

17. August 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Masterflex SE

## Wie versprochen erfreulich robust

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,88 € | Kursziel: 7,00 € (bisher: 6,00 €)

**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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Gelsenkirchen
<b>Branche:</b>	Hightech-Schläuche
<b>Mitarbeiter:</b>	637
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005492938
<b>Ticker:</b>	MZX:GR
<b>Kurs:</b>	5,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	9,75 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	47,6 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	70,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	41,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	5,75 / 3,12 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	29,1 Tsd. Euro / Tag

Mit der Vorlage des Halbjahresberichts hat Masterflex die vorläufigen Zahlen bestätigt. Dementsprechend hat das Unternehmen im zweiten Quartal einen Umsatzeinbruch um 19 Prozent hinnehmen müssen, aus dem sich auch für das gesamte erste Halbjahr ein Rückgang um knapp 10 Prozent ergeben hat. Auch das Ergebnis ist deutlich gesunken, allerdings nicht in einem Umfang, der angesichts des hohen Fixkostenanteils denkbar gewesen wäre. Das EBIT reduzierte sich um ein Drittel, blieb aber mit 2,2 Mio. Euro klar im Plus. Auch separat für das zweite Quartal konnte Masterflex ein positives EBIT ausweisen. Angesichts der rückläufigen Ergebnisentwicklung sehr positiv hat sich der operative Cashflow entwickelt, der sich auf über 4 Mio. Euro verfünffacht und eine Reduktion der Nettoverschuldung ermöglicht hat. Insgesamt entspricht die bisherige Entwicklung unserer Einschätzung, dass Masterflex von der Corona-Krise spürbar getroffen, aber nicht nachhaltig geschädigt wird. Wie der Vorstand, der sowohl seine vorsichtige Prognose für 2020 als auch die ehrgeizigen mittelfristigen Ziele bestätigt hat, gehen auch wir davon aus, dass Masterflex ab dem nächsten Jahr wieder auf den langjährigen Wachstumskurs einscheren und dabei auch seine Profitabilität weiter verbessern wird.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	74,7	77,2	80,0	70,0	75,9	81,2
EBIT (Mio. Euro)	7,1	6,3	4,5	1,8	5,6	7,2
Jahresüberschuss	4,3	3,4	2,5	0,7	3,3	4,5
EpS	0,44	0,35	0,26	0,07	0,34	0,47
Dividende je Aktie	0,07	0,07	0,07	0,00	0,08	0,12
Umsatzwachstum	12,3%	3,4%	3,5%	-12,5%	8,5%	7,0%
Gewinnwachstum	47,3%	-21,8%	-25,0%	-72,4%	378,1%	35,9%
KUV	0,64	0,62	0,60	0,68	0,63	0,59
KGV	11,0	14,1	18,8	68,1	14,2	10,5
KCF	5,7	10,2	7,1	9,3	7,2	6,1
EV / EBIT	10,0	11,3	15,5	39,2	12,7	9,8
Dividendenrendite	1,4%	1,4%	1,4%	0,0%	1,5%	2,4%

## Deutlicher Umsatzrückgang in Q2

Wie erwartet, hat Masterflex im zweiten Quartal die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie deutlich zu spüren bekommen und musste einen Umsatzrückgang um 19 Prozent auf 16,9 Mio. Euro hinnehmen. Besonders hart getroffen wurde das Geschäft mit Kunden aus den beiden schon vor Ausbruch der Pandemie im Abschwung befindlichen Branchen Automobil und Maschinenbau. Darüber hinaus sind auch, anders als in früheren Konjunkturkrisen, die Lieferungen an die Luftfahrtindustrie deutlich zurückgegangen. Teilweise kompensiert werden konnte dies durch die positive Entwicklung des Geschäfts mit Abnehmern aus der Medizin- und Labortechnik sowie aus der Lebensmittelindustrie. Regional war vor allem das europäische Geschäft betroffen, während sich die US-Aktivitäten trotz der dramatischen Konjunktorentwicklung überraschend stabil zeigten. Bezüglich des China-Geschäfts, das bereits zu Jahresanfang von dem Lockdown betroffen war, berichtet Masterflex von einer kräftigen Erholung und spricht angesichts der starken Nachfrage aus der dortigen Windkraftindustrie von einer wieder erreichten Vollauslastung. In Kombination mit dem ersten Quartal, das noch wesentlich stabiler verlaufen war, hat sich der Umsatz der ersten sechs Monate auf 37,4 Mio. Euro belaufen, rund 11 Prozent weniger als vor einem Jahr.

