

04. Mai 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Masterflex SE

Breite Aufstellung sorgt für Stabilität

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,24 € | Kursziel: 6,70 € (zuvor: 7,00 €)

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

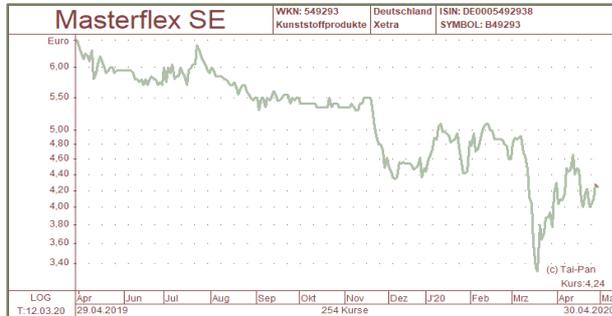
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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	8
Strategie.....	10
Zahlen	13
Equity-Story	18
DCF-Bewertung.....	21
Fazit	24
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	25
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	26
Impressum & Disclaimer.....	27

Snapshot



Kurzportrait

Trotz der spürbaren Konjunkturertrübung ab dem vierten Quartal hat Masterflex auch 2019 den Umsatz gesteigert und ein positives Ergebnis erwirtschaftet. Ob dies auch dieses Jahr gelingt, bleibt angesichts der COVID-19-Pandemie abzuwarten. Im ersten Quartal ist der Umsatz zwar nur geringfügig geschrumpft und das Ergebnis sogar gestiegen, doch die volle Wucht der Krise dürfte erst in den Zahlen des zweiten Quartals sichtbar werden. Allerdings zeigt sich Masterflex bisher erfreulich stabil und berichtet von einer größtenteils normal weiterlaufenden Produktion, von funktionierenden Lieferketten und von einer guten Nachfrage aus Branchen wie der Medizintechnik, mit der die Rückgänge aus anderen Sektoren zumindest teilweise kompensiert werden können. Damit profitiert Masterflex von der breiten Aufstellung: Sowohl bezüglich der Material- und Technologiekompetenz als auch hinsichtlich der adressierten Branchen und Territorien beruht der Erfolg von Masterflex auf einer breiten Basis, die zusammen mit der soliden bilanziellen Situation und dem krisenerprobten Management die Widerstandskraft des Unternehmens in der aktuellen Situation entscheidend stärkt. Die Krisenfolgen dürften deswegen temporär bleiben.

Stammdaten

Sitz:	Gelsenkirchen
Branche:	Hightech-Schläuche
Mitarbeiter:	676
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	MZX:GR
ISIN:	DE0005492938
Kurs:	4,24 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	9,75 Mio. Stück
Market-Cap:	41,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	65,9 Mio. Euro
Free Float:	32,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	6,40 / 3,12 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	29,1 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	74,7	77,2	80,0	74,0	80,3	85,9
EBIT (Mio. Euro)	7,1	6,3	4,5	3,9	5,8	7,1
Jahresüberschuss	4,3	3,4	2,5	2,1	3,5	4,4
EpS	0,44	0,35	0,26	0,22	0,36	0,45
Dividende je Aktie	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,11
Umsatzwachstum	12,3%	3,4%	3,5%	-7,5%	8,5%	7,0%
Gewinnwachstum	47,3%	-21,8%	-25,0%	-15,9%	66,2%	25,3%
KUV	0,55	0,54	0,52	0,56	0,52	0,48
KGV	9,6	12,3	16,3	19,4	11,7	9,3
KCF	5,0	8,8	6,2	6,8	6,1	5,4
EV / EBIT	9,3	10,5	14,5	17,1	11,3	9,3
Dividendenrendite	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%

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 Masterflex seit vielen Jahren mit eigenen Standorten auch in China und den USA vertreten, die verglichen mit dem Heimatmarkt deutlich größeres Wachstumspotenzial bieten.
- **Überzeugender Track-record:** In der Vergangenheit konnte Masterflex die gute Positionierung in hohes und stetiges Umsatzwachstum sowie in auskömmliche Margen umsetzen. In den letzten zehn Jahren ist Masterflex stetig gewachsen und hat den Umsatz seit 2009 mehr als verdoppelt. Seit 2011 wurden zudem durchgehend positive Ergebnisse erwirtschaftet, wobei aber die Margenentwicklung in den letzten Jahren rückläufig war. Doch selbst im letzten, enttäuschenden, Geschäftsjahr wurde eine solide EBIT-Marge von 5,7 Prozent erzielt.
- **Ehrgeiziges Programm zur Verbesserung der Profitabilität:** Das eigene Margenpotenzial sieht Masterflex aber im Bereich oberhalb von 10 Prozent, den die EBIT-Marge bis 2014 regelmäßig erreichte. Um dieses Niveau ab 2022 wieder dauerhaft zu erwirtschaften, wurde im letzten Jahr ein umfassendes Effizienzverbesserungsprogramm beschlossen und umgesetzt, dessen Umfang in Reaktion auf die sich ab dem Herbst abschwächende Konjunktur kurzfristig verdoppelt wurde.
- **COVID-19-Pandemie sorgt für Wachstumspause:** Die positiven Effekte dieser Maßnahmen sollten sich ab 2020 im Ergebnis zeigen, dürften nun aber kurzfristig durch die Belastungen der Corona-Krise überlagert werden. Angesichts der breiten Diversifizierung und der anhaltenden Dynamik in Zielbranchen wie Medizin- und Labortechnik ist Masterflex bislang zwar vergleichsweise glimpflich durch die Krise gekommen, doch angesichts des Ausmaßes der Krise dürfte im Gesamtjahr ein Umsatz- und Ergebnisrückgang nur schwer zu vermeiden sein.
- **Aktie mit hohem Potenzial:** Wir gehen aber davon aus, dass die Belastungen temporärer Natur sind und dass Masterflex ab dem vierten Quartal wieder auf den Wachstumspfad einscheren wird. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert mit 6,70 Euro je Aktie weit oberhalb des aktuellen Kurses, weswegen wir den Titel weiter mit „Buy“ einstufen.

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.
- Erfreulich stabile Q1-Zahlen.
- Stabile Bilanzrelationen mit einer Eigenkapitalquote von über 50 Prozent.
- Krisenerfahrener Vorstand, der seit vielen Jahren im Amt ist und die Gesellschaft bereits vor zehn Jahren aus einer tiefen Krise geführt hat.

Chancen

- Sollte eine zweite Welle der Pandemie ausbleiben, könnte sich die Konjunktur schneller erholen als erwartet.
- Die 2019 erhöhte Dynamik in China und den USA könnte ein Beleg für eine funktionierende personelle, konzeptionelle und vertriebliche Aufstellung sein und eine Phase hohen Wachstums in diesen Märkten einläuten (Corona-bereinigt).
- Steigende Anforderungen an Produktionsprozesse erhöhen trendmäßig den Bedarf an hochqualitativen und flexiblen Verbindungssystemen.
- Das umfangreiche Optimierungsprogramm wurde erfolgreich umgesetzt und könnte nach Ende der Corona-Krise die Margen beflügeln.
- Mit der Digitalisierungsoffensive kann Masterflex das Geschäftsmodell perspektivisch um hochskalierbare datenbasierte Dienstleistungen erweitern.
- In dem zersplitterten Markt will Masterflex weiter auch über Akquisitionen wachsen.

Schwächen

- Die Internationalisierungsbemühungen haben die Erwartungen noch nicht vollumfänglich erfüllt.
- In den letzten Jahren ist es nicht gelungen, aus dem stetigen Wachstum signifikante Skaleneffekte zu generieren und die Margen dauerhaft zu erhöhen.
- Die letzten beiden Jahre sind enttäuschend verlaufen und endeten mit einem spürbaren Ergebnisrückgang.
- Ein Teil der Probleme rührt aus einer unzureichenden Nutzung der Synergiepotenziale und aus einer hohen Komplexität.
- Hoher Umsatzanteil mit Kunden aus dem Maschinen- und Automobilbau wirkt sich wegen der schwachen Branchenkonjunktur belastend aus.

