

18. August 2016  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## Masterflex SE

Eindeutige Verbesserung erkennbar

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **6,27 Euro** | Kursziel: **7,50 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

|                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| Sitz:                  | Gelsenkirchen       |
| Branche:               | High-Tech-Schläuche |
| Mitarbeiter:           | 609                 |
| Rechnungslegung:       | IFRS                |
| ISIN:                  | DE0005492938        |
| Kurs:                  | 6,27 Euro           |
| Marktsegment:          | Prime Standard      |
| Aktienzahl:            | 8,87 Mio. Stück     |
| Market Cap:            | 55,6 Mio. Euro      |
| Enterprise Value:      | 74,7 Mio. Euro      |
| Free-Float:            | 48,1 %              |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 6,81 / 5,45 Euro    |
| Ø Umsatz (12 M):       | 19,4 Tsd. Euro      |

Im zweiten Quartal konnte Masterflex die gute Entwicklung vom Jahresanfang fortsetzen und den Umsatz wie auch das operative Ergebnis steigern. Als besonders erfreulich stufen wir den deutlich überdurchschnittlichen Anstieg des EBIT ein, mit dem sich die Effekte der im letzten Jahr eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen bemerkbar gemacht haben. Getrübt wurde die Entwicklung des ersten Halbjahrs allerdings durch den aus Masterflex-Sicht negativen (vorläufigen) Ausgang eines Gerichtsverfahrens, was bei dem Schlauchspezialisten einen einmaligen Aufwand für erhöhte Risikovorsorge bedingt und damit für ein rückläufiges Nettoergebnis gesorgt hat. Im Hinblick auf die Wertschätzung der Aktie stufen wir dies jedoch als nachrangig ein, aus unserer Sicht wiegen die sichtbaren operativen Fortschritte, die eine nachhaltige Rückkehr der EBIT-Marge in den zweistelligen Bereich erwarten lassen, ungleich schwerer. Die daraus resultierenden Ertragspotenziale spiegeln sich im Rahmen unseres DCF-Modells in einem fairen Wert von 7,50 Euro je Aktie wider, der somit trotz der jüngsten Kursgewinne weiteres Aufwärtspotenzial von rund 20 Prozent impliziert. Unser Urteil bleibt dementsprechend „Buy“.

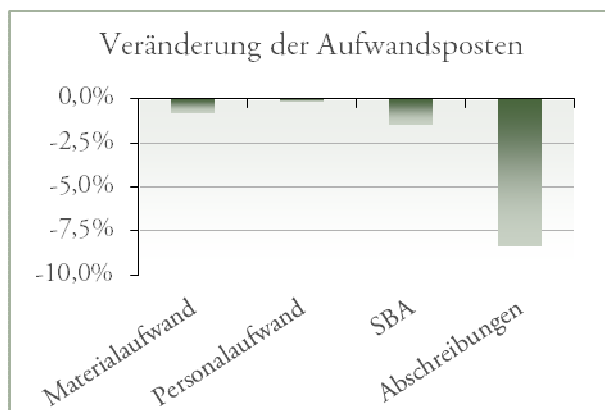
| GJ-Ende: 31.12.    | 2013   | 2014  | 2015   | 2016e | 2017e | 2018e |
|--------------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 57,9   | 62,5  | 64,1   | 67,0  | 71,7  | 77,4  |
| EBIT (Mio. Euro)   | 6,1    | 6,3   | 4,9    | 6,3   | 7,6   | 8,6   |
| Jahresüberschuss   | 2,6    | 3,0   | 1,9    | 3,1   | 4,1   | 4,7   |
| EpS                | 0,29   | 0,34  | 0,22   | 0,35  | 0,47  | 0,53  |
| Dividende je Aktie | 0,00   | 0,00  | 0,00   | 0,00  | 0,10  | 0,15  |
| Umsatzwachstum     | 5,3%   | 7,9%  | 2,6%   | 4,5%  | 7,0%  | 8,0%  |
| Gewinnwachstum     | -24,7% | 17,2% | -36,0% | 57,2% | 34,8% | 13,9% |
| KUV                | 0,96   | 0,89  | 0,87   | 0,83  | 0,78  | 0,72  |
| KGV                | 21,4   | 18,3  | 28,5   | 18,2  | 13,5  | 11,8  |
| KCF                | 7,0    | 8,2   | 19,9   | 10,8  | 7,9   | 7,2   |
| EV / EBIT          | 8,5    | 8,1   | 9,7    | 8,3   | 6,8   | 6,2   |
| Dividendenrendite  | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  | 1,3%  | 2,1%  |

