

12. April 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Masterflex SE

Fokus auf die Profitabilität
wird geschärft

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 6,80 Euro | Kursziel: 9,10 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	9
Strategie.....	11
Zahlen	14
Equity-Story	18
DCF-Bewertung.....	20
Fazit	22
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	23
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	24
Impressum & Disclaimer.....	25

Snapshot



Kurzportrait

Als Weltmarktführer für High-Tech-Schlauchverbindungen überzeugt Masterflex seit vielen Jahren mit stetigem, profitabilem Umsatzwachstum. In den letzten zehn Jahren hat das Unternehmen die Erlöse verdoppelt und im Durchschnitt eine zweistellige EBIT-Marge erwirtschaftet. Allerdings blieb die Ergebnisentwicklung zuletzt hinter den Erwartungen und vor allem hinter dem Potenzial, das die starke Marktstellung ertragsseitig bietet. 2018 ist das EBIT um knapp 12 Prozent geschrumpft, nach Steuern und Minderheiten summierte sich der Gewinnrückgang sogar auf fast 22 Prozent. Da Masterflex sich mit dieser Entwicklung nicht zufrieden gibt und klar den Anspruch formuliert, künftig wieder eine zweistellige Marge zu erwirtschaften, will das Unternehmen mit einem umfassenden Restrukturierungsprogramm die Profitabilität spürbar und nachhaltig verbessern. Die Details des Programms sollen im Sommer vorgestellt werden, doch im Kern dürfte es darum gehen, die konzernweite Komplexität zu reduzieren, die Zusammenarbeit innerhalb der Gruppe auszubauen und ausgewählte Prozesse stärker zu zentralisieren und zu automatisieren. Auf Basis der Erwartung, dass dies gelingt, sehen wir den fairen Wert nun bei 9,10 Euro je Aktie.

Stammdaten

Sitz:	Gelsenkirchen
Branche:	Hightech-Schläuche
Mitarbeiter:	669
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	MZX:GR
ISIN:	DE0005492938
Kurs:	6,80 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	9,75 Mio. Stück
Market-Cap:	66,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	89,6 Mio. Euro
Free Float:	39,7 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	9,24 / 6,02 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	26,0 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	66,5	74,7	77,2	80,7	85,6	91,6
EBIT (Mio. Euro)	6,1	7,1	6,3	6,7	7,7	8,9
Jahresüberschuss	2,9	4,3	3,4	3,8	4,4	5,6
EpS	0,34	0,44	0,35	0,39	0,45	0,58
Dividende je Aktie	0,05	0,07	0,07	0,07	0,09	0,13
Umsatzwachstum	3,7%	12,3%	3,4%	4,5%	6,0%	7,0%
Gewinnwachstum	50,3%	47,3%	-21,8%	12,6%	16,8%	26,5%
KUV	1,00	0,89	0,86	0,82	0,78	0,72
KGV	22,6	15,4	19,7	17,5	15,0	11,8
KCF	10,7	7,9	14,2	8,9	8,2	7,1
EV / EBIT	14,7	12,7	14,3	13,5	11,6	10,1
Dividendenrendite	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,3%	1,9%

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.
- **Überzeugender Track-record:** In der Vergangenheit konnte Masterflex die gute Positionierung in hohes und stetiges Umsatzwachstum sowie in auskömmliche Margen umsetzen. Der Umsatz wurde in den letzten zehn Jahren verdoppelt, die EBIT-Marge lag zwischen 2009 und 2018 im Durchschnitt über 10,0 Prozent – wenn auch diese Marke in den letzten Jahren nicht mehr erreicht wurde.
- **Innovationsführerschaft als zentrales Strategieelement:** Die Fokussierung auf kundenspezifische, beratungsintensive Anwendungen mit besonderen Anforderungsprofilen ermöglicht die Abgrenzung vom Massenmarkt. 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.
- **Hohes Potenzial:** Mit der Innovationsstärke und der breiten Aufstellung hinsichtlich der belieferten Branchen adressiert Masterflex einen attraktiven Markt, dessen Potenzial das Unternehmen auf weltweit rund 2 Mrd. Euro beziffert. Hiervon strebt die Gesellschaft langfristig einen Anteil von rund 10 Prozent an, woraus sich ein Umsatzziel von etwa 200 Mio. Euro ableitet.
- **Internationalisierung als eine zentrale Aufgabe:** Für die Erreichung dieses Ziels ist ein weiterer Ausbau des Geschäfts in den USA und in Asien und hier vor allem in China von großer Bedeutung. Masterflex ist in beiden Märkten schon länger aktiv und verfügt dort über eine gute Ausgangsposition, konnte dort aber in den letzten Jahren noch nicht dauerhaft die erhoffte Dynamik entfalten.
- **Enttäuschendes Jahr 2018:** Die unerwartet schwache Entwicklung in diesen beiden Märkten war eine der Ursachen für die in Summe enttäuschende Umsatz- und vor allem Ergebnisentwicklung des letzten Jahres. Als wichtigste Begründung führt Masterflex einen ungewöhnlich hohen Krankenstand an, durch welchen die hohe Auftragsdynamik nicht ausreichend in Umsätze und Erträge umgemünzt werden konnte.
- **Umfassendes Restrukturierungsprogramm angekündigt:** Da die Entwicklung schon in den Vorjahren immer wieder durch unterschiedliche Störereignisse behindert wurde, wertet Masterflex diese offensichtliche Anfälligkeit als Ausdruck von tieferliegenden strukturellen Problemen. Dazu gehören unter anderem die hohe Komplexität, die unzureichende Nutzung der konzernweiten Synergien und Defizite in der Automatisierung wichtiger betrieblicher Prozesse. Um diese Probleme zu lösen, will Masterflex im Sommer ein umfassendes Restrukturierungsprogramm vorstellen.
- **Aktie attraktiv:** Ungeachtet der zuletzt unbefriedigenden Profitabilitätsentwicklung ist das Gesamtbild überzeugend. Das gilt sowohl für das seit Jahren profitabel wachsende Unternehmen als auch für die Aktie, der wir auf Basis unseres Bewertungsmodells ein hohes Potenzial bis 9,10 Euro zutrauen.

SWOT-Analyse

Stärken

- Starke Position als Technologieführer mit jahrzehntelanger Material-, Prozess- und Anwendungskompetenz.
- Diversifizierte Kundenstruktur mit einem im Trend steigenden Anteil konjunkturstabiler Branchen wie Medizintechnik und Lebensmittelherstellung.
- Überzeugender Track-record mit langjährigem Wachstum und solider Profitabilität.
- Smarte Schläuche wurden bereits in ersten Pilotprojekten bei Kunden präsentiert und in die eigenen Prozesse integriert.
- Stabile Bilanzrelationen mit einer Eigenkapitalquote von deutlich über 50 Prozent.
- Große Kontinuität in der Unternehmensführung.

