestützt wird: Das KGV<sub>23</sub> liegt bei 12,1, der EV/EBIT (Unternehmenswert durch EBIT) bei 9,4 und das Kurs/ Cashflow-Verhältnis ist mit 7,8 sogar einstellig. Auch die Dividendenrendite auf Basis der angekündigten Ausschüttung von 0,25 Euro ist mit 2,5 Prozent attraktiv.

# 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.
- In den letzten Jahren wurde die Profitabilität eindrucksvoll verbessert. 2023 wurde mit 12,2 Prozent die höchste EBIT-Marge seit zehn Jahren erwirtschaftet, gegenüber 2020 wurde sie fast verdreifacht.
- Komfortable Eigenkapitalquote von mehr als 60 Prozent und geringe Nettoverschuldung.
- Erfahrener Vorstand seit vielen Jahren im Amt.

## Chancen

- Inzwischen wurde das Geschäft mit konjunkturrobussten Branchen wie z.B. Medizintechnik stark ausgebaut, was das trendmäßige Wachstum und die weitere Margensteigerung erleichtern sollte.
- Steigende Anforderungen an Produktionsprozesse erhöhen trendmäßig den Bedarf an hochqualitativen und flexiblen Verbindungssystemen.
- 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.
- Günstige Bewertung bietet hohes Kurspotenzial.

## Schwächen

- Die Internationalisierungsbemühungen haben die Erwartungen noch nicht vollumfänglich erfüllt. Dies gilt insbesondere für Asien, aber auch für Amerika.
- Auf Quartalsbasis ist der Umsatz seit dem Frühjahr 2023 rückläufig, zuletzt mit erhöhter Dynamik.
- 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 jüngste Verbesserung dauerhaft ist.
- Der hohe Umsatzanteil mit Kunden aus dem Maschinen- und Automobilbau sorgt noch für eine spürbare Konjunkturabhängigkeit.

## Risiken

- Die Konjunkturschwäche in Deutschland und Europa könnte weiter anhalten.
- Die Umsatzschwäche der letzten drei Quartale könnte sich als Beginn einer längeren Phase erweisen.
- Anhaltende Nachfrageschwäche in einigen Teilmärkten könnte dort für Preisdruck sorgen.
- 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.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	49,4	48,2	47,8	47,7	47,7	47,8	48,1	48,5	49,0
1. Immat. VG	13,4	13,2	13,1	13,0	13,0	12,9	12,9	12,8	12,8
2. Sachanlagen	35,8	34,7	34,4	34,4	34,4	34,6	34,9	35,4	35,9
II. UV Summe	44,3	49,6	54,4	58,5	62,9	67,7	72,8	78,4	84,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	57,6	63,9	70,3	76,3	82,7	89,6	96,9	104,8	113,1
II. Rückstellungen	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,7	2,0	2,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	4,9	2,4	-0,1	-2,7	-5,2	-7,8	-9,4	-11,9	-14,6
2. Kurzfristiges FK	30,7	30,9	31,2	31,5	31,8	32,2	31,6	32,1	32,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>93,7</b>	<b>97,9</b>	<b>102,2</b>	<b>106,2</b>	<b>110,6</b>	<b>115,5</b>	<b>120,9</b>	<b>126,8</b>	<b>133,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	101,1	105,2	112,5	119,3	125,2	131,5	138,1	145,0	152,2
Rohertrag	69,0	72,0	77,1	81,8	85,9	90,2	94,8	99,5	104,5
EBITDA	17,6	18,4	19,7	20,9	22,0	23,1	24,3	25,6	26,9
EBIT	12,4	13,0	14,5	15,8	16,8	18,0	19,2	20,4	21,6
EBT	11,1	12,1	13,7	15,2	16,4	17,7	18,9	20,3	21,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,0	8,7	9,9	10,9	11,8	12,8	13,6	14,6	15,6
JÜ	8,0	8,7	9,8	10,8	11,7	12,6	13,5	14,5	15,5
EPS	0,82	0,89	1,00	1,11	1,20	1,29	1,38	1,48	1,59

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	12,4	13,7	14,6	15,5	16,3	17,2	18,1	19,0	20,0
CF aus Investition	-5,1	-4,2	-4,8	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,6	-5,8
CF Finanzierung	-5,7	-5,7	-6,7	-8,2	-8,7	-9,1	-9,6	-10,0	-10,5
Liquidität Jahresanfa.	9,7	11,0	14,8	17,8	20,2	22,7	25,5	28,5	31,9
Liquidität Jahresende	11,0	14,8	17,8	20,2	22,7	25,5	28,5	31,9	35,7

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	0,8%	4,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Bruttomarge	68,2%	68,5%	68,5%	68,6%	68,6%	68,6%	68,6%	68,7%	68,7%
EBITDA-Marge	17,5%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%	17,7%
EBIT-Marge	12,2%	12,4%	12,9%	13,2%	13,5%	13,7%	13,9%	14,0%	14,2%
EBT-Marge	11,0%	11,5%	12,2%	12,7%	13,1%	13,5%	13,7%	14,0%	14,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,9%	8,2%	8,7%	9,1%	9,3%	9,6%	9,8%	10,0%	10,2%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,4%	20,15	18,83	17,72	16,77	15,95
7,9%	18,21	17,14	16,22	15,43	14,74
8,4%	16,58	15,69	14,93	14,26	13,68
8,9%	15,18	14,45	13,80	13,24	12,74
9,4%	13,98	13,36	12,82	12,33	11,90

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

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

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

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 02.04.2024 um 9:25 Uhr fertiggestellt und am 02.04.2024 um 10:00 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
13.03.2024	Buy	14,30 Euro	1)
10.11.2023	Buy	13,80 Euro	1)
10.08.2023	Buy	13,70 Euro	1)
05.07.2023	Buy	14,20 Euro	1)
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)

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