Risiken

- Die Dauer der Corona-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Folgen könnten sich als viel größer erweisen als erwartet und auch bisher noch robust wirkende Wirtschaftsbereiche beschädigen.
- Infektionen in der Belegschaft oder größere Störungen der Lieferkette sind noch immer möglich.
- Die Dynamik in den USA und in China könnte trotz der letztjährigen Verbesserung unter den Erwartungen bleiben.
- Die Expansion nach China wirft die Problematik des Know-how-Schutzes auf. Auch sonst könnte die weltweite Präsenz die Managementkapazitäten des Mittelständlers überfordern, zumal Reisebeschränkungen und neue Handelsschranken für zusätzliche Herausforderungen sorgen.
- Die mittelfristigen Margenziele könnten sich als zu ehrgeizig herausstellen.
- Die M&A-Aktivitäten bergen zusätzliche Preis- und Integrationsrisiken.

Profil

Weltmarktführer im Kerngeschäft

Die Masterflex SE mit Sitz in Gelsenkirchen wurde 1987 gegründet und im Jahr 2000 an der Börse eingeführt. Das Unternehmen wird von einem zweiköpfigen Vorstand geführt, der bereits seit 2008/2009 im Amt ist. 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 Gelsenkirchner besonders dort stark, wo beratungsintensive, kundenindividuelle Lösungen gefragt sind.

Positionierung im Highend-Bereich

Diese 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 ein großer Druck oder hohe Temperaturen, der Transport von hochabrasiven Feststoffen oder von aggressiven Chemikalien und die Sicherstellung von Keim- und Mikrobenfreiheit für den Einsatz in der Lebensmittelherstellung oder in der Medizintechnik. Durch die Ausrichtung des Innovationsprozesses an konkreten Kundenprojekten und -anforderungen sind der Produkt- und der Verfahrensfortschritt zwar relativ kleinteilig und vergleichsweise unspektakulär, die Strategie ermöglicht den Gelsenkirchenern aber dennoch eine wirksame Abgrenzung vom preisgetriebenen Wettbewerb im Massenmarkt und sorgt für eine höhere Kundenbindung. Die Positionierung als Innovationsführer forciert Masterflex seit 2017 mit einer Digitalisierungsstrategie, in deren Rahmen Schläuche mit Sensorik und Datenaustauschlösungen ausgestattet werden, um ihre Integration in Industrie-4.0-Strukturen zu ermöglichen. Seitdem bietet Masterflex als weltweit erster Schlauchhersteller ein komplettes System aus Schlauch, Sensorik, Engineering

und Datenverarbeitung, das unter dem Namen AMPIUS vermarktet wird. Die Lösung, die bisher in Pilotprojekten bei Masterflex selbst und bei ersten Kunden eingesetzt wurde, soll es ermöglichen, Informationen über Druck, Temperatur, Abrieb, Verschleiß etc. in Echtzeit auszulesen und an vor- oder nachgeordnete Prozessstufen weiterzuleiten. Durch den Einsatz in eigenen Werken will Masterflex zudem ein Informationsangebot für seine Kunden etablieren, mit dem sich diese per App über die Produktverfügbarkeit informieren können.

Breites Sortiment

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

Breite Kundenstruktur

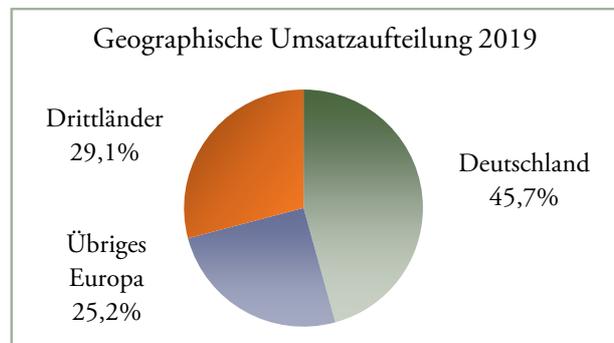
In Konsequenz der vielfältigen Einsatzmöglichkeiten für die Masterflex-Schläuche weist die Kundenstruktur des Unternehmens eine breite Streuung auf. Dies gilt sowohl hinsichtlich der relativen Bedeutung ein-

zelter Kunden als auch bezüglich der Branchenstruktur der Kundenkartei. So machen die zehn größten Kunden weniger als 20 Prozent des Umsatzes aus. Als Hauptabsatzbranchen nennt Masterflex den Maschinenbau, die Luftfahrt und die Medizintechnik, deren Umsatzanteil sich zwischen 2008 und 2019 von 9 auf rund 17 Prozent erhöht hat. Generell berichtet Masterflex über eine steigende Bedeutung bezüglich der Zielbranchen Life Sciences (Labortechnik, Pharmazie, Medizin) und Lebensmitteltechnik.

Mehrmarkenstrategie mit Einheitsdesign

Die breite Aufstellung verdankt Masterflex einerseits der eigenen Innovationsstärke, andererseits ist sie auch eine Folge von getätigten Zukäufen, mit denen in der Vergangenheit die technologische Basis und die Marktpräsenz schrittweise ausgebaut wurden. Aktuell umfasst der Konzern inklusive der Konzernmutter 14 operativ aktive Gesellschaften, die ca. 676 Mitarbeiter an weltweit 13 Standorten beschäftigen. Von den Konzerngesellschaften fungieren sechs als Markengesellschaften, die über eigene Produktionskapazitäten und über historisch gewachsene Marken verfügen. 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 wachstumstarken Medizintechnikbereich adressieren. Eine besondere Stellung innerhalb des Konzerns hat auch die Tochter Matzen & Timm inne, die in einem stark projektgetriebenen Geschäft die Luftfahrtindustrie und die Bahntechnikhersteller mit sehr leichtgewichtigen und extrem schwer entflammaren Schläuchen beliefert. Das jüngste Konzernmitglied ist die APT Advanced Polymer Tubing GmbH aus Neuss, die 2017 übernommen wurde. Das Unternehmen ist auf die Entwicklung und Herstellung von besonders schmalen – und hochpreisigen – Glatt- und von Schrumpfschläuchen aus ganz- oder teilfluorierten Hochleistungskunststoffen spezialisiert, mit denen vor allem Kunden aus den Bereichen Industrie (Roboter, Lebensmittel, Automotive) und Analyse- und Labortechnik bedient werden. Um trotz der unterschiedlichen Marken die Zugehör-

igkeit zur Masterflex-Gruppe stärker zu betonen, wurde seit 2013 die Dachmarke Masterflex Group stärker in den Vordergrund gerückt und die Erscheinungsweise der einzelnen Submarken komplett vereinheitlicht.



Quelle: Unternehmen

Globale Präsenz

Als deutscher Mittelständler hat Masterflex seinen geographischen Schwerpunkt noch im Heimatmarkt und in Europa. 2019 wurden in Deutschland 45,7 Prozent der Umsätze erzielt, womit der Anteil seit mehreren Jahren stabil knapp unter 50 Prozent liegt. Rund ein Viertel der Umsätze werden im europäischen Ausland erwirtschaftet, während mit Kunden von anderen Kontinenten letztes Jahr fast 30 Prozent Erlöst wurden. Der mit Abstand größte Teil davon stammt aus den USA, aber auch in China erwirtschaftet Masterflex inzwischen signifikante Umsätze im niedrigen siebenstelligen Bereich. Die Internationalisierung wird vielfach von eigenen Produktionsaktivitäten in den Zielländern begleitet, entsprechende Kapazitäten im Ausland unterhält Masterflex in Kunshan (China), Sao Paulo, Houston, Bèligneux (Frankreich) sowie im englischen Oldham. Darüber hinaus werden in Singapur sowie im schwedischen Kungsbacka Vertriebsstandorte unterhalten. Mit Ausnahme von Houston, das neben dem Stammsitz Gelsenkirchen, Neuss, 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 Markt für Schläuche in Amerika, Europa und Asien wird nach Angaben von Masterflex auf 21 Mrd. Euro geschätzt, wovon allerdings der Löwenanteil auf niedrigmargige Massenware für Anwendungen mit geringen Anforderungen, wie etwa Garten- oder Reifenschläuche, entfällt. Das für Masterflex relevante Segment der Spezialschläuche, in dem anspruchsvolle und hochpreisige Sonderanwendungen, Kleinserien und kundenspezifische Lösungen gehandelt werden, macht mit 2 Mrd. Euro weniger als 10 Prozent des gesamten Marktes aus. Für Deutschland taxiert das Management das Volumen grob auf 150 bis 200 Mio. Euro. Deutlich größer und wachstumsstärker sind vor allem Asien und die USA, die relevanten Erlöse des US-amerikanischen Marktes schätzt Masterflex auf mindestens das Doppelte des deutschen Marktes. Die Schläuche finden Anwendung in nahezu allen wichtigen Wirtschaftssektoren, weswegen die Konjunkturabhängigkeit weitgehend dem volkswirtschaftlichen Durchschnitt entsprechen dürfte.