Chancen

- Für China berichtet Masterflex von einer wieder erhöhten Nachfragedynamik und in den USA könnte sich die Neubesetzung der Vertriebsspitze im Jahresverlauf positiv bemerkbar machen.
- Steigende Anforderungen an Produktionsprozesse erhöhen trendmäßig den Bedarf an hochqualitativen und flexiblen Verbindungssystemen.
- Das Restrukturierungsprogramm könnte für eine deutliche Margenverbesserung sorgen.
- Mit der Digitalisierungsoffensive kann sich Masterflex neue Potenziale erschließen und perspektivisch das Geschäftsmodell um hochskalierbare datenbasierte Dienstleistungen erweitern.
- Die aktuell zurückhaltenden Konjunkturerwartungen könnten sich als zu pessimistisch erweisen.
- In dem zersplitterten Markt will Masterflex weiter auch über Akquisitionen wachsen.

Schwächen

- Trotz der Internationalisierungsbemühungen entfällt immer noch ein Großteil der Umsätze auf Deutschland und Europa. Das Wachstum in Übersee konnte noch nicht vollumfänglich die Erwartungen erfüllen.
- In den letzten Jahren ist es nicht gelungen, aus dem stetigen Wachstum signifikante Skaleneffekte zu generieren und die Margen dauerhaft zu erhöhen.
- Das letzte Jahr ist enttäuschend verlaufen und endete mit einem spürbaren Ergebnisrückgang.
- Ein Teil der Probleme rührt aus einer unzureichenden Nutzung der Synergiepotenziale und aus einer hohen Komplexität.
- Die hohe Personalintensität der Tochter Matzen & Timm stellt in dem angespannten Arbeitsmarkt eine große Herausforderung dar.

Risiken

- Die Dynamik in den USA könnte trotz der vertrieblichen Anpassungen weiterhin unter den Erwartungen bleiben.
- Die Expansion nach China wirft zusätzlich die Problematik des Know-how-Schutzes auf. Auch sonst könnte die weltweite Präsenz die Managementkapazitäten des Mittelständlers überfordern.
- Ein Absturz der deutschen und der europäischen Konjunktur wäre derzeit noch kaum zu kompensieren.
- Neue Handelsschranken könnten die Internationalisierungsbemühungen gefährden.
- Das Restrukturierungsprogramm könnte seine Zielsetzung verfehlen und schlimmstenfalls für Unruhe im Unternehmen sorgen.
- 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 soll in Zukunft noch weiter betont werden. Dazu wurde 2017 eine neue Digitalisierungsstrategie vorgestellt, in deren Rahmen Schläuche mit Sensorik und Datenaustauschlösungen ausgestattet werden, um ihre Integration in Industrie 4.0-Strukturen zu ermöglichen. Die Entwicklung, die Masterflex unter dem Namen AMPIUS vermarkten will, stößt

nach Unternehmensangaben auf ernsthaftes Interesse. Im letzten Jahr wurden bereits erste Pilotprojekte realisiert. Unter anderem wurden erste Schläuche mit digital auslesbaren Chips, mit denen etwa Verschleißinformationen gesammelt werden können, produziert und Kunden vorgestellt. Auch hat Masterflex die eigenen Produktionslinien damit ausgestattet. Damit sollen einerseits Erfahrungen mit diesen intelligenten Schläuchen gesammelt und andererseits bereits ein Informationsangebot für die Kunden etabliert werden, 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 Clip-Schläuche 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

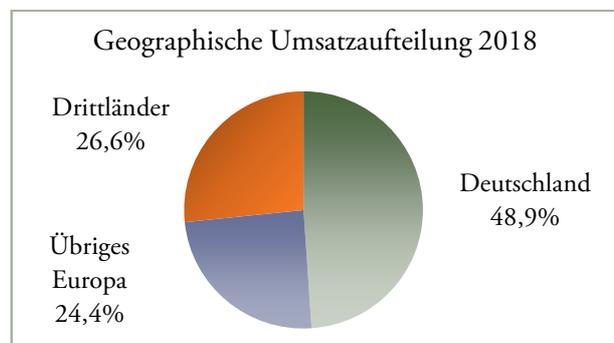
gilt sowohl hinsichtlich der relativen Bedeutung einzelner Kunden als auch bezüglich der Branchenstruktur der Kundenkartei. So machen die zehn größten Kunden weniger als 20 Prozent des Umsatzes aus. Als Hauptabsatzbranchen nennt Masterflex unter anderem den Automobil- und den Maschinenbau, die Luftfahrt, die Pharmazie und die Bahnindustrie. Eine steigende Bedeutung hatte in den letzten Jahren zudem die Medizintechnikbranche, deren Umsatzanteil sich zwischen 2008 und 2016 von 9,2 auf 15,3 Prozent erhöht hat. 2017 war der Anteil akquisitionsbedingt zwar etwas zurückgegangen, doch im letzten Jahr ist das Geschäft mit der Medizintechnikbranche erneut deutlich überproportional gewachsen.

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. 669 Mitarbeiter an weltweit zwölf 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 wachstumsstarken 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. Um trotz der unterschiedlichen Marken die Zugehörigkeit 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.

Synergetische Akquisitionen

Das jüngste Konzernmitglied ist die APT Advanced Polymer Tubing GmbH aus Neuss, die im Januar 2017 übernommen wurde. Das Unternehmen wurde 2011 gegründet und hat 2017 mit seinen rund 30 Mitarbeitern einen Umsatz von 5,6 Mio. Euro sowie ein Nachsteuerergebnis von 0,7 Mio. Euro zu den Konzernzahlen beigetragen. Im letzten Jahr ist APT überdurchschnittlich stark gewachsen und hat seine Marge erneut verbessert. Das Unternehmen ist spezialisiert auf die Entwicklung und Herstellung von besonders schmalen Glatt- und von Schrumpfschläuchen aus ganz- oder teilfluorierten Hochleistungskunststoffen. Damit hat Masterflex sein Produkt- und Technologieportfolio gerade im Hochpreissegment des Marktes komplementär erweitert und sich darüber hinaus einen verbesserten Zugang zu Kunden aus den Bereichen Industrie (Roboter, Lebensmittel, Automotive), Analyse- und Labortechnik verschafft. Andererseits soll aber auch APT von der Einbindung in die Gruppe profitieren und insbesondere die bereits bei den Konzernschwestern Novoplast Schlauchtechnik und Fleima-Plastic vorhandenen Reinraumkapazitäten sowie deren Marktzugang nutzen, um nun auch verstärkt den Medizintechnikmarkt zu adressieren.