## Trendwende bestätigt

Nachdem bereits das erste Quartal eine Trendwende gezeigt und damit die Zuversicht des Masterflex-Managements im Hinblick auf das laufende Jahr gestützt hatte, hat die Entwicklung der Monate April bis Juni die positive Tendenz bestätigt. Nach einem Plus von 4,2 Prozent im ersten Quartal ist auch im zweiten Quartal der Umsatz gewachsen, um 3,7 Prozent auf 16,8 Mio. Euro. Nach Angaben von Masterflex ist das Wachstum dabei konzernweit breit fundiert, insbesondere aber haben die letztjährigen Sorgenkinder Novoplast Schlauchtechnik und das US-Geschäft an Dynamik dazu gewonnen, wobei das Management in beiden Fällen noch weiteres Verbesserungspotenzial sieht. Demgegenüber hat sich das Russlandgeschäft nach dem letztjährigen Verkauf des lokalen Joint-Ventures erwartungsgemäß reduziert.

## EBIT kräftig verbessert

Neben der erhöhten Wachstumsdynamik hat Masterflex im zweiten Quartal von den Effekten des im letzten Herbst beschlossenen und eingeleiteten Kostensenkungsprogramms profitiert. Sowohl der Materialaufwand als auch der Personalaufwand, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und die Abschreibungen haben nicht nur prozentual, sondern auch absolut abgenommen. Und dies, obwohl der Personalbestand weiter leicht um 1,7 Prozent auf 609 Mitarbeiter aufgestockt wurde. In Summe konnte Masterflex das Quartals-EBIT dadurch um 19,0 Prozent auf 1,6 Mio. Euro steigern, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 9,7 Prozent.



Quelle: Unternehmen

## Sondereffekte belasten

Unterhalb des EBIT gab es allerdings zwei einmalige Effekte, die die gute operative Entwicklung auf der Ebene des Nettoergebnisses verdeckt haben. Zum einen führte die vorzeitige Ablösung des alten Konsortialkredites zu einer vorzeigten Verbuchung der nach IFRS auf die ursprüngliche Laufzeit abgegrenzten Kreditnebenkosten und damit zu einem einmaligen Anstieg des Finanzaufwands. Zum anderen hat Masterflex in einem Rechtsstreit vor dem OLG Düsseldorf eine unerwartete Niederlage erlitten und wurde zu einer Zahlung von 0,9 Mio. Euro zuzüglich Zinsen an die Gegenpartei verurteilt. Die dadurch erforderlich gewordene Erhöhung der Risikovorsorge führte über die entsprechende Zuführung zu Rückstellungen zu einem zusätzlichen Aufwand aus aufgegebenen Geschäftsbereichen in Höhe von 0,5 Mio. Euro. Masterflex will allerdings gegen das Urteil vorgehen und hat dagegen Rechtsmittel eingelegt. Insgesamt führte die Kombination aus den operativen Ergebnisverbesserungen und der genannten Effekte zu einem auf 0,3 Mio. Euro halbierten Quartalsergebnis.

| Geschäftszahlen   | Q2 2015 | Q2 2016 | Änderung |
|-------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz            | 16,23   | 16,82   | +3,7%    |
| EBITDA            | 2,09    | 2,29    | +9,6%    |
| EBITDA-Marge      | 12,9%   | 13,6%   |          |
| EBIT              | 1,37    | 1,63    | +19,0%   |
| EBIT-Marge        | 8,4%    | 9,7%    |          |
| Vorsteuerergebnis | 1,13    | 1,08    | -3,6%    |
| Vorsteuermarge    | 6,9%    | 6,4%    |          |
| Nettoergebnis     | 0,67    | 0,33    | -50,8%   |
| Netto-Marge       | 4,1%    | 1,9%    |          |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Zweistellige EBIT-Marge im ersten Halbjahr

Summiert über beide Quartale hat Masterflex im ersten Halbjahr den Umsatz um 3,9 Prozent auf 34,2 Mio. Euro gesteigert, bereinigt um den Russland-Effekt habe sich das Wachstum sogar auf 5,7 Prozent belaufen. Durch den Bestandsabbau und leicht ge-

ringere sonstige Erträge fiel der Zuwachs der Gesamtleistung mit 2,3 Prozent auf 34,7 Mio. Euro etwas moderater aus, wohingegen das EBITDA und das EBIT klar überproportional, um 6,6 resp. um 13,3 Prozent, gesteigert werden konnten. Mit einem Halbjahres-EBIT von knapp 3,5 Mio. Euro wurde auch das Ziel einer wieder zweistelligen EBIT-Marge erreicht. Das Nettoergebnis blieb hingegen aufgrund der genannten Sondereffekte aus dem zweiten Quartal auch im Halbjahr mit 1,4 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert von 1,6 Mio. Euro.