Unterschiedliche Wachstumstreiber

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

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

Zersplitterte Angebotsstruktur

Der Markt wird nach Angaben von Masterflex größtenteils von hunderten kleinen, regional orientierten Anbietern geprägt, die sich oftmals auf bestimmte Spezialanwendungen konzentrieren. Anbieter, die ähnlich breit aufgestellt sind wie Masterflex, gibt es hingegen nur wenige. Dazu zählen unter anderem die NORRES Schlauchtechnik GmbH aus Gelsenkirchen, der japanisch-amerikanische Anbieter Kuriyama of America Inc. sowie das italienische Unternehmen Merlett Tecnoplastic, das die europäische Marktführerschaft auf dem Gebiet flexibler PVC-Schläuche für sich beansprucht und 2019 von Continental übernommen wurde. Als Teil der Schauenburg Gruppe aus Mühlheim an der Ruhr ist auch die Schauenburg Hose Technology in einen großen Konzern eingebunden, die ihrerseits aus 13 Unternehmen in mehreren europäischen Ländern, Nordamerika und China besteht und unter anderem auch als Anbieter von Schläuchen für die Medizintechnik aktiv ist und sich auf diesem Gebiet zu den führenden Anbietern zählt. Weitere Konkurrenten in diesem Bereich sind Modenplast Medical aus Italien, Optinova aus Schweden, Medi-Line aus Belgien und der französische Mischkonzern Saint Gobain. Schon diese kurze Auswahl verdeutlicht, dass Masterflex, anders als in der Industrie, wo die Gelsenkirchener in Deutschland für sich die Marktführerschaft beanspruchen, im Medizintechnikbereich noch die Rolle des Herausforderers innehat und deswegen besonders mit Qualität und Lösungskompetenz punkten muss.

Hohe Marktzutrittsschranken

Aufgrund der dafür benötigten umfassenden Expertise in mehreren Schlüsselbereichen ist das von Masterflex adressierte Marktsegment von vergleichsweise hohen Marktzutrittsschranken sowie von einer überdurchschnittlichen Kundentreue geprägt. Dies gilt umso mehr, je kritischer die betreffende Anwendung für den Kunden ist. Die jahrzehntelange Material-, Entwicklungs-, Anwendungs- und Produktionskompetenz von Masterflex, verbunden mit dem guten Renommee, sorgen deswegen für eine stabile Marktposition.

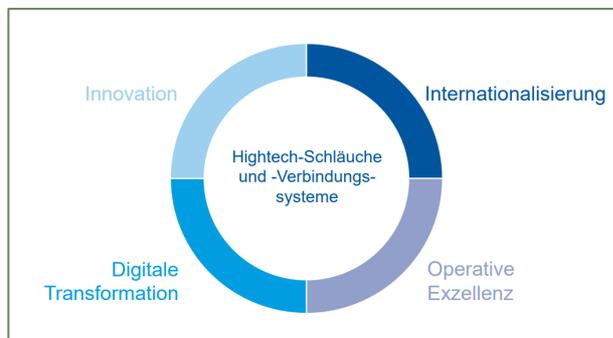
Steigende Transparenz erhöht Preisdruck

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

Strategie

Vier-Säulen-Strategie

Als Reaktion auf externe und interne Entwicklungen hat Masterflex 2017 seine Strategie, die bis dato aus den zwei Säulen Innovation und Internationalisierung bestanden hatte, um zwei weitere Aspekte ergänzt: Digitale Transformation und Operative Exzellenz. Mit diesen vier strategischen Stoßrichtungen, die ineinandergreifen, will das Unternehmen bis 2023/2024 auf 100 Mio. Euro Umsatz wachsen und dauerhaft zweistellige Margen erwirtschaften.



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 2018

der Innovationsprozess teilweise neu strukturiert, um die Entwicklungszeiten zu verkürzen und die Effizienz zu erhöhen. Unter anderem wurden die F&E-Aktivitäten von Masterflex, FLEIMA-PLASTIC und Novoplast Schlauchtechnik unter eine einheitliche Leitung gestellt, das Entwicklerteam ausgebaut und der Austausch mit den Auslandsstandorten intensiviert. Im letzten Jahr wurde der Innovationsprozess durch die Etablierung eines internen Expertengremiums weiter professionalisiert, darüber hinaus wurden die Entwicklungsressourcen vom Customizing auf die Entwicklung innovativer Produkte für bisher noch nicht adressierte Märkte umgeleitet. Für seine hohe Innovationskraft wurde Masterflex in der Vergangenheit mehrfach ausgezeichnet, unter anderem 2016 und 2019 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 sollen unter der Marke AMPIUS produktlinienübergreifend angeboten werden. Im letzten Jahr wurde hierfür 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. Weitere 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 daten-

basierter Leistungen denkt. 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. Diesen Weg will Masterflex nun konsequent fortsetzen und schrittweise alle wichtigen 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.

Effizienzprogramm umgesetzt ...

Da allerdings trotz der ergriffenen Maßnahmen die Margenentwicklung sowohl 2018 als auch zu Beginn von 2019 nicht in die gewünschte Richtung gegangen ist, hat Masterflex im Sommer 2019 unter dem Namen „Back To Double Digit“ (B2DD) ein umfassendes Effizienzsteigerungsprogramm beschlossen und bis Ende 2019 weitgehend umgesetzt. Den größten Teil des Programms, dessen angestrebten Ergebniseffekt Masterflex auf 2,5 Mio. Euro bezifferte, machte die Reduktion der Mitarbeiterzahl in Gelsenkirchen sowie bei Matzen & Timm aus. Flankiert wurde dies durch Anpassungen an zahlreichen internen Prozessen sowie mit organisatorischen Maßnahmen, um damit die Arbeitsproduktivität zu erhöhen und das geplante wachsende Geschäftsvolumen mit einer geringeren

Mannschaftsstärke reibungslos bewältigen zu können. Dazu gehörten unter anderem die Neubesetzung einiger Stellen im mittleren Management, ein verbessertes Controlling, mit dem nicht zuletzt dank des ERP-Systems und in Verbindung mit einem neuen Projektstab unterhalb des Vorstands ein engmaschigeres Monitoring der aktuellen Entwicklungen ermöglicht wurde, sowie eine stärkere Ergebnisorientierung der Entgeltstrukturen insbesondere im mittleren Management. Als Fortschritte, die durch das B2DD-Programm im letzten Jahr erreicht wurden, nennt Masterflex neben der Erhöhung der Personalproduktivität unter anderem verbesserte Konditionen durch die Zentralisierung des Einkaufs, reduzierte Rüstzeiten, eine niedrigere Ausschussquote und einen reduzierten Materialeinsatz durch optimiertes Produktdesign (Design-to-Cost-Effekte).

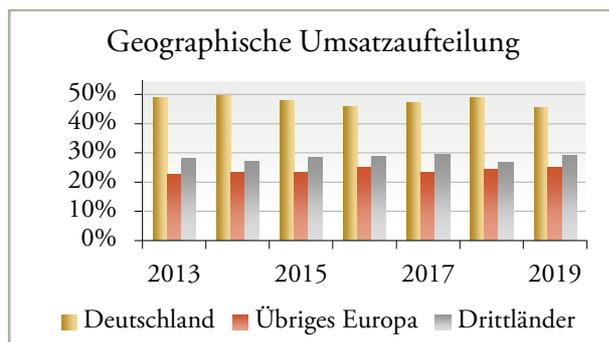
...und erweitert

Da Masterflex sich aber ab Oktober 2019 mit einer deutlich schwächeren Auftrags- und Umsatzentwicklung konfrontiert sah, die ihre Ursache in der deutschen und europäischen Automotive- und Maschinenbaubranche hatte, wurde das Effizienzsteigerungsprogramm kurzfristig ausgeweitet. Der Umfang der Kostensenkungsmaßnahmen wurde gegenüber dem ursprünglichen B2DD-Programm auf 5,0 Mio. Euro verdoppelt, wovon knapp 3 Mio. Euro durch Personalabbau erreicht werden sollten. Dem stehen aber auch gegenläufige Effekte gegenüber, beispielsweise aus dem bewussten Verzicht auf niedrigmarginige Umsätze sowie allgemeine Kostensteigerungen. Auch diese im Unterschied zum B2DD-Programm überwiegend auf kurzfristige Einsparungen abzielenden Maßnahmen wurden weitgehend bereits im letzten Jahr umgesetzt.