Quelle: Unternehmen

Globale Präsenz

Als deutscher Mittelständler hat Masterflex seinen geographischen Schwerpunkt noch im Heimatmarkt und in Europa. 2018 wurden in Deutschland 48,9 Prozent der Umsätze erzielt, womit der Anteil seit mehreren Jahren stabil knapp unter 50 Prozent liegt. Rund 24 Prozent der Umsätze werden im europäischen Ausland erwirtschaftet, während mit Kunden

von anderen Kontinenten knapp 27 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, Bèlignèux (Frankreich) sowie im englischen Oldham. Darüber hinaus werden in Singapur sowie im schwedischen Kungsbacka Vertriebs-

standorte 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. Aufgrund der anhaltend schwierigen Wirtschaftslage werden die Aktivitäten in Brasilien aktuell nur auf Sparflamme gehalten.

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 der japanisch-amerikanische Anbieter Kuriyama of America, Inc., das italienische Unternehmen Merlett Tecnoplastic S.p.A., das die europäische Marktführerschaft auf dem Gebiet flexibler PVC-Schläuche für sich beansprucht, die ebenfalls in Gelsenkirchen ansässige NORRES Schlauchtechnik GmbH sowie die Schauenburg Gruppe aus Mühlheim an der Ruhr, die mit ihrer Tochter Schauenburg Hose Technology unter anderem auch als Anbieter von Schläuchen für die Medizintechnik aktiv ist. Auch im Medizintechnikbereich konkurrieren die Masterflex-Töchter mit zahlreichen Unternehmen, zu denen unter anderem Modenplast Medical aus Italien, Optinova aus Schweden, Medi-Line aus Belgien und der französische Mischkonzern Saint Gobain zählen. 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

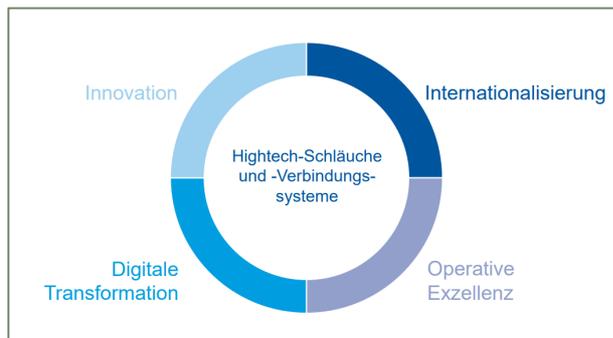
Dies gilt allerdings nicht uneingeschränkt. Insbesondere für den Teil des Produktspektrums, dessen Inno-

vationsgrad 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 auf bald 100 Mio. Euro und perspektivisch auf 200 Mio. Euro Umsatz wachsen und dabei 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 Inno-

vationstempo weiter erhöhen will. Dazu wurde im letzten Jahr 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. Bezüglich der ersten Erfahrungen mit dieser veränderten Organisation zeigt sich das Unternehmen zufrieden.

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. Derartig smarte Schlauchvarianten will Masterflex unter der Marke AMPIUS produktlinienübergreifend entwickeln. Erste Aufgaben, für die bereits Demonstratoren erstellt und bei Kunden vorgestellt worden sind, 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 datenbasierter Leistungen denkt. Die Digitalisierung soll aber nicht nur die Produkte betreffen, sondern auch die internen Strukturen. So sind beispielsweise die neuen 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 im letzten Jahr vollzogene Einführung eines ERP-Systems am Hauptstandort Gelsenkirchen, das perspektivisch auch die anderen Standorte umfassen soll, die Stärkung der standortübergreifenden Zusammenarbeit und die Nutzung der Synergien im Einkauf und im Vertrieb. In der Etablierung von kontinuierlichen Verbesserungsprozessen sieht Masterflex die Voraussetzung, um das angestrebte Margenniveau trotz der Kleinteiligkeit des Geschäfts auch bei einem künftigen Geschäftsvolumen von mehr als 100 Mio. Euro aufrechterhalten zu können.

Zusätzlichen Maßnahmenkatalog angekündigt

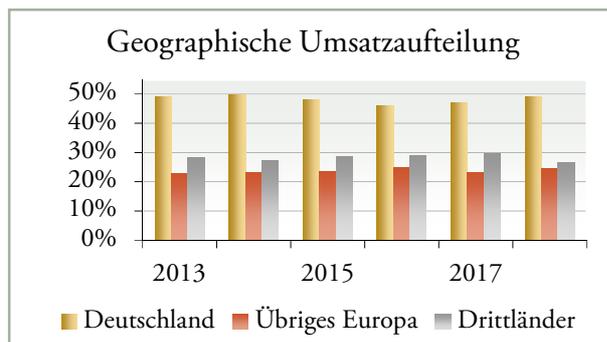
Das Thema operative Exzellenz hat im letzten Jahr zusätzlich an Aktualität und Gewicht gewonnen, weil anhaltende, vor allem krankheitsbedingte, Personalengpässe an mehreren Standorten strukturelle Probleme offenlegten und für eine Verfehlung der ursprünglichen Margenziele sorgten (siehe dazu Kapitel „Zahlen“). Masterflex hat deswegen für den Sommer ein umfangreiches Neustrukturierungsprogramm angekündigt, mit dem der Konzern im Hinblick auf eine deutliche und nachhaltige Profitabilitätssteigerung neu ausgerichtet werden soll. Das zu lösende Kernproblem sieht Masterflex darin, dass es in den letzten Jahren trotz des stetigen Umsatzwachstums nicht ge-

lungen ist, Skaleneffekte zu realisieren und wichtige betriebliche Prozesse wie etwa die Qualitätssicherung im Gleichschritt mit dem Umsatzwachstum weiter zu professionalisieren. Der Schwerpunkt der angekündigten Maßnahmen soll deswegen auf denjenigen Gesellschaften liegen, die besonders personalintensiv sind und deren Marge unter der Marke von 10 Prozent liegt. Damit dürften hiervon vor allem der Hauptstandort Gelsenkirchen, der Luftfahrtzulieferer Matzen & Timm und die französische Niederlassung betroffen sein. Weitere Details über die Maßnahmen sind noch nicht bekannt, doch Masterflex hat im Geschäftsbericht angedeutet, dass Themen wie eine stärkere Zentralisierung des Vertriebs, eine schnellere Angleichung des Leistungsportfolios in Übersee an das deutsche Niveau, der Auf- und Ausbau eines digitalen Produktinformationsmanagements sowie die Personalrestrukturierung eine Rolle spielen werden.