## Halbjahresergebnis weiter im Plus

Auch die vorläufige Meldung zum Ergebnis wurde bestätigt, womit Masterflex das erste Halbjahr trotz der widrigen Rahmenbedingungen mit einem deutlich positiven operativen EBIT von 2,5 Mio. Euro abgeschlossen hat. Gegenüber dem Vorjahr stellt dies zwar einen Rückgang um 32 Prozent dar, doch angesichts des Umsatzrückgangs und des hohen Fixkostenanteils zeigt sich Masterflex mit dem Resultat zufrieden. Selbst im zweiten Quartal blieb das EBIT mit knapp 0,5 Mio. Euro im positiven Bereich. Die als nicht operativ abgegrenzten Aufwendungen in Höhe von 0,2 Mio. Euro betreffen die Schließung der – ohnehin kleinen – Produktionsaktivitäten in Frankreich, die fortan vom Hauptstandort in Gelsenkirchen ersetzt werden sollen. Auch das Vorsteuerergebnis und der Halbjahresüberschuss sind zwar deutlich (um jeweils

rund 40 Prozent) zurückgegangen, blieben aber mit 1,8 resp. 1,3 Mio. Euro klar in den schwarzen Zahlen.

Geschäftszahlen	HJ 2019	HJ 2020	Änderung
Umsatz	41,94	37,38	-10,9%
EBITDA	5,62	4,67	-16,9%
<i>EBITDA-Marge</i>	13,4%	12,5%	
EBIT	3,53	2,25	-36,3%
<i>EBIT-Marge</i>	8,4%	6,0%	
EBT	3,05	1,82	-40,4%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	7,3%	4,9%	
Nettoergebnis	2,13	1,29	-39,4%
<i>Netto-Marge</i>	5,1%	3,5%	
Free-Cashflow	-1,56	3,01	-

Quelle: Unternehmen

## Effizienzprogramm zahlt sich aus

Als Begründung für die vergleichsweise stabile Ergebnisentwicklung führt Masterflex vor allem das im letzten Sommer eingeleitete und im Herbst noch einmal erweiterte Programm zur Verbesserung der Effizienz und der Profitabilität an. Aber auch direkte (Kurzarbeit, die an drei deutschen Standorten im begrenzten Umfang umgesetzt wurde, entfallene Reise- und Messekosten) und indirekte (vor allem Preiseffekte beim Materialeinkauf) Effekte der Corona-Krise haben sich ergebnisstabilisierend ausgewirkt. In Summe konnte Masterflex die Materialaufwandsquote im Vorjahresvergleich um fast drei Prozentpunkte auf 30,8 Prozent reduzieren. Auch der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind in absoluten Zahlen zurückgegangen, wenn auch nicht in dem Umfang wie der Umsatz. Erhöht haben sich hingegen die Abschreibungen, was Masterflex noch mit den Effekten von IFRS 16 begründet.

## Exzellenter Cashflow

Ein positives Ausrufezeichen konnte Masterflex mit dem operativen Cashflow setzen, der sich im ersten Halbjahr trotz des Ergebnisrückgangs von 0,8 auf 4,1 Mio. Euro verfünffacht hat. Ausschlaggebend dafür war die Entwicklung des Vorratsvermögens, die den

Cashflow im Vorjahr noch mit 1,6 Mio. Euro belastet hatte und sich nun mit 1,0 Mio. Euro positiv auswirkte. Masterflex erklärt dies auf Nachfrage mit umsatzbedingten Effekten, einer optimierten Lager- und Bestandshaltung sowie mit entlastenden Effekten der gesunkenen Einkaufspreise. Ebenfalls verbessert hat sich der Investitions-Cashflow, dessen negativer Saldo sich auf -1,1 Mio. Euro mehr als halbiert hat. In Reaktion auf die Corona-Krise hat Masterflex seine Investitionspläne für dieses Jahr zusammengestrichen und auf Kapazitätserweiterungen in wachsenden Bereichen (wie etwa Reinraumkapazitäten für medizintechnische Produkte) konzentriert. Abzüglich der Auszahlungen für Dividenden (-0,7 Mio. Euro), Zinsen (-0,4 Mio. Euro) und die Nettotilgung (-0,8 Mio. Euro) hat sich die bilanzielle Liquidität von 6,9 Mio. Euro zu Jahresanfang auf 7,8 Mio. Euro erhöht.