| Geschäftszahlen   | HJ 2015 | HJ 2016 | Änderung |
|-------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz            | 32,99   | 34,28   | +3,9%    |
| EBITDA            | 4,48    | 4,77    | +6,6%    |
| EBITDA-Marge      | 13,6%   | 13,9%   |          |
| EBIT              | 3,05    | 3,45    | +13,3%   |
| EBIT-Marge        | 9,2%    | 10,1%   |          |
| Vorsteuerergebnis | 2,56    | 2,68    | +4,7%    |
| Vorsteuermarge    | 7,8%    | 7,8%    |          |
| Nettoergebnis     | 1,59    | 1,43    | -9,9%    |
| Netto-Marge       | 4,8%    | 4,2%    |          |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### Finanzierung erneuert und verbilligt

Von der verbesserten operativen Profitabilität hat auch der Cashflow profitiert, der sich im Vorjahresvergleich um 0,7 Mio. Euro auf 0,9 Mio. Euro verbessert hat. Der Investitions-Cashflow zeigt hingegen erwartungsgemäß einen deutlich erhöhten Mittelabfluss von 3,2 Mio. Euro (Vorjahr: -1,8 Mio. Euro) und spiegelt insbesondere die Auszahlungen für die Erweiterung des Standorts in Gelsenkirchen wider. Diesbezüglich berichtet Masterflex von einem planmäßigen Fortgang und rechnet weiterhin mit einer Inbetriebnahme noch im laufenden Jahr. Der Finanzierung des Vorhabens dient eine Tranche des im Juni abgeschlossenen Konsortialkredits, in dessen Rahmen den Gelsenkirchenern von vier Banken ein Kreditvolumen von bis zu 45 Mio. Euro eingeräumt wurde. Neben der Finanzierung der Standorterweiterung (ca. 7 Mio. Euro) dient der Kredit der Ablösung des alten, ursprünglich noch bis 2018 befristeten, Konsortialkredites und bietet eine komfortable

Kontokorrentlinie sowie eine Akquisitionslinie für etwaige Zukäufe im Schlauchgeschäft. Durch die Vereinbarung hat Masterflex die Planungssicherheit um drei Jahre bis 2021 verlängert und sich zudem günstigere Konditionen gesichert. Per Ende Juni wurden 28,5 Mio. Euro des Volumens abgerufen, gleichzeitig wurden Altdarlehen in Höhe von 22,8 Mio. Euro zurückgezahlt. Durch den daraus resultierenden Nettozufluss aus Finanzierungstätigkeit hat sich der Finanzmittelbestand im ersten Halbjahr um 2,6 Mio. Euro auf 6,8 Mio. Euro erhöht.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der guten Halbjahresergebnisse hat Masterflex seine Prognose bestätigt, derzufolge das Unternehmen den diesjährigen Umsatz um mehr als 2,9 Prozent steigern und dabei das EBIT deutlich verbessern will. Die zweistellige EBIT-Marge auf Jahresbasis soll dabei spätestens im nächsten Jahr erreicht werden.

### Schätzungen geringfügig geändert

Angesichts der nach sechs Monaten erreichten Werte erscheint die gewählte Formulierung etwas vorsichtig, allerdings verweist Masterflex auf die Saisonalität des Geschäfts, die oft ein schwächeres zweites Halbjahr zur Folge hat. Auch dürfte das Management wenig geneigt sein, nach den Enttäuschungen des letzten Jahres eine erneute Prognoseverfehlung zu riskieren. Auch wir sehen die bisherige Entwicklung weitgehend inline mit unseren Schätzungen. Den Umsatz erwarten wir weiterhin bei 67,0 Mio. Euro, was einem Wachstum von 4,5 Prozent entspräche. Zieht man die um das im Herbst 2015 entkonsolidierte Russland-Geschäft bereinigte Wachstumsrate des ersten Halbjahrs heran, impliziert unsere Schätzung eine Wachstumsdynamik unterhalb des Wertes des ersten Halbjahres. Auch unsere EBIT-Schätzung für 2016 (6,3 Mio. Euro) haben wir aus Vorsichtsüberlegungen ebenso unverändert gelassen wie die Annahme für die anschließende EBIT-Entwicklung. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums unterstellten wir folglich weiterhin eine EBIT-Marge von 14,1 Prozent. Eine Änderung haben wir hingegen wegen des nachteiligen Gerichtsurteils vorgenommen und den einmaligen Aufwand der erhöhten