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 Übersee und insbesondere in den USA und China gehört schon seit Langem zum Strategiemix von Masterflex, doch ohne, dass sich der Umsatzanteil des geographischen Segments „Drittländer“ in den letzten Jahren signifikant erhöht hätte. Letztes Jahr belief er

sich auf 28,3 Prozent und lag damit nur leicht oberhalb des Durchschnitts der Jahre seit 2013. Nach wie vor erwirtschaftet Masterflex fast die Hälfte seiner Erlöse im Inland. Angesichts des deutlich größeren Markt- und Wachstumspotenzials von China und den USA zeigt sich Masterflex mit dieser Bilanz unzufrieden und hat seit Ende 2018 mehrere Maßnahmen ergriffen, um der Internationalisierung endlich dauerhaft eine höhere Dynamik zu verleihen. Unter anderem wurde eine schrittweise Erweiterung der in Übersee angebotenen Produktpalette an das deutsche Niveau eingeleitet. Darüber hinaus hat Masterflex die Bemühungen um die Erschließung weiterer europäischer Märkte wie Italien, Spanien und Portugal intensiviert, die aber im Erfolgsfall direkt aus Deutschland beliefert werden sollen. Zu diesem Zweck wurde die Verantwortung für diese Märkte im letzten Jahr von der französischen Tochter nach Gelsenkirchen verlagert.



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.

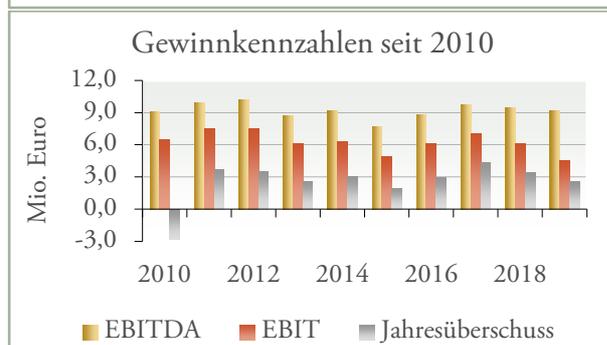
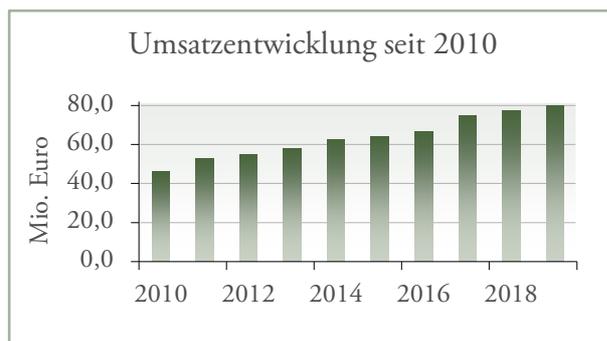
Weitere Zukäufe geplant

Weiterhin auf der Agenda stehen zudem Akquisitionen, mit denen sich Masterflex aktiv an der Marktkonsolidierung beteiligen will. Allerdings stellen die Gelsenkirchener hohe Anforderungen an die möglichen Targets. Der Fokus richtet sich vor allem auf profitable Unternehmen, die technologisch die Verarbeitung von Hightech-Kunststoffen und anderen synthetischen Polymeren beherrschen und geographisch in die Internationalisierungsstrategie von Masterflex passen. Kundenseitig sollte ein ideales Übernahmeziel die Branchen Medizintechnik, Nahrungsmittel oder Pharma abdecken, um die Bestrebungen zur Reduktion der Konjunktursensibilität des Masterflex-Geschäfts zu unterstützen.

Zahlen

Beständiges Wachstum

In seinem Kerngeschäft arbeitet Masterflex seit der Gründung durchgehend profitabel. Zwischenzeitlich wurde dies zwar durch eine missglückte Expansion in andere Geschäftsbereiche überdeckt, doch seit der 2010 eingeleiteten Refokussierung auf das Kerngeschäft haben die Gelsenkirchener ihre Umsätze kontinuierlich gesteigert und seit 2011 auch auf Konzernebene ausschließlich positive Ergebnisse erwirtschaftet. Zwischen 2010 und 2019 wurde der Umsatz um fast drei Viertel erhöht, die dabei erzielte Wachstumsrate schwankte dabei zwischen 15,1 Prozent im Jahr 2011 und 2,6 Prozent im Jahr 2015.

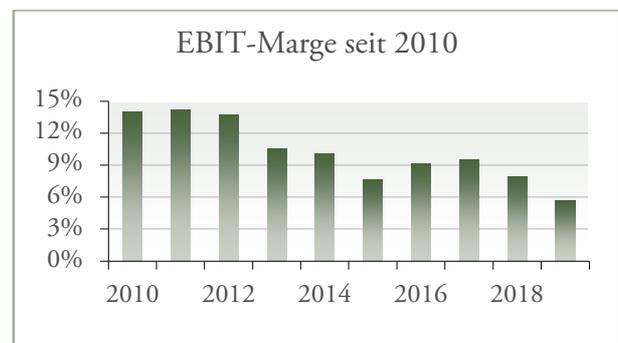


Quelle: Unternehmen

Durchgehend profitabel

Die Refokussierung auf das Kerngeschäft zahlte sich auch im Ergebnis deutlich aus. Seit 2011 konnte Masterflex bei allen Ergebniskennzahlen durchgehend positive Werte ausweisen, die EBITDA-Marge erreichte in der Spitze Werte von annähernd 20 Prozent. Auch die EBIT-Marge bewegte sich über viele Jahre im

zweistelligen Bereich, mit einem Höchstwert von 14,1 Prozent im Jahr 2011. Allerdings wurde das selbstgesteckte Ziel einer EBIT-Marge von mindestens 10 Prozent seit 2015 verfehlt, und seit 2012 zeigt sie einen deutlichen Abwärtstrend, der zwar 2016 und 2017 vorübergehend gestoppt und umgekehrt werden konnte, der sich in den letzten zwei Jahren aber erneut fortsetzte. In absoluten Zahlen lag das EBITDA somit 2019 auf dem Niveau aus 2010, das EBIT war sogar um ein Drittel niedriger als zu Beginn des Jahrzehnts.



Quelle: Unternehmen

Effizienzprogramm umgesetzt

Um diesen Trend zu drehen, hat Masterflex bereits Ende 2017 begonnen, den Fokus stärker auf die Profitabilität zu richten und zahlreiche Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz der Prozesse und zur stärkeren Nutzung von Synergieeffekten beschlossen, eingeleitet und umgesetzt. Insbesondere wurde am Hauptstandort Gelsenkirchen ein großes Investitionsprogramm umgesetzt, mit dem die Kapazitäten und Lieferfähigkeit erhöht und die Logistik verbessert wurden. Allerdings blieben diese Maßnahmen ohne einschneidenden Erfolg, stattdessen tauchten im Jahresverlauf 2018 neue Probleme vor allem im Personalbereich auf, die zu Lieferengpässen und deutlichen Mehrkosten führten. Aus dieser Erfahrung heraus wurde im September 2019 unter der Bezeichnung Back to Double Digit (B2DD) ein neues Effizienzsteigerungsprogramm vorgestellt, mit dem im Unter-

schied zu den vorangegangenen Bemühungen keine Einzelmaßnahmen, sondern ein umfassendes und konzernweit verknüpftes Konzept erstellt wurde, das auch die Controlling-, Führungs- und Anreizstrukturen zum Gegenstand hatte.

Wachstumsschwäche ab Herbst 2019

Während das B2DD-Programm vor allem darauf abzielte, eine nachhaltige Rückkehr zu zweistelligen EBIT-Margen zu ermöglichen, sah sich Masterflex im Herbst 2019 gezwungen, ein weiteres Kostensenkungsprogramm durchzuführen, um damit auf die abrupte Abschwächung der Nachfragedynamik in den wichtigen Zielbranchen Maschinenbau und Automobil zu reagieren. Nachdem nämlich die Geschäftsentwicklung in den ersten drei Quartalen von einer soliden Wachstumsdynamik gekennzeichnet war und der Umsatz nach neun Monaten um 5,7 Prozent über dem Vorjahr lag, sorgten die schwachen Abrufe aus diesen beiden Branchen in den letzten drei Monaten für einen dreiprozentigen Umsatzrückgang. In Summe der zwölf Monate verblieb ein Wachstum um 3,5 Prozent auf 80,0 Mio. Euro. Das Wachstum beruhte auf mehreren Säulen, zu denen die Aktivitäten in Asien und Amerika sowie das Geschäft mit der Medizintechnik gehörten, das vor allem von den beiden Töchtern Novoplast Schlauchtechnik und Fleima verantwortet wird. Auch das jüngste Konzernmitglied APT hat sich gut entwickelt, während Matzen & Timm und vor allem die Masterflex SE selbst hinter dem Vorjahr geblieben sind. Gerade die Muttergesellschaft des Konzerns, die auch den größten Standort in Gelsenkirchen betreibt, wurde von der rückläufigen Nachfrage der europäischen Automobil- und Maschinenbauindustrie deutlich getroffen und musste einen Rückgang ihrer Erlöse (vor Konsolidierung) um 9 Prozent auf 19,4 Mio. Euro hinnehmen.