### Nettoverschuldung reduziert

Die erhöhte Liquidität und die Nettotilgung sorgten für einen Rückgang der Nettoverschuldung von 23,9 auf 22,3 Mio. Euro, womit sich Masterflex auch finanziell gegen die Krise weiter gut gewappnet sieht. Dementsprechend musste das Unternehmen bisher keine staatlichen Hilfskredite beantragen und plant auch keine derartigen Schritte. Als eine Vorsorgemaßnahme wurde lediglich mit den Konsortialbanken eine Covenant-Aussetzung bezüglich des Verschuldungsgrades bis Ende des dritten Quartals 2021 vereinbart. Sehr stabil zeigt sich auch die Eigenkapitalposition, die zur Jahresmitte mit 42,3 Mio. Euro bzw. 52,3 Prozent sogar leicht über dem Stand vom Jahreswechsel lag.

### Weitergehende Maßnahmen beschlossen

Als Reaktion auf die Krise hat Masterflex beschlossen, zwei Produktionsstandorte in Frankreich und Tschechien zu schließen und sie fortan nur noch als Vertriebsniederlassungen zu betreiben. Während die ohnehin geringe Produktion in Frankreich nach Unternehmensangaben problemlos von Gelsenkirchen aus ersetzt werden kann, soll das Geschäft mit der Luftfahrtindustrie, das sich bisher auf die zwei Standorte Norderstedt und Plana in Tschechien verteilte, in Norddeutschland konzentriert werden. Einerseits will

Masterflex damit stärker Synergien nutzen und andererseits trägt das Unternehmen damit der Erwartung Rechnung, dass das Luftfahrtgeschäft auch mittelfristig noch spürbar unter dem Vorkrisenniveau bleiben dürfte. Das Management rechnet allenfalls mit einer Erholung auf 60 bis 70 Prozent des alten Volumens, wofür der Standort in Norderstedt, der zuvor vor allem im Hinblick auf die Personalverfügbarkeit an seine Kapazitätsgrenze stieß, nun ausreichend sein dürfte. Die erwarteten Kosten für die Produktionsverlagerung beziffert Masterflex auf 0,5 bis 1,0 Mio. Euro, wobei die Spanne mit dem noch unsicheren zeitlichen Ablauf der Personalentlassungen und mit etwaigen Abschreibungen auf die freiwerdende Immobilie in Tschechien begründet wird.

### Prognosen bestätigt

Da diese Kosten nicht operativ sind, betreffen sie nicht die von Masterflex formulierte Prognose für das operative EBIT, welche das Unternehmen unverändert bei 1,0 bis 2,5 Mio. Euro belassen hat. Auch der Umsatzausblick wurde bestätigt und sieht einen Rückgang um 10 bis 15 Prozent vor. Angesichts des operativen Halbjahres-EBIT von 2,5 Mio. Euro und der Erwartung, dass der Tiefpunkt des Corona-Einbruchs bereits im zweiten Quartal durchschritten worden ist, mutet die Ergebnisprognose sehr vorsichtig an. Auf Nachfrage begründet Masterflex diese Vorsicht mit der erfahrungsgemäß schwächeren Saisonalität der zweiten Jahreshälfte und vor allem des vierten Quartals sowie mit der geschäftstypisch schwach ausgeprägten Visibilität der Umsatzentwicklung. Auch zeigt sich der Vorstand gewillt, eine Ergebniswarnung, wie sie letztes Jahr aufgrund der deutlichen Abkühlung im Geschäft mit der Automobilindustrie notwendig geworden war, auf jeden Fall vermeiden zu wollen und betont den vorsichtigen Charakter der Prognose. Deutlich zuversichtlicher zeigt sich das Management hingegen im Hinblick auf die mittelfristigen Ziele eines Umsatzwachstums auf über 100 Mio. Euro (bis 2023/2024) und einer klar zweistelligen EBIT-Marge ab 2022. Gerade bezüglich des Margenziels sieht sich Masterflex durch die im ersten Halbjahr erkennbaren Profitabilitätsfortschritte bestärkt.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	70,0	75,9	81,2	86,9	93,0	99,5	106,5	111,8
Umsatzwachstum		8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
EBIT-Marge	2,6%	7,3%	8,9%	9,7%	10,4%	10,8%	11,1%	11,2%
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>	<b>10,8</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	1,7	2,2	2,5	2,9	3,2	3,5	3,8
<b>NOPAT</b>	<b>1,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>5,6</b>	<b>7,9</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,1	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-1,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>