| Mio. Euro                         | 12 2016     | 12 2017    | 12 2018    | 12 2019     | 12 2020     | 12 2021     | 12 2022     | 12 2023     |
|-----------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse                      | 67,0        | 71,7       | 77,4       | 83,6        | 89,9        | 96,2        | 102,9       | 110,1       |
| Umsatzwachstum                    |             | 7,0%       | 8,0%       | 8,0%        | 7,5%        | 7,0%        | 7,0%        | 7,0%        |
| EBIT-Marge                        | 9,4%        | 10,6%      | 11,1%      | 11,8%       | 12,4%       | 13,2%       | 14,0%       | 14,1%       |
| <b>EBIT</b>                       | <b>6,3</b>  | <b>7,6</b> | <b>8,6</b> | <b>9,8</b>  | <b>11,2</b> | <b>12,7</b> | <b>14,4</b> | <b>15,6</b> |
| Steuersatz                        | 30,0%       | 30,0%      | 30,0%      | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       | 30,0%       |
| Adaptierte Steuerzahlungen        | 1,9         | 2,3        | 2,6        | 3,0         | 3,3         | 3,8         | 4,3         | 4,7         |
| <b>NOPAT</b>                      | <b>4,4</b>  | <b>5,3</b> | <b>6,0</b> | <b>6,9</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,9</b>  | <b>10,1</b> | <b>10,9</b> |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 2,7         | 3,3        | 3,4        | 3,4         | 3,4         | 3,5         | 3,5         | 3,6         |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen  | 0,6         | 0,1        | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| + Sonstiges                       | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Operativer Brutto Cashflow</b> | <b>7,8</b>  | <b>8,7</b> | <b>9,5</b> | <b>10,4</b> | <b>11,4</b> | <b>12,5</b> | <b>13,7</b> | <b>14,6</b> |
| - Zunahme Net Working Capital     | -1,3        | -0,7       | -0,6       | -0,7        | -0,7        | -0,8        | -0,8        | -0,9        |
| - Investitionen AV                | -8,2        | -3,6       | -3,7       | -3,8        | -3,9        | -3,9        | -4,0        | -4,1        |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>-1,7</b> | <b>4,5</b> | <b>5,1</b> | <b>5,9</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,9</b>  | <b>9,7</b>  |

SMC Schätzmodell

Risikovorsorge in unsere Schätzungen integriert. Dadurch hat sich unsere Schätzung für den Jahresüberschuss auf 3,1 Mio. Euro bzw. auf 0,35 Euro je Aktie ermäßigt.

## Neues Kursziel: 7,80 Euro je Aktie

Eine Übersicht des für die kommenden acht Jahre modellierten Geschäftsverlaufs findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, weitere Details sind zudem im Anhang enthalten. Hinsichtlich der Rahmendaten des Modells haben wir ebenfalls eine Änderung vorgenommen und den unterstellten Fremdkapitalzins auf 5 Prozent abgesenkt, so dass sich der WACC auf 8,4 Prozent ermäßigt hat. In dem von uns nun favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,4 Prozent) ergibt sich aus den Schätzungen ein fairer Wert des Eigenkapitals von 66,4 Mio. Euro bzw. 7,49 Euro je Aktie. Daraus leiten wir das neue Kursziel von 7,50 Euro ab. Die leichte Anhebung des Kursziels (bisher: 7,40 Euro) ist der Änderung des WACC geschuldet, während der negative Ergebniseffekt der erhöhten Risikovorsorge (noch) nicht liquiditätswirksam ist und deswe-

gen ohne Auswirkung auf den fairen Wert geblieben ist. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung des Schätzrisikos, das wir in der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiterhin auf 3 Punkte (mittleres Schätzrisiko) taxieren.