Intensivierung der Internationalisierung

Aber auch die Niederlassungen in Übersee dürften in dem Katalog enthalten sein, da im letzten Jahr weder in den USA noch in China die Erwartungen erfüllt werden konnten. Während für die US-Tochter Masterduct bereits zum Jahreswechsel eine neue Vertriebsleitung installiert wurde, sollen die Aktivitäten in China im Hinblick auf eine raschere Profitabilitätsverbesserung überprüft werden. Darüber hinaus will Masterflex die Strategie und Methodik der Marktbearbeitung neu ausrichten, um der Internationalisierung endlich dauerhaft eine höhere Dynamik zu verleihen. Die Expansion in Übersee und vor allem in den USA und China gehört zwar schon seit Beginn des Jahrzehnts zum Strategiemix von Masterflex, doch in Summe der letzten sechs Jahre haben sich die regionalen Umsatzanteile kaum signifikant verschoben. Nach wie vor erwirtschaftet Masterflex fast die Hälfte seiner Umsätze im Inland, während der Anteil der Märkte außerhalb von Europa zwischen 2013 und 2018 sogar etwas gesunken ist. Angesichts des deutlich größeren Markt- und Wachstumspotenzials dieser beiden Länder zeigt sich Masterflex mit dieser Bilanz unzufrieden. Um die Expansion weiter voranzubringen, soll deswegen die in Übersee angebotene Produktpalette schrittweise an das deutsche Niveau herangeführt werden. Insbesondere in den USA, wo Mas-

terflex zwar bereits seit längerem präsent ist, aufgrund der anfänglichen Konzentration auf einen Teilmarkt (Schläuche für die Klima- und Heiztechnik in Gebäuden) aber nur – trotz des geschätzt doppelt so hohen Marktpotenzials – einen Bruchteil der deutschen Erlöse erwirtschaftet, liegt der Fokus nun auf der offensiveren Vermarktung einer deutlich erweiterten Angebotspalette. In diesem Zusammenhang ist es angedacht, eventuell auch für die neuste Konzerntochter APT eine eigene Produktion in den USA aufzubauen. 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.



Reduktion der Konjunkturabhängigkeit

Eine weitere strategische Zielsetzung ist die perspektivisch angestrebte Reduktion der Konjunkturabhän-

gigkeit 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.

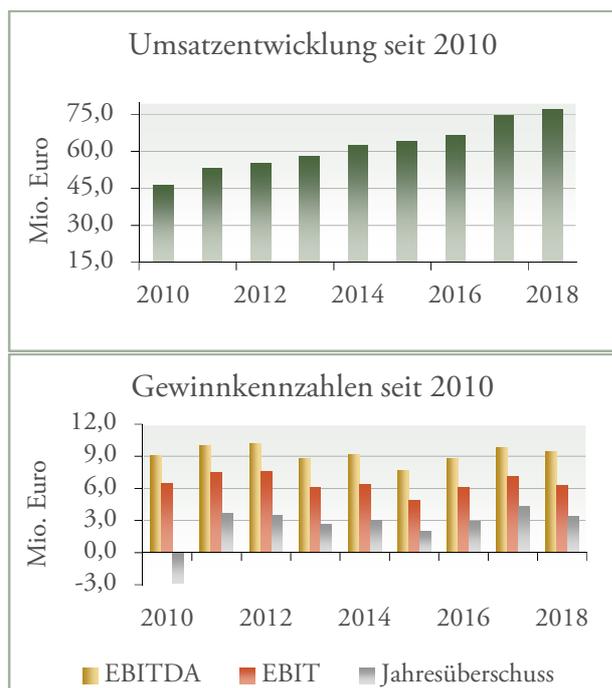
Weitere Zukäufe geplant

Weiterhin auf der Agenda stehen zudem Akquisitionen, mit denen sich Masterflex als ein aktiver Akteur 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, die dem Vorstandschef Bastin den Titel „Turnarounder des Jahres 2011“ (verliehen durch BDO) einbrachte, haben die Gelsenkirchener ihre Umsätze kontinuierlich gesteigert und seit 2011 auch auf Konzernebene ausschließlich positive Ergebnisse erwirtschaftet. Zwischen 2010 und 2018 wurde der Umsatz um fast 70 Prozent erhöht, die dabei erzielte Wachstumsrate schwankte dabei zwischen 15,1 Prozent im Jahr 2011 und 2,6 Prozent im Jahr 2015.

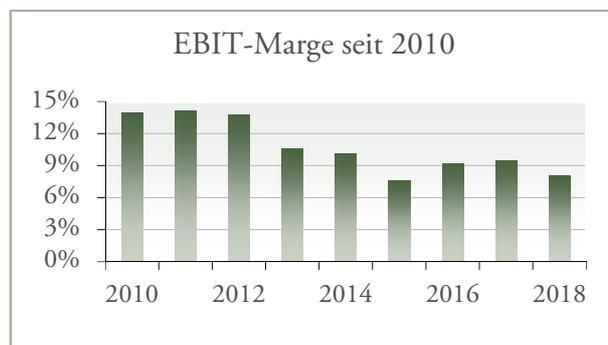


Quelle: Unternehmen

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 in den meisten Jahren dieses Jahrzehnts im zweistelligen Bereich, mit einem Höchstwert von 14,1 Prozent im Jahr 2011. Allerdings zeigt die EBIT-Marge seit 2012 einen Abwärtstrend, der zwar 2016 und 2017 vorübergehend gestoppt und umgekehrt werden konnte, der sich aber letztes Jahr erneut fortsetzte. Das selbstgesteckte Ziel einer EBIT-Marge von mindestens 10 Prozent hat Masterflex seit 2015 verfehlt, obwohl das Unternehmen immer wieder Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität umgesetzt hat. Allerdings haben diese immer nur punktuelle Probleme adressiert, ohne die grundsätzlichen Herausforderungen der hohen Komplexität und der fehlenden Zusammenarbeit innerhalb des Konzerns ausreichend in den Fokus zu rücken. Dies soll mit dem nun für den Sommer angekündigten Restrukturierungsprogramm nachgeholt werden, mit dem Masterflex die Effizienz des Gesamtkonzerns nachhaltig erhöhen will.



Quelle: Unternehmen

Moderates Wachstum in 2018

Den Impuls für dieses Restrukturierungsprogramm gab die Entwicklung im letzten Geschäftsjahr, die vor allem ergebnisseitig deutlich hinter den ursprünglichen Erwartungen geblieben ist. So bewegte sich das Umsatzwachstum mit 3,4 Prozent auf 77,2 Mio. Euro unter der Unternehmensprognose, die einen Umsatzanstieg um 4 bis 8 Prozent vorsah und noch im No-

vember bestätigt worden war. Als wichtigste Ursache nennt Masterflex einen außergewöhnlich hohen Krankenstand, der das Problem von zu knapp dimensionierten personellen Kapazitäten offenlegte und die adäquate Umsetzung der sehr guten Auftragslage in Erlöse und Erträge verhinderte. Masterflex hat hierauf mit zusätzlichen Schichten, Überstunden und vor allem mit dem beschleunigten Aufbau des Mitarbeiterstamms reagiert, doch ist der Letztere zu spät erfolgt, um unter Berücksichtigung der erforderlichen Anlernzeiten die Engpässe der Vorquartale wieder zu kompensieren. Als weitere Gründe für das nur moderate Umsatzwachstum nennt die Gesellschaft eine zwischenzeitlich eingeschränkte Materialverfügbarkeit und eine um zwei Tage vorgezogene Schließung des Hauptstandorts Gelsenkirchen, um eine reibungslose Einführung einer neuen ERP-Software zu ermöglichen. Gleichzeitig verweist das Unternehmen auch auf den negativen Währungseffekt in Höhe von 0,8 Mio. Euro (im Gesamtjahr), ohne den die Prognose trotzdem erreicht worden wäre.