Deutlicher Kostenanstieg

Da sowohl die Bestandsveränderungen als auch die Aktivierung von eigenen Leistungen, die 2018 im Zusammenhang mit der Einführung eines ERP-System deutlich angestiegen war, niedriger ausgefallen sind als im Vorjahr, war der Anstieg der Gesamtleistung mit 1,6 Prozent auf 80,4 Mio. Euro nur halb so stark wie der des Umsatzes. Nach Abzug des Materialaufwands,

der um 2,9 Prozent auf 26,0 Mio. Euro gestiegen ist, lag der Rohertrag mit 54,4 Prozent nur leicht über dem Vorjahreswert von 53,9 Mio. Euro. Demgegenüber ist der Personalaufwand um 6,1 Prozent gestiegen, wofür der im Jahresdurchschnitt höhere Personalbestand sowie die jährlichen Lohnsteigerungen verantwortlich waren. Demgegenüber haben sich die Einsparungen im Bereich der Personalkosten 2019 noch kaum bemerkbar gemacht, diesbezüglich sollen die Effekte im laufenden Jahr spürbar werden. Etwas gesunken (-3,5 Prozent auf 13,8 Mio. Euro) ist der sonstige betriebliche Aufwand, doch ist dies ausschließlich auf die erstmalige Anwendung von IFRS 16 zurückzuführen, in deren Folge Miet- und Leasingaufwand in Höhe von 1,1 Mio. Euro in die Abschreibungen umgruppiert wurden. Diese erhöhten sich infolgedessen um 37,6 Prozent auf 4,6 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	77,24	79,97	+3,5%
EBITDA	9,44	9,14	-3,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	12,2%	11,4%	
EBIT	6,10	4,54	-25,6%
<i>EBIT-Marge</i>	7,9%	5,7%	
EBT	5,04	3,25	-35,5%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	6,5%	4,1%	
Nettoergebnis	3,37	2,53	-24,9%
<i>Netto-Marge</i>	4,4%	3,2%	
Free-Cashflow	-0,50	3,42	

Quelle: Unternehmen

EBIT ein Viertel niedriger

Ergebnisentlastend haben sich hingegen die sonstigen betrieblichen Erträge entwickelt, die um 85 Prozent auf 1,2 Mio. Euro zugelegt haben. Zurückzuführen ist das neben der Auflösung von Rückstellungen unter anderem auch auf die Abgabe des defizitären Geschäfts mit Heizschläuchen an einen Partner, mit der Masterflex die Kostenbelastung und die Komplexität reduzieren wollte. In Summe überwogen 2019 aber die ergebnisbelastenden Effekte, weswegen das EBIT im Vorjahresvergleich um 25,6 Prozent auf 4,5 Mio.

Euro bzw. 5,7 Prozent vom Umsatz (Vorjahr: 7,9 Prozent) gesunken ist. Darin enthalten sind nicht operative einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit den Effizienzverbesserungs- und Kostensenkungsprogrammen in Höhe von 0,5 Mio. Euro (Abfindungen, Kosten der Personalmaßnahmen, Beratungs- und Anwaltskosten). Bereinigt um diese Größe lag das operative EBIT bei 5,1 Mio. Euro und die operative EBIT-Marge bei 6,3 Prozent, womit das im November von zuvor 8 Prozent auf 5 bis 6 Prozent reduzierte Margenziel leicht übertroffen wurde.

Steueraufwand reduziert

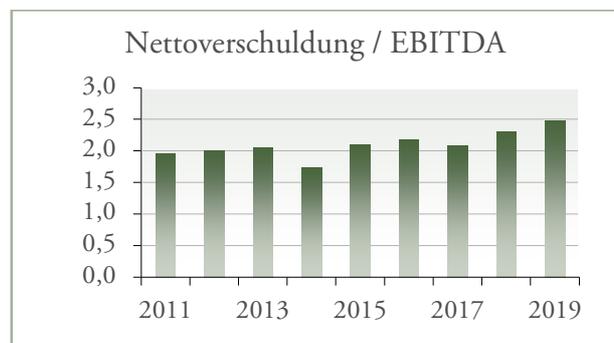
Auf der Ebene des Vorsteuergewinns fiel der Ergebnismrückgang mit 35,5 Prozent (auf 3,3 Mio. Euro) noch höher aus, weil sich auch das Finanzergebnis aufgrund der einmaligen Abschlusskosten des im Sommer unter verbesserten Bedingungen verlängerten Konsortialkredits von -1,1 auf -1,3 Mio. Euro verschlechtert hat. Da sich aber die Steuerbelastung, die im Vorjahr durch den Abbau von aktivierten latenten Steuern angestiegen war, wieder ermäßigt hat, konnte dies beim Nettoergebnis kompensiert werden, so dass dieses im Gleichschritt mit dem EBIT um ein Viertel auf 2,5 Mio. Euro gesunken ist.

Operativer Cashflow steigt um 40 %

Anders als das Ergebnis, konnte der operative Cashflow im letzten Jahr deutlich verbessert werden und lag mit 6,6 Mio. Euro um mehr als 40 Prozent über dem Vorjahresniveau. Allerdings war das auf zwei Sondereffekte zurückzuführen, ohne die es einen leichten Rückgang gegeben hätte. Zum einen sorgte die Erstanwendung von IFRS 16 für eine Entlastung um 1,1 Mio. Euro durch die Verschiebung der Auszahlungen für Miet- und Leasingverträge in den Finanzierungs-Cashflow. Zum anderen waren im operativen Cashflow des Jahres 2018 Zahlungen aus Gerichtsprozessen in Höhe von etwa 1,2 Mio. Euro verbucht worden, deren Ergebniswirkung bereits in den Vorperioden durch entsprechende Rückstellungen größtenteils abgebildet worden war, ohne die der Vergleichswert für 2019 entsprechend höher ausgefallen wäre.

Free-Cashflow deutlich im Plus

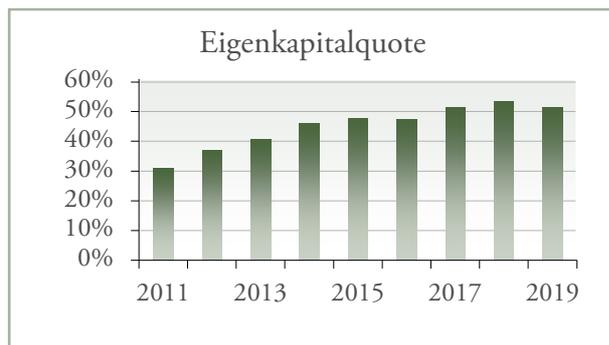
Kräftig verbessert hat sich auch der Investitions-Cashflow, der unter anderem vom Abschluss der Einführung des ERP-Systems profitierte und einen von -5,2 auf -3,2 Mio. Euro reduzierten Mittelabfluss zeigt. Unter dem Strich resultiert daraus ein Free-Cashflow von +3,4 Mio. Euro (Vorjahr: -0,5 Mio. Euro), der somit nach drei von hohen Investitionen geprägten Jahren ins Plus zurückgekehrt ist. Nach Abzug der Auszahlungen für Dividenden (-0,7 Mio. Euro), Zinsen (-0,9 Mio. Euro) und Tilgungen (-3,6 Mio. Euro, inkl. der Zahlungen für Leasing und Mieten) und zusätzlich der Aufnahme von 4,1 Mio. Euro an neuen Krediten hat sich die Liquidität im letzten Jahr um 2,5 Mio. Euro auf 6,9 Mio. Euro erhöht.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapital sehr solide

Durch die zusätzliche Kreditaufnahme und die Hinzurechnung der seit dem letzten Jahr erstmals passivierten Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 (2,9 Mio. Euro) hat sich die Nettofinanzverschuldung dennoch um 1,8 Mio. Euro erhöht. In Kombination mit dem gesunkenen operativen EBITDA ergibt sich daraus ein Anstieg der Verschuldungsquote (Nettoverschuldung/EBITDA) von 2,3 auf 2,5, womit Masterflex aber noch unter der Vorgabe des Konsortialkreditvertrages (höchstens 3,0) liegt. Sehr solide stellt sich hingegen die Eigenkapitalquote dar, die wegen der Bilanzverlängerung durch IFRS 16 zwar um 2 Prozentpunkte abgenommen hat, mit 51,5 Prozent aber weit im komfortablen Bereich liegt.