*SMC Schätzmodell*

## Margenschätzungen erhöht

Diese Fortschritte haben auch wir in unserem Modell berücksichtigt und die unterstellten Margen etwas erhöht. Im Durchschnitt liegt die unterstellte EBIT-Marge nun um einen Prozentpunkt höher als zuvor, die Ziel-EBIT-Marge für das Jahr 2027 beträgt nun 11,2 Prozent (bisher: 10,3 Prozent). Dennoch sind wir damit weiterhin vorsichtiger als das Management und haben die Erreichung der zweistelligen Marge erst im Jahr 2024 unterstellt. Für das laufende Jahr wurde die Reduktion der operativen Aufwandsquoten allerdings weitgehend durch die Integration der Kosten für die Schließung des tschechischen Produktionsstandorts aufgewogen, weswegen unsere absolute EBIT-Schätzung für 2020 nahezu unverändert bei 1,8 Mio. Euro liegt (bisher: 1,7 Mio. Euro). Nach Steuern korrespondiert dies mit einem Gewinn von 0,7 Mio. Euro bzw. 0,07 Euro je Aktie. Als weitere Anpassung haben wir die diesjährigen Investitionen etwas angehoben, weil der Corona-bedingte Investitionsstopp nicht so radikal auszufallen scheint, wie von uns zuletzt angenommen. Schließlich haben wir in Reaktion auf den starken Abbau des Vorratsvermögens die Annahmen zur diesjährigen Entwicklung des Working

Capital modifiziert, woraus sich ein höherer operativer Cashflow ergeben hat. Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, der sich aus unseren neuen Annahmen ergibt und den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

## Rahmendaten unverändert

Weiter unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir demnach weiterhin mit einem WACC-Satz von 7,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,8 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 5,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 25 Prozent zugrunde liegen.

## Kursziel: 7,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 68,4 Mio. Euro bzw. 7,01 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel ableiten, das sich dank der positiveren Einschätzung der künftigen Margenentwicklung und der Reduktion des Aufbaus

des Working Capital von zuvor 6,00 auf 7,00 Euro erhöht hat. Damit sehen wir für die Masterflex-Aktie weiter ein hohes Kurspotenzial von rund 40 Prozent. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter drei von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,5 und 8,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,91 und 10,94 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	10,94	9,87	8,98	8,25	7,63
7,0%	9,47	8,62	7,91	7,31	6,80
7,5%	8,28	7,59	7,01	6,52	6,09
8,0%	7,28	6,72	6,24	5,83	5,46
8,5%	6,44	5,98	5,57	5,22	4,91

## Fazit

Masterflex hat die vorläufigen Zahlen bestätigt und kann damit mit einer erfreulich robusten Ergebnisentwicklung überzeugen. Der Umsatz des zweiten Quartals ist zwar erwartungsgemäß deutlich zurückgegangen und hat auch den Halbjahresumsatz zweistellig sinken lassen, doch das Ergebnis blieb dennoch klar positiv. Selbst im zweiten Quartal, dem mutmaßlichen Tiefpunkt der Krise, konnte ein leicht positives EBIT erwirtschaftet werden. Sehr beeindruckend hat sich zudem der operative Cashflow entwickelt, der sich im ersten Halbjahr auf 4,1 Mio. Euro verfünfacht und einen deutlichen Liquiditätsaufbau ermöglicht hat.