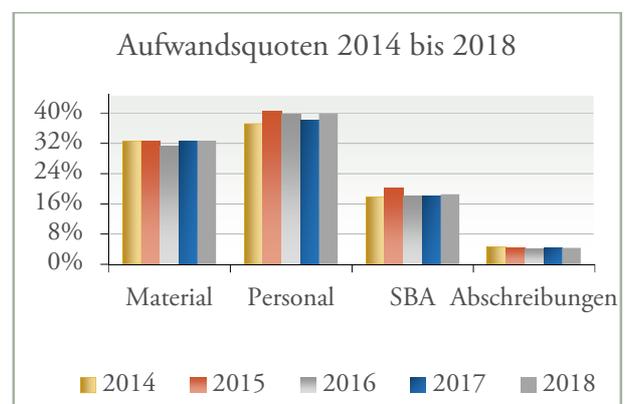
Enttäuschung in Übersee

Den Währungseffekt führt Masterflex auch als eine Teilerklärung für die enttäuschende Performance in Übersee an. Mit China und den USA sind 2018 ausgerechnet die zwei Märkte unter den Erwartungen geblieben, denen das Unternehmen eigentlich die Rolle von Wachstumslokomotiven für den Gesamtkonzern zutraut. Anders als in Deutschland war hier tatsächlich eine nachfrageseitige Schwäche der Auslöser, die sich in Form von geringeren Abrufen von Bestandskunden sowie einer unzureichenden Neukundenakquise bemerkbar machte. Insgesamt ist der Umsatz des geographischen Segments „Drittländer“ im letzten Jahr um knapp 7 Prozent auf 20,6 Mio. Euro zurückgegangen, wovon der mit Abstand größte Teil auf die USA entfällt.

Medizintechnik mit sehr guter Dynamik

Ebenfalls schwach entwickelt haben sich im letzten Jahr erneut die französische Niederlassung und vor allem der Luftfahrtzulieferer Matzen & Timm, der schon 2017 von akuten Personalengpässen und einer hohen Fluktuation getroffen wurde und diese Probleme trotz einiger vielversprechender Ansätze bislang

nicht entscheidend überwinden konnte. Sehr gut entwickelt hat sich hingegen die Tochter Novoplast Schlauchtechnik, die noch 2015 zu den Sorgenkindern gehörte, seitdem aber deutlich überdurchschnittlich performt. Das von ihr und von FLEIMA-PLASTIC schwerpunktmäßig verantwortete Medizintechnikgeschäft ist nach Angaben von Masterflex sogar zweistellig gewachsen. Ebenfalls sehr zufrieden zeigt sich das Unternehmen mit der Entwicklung der Anfang 2017 erworbenen Tochter APT, die 2018 zweistellig gewachsen ist und eine überproportionale Ergebnisverbesserung erzielt hat.



Quelle: Unternehmen

Hohe Kostensteigerungen

Da sich die Aktivierung von Eigenleistungen vor allem im Zusammenhang mit der Einführung eines neuen ERP-Systems in Gelsenkirchen um fast 80 Prozent auf 1,3 Mio. Euro erhöht hat, fiel der Anstieg der Gesamtleistung mit 4,8 Prozent höher aus als der des Umsatzes. Demgegenüber konnte die Zunahme des Materialaufwands, die vor allem aus Preissteigerungen resultierte, auf 3,8 Prozent begrenzt werden, was Masterflex mit einem veränderten Umsatzmix sowie mit einer verbesserten Materialeffizienz begründet. Klar ergebnisbelastend hat sich hingegen der Personalaufwand entwickelt, der um 8,0 Prozent auf 30,8 Mio. Euro geklettert ist. Darin spiegeln sich neben den tariflichen Lohnerhöhungen vor allem die Kosten der Personalakquise und des um 4,2 Prozent erhöhten Personalbestandes sowie die Kosten der Überstunden und der zusätzlichen Schichten wider. Zudem nennt Masterflex auch Personalrestrukturierungskosten und Abfindungen. Kräftig erhöht haben sich schließlich

auch die Vertriebskosten (+11 Prozent auf 6,2 Mio. Euro), die maßgeblich zum Anstieg der sonstigen Aufwendungen um 6,5 Prozent auf 14,3 Mio. Euro beigetragen haben.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	Änderung
Umsatz	74,68	77,24	+3,4%
EBITDA	9,78	9,44	-3,5%
<i>EBITDA-Marge</i>	13,1%	12,2%	
EBIT	7,08	6,25	-11,7%
<i>EBIT-Marge</i>	9,5%	8,1%	
EBT	5,42	5,04	-7,0%
<i>Vorsteuer-Marge</i>	7,3%	6,5%	
Nettoergebnis	4,31	3,37	-21,8%
<i>Netto-Marge</i>	5,8%	4,4%	
Free-Cashflow	-5,07	-0,50	

EBIT gesunken

In Summe haben sich die Aufwandsquoten (bezogen auf den Umsatz) im letzten Jahr somit um 2,4 Prozentpunkte erhöht, was sich entsprechend im EBIT niedergeschlagen hat. Das operative EBIT erreichte 6,3 Mio. Euro und ist damit gegenüber dem Vorjahr um fast 12 Prozent geschrumpft. Mit der daraus resultierenden EBIT-Marge von 8,1 Prozent wurde zwar die im Herbst reduzierte EBIT-Guidance (EBIT-Marge von 8,0 bis 9,0) erreicht, doch ursprünglich hatte Masterflex einen Wert von 9,5 Prozent angestrebt. Neben den genannten Kostensteigerungen war dafür die gesunkene Personalproduktivität verantwortlich. Die Kombination aus ohnehin knappen personellen Kapazitäten und einem außergewöhnlich hohen Krankenstand sorgte immer wieder für Störungen im Betriebsablauf, durch welche Aufträge nicht oder nicht rechtzeitig abgearbeitet werden konnten, so dass die Umsatzentwicklung mit der nach Unternehmensangaben sehr dynamischen Auftragsituation nicht Schritt halten konnte und nachfrageseitig mögliche Deckungsbeiträge nicht realisiert wurden.

Steueraufwand erhöht

Der Ergebnisrückgang konnte auf der Ebene des Vorsteuergewinns durch eine verbessertes Finanzergebnis

auf -7,0 Prozent (auf 5,0 Mio. Euro) eingedämmt werden, was allerdings durch die erhöhte Steuerlast infolge des Abbaus von aktivierten latenten Steuern wieder konterkariert wurde. In Summe ergab sich daraus ein Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheiten in Höhe von 3,4 Mio. Euro, fast 22 Prozent weniger als 2017.