Quelle: Unternehmen

Leichter Umsatzrückgang in Q1

Inzwischen liegen auch schon die ersten Eckdaten für das erste Quartal vor, die eine erfreulich stabile Entwicklung zeigen. Der Umsatz hat sich im Vorjahresvergleich um 2,9 Prozent auf 20,5 Mio. Euro reduziert, was größtenteils auf den frühen Shutdown in China zurückzuführen ist, der zu einem Umsatzausfall von 0,4 Mio. Euro geführt hat. Inzwischen läuft die Produktion in China aber wieder „nahezu bei voller Auslastung“. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die ersten drei Monate im Vorjahr aufgrund von Auftragsüberhängen aus 2018 außergewöhnlich stark ausgefallen waren. Bezogen auf die Zielbranchen haben sich die Trends aus dem zweiten Halbjahr 2019 wiederholt, so dass einem dynamischen Geschäft mit Kunden aus der Medizin- und Labortechnik und der Lebensmittelindustrie eine schwache Entwicklung im Maschinenbau und im Automotive-Bereich gegenüberstand.

Geschäftszahlen	Q1 19	Q1 20	Änderung
Umsatz	21,1	20,5	-2,9%
EBIT	2,1	2,1	0,0%
EBIT-Marge	9,8%	10,0%	
Nettoergebnis	1,2	1,3	4,3%
Netto-Marge	5,9%	6,3%	
Operativer Cashflow	-0,1	0,9	

Quelle: Unternehmen

Profitabilitätseffekte sichtbar

Trotz des niedrigeren Umsatzes ist das operative EBIT mit 2,1 Mio. Euro stabil geblieben, so dass sich die EBIT-Marge von 9,8 auf 10,0 Prozent leicht verbes-

sert hat, wofür die ersten Effekte der letztjährigen Effizienzsteigerungsprogramme verantwortlich sein dürften. Zusätzlich konnte dank der Einsparungen aus dem neuen Konsortialkredit das Finanzergebnis verbessert werden, so dass der Quartalsüberschuss sogar von 1,2 auf 1,3 Mio. Euro gestiegen ist. Deutlich verbessert hat sich auch der operative Cashflow, der um 1,0 Mio. Euro auf +0,9 Mio. Euro zugelegt hat.

Starker Auftragseingang

Die stabilisierende Bedeutung solcher Zielbranchen wie Medizin- und Labortechnik hat sich auch im Auftragseingang niedergeschlagen, der zwischen Januar und März über dem Umsatz lag, so dass der Auftragsbestand gegenüber dem Jahreswechsel um 3,5 Mio. Euro erhöht werden konnte. Zwei Drittel dieses Zuwachses entfallen nach Unternehmensangaben auf den Bereich Medizintechnik.

Bemerkenswert stabil

Die Position als Zulieferer von Branchen, die im aktuellen Umfeld als systemrelevant eingestuft wurden und deren direkten und indirekten Umsatzanteil Masterflex auf rund ein Viertel schätzt, sorgte auch dafür, dass mit Ausnahme der kleinen Standorte in Frankreich und England alle europäischen Standorte wie auch die Niederlassung in den USA ihre Produktion bisher aufrechterhalten durften. Dementsprechend wurde Kurzarbeit zwar vollumfänglich für alle deutschen Standorte beantragt, doch bisher nur im kleineren Ausmaß an zwei Standorten mit Schwerpunkten im Industriegeschäft umgesetzt. Überraschenderweise berichtet Masterflex auf Nachfrage auch von einem relativ stabilen Geschäft mit der Luftfahrtindustrie und begründet dies mit dem sehr hohen Auftragsbestand von Airbus. Aber auch für die eigene Zuliefererseite berichtet Masterflex von einer erstaunlichen Stabilität und von Abwesenheit größerer Störungen.

Stärkere Belastungen in Q2

Eine Prognose für das Gesamtjahr wurde mit Verweis auf die Unsicherheit über die weitere Entwicklung noch nicht veröffentlicht, was aber mit der Veröffentlichung der finalen Q1-Zahlen Mitte Mai nachgeholt werden soll. Vor allem für das zweite Quartal erwartet

der Vorstand deutlichere Bremsspuren der Corona-Pandemie, mit einer Verbesserung der Lage rechnet der Vorstand erst für das dritte oder vielleicht sogar für das vierte Quartal. In Abhängigkeit von der weiteren Entwicklung ist somit für 2020 sowohl leichtes Wachstum als auch ein zweistelliger Rückgang von Umsatz und Ertrag möglich. Insgesamt zeigt sich das

Unternehmen aber „verhalten optimistisch“ und sieht das Unternehmen mit Blick auf die branchenseitige und geographische Diversifikation, die bereits im letzten Jahr begonnenen Kostensenkungen und nicht zuletzt die Liquidität gut gewappnet. Um die Letztere zusätzlich zu schonen, sollen zudem die Investitionen dieses Jahr fast auf null zurückgefahren werden.

Equity-Story

Etablierte Marktstellung

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

Stabilität und Kontinuität

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

Krisenerfahren

Die damalige Berufung erfolgte in einer tiefen Krise infolge einer fehlgeschlagenen Expansion in neue Geschäftsfelder. Mit der erfolgreichen Überwindung dieser Krise, die dem Vorstandschef Bastin den Titel „Turnarounder des Jahres 2011“ (verliehen durch BDO) einbrachte, begann nicht nur eine inzwischen 10-jährige Phase beständigen und stets profitablen Wachstums, sondern es wurde auch wertvolle Erfahrung gesammelt, von der das Unternehmen in der Corona-Krise ebenfalls profitieren könnte.

Solide Bilanzstruktur

Das Unternehmen arbeitet seit Jahren profitabel, verfügt über eine hohe Eigenkapitalquote und über ausreichende Liquidität und Kreditlinien. Auch die Nettoverschuldung liegt mit einer Quote von 2,5 (zum

EBITDA) trotz der hohen Investitionen der letzten Jahre und trotz der Ergebnisverschlechterung noch im akzeptablen Bereich.

Innovationsstark

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

Digitalisierungsstrategie in Umsetzung

Als ein zentrales Element der Innovationsoffensive entwickelt Masterflex intelligente Schläuche, die in der Lage sind, selbstständig Daten (zum Beispiel über den Verschleißzustand) zu sammeln und mit ihrer Umgebung auszutauschen. Diese Entwicklung ist nur ein Element einer umfassenden Digitalisierungsstrategie, mit der Masterflex sowohl die eigenen Produkte als auch die internen Prozesse digitalisiert und vernetzt, um damit sowohl die Positionierung als Innovationsführer zu unterstreichen als auch, um die eigene Profitabilität zu erhalten und zu verbessern.

Präsenz in Wachstumsmärkten

Auch wenn die Internationalisierungsstrategie in den letzten Jahren noch nicht die erhoffte Dynamik ge-

zeigt hat, bietet die bestehende Präsenz in – verglichen mit Deutschland – deutlich größeren und vor allem wachstumsstärkeren Märkten ein großes Potenzial für die Zukunft. Dies umso mehr, als die personellen, organisatorischen und konzeptionellen Anpassungen, die Masterflex nach der enttäuschenden Performance in China und Nordamerika im Jahr 2018 ergriffen hatte, sich letztes Jahr in einer wieder überdurchschnittlichen Dynamik in diesen Märkten bemerkbar gemacht haben. Auch könnte sich die geographische Diversifikation gerade im aktuellen Umfeld auszahlen, weil die zeitliche Verschiebung der Betroffenheit durch die Pandemie die Umsatzentwicklung im Jahresverlauf etwas glätten könnte.