Durch die Zahlen sehen wir uns in unserer Einschätzung bestärkt, dass die COVID-19-Pandemie Mas-

terflex zwar hart treffen, aber nicht dauerhaft beschädigen wird. Auch das Management sieht die weiteren Perspektiven zuversichtlich und hat die mittelfristigen Ziele bekräftigt. Hinsichtlich der angestrebten Profitabilitätsverbesserung haben sich bereits im ersten Halbjahr wichtige Fortschritte gezeigt, die zwar durch die negativen Effekte der Krise überlagert wurden, nach deren Überwindung aber umso mehr zum Vorschein kommen dürften.

Wir haben deswegen unsere Margenschätzungen für die kommenden Jahre etwas angehoben, woraus sich ein erhöhtes Kursziel von 7,00 Euro ergeben hat. Auf dieser Grundlage und angesichts der soliden und aussichtsreichen Aufstellung bestätigen wir das bisherige Urteil „Buy“.

# 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	47,4	44,8	44,7	44,8	44,9	45,1	45,5	46,1	46,7
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	31,2	31,0	30,9	30,8	30,9	31,2	31,7	32,3
II. UV Summe	34,2	35,8	38,1	40,7	43,5	46,3	48,9	51,0	53,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	42,0	42,0	45,3	49,1	53,4	57,8	62,3	66,6	71,1
II. Rückstellungen	0,2	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	28,2	26,7	25,4	23,8	22,2	20,4	18,5	16,5	14,4
2. Kurzfristiges FK	11,1	11,4	11,7	11,9	12,1	12,3	12,5	12,8	13,0
<b>BILANZSUMME</b>	<b>81,6</b>	<b>80,5</b>	<b>82,8</b>	<b>85,5</b>	<b>88,4</b>	<b>91,4</b>	<b>94,4</b>	<b>97,0</b>	<b>99,8</b>

## 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	70,0	75,9	81,2	86,9	93,0	99,5	106,5	111,8
Rohertrag	54,4	48,5	52,8	56,6	60,7	65,1	69,6	74,5	78,2
EBITDA	9,1	6,1	9,6	11,3	12,5	13,8	14,9	16,0	16,9
EBIT	4,5	1,8	5,6	7,2	8,5	9,7	10,8	11,8	12,5
EBT	3,2	1,0	4,8	6,6	7,7	8,9	10,0	11,0	11,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,4	0,7	3,4	4,6	5,4	6,2	7,0	7,7	8,3
JÜ	2,5	0,7	3,3	4,5	5,3	6,2	6,9	7,6	8,2
EPS	0,26	0,07	0,34	0,47	0,55	0,63	0,71	0,78	0,84

## 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	5,1	6,6	7,8	8,5	9,3	10,0	10,7	11,4
CF aus Investition	-3,2	-1,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0
CF Finanzierung	-1,0	-2,3	-1,6	-2,5	-3,0	-3,8	-4,6	-5,8	-6,2
Liquidität Jahresanfa.	4,4	6,9	8,0	9,0	10,2	11,5	12,6	13,4	13,7
Liquidität Jahresende	6,9	8,0	9,0	10,2	11,5	12,6	13,4	13,7	13,8

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	3,5%	-12,5%	8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
Rohtragsmarge	68,1%	69,4%	69,5%	69,6%	69,8%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%
EBITDA-Marge	11,4%	8,8%	12,7%	13,9%	14,4%	14,9%	15,0%	15,0%	15,1%
EBIT-Marge	5,7%	2,6%	7,3%	8,9%	9,7%	10,4%	10,8%	11,1%	11,2%
EBT-Marge	4,1%	1,4%	6,4%	8,1%	8,9%	9,6%	10,0%	10,3%	10,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,2%	1,0%	4,4%	5,6%	6,1%	6,6%	6,9%	7,2%	7,4%



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 17.08.2020 um 10:30 Uhr fertiggestellt und am 17.08.2020 um 11:00 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
28.07.2020	Buy	6,00 Euro	1), 3)
15.05.2020	Buy	6,00 Euro	1), 3), 4)
04.05.2020	Buy	6,70 Euro	1), 3), 4)
12.03.2020	Buy	7,00 Euro	1), 3)
03.12.2019	Buy	7,00 Euro	1), 3)
12.11.2019	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)
06.09.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
13.08.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
14.05.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3)
12.04.2019	Buy	9,10 Euro	1), 3), 4)
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)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

*Copyright*

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