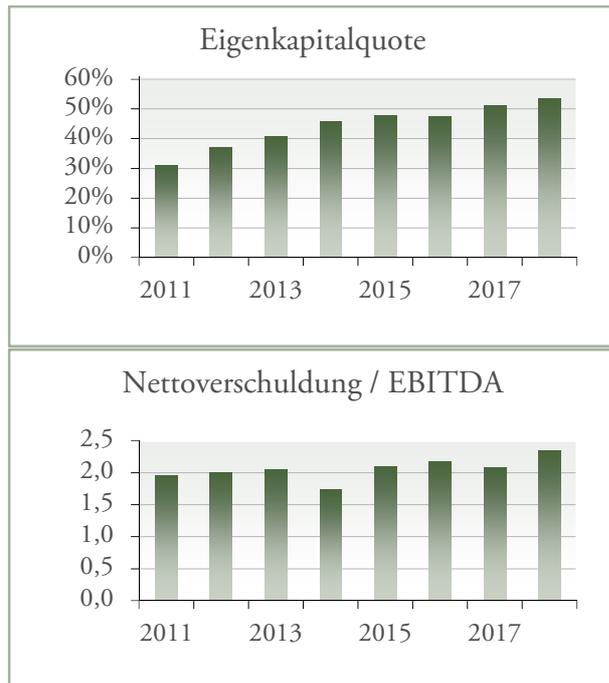
Free-Cashflow bleibt knapp negativ

Durch den geringeren Gewinn, den deutlichen Bestandsaufbau sowie den erhöhten Anteil von nicht-liquiditätswirksamen Erträgen hat sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit deutlich von 8,3 Mio. Euro auf 4,7 Mio. Euro reduziert, blieb aber dennoch klar im Plus. Gleichzeitig sind die Auszahlungen für Investitionszwecke, die in den beiden Vorjahren durch die Standorterweiterung in Gelsenkirchen sowie durch die APT-Akquisition angestiegen waren, nun auf 5,2 Mio. Euro gesunken. Ein noch stärkerer Rückgang wurde durch die Investitionen in das neue ERP-System verhindert, die zu einem Anstieg der Investitionen in immaterielle Vermögenswerte von 0,7 auf 1,6 Mio. Euro beigetragen haben. In Summe blieb der Free-Cashflow hierdurch im dritten Jahr in Folge negativ, wenn auch der Mittelabfluss mit -0,5 Mio. Euro nur noch gering war. Berücksichtigt man zudem, dass in dem letztjährigen operativen Cashflow Zahlungen aus Gerichtsprozessen in Höhe von etwa 1,2 Mio. Euro verbucht wurden, deren Ergebniswirkung bereits in den Vorperioden durch entsprechende Rückstellungen größtenteils abgebildet worden war, so wäre der Free-Cashflow bereinigt um diesen Effekt deutlich positiv ausgefallen. Nach Abzug von Zinsen und Dividenden und zuzüglich einer Nettokreditaufnahme in Höhe von 0,7 Mio. Euro reduzierte sich die Liquidität im Geschäftsjahr 2018 von 5,3 auf 4,4 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote über 50 Prozent

Hierdurch sowie durch die Kreditaufnahme hat sich die Nettofinanzverschuldung um knapp 2 Mio. Euro erhöht, was in Verbindung mit einem geringeren EBITDA einen Anstieg der Verschuldungsquote auf 2,3 (Nettoverschuldung/EBITDA) zur Folge hatte. Demgegenüber hat sich die Eigenkapitalquote weiter auf 53,5 Prozent (zuvor: 51,3 Prozent) verbessert, weil

der gewinngetriebene Anstieg des Eigenkapitals stärker ausgefallen ist als das Wachstum der Bilanzsumme. Damit hat Masterflex trotz der von 5 auf 7 Cent erhöhten Dividende den seit neun Jahren anhaltenden Trend fortgesetzt. Auch für das letzte Jahr soll eine Dividende ausgeschüttet werden, die Masterflex trotz des Gewinnrückgangs bei 7 Cent konstant halten will.



Quelle: Unternehmen

Fortsetzung des Wachstums angekündigt

Für das laufende Jahr strebt Masterflex ein Umsatzwachstum um 3 bis 6 Prozent auf 79,5 bis 81,8 Mio. Euro an. Auch für das operative EBIT wird eine leichte Verbesserung gegenüber 2018 angepeilt, wobei das Unternehmen hierbei die Bereinigung um die Kosten des für den Sommer angekündigten Restrukturierungsprogramms betont. Für 2020 wird auf bereinigter Basis bereits eine zweistellige EBIT-Marge in Aussicht gestellt, die ein Jahr später auch unbereinigt erreicht werden soll. Als langfristiges Ziel strebt Masterflex weiter an, mit einem Umsatz von 200 Mio. Euro Marktführer in allen adressierten Märkten zu werden. Nachfrageseitig scheint die diesjährige Prognose trotz der sich mehrenden konjunkturellen Warnsignale gut unterlegt zu sein. Auf Nachfrage zeigt sich Masterflex mit dem Auftragseingang zufrieden und berichtet auch von deutlichen operativen Fortschritten in Gelsenkirchen, in denen sich der Personalaufbau des zweiten Halbjahrs 2018 auszuzahlen beginnt.

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 zweistelligen 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.

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 2,3 (zum EBITDA) trotz der in den letzten Jahren investitions- und akquisitionsbedingt hohen Kreditaufnahme und trotz der jüngsten Ergebnisverschlechterung 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 zählt damit auch nach externer Einschätzung zu den innovativsten Mittelständlern in Deutschland.

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, in deren Rahmen schon im letzten Jahr erste Demonstrationsexemplare hergestellt und ausgewählten Kunden vorgestellt bzw. in die eigenen Prozesse integriert wurden, ist nur ein Element einer umfassenden Digitalisierungsstrategie, mit der Masterflex sowohl die eigenen Produkte als auch die internen Prozesse digitalisieren und vernetzen will, um damit sowohl die Positionierung als Innovationsführer zu unterstreichen als auch, um die eigene Profitabilität zu erhalten und zu verbessern.