Wachsender Anteil der Medizintechnik

Diversifikation ist auch bezogen auf die Branchenstruktur der Kundenkartei eine Stärke von Masterflex. Nach eigenen Angaben verfügt das Unternehmen über eine breitere Branchendiversifizierung als die Konkurrenten, auch bestehen keine Abhängigkeiten von einzelnen Großkunden. Im aktuellen Umfeld besonders wichtig ist, dass ein signifikanter und seit Jahren wachsender Anteil der Erlöse mit Kunden aus relativ konjunkturunsensiblen Branchen wie Medizin- und Labortechnik, Pharmazie oder Lebensmittelindustrie erzielt wird. Allein der Anteil der Medizintechnik an den Konzernerlösen belief sich 2019 auf 17 Prozent, auch für das erste Quartal 2020 berichtet Masterflex von einem weiteren Anstieg.

Zweistellige EBIT-Marge angestrebt

Nachdem Masterflex es in den letzten Jahren nicht geschafft hat, das selbstgesteckte Ziel einer zweistelligen EBIT-Marge zu erreichen, wurde im letzten September unter dem Namen „Back to Double Digit“ (B2DD) ein umfangreiches Effizienzsteigerungsprogramm vorgestellt und bereits weitestgehend umgesetzt, mit dem Ziel, die Personalproduktivität zu erhöhen, die Materialeffizienz zu verbessern und die internen Prozesse zu optimieren. Neben dem Personalabbau wurden hierbei unter anderem die Komplexität durch die Abgabe einer Produktlinie reduziert und der Fokus der konzernweiten Innovationsaktivitäten stärker von der kundenindividuellen Optimierung auf die Entwicklung neuer Produkte und Anwendungen ver-

schoben. Nach Unternehmensangaben konnten die ersten Verbesserungen schon im vierten Quartal beobachtet werden, doch der volle Effekt der Maßnahmen, den Masterflex auf 2,5 Mio. Euro bezifferte, sollte sich erst im laufenden und im nächsten Jahr einstellen.

Zusätzliche Kostensenkungsmaßnahmen

In Reaktion auf die starke konjunkturelle Abschwächung in den wichtigen Zielbranchen Maschinenbau und Automotive wurden die Kostensenkungsmaßnahmen im vierten Quartal um zusätzliche Einschnitte vor allem im Personalbereich ergänzt, die ebenfalls bereits größtenteils umgesetzt wurden.

Rasche Anpassung an Corona

Dank dieser Programme ist Masterflex kostenseitig gut vorbereitet in die Corona-Krise gekommen. Um die Ergebnisrisiken weiter zu reduzieren, wurden dennoch rasch weitere Maßnahmen vorbereitet und umgesetzt. Dazu zählen die Beantragung von 100 Prozent Kurzarbeit für alle deutschen Standorte sowie strengste Ausgabendisziplin im Material- und Sachkostenbereich. Auch wurden sämtliche Investitionsvorhaben zunächst zurückgestellt.

Mittelfristige Ziele bestätigt

Ungeachtet der aktuellen Krise hat Masterflex seine mittelfristigen Ziele bestätigt und strebt weiterhin eine zweistellige EBIT-Marge (ab 2022) und ein organisches Umsatzwachstum auf über 100 Mio. Euro bis 2023/2024 an.

Weitere Akquisitionen zu erwarten

Zuzüglich von Akquisitionen soll der Umsatz bis 2030 sogar auf 200 Mio. Euro wachsen. Im Zentrum des Interesses stehen dabei vor allem eine ergänzende technologische Expertise sowie ein Markt- und Kundenzugang in bisher noch gar nicht oder nur unzureichend adressierten geographischen Märkten und Branchen. Diesbezüglich könnte die Corona-Krise auch neue Chancen bieten, wenn sich hierdurch die Verkaufsbereitschaft potenzieller Targets erhöht und/oder die Preisvorstellungen ermäßigen.

Stabile Dividende

Wie stabil Masterflex insgesamt trotz der Corona-Krise aufgestellt ist, unterstreicht nicht zuletzt der Dividendenvorschlag, der ungeachtet des letztjährigen

Ergebnisrückgangs eine unveränderte Dividende von 7 Cent je Aktie vorsieht. Bezogen auf den aktuellen Kurs entspräche dies einer Dividendenrendite von 1,7 Prozent.

DCF-Bewertung

Grundszenario unverändert

Für unsere Wertermittlung gehen wir unverändert von einem trendmäßigen Umsatzwachstum und von steigenden Margen aus. Im Hinblick auf die aktuelle Corona-Krise haben wir bereits in unserem letzten Comment anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für 2019 unsere Schätzungen überarbeitet und für 2020 eine Umsatzdelle vorgesehen sowie den Margenanstieg um ein Jahr nach hinten verschoben. Diese Delle haben wir aus Vorsicht nun etwas ausgeprägter modelliert, darüber hinaus haben sich kleinere Änderungen der Schätzungen aus der Aktualisierung der Bilanzdaten anhand des Geschäftsberichts ergeben.

Umsatzrückgang um 7,5 Prozent

Bezüglich des diesjährigen Umsatzes haben wir unsere Schätzungen etwas vorsichtiger ausgestaltet und kalkulieren nun mit einem Rückgang um 7,5 Prozent auf 74,0 Mio. Euro. Dabei gehen wir davon aus, dass die Erlöse nach dem Rückgang im ersten Quartal auch

noch im zweiten (-20 Prozent) und dritten (-7,5 Prozent) Quartal unter den entsprechenden Vorjahreswerten liegen werden, während wir für die letzten drei Monate des Jahres wieder mit einer Rückkehr auf den Wachstumspfad (+2 Prozent) kalkulieren, die durch die schwache Vergleichsbasis aus 2019 erleichtert werden dürfte. Im Gegenzug zu der reduzierten Schätzung für 2020 haben wir aber, nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Basiseffekts, die erwartete Wachstumsrate für 2021 von zuvor 5,5 auf nun 8,5 Prozent angehoben, woraus sich in Summe aber dennoch ein Umsatzniveau unterhalb unserer letzten Schätzung ergibt (80,3 statt 82,7 Mio. Euro). Die Wachstumserwartungen für die Folgejahre haben wir unverändert gelassen, zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir nun mit einem Umsatz von 118 Mio. Euro (bisher: 122 Mio. Euro). Die von Masterflex für die Jahre 2023/2024 angepeilte Marke von 100 Mio. Euro wird in unserem Modell 2024 fast erreicht und 2025 überschritten.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	74,0	80,3	85,9	91,9	98,3	105,2	112,6	118,2
Umsatzwachstum		8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
EBIT-Marge	5,2%	7,3%	8,3%	9,0%	9,7%	10,0%	10,2%	10,4%
EBIT	3,9	5,8	7,1	8,3	9,5	10,6	11,5	12,3
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,2	1,8	2,1	2,5	2,9	3,2	3,5	3,7
NOPAT	2,7	4,1	5,0	5,8	6,7	7,4	8,1	8,6
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	7,1	8,0	9,0	9,8	10,8	11,6	12,3	13,0
- Zunahme Net Working Capital	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2
- Investitionen AV	-0,8	-4,2	-4,3	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0	-5,2
Free Cashflow	5,9	3,1	3,8	4,6	5,2	5,7	6,2	6,5

Margenanstieg erst 2021

Durch die geringeren Deckungsbeiträge infolge der niedrigeren Umsatzschätzung sowie durch die krisenbedingten Beeinträchtigungen der Prozesseffizienz haben wir die Profitabilitätsverbesserung, die vor dem Hintergrund der im letzten Jahr ergriffenen Maßnahmen zu erwarten gewesen wäre, auf 2021 verschoben. Allerdings sollten die Kostensenkungen zumindest reichen, um die negativen Effekte zumindest teilweise zu kompensieren, weswegen wir für 2020 mit Margen in etwa auf dem Niveau des Vorjahres kalkulieren. Beim EBITDA entspricht das 11,1 Prozent und beim EBIT 5,2 Prozent, woraus sich absolute Schätzwert von 8,2 resp. 3,9 Mio. Euro ergeben. Nach Steuern rechnen wir somit für das laufende Jahr mit einem Gewinn von 2,1 Mio. Euro. Reduziert haben wir auch die Schätzung der diesjährigen Investitionen, für die wir nun lediglich 0,8 Mio. Euro ansetzen, bevor sie sich ab 2021 wieder in der bisher angenommenen Spanne zwischen 4,5 und 5,5 Prozent der Umsätze normalisieren. Ab 2021 folgt auch die Margenentwicklung in etwa wieder dem alten Pfad, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums in 2027 mit nahezu unveränderten Zielmargen von 14,1 Prozent beim EBITDA und 10,4 Prozent beim EBIT kalkulieren. Die Rückkehr der EBIT-Marge in den zweistelligen Bereich, die Masterflex für 2022 anstrebt, erwarten wir, wie bisher, erst für 2025. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Diskontierungszins

Anschließend ziehen wir zur Ermittlung des Terminal Value eine EBIT-Marge von 8,8 Prozent heran, die somit gegenüber der Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent enthält. Als „ewige“ Wachstumsrate unterstellen wir 1 Prozent p.a. Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren

Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, für die Marktrisikoprämie ziehen wir einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent heran (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,5 Prozent.