Effizienzsteigerungsmaßnahmen werden intensiviert

Nachdem Masterflex es in den letzten Jahren nicht geschafft hat, das selbstgesteckte Ziel einer zweistelligen EBIT-Marge zu erreichen, will das Unternehmen im Sommer ein umfassendes Neustrukturierungsprogramm vorstellen, mit dem der Konzern auf eine bessere Effizienz getrimmt werden soll. Damit werden die Bemühungen, die Masterflex bereits mit der Aufnahme der operativen Exzellenz in das Strategieportfolio intensiviert hatte, nun weiter forciert. Das Unternehmen reagiert so auf das in Summe enttäuschende Jahr, in dem sich die Profitabilität trotz der bis dato ergriffenen Maßnahmen entgegen den ur-

sprünglichen Erwartungen weiter verschlechtert hat. So enttäuschend dies auch 2018 war, für die Zukunft lässt der verschärfte Fokus auf das Thema Profitabilität hoffen, dass es besser gelingt, die Grundprobleme wie die hohe Komplexität, die mangelhafte Nutzung der konzernweiten Synergien und die unzureichende Automatisierung einiger Prozesse dauerhaft zu lösen. Dies böte die Chance, das künftige Wachstum mit stärkeren Skaleneffekten zu verbinden und es damit besser in adäquate Erträge umzumünzen.

Präsenz in Wachstumsmärkten

Dies gilt auch für die Umsetzung der Internationalisierungsstrategie, bei der Masterflex in Summe der letzten Jahre nicht entscheidend vorangekommen ist. Mit einem veränderten vertrieblichen Ansatz und der konsequenten Heranführung der Angebotsbreite in Übersee an das deutsche Leistungsspektrum könnte das sehr große Potenzial der Märkte in China und Nordamerika, in denen Masterflex bereits seit Jahren präsent ist und über eine gute Ausgangsposition verfügt, deutlich stärker genutzt werden.

Exzellente Entwicklung bei APT und in der Medizintechnik

Wie positiv sich solche Veränderungen auswirken können, zeigt nicht zuletzt die vor allem auf die Medizintechnik spezialisierte Tochter Novoplast Schlauchtechnik, die noch 2016 zu den Sorgenkindern des Konzerns gehörte und nach personellen Anpassungen seitdem mit hoher Dynamik besticht. Masterflex spricht von einer sehr guten Performance in 2018 und berichtet von einem zweistelligen Wachstum im Kundensegment Medizintechnik. Sehr zufriede-

den zeigt sich das Unternehmen auch mit Entwicklung des jüngsten Konzernmitglieds APT. Der wachstumsstarke und hochprofitable Spezialist für Fluorpolymer-Schläuche ist im letzten Jahr ebenfalls zweistellig gewachsen und hat seine Marge gesteigert.

Solide Bilanz- und Finanzierungsstruktur

Auch wenn sich die Nettofinanzverschuldung in Relation zum EBITDA im letzten Jahr auf ein Multiple von 2,3 erhöht hat, wirkt sie noch solide. Mehr als solide ist zudem die Eigenkapitalquote, die sich letztes Jahr um 2,3 Prozentpunkte auf 53,5 Prozent erhöht hat.

Stabile Dividende

Diese Verbesserung der Eigenkapitalausstattung hat Masterflex trotz der im letzten Jahr von zuvor 5 auf 7 Cent erhöhten Dividende erreicht. Auch für 2018 soll eine Dividende ausgeschüttet werden, die das Unternehmen trotz des Gewinnrückgangs stabil auf dem Vorjahresniveau halten will. Bezogen auf den aktuellen Kurs entspräche dies einer Dividendenrendite von 1,0 Prozent.

Weitere Akquisitionen zu erwarten

Darüber hinaus bietet die komfortable bilanzielle und finanzielle Lage einen ausreichenden Spielraum, um das Wachstum mit weiteren Übernahmen zu forcieren. 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.

DCF-Bewertung

Fortgesetztes Umsatzwachstum

Wir haben bereits in unserem letzten Update anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für 2018 unsere Schätzungen überarbeitet und an die Unternehmensprognose angepasst. Insofern haben wir die Annahmen nun weitgehend unverändert gelassen, kleinere Änderungen haben sich aber aus der Aktualisierung der Bilanzdaten anhand des Geschäftsberichts ergeben. Umsatzseitig rechnen wir für 2019 unverändert mit 80,7 Mio. Euro, was einer Wachstumsrate von 4,5 Prozent entspricht und in der Mitte der Unternehmens-Guidance liegt. Auch die Wachstumsrate für die nächsten Jahre haben wir unverändert gelassen und kalkulieren für 2020 mit einem Umsatzzuwachs um 6 Prozent und anschließend mit 7 Prozent p.a., sodass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2026 von einem Umsatz in Höhe von 128,4 Mio. Euro ausgehen. Die Umsatzgrenze von 100 Mio. Euro würde Masterflex in unserem Modell demnach im Jahr 2023 überschreiten, wobei darin keine Zukäufe enthalten sind.

Langsamer Margenanstieg

Minimale Änderungen haben sich hinsichtlich der im Modell unterstellten Margenentwicklung ergeben, die vor allem auf veränderte Annahmen bezüglich der aktivierten Eigenleistungen sowie der Abschreibungen zurückzuführen sind. Unverändert kalkulieren wir aber für das laufende Jahr mit einer operativen EBIT-Marge von 8,2 Prozent, woraus sich eine EBIT-Erwartung von 6,7 Mio. Euro ergibt. Als nicht operative Aufwendungen des für den Sommer angekündigten Restrukturierungsprogramms haben wir, wie schon bisher, für 2019 0,4 Mio. Euro und für 2020 0,6 Mio. Euro angesetzt, wobei es sich hierbei aus Mangel an weiteren Informationen nur um eine sehr grobe Annäherung handelt. Die anschließende Margenentwicklung haben wir vorsichtiger als von Masterflex selbst geplant angesetzt. So kalkulieren wir für 2020 mit einer operativen EBIT-Marge von 9,1 Prozent und unterstellen das Erreichen eines zweistelligen Niveaus erst für das Jahr 2022 und somit zwei Jahre später als Masterflex es anstrebt. Damit tragen wir der

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	80,7	85,6	91,6	98,0	104,8	112,2	120,0	128,4
Umsatzwachstum		6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,2%	9,1%	9,7%	10,3%	10,9%	11,3%	11,8%	12,1%
EBIT	6,7	7,7	8,9	10,1	11,4	12,7	14,1	15,5
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,0	2,3	2,7	3,0	3,4	3,8	4,2	4,6
NOPAT	4,7	5,4	6,2	7,1	8,0	8,9	9,9	10,8
+ Abschreibungen & Amortisation	4,2	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7
+ 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	8,8	9,6	10,5	11,4	12,4	13,4	14,5	15,5
- Zunahme Net Working Capital	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4
Free Cashflow	3,7	4,3	4,9	5,7	6,5	7,4	8,3	9,1

Tatsache Rechnung, dass Masterflex sich schon seit mehreren Jahren darum bemüht, die Profitabilität wieder zu erhöhen und damit bisher keinen nachhaltigen Erfolg gehabt hat. Dies verdeutlicht, dass die Margensteigerung in den zweistelligen Bereich eine höchst anspruchsvolle betriebswirtschaftliche Aufgabe darstellt. Da wir dies Masterflex aber grundsätzlich zutrauen, haben wir unsere Zielmarge für das Jahr 2026 auf 12,1 Prozent taxiert. Für den Nettogewinn ergibt sich aus unseren Schätzungen für 2019 und 2020 die Erwartung von 0,39 bzw. 0,45 Euro je Aktie, auf dessen Basis wir für 2019 von einer gleichbleibenden Dividende ausgehen. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 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 10,2 Prozent heran, die somit gegenüber der Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent enthält. Als „ewige“ Wachstumsrate unterstellten 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 2,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Ziel-

fremdkapitalanteil von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,6 Prozent.

Kursziel: 9,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,6 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein fairer Wert von 88,3 Mio. Euro bzw. 9,06 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 9,10 Euro ableiten. Gegenüber unserem letzten Update (9,00 Euro) hat sich das Kursziel somit minimal erhöht und signalisiert für die Masterflex-Aktie ein Kurspotenzial von mehr als einem Drittel. 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 Fahrzeugbau) nach wie vor hoch und der Umfang und der Erfolg des angekündigten Neustrukturierungsprogramms noch unsicher. Bis der letztgenannte Aspekt entfallen ist, sehen wir deswegen nun 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 6,60 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,6 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 13,59 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
6,6%	13,59	12,37	11,37	10,53	9,82
7,1%	11,89	10,93	10,12	9,43	8,84
7,6%	10,50	9,72	9,06	8,49	7,99
8,1%	9,34	8,70	8,15	7,67	7,25
8,6%	8,35	7,82	7,36	6,96	6,60

Fazit

Als führender Anbieter von Hochleistungsschlauchverbindungen überzeugt Masterflex mit einer starken Marktstellung, einem stetigen und profitablen Wachstum und mit guten Perspektiven. Auch letztes Jahr hat das Unternehmen seinen Umsatz um 3,4 Prozent auf 77,2 Mio. Euro gesteigert und ist damit das neunte Jahr in Folge gewachsen.

Etwas getrübt wird der gute Eindruck von der Profitabilitätsentwicklung. Obwohl Masterflex in seinem Kerngeschäft seit der Gründung profitabel arbeitet und im Durchschnitt der letzten zehn Jahre eine zweistellige EBIT-Marge erwirtschaftet hat, konnte diese Marke in den letzten Jahren nicht mehr erreicht werden. Vielmehr ist die EBIT-Marge 2018 entgegen der ursprünglichen Planung von 9,5 auf 8,1 Prozent gesunken.

Das Unternehmen zeigt sich mit dieser Entwicklung unzufrieden und hat deswegen angekündigt, bis zum Sommer ein umfassendes Restrukturierungsprogramm zu erarbeiten, auf dessen Basis die strukturel-

len Effizienzhindernisse systematisch angegangen und beseitigt werden sollen. Das erklärte Ziel dieses Programms ist es, eine stärkere Nutzung von Skaleneffekten zu ermöglichen und die EBIT-Marge ab dem nächsten Jahr dauerhaft über die Marke von 10 Prozent zu erhöhen.

Wir haben in unseren Schätzungen unterstellt, dass die nachhaltige Margenerhöhung gelingen wird, gehen aber von einem deutlich längeren Zeitraum aus und rechnen erst ab 2022 mit einer zweistelligen Marge. Dennoch sehen wir den fairen Wert der Masterflex-Aktie mit 9,10 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs, in dem unseres Erachtens die grundsätzlich sehr gute und aussichtsreiche Aufstellung des Unternehmens und die bisherige Performance keinen adäquaten Widerhall finden. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	45,1	45,5	46,0	46,6	47,3	48,0	48,7	49,4	50,1
1. Immat. VG	12,5	12,5	12,5	12,5	12,6	12,6	12,6	12,7	12,8
2. Sachanlagen	31,9	32,3	32,8	33,5	34,1	34,8	35,4	36,1	36,7
II. UV Summe	30,1	33,0	36,1	39,9	44,0	48,5	52,9	57,4	61,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	40,2	44,1	47,8	52,6	57,9	63,8	69,9	76,2	82,1
II. Rückstellungen	0,8	1,1	1,3	1,6	1,9	2,1	2,4	2,7	3,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,7	20,0	19,4	18,5	17,4	16,2	14,8	13,2	11,4
2. Kurzfristiges FK	13,4	13,3	13,6	13,8	14,1	14,3	14,5	14,7	14,9
BILANZSUMME	75,2	78,5	82,1	86,5	91,3	96,5	101,6	106,8	111,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	77,2	80,7	85,6	91,6	98,0	104,8	112,2	120,0	128,4
Rohertrag	53,9	55,5	59,0	63,3	67,8	72,6	77,6	83,0	88,8
EBITDA	9,6	10,8	12,0	13,1	14,5	15,8	17,2	18,7	20,1
EBIT	6,3	6,7	7,7	8,9	10,1	11,4	12,7	14,1	15,5
EBT	5,0	5,5	6,4	8,1	9,4	10,7	12,2	13,8	15,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,2	3,8	4,5	5,7	6,6	7,5	8,5	9,7	10,8
JÜ	3,4	3,8	4,4	5,6	6,5	7,4	8,4	9,6	10,6
EPS	0,35	0,39	0,45	0,58	0,67	0,76	0,87	0,98	1,09

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	4,7	7,5	8,1	9,3	10,2	11,2	12,2	13,3	14,4
CF aus Investition	-5,2	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4
CF Finanzierung	-0,7	-1,4	-1,5	-2,0	-2,5	-3,1	-4,2	-5,4	-7,1
Liquidität Jahresanfa.	5,3	4,4	5,8	7,7	10,0	12,7	15,6	18,4	21,0
Liquidität Jahresende	4,4	5,8	7,7	10,0	12,7	15,6	18,4	21,0	23,0

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	3,4%	4,5%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohtragsmarge	69,8%	68,7%	69,0%	69,1%	69,3%	69,2%	69,2%	69,2%	69,1%
EBITDA-Marge	12,4%	13,4%	14,0%	14,3%	14,8%	15,1%	15,4%	15,6%	15,7%
EBIT-Marge	8,1%	8,2%	9,1%	9,7%	10,3%	10,9%	11,3%	11,8%	12,1%
EBT-Marge	6,5%	6,8%	7,5%	8,8%	9,6%	10,2%	10,9%	11,5%	12,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,4%	4,7%	5,2%	6,1%	6,6%	7,1%	7,5%	8,0%	8,3%

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 12.04.2019 um 10:30 Uhr fertiggestellt und am 12.04.2019 um 10:50 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
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)
25.04.2018	Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
12.03.2018	Buy	10,60 Euro	1)
09.11.2017	Buy	9,30 Euro	1), 3)
09.08.2017	Buy	9,00 Euro	1), 3), 4)
09.05.2017	Buy	8,90 Euro	1), 3)
19.04.2017	Buy	9,00 Euro	1), 3), 4)

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.