Neues Kursziel: 6,70 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,5 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein fairer Wert von 65,4 Mio. Euro bzw. 6,70 Euro je Aktie, worauf wir unser neues Kursziel taxieren. Gegenüber unserem letzten Comment (7,00 Euro) hat sich das Kursziel somit leicht reduziert, was auf die vorsichtigeren Annahmen bezüglich der diesjährigen Entwicklung zurückzuführen ist. Dennoch signalisiert das Kursziel für die Masterflex-Aktie ein Aufwärtspotenzial von rund 60 Prozent. Wie schon bisher, enthält die hierbei unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung keine Übernahmen. Sollte Masterflex erneut akquisitorisch aktiv werden, was wir erwarten, würden die Effekte ein zusätzliches Upside-Potenzial bieten.

Leicht erhöhtes Prognoserisiko

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

bau) trotz der Fortschritte beim Ausbau des Geschäfts mit Branchen wie etwa der Medizintechnik noch hoch. In Verbindung mit der erhöhten Unsicherheit wegen der COVID-19-Pandemie sehen wir weiterhin eine leicht erhöhte Schätzunsicherheit und vergeben vier von sechs Punkten.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 4,67 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,5 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 10,51 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	10,51	9,47	8,62	7,92	7,32
7,0%	9,08	8,26	7,58	7,01	6,51
7,5%	7,92	7,26	6,70	6,23	5,82
8,0%	6,95	6,41	5,95	5,56	5,21
8,5%	6,14	5,69	5,31	4,97	4,67

Fazit

Mit dem Umsatzwachstum um 3,5 Prozent und dem Jahresüberschuss von 2,5 Mio. Euro ist Masterflex im letzten Jahr zum zehnten Mal in Folge gewachsen und profitabel geblieben. Allerdings lag das Ergebnis, wie schon 2018, unter dem Vorjahreswert.

Ursächlich dafür war eine spürbare konjunkturelle Eintrübung in den wichtigen Zielbranchen Maschinenbau und Automotive, die für eine gesunkene Auslastung gerade an den fixkostenträchtigen Standorten gesorgt hat. Auch im ersten Quartal 2020 haben sich diese beiden Branchen bremsend ausgewirkt und zusammen mit der mehrwöchigen Pause der chinesischen Aktivitäten für einen Rückgang des Konzernumsatzes gesorgt. Dass dieser mit 3,6 Prozent trotz der sich ab März auch in Europa zuspitzenden COVID-19-Krise nur moderat ausgefallen ist, war hingegen dem starken Wachstum in anderen Bereichen, allen voran in der Medizin- und Labortechnik, zu verdanken.

Auch sonst zeigt sich Masterflex bisher erfreulich stabil: die wichtigsten Standorte haben ihre Produktion fortgesetzt, die Lieferketten sind noch intakt und der Auftragseingang des ersten Quartals lag um 3,5 Mio. Euro über dem Umsatz. Dennoch dürfte das zweite Quartal deutlich schwächer ausfallen, weswegen Masterflex vorsorglich für alle deutschen Standorte die Kurzarbeit beantragt (aber bisher nur im klei-

nen Umfang in Anspruch genommen) hat; die Ausgaben wurden zudem gedrosselt und die Investitionen gestoppt.

Eine konkrete Prognose für das Gesamtjahr wurde noch nicht abgegeben, doch wir gehen davon aus, dass in diesem schwierigen Umfeld ein Umsatz- und Ergebnisrückgang nicht zu vermeiden sein wird und erwarten vor allem für das laufende Quartal einen kräftigen Einbruch. Auch für die Sommermonate rechnen wir noch mit einem schwächeren Geschäft, bevor ab dem Herbst wieder die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingen und 2021 schwungvolles Wachstum einsetzen sollte.

Da wir dieses Szenario bereits in unserem letzten Comment unterstellt und nun lediglich etwas ausgeprägter modelliert haben, hat sich der von uns ermittelte faire Wert nur moderat von 7,00 Euro auf 6,70 Euro je Aktie ermäßigt. Damit sehen wir für die Masterflex-Aktie eine deutliche Unterbewertung, auf deren Basis wir das Urteil „Buy“ bestätigen. Das Unternehmen wird zwar von der Krise getroffen, doch es ist stabil genug, um diese Phase ohne dauerhafte Schäden zu überstehen. Die Krisenfolgen sollten deswegen temporärer Natur sein und den grundsätzlich positiven Trend für die nächsten Jahre nicht beschädigen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	47,4	43,8	44,1	44,5	44,9	45,4	46,0	46,8	47,7
1. Immat. VG	13,1	13,1	13,3	13,4	13,6	13,7	13,8	13,9	13,9
2. Sachanlagen	33,8	30,2	30,3	30,5	30,8	31,2	31,8	32,5	33,3
II. UV Summe	34,2	38,9	41,8	45,0	48,6	52,0	55,3	58,1	60,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	42,0	43,6	46,8	50,6	54,8	59,2	63,6	67,7	72,0
II. Rückstellungen	0,2	0,7	0,9	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	28,2	27,0	26,5	25,8	25,0	24,1	23,1	21,9	20,7
2. Kurzfristiges FK	11,1	11,4	11,7	11,9	12,2	12,5	12,7	13,0	13,3
BILANZSUMME	81,6	82,7	85,9	89,5	93,4	97,4	101,3	104,9	108,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	80,0	74,0	80,3	85,9	91,9	98,3	105,2	112,6	118,2
Rohertrag	54,4	50,6	55,0	58,9	63,2	67,8	72,5	77,6	81,5
EBITDA	9,1	8,2	9,8	11,1	12,3	13,6	14,7	15,8	16,6
EBIT	4,5	3,9	5,8	7,1	8,3	9,5	10,6	11,5	12,3
EBT	3,2	3,1	5,1	6,4	7,5	8,6	9,6	10,6	11,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,4	2,1	3,6	4,5	5,2	6,0	6,7	7,4	8,0
JÜ	2,5	2,1	3,5	4,4	5,2	6,0	6,7	7,3	7,9
EPS	0,26	0,22	0,36	0,45	0,53	0,61	0,68	0,75	0,81

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	6,7	6,1	6,8	7,6	8,4	9,2	9,9	10,5	11,1
CF aus Investition	-3,2	-0,8	-4,2	-4,3	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0	-5,2
CF Finanzierung	-1,0	-2,0	-1,1	-1,6	-2,1	-2,9	-3,7	-4,7	-5,1
Liquidität Jahresanfa.	4,4	6,9	10,2	11,7	13,4	15,3	17,0	18,4	19,2
Liquidität Jahresende	6,9	10,2	11,7	13,4	15,3	17,0	18,4	19,2	20,0

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	3,5%	-7,5%	8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
Rohertragsmarge	68,1%	68,3%	68,5%	68,6%	68,8%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%
EBITDA-Marge	11,4%	11,1%	12,2%	12,9%	13,4%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%
EBIT-Marge	5,7%	5,2%	7,3%	8,3%	9,0%	9,7%	10,0%	10,2%	10,4%
EBT-Marge	4,1%	4,2%	6,4%	7,4%	8,1%	8,8%	9,1%	9,4%	9,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,2%	2,9%	4,4%	5,2%	5,6%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

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 04.05.2020 um 9:35 Uhr fertiggestellt und am 04.05.2020 um 9:50 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
12.03.2020	Buy	7,00 Euro	1), 3)
03.12.2019	Buy	7,00 Euro	1), 3)
12.11.2019	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)
06.09.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
13.08.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
14.05.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3)
12.04.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
18.03.2019	Buy	9,00 Euro	1), 3)
13.11.2018	Buy	9,30 Euro	1), 3), 4)
15.08.2018	Buy	10,30 Euro	1), 3)
17.05.2018	Buy	10,00 Euro	1)

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.