## Sensitivitätsanalyse

Die Ergebnisse des DCF-Modells haben wir einer Sensitivitätsanalyse unterzogen, in deren Rahmen die Inputparameter WACC und ewiges Cashflowwachstum variiert wurden. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 5,51 bis 10,91Euro.

| Sensitivitätsanalyse | Ewiges Cashflowwachstum |       |      |      |      |
|----------------------|-------------------------|-------|------|------|------|
| WACC                 | 2,0%                    | 1,5%  | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 7,4%                 | 10,91                   | 10,04 | 9,31 | 8,69 | 8,15 |
| 7,9%                 | 9,64                    | 8,94  | 8,34 | 7,81 | 7,36 |
| 8,4%                 | 8,58                    | 8,00  | 7,49 | 7,05 | 6,67 |
| 8,9%                 | 7,67                    | 7,18  | 6,76 | 6,39 | 6,06 |
| 9,4%                 | 6,89                    | 6,48  | 6,11 | 5,79 | 5,51 |

## Fazit

---

Masterflex hat für das erste Halbjahr überzeugende Zahlen vorgelegt, die die Hoffnung stützen, dass die im letzten Jahr offenkundig gewordene Ergebnisschwäche überwunden wird und dass sich das Unternehmen wieder auf dem Weg zu nachhaltigen zweistelligen Margen befindet. Zwischen Januar und Juni ist dies bereits gelungen, bei einem Umsatzwachstum um 3,9 Prozent konnte der Schlauchspezialist eine EBIT-Marge von 10,1 Prozent ausweisen.

Ob dies auch schon im Gesamtjahr 2016 gelingt, ist noch unsicher. Masterflex hat unter Verweis auf das traditionell etwas schwächere zweite Halbjahr auf eine offensivere Formulierung seiner Prognose verzichtet, auch wir rechnen für 2016 noch mit einem Wert unterhalb der 10-Prozent-Marke.

Doch ungeachtet dessen, ob diese Marke schon in 2016 oder erst in 2017 erreicht wird, scheint sich das

Unternehmen wieder auf dem richtigen Kurs zu befinden. Die im letzten Jahr vollzogene Refokussierung auf das Thema Profitabilität beginnt sich auszahlen, auch der Ausbau des Standorts in Gelsenkirchen sollte zu einer spürbaren Effizienzsteigerung beitragen.

Wir haben diese Erwartungen im Rahmen unseres DCF-Modells in Form wieder steigender Margen abgebildet und haben auf dieser Grundlage einen fairen Wert von 7,50 Euro je Aktie ermittelt. In Verbindung mit der aussichtsreichen Marktpositionierung und der soliden bilanziellen und finanziellen Lage rechtfertigt dies weiterhin das Rating „Buy“, zumal die Aktie trotz des zuletzt sehr erfreulichen Verlaufs nach unseren Schätzungen weiterhin ein beträchtliches Kurspotenzial aufweist.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

| Mio. Euro           | 12 2015     | 12 2016     | 12 2017     | 12 2018     | 12 2019     | 12 2020     | 12 2021     | 12 2022     | 12 2023     |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>AKTIVA</b>       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| I. AV Summe         | 29,5        | 35,0        | 35,3        | 35,6        | 36,0        | 36,4        | 36,9        | 37,4        | 37,8        |
| 1. Immat. VG        | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,1         | 4,1         | 4,1         | 4,1         |
| 2. Sachanlagen      | 23,4        | 28,9        | 29,2        | 29,5        | 29,9        | 30,3        | 30,7        | 31,2        | 31,6        |
| II. UV Summe        | 25,0        | 29,7        | 32,8        | 35,4        | 38,1        | 41,2        | 45,1        | 50,0        | 55,7        |
| <b>PASSIVA</b>      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| I. Eigenkapital     | 26,0        | 29,1        | 33,3        | 37,5        | 42,0        | 47,1        | 53,2        | 60,3        | 68,0        |
| II. Rückstellungen  | 2,3         | 2,9         | 3,1         | 3,2         | 3,3         | 3,4         | 3,5         | 3,7         | 3,8         |
| III. Fremdkapital   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| 1. Langfristiges FK | 12,9        | 31,3        | 30,5        | 29,1        | 27,2        | 24,8        | 22,3        | 19,7        | 17,1        |
| 2. Kurzfristiges FK | 13,2        | 1,3         | 1,1         | 1,3         | 1,7         | 2,3         | 3,0         | 3,7         | 4,6         |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>54,5</b> | <b>64,7</b> | <b>68,0</b> | <b>71,1</b> | <b>74,1</b> | <b>77,7</b> | <b>82,0</b> | <b>87,4</b> | <b>93,5</b> |

## GUV-Prognose

| Mio. Euro             | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse          | 64,1    | 67,0    | 71,7    | 77,4    | 83,6    | 89,9    | 96,2    | 102,9   | 110,1   |
| Rohertrag             | 45,0    | 46,2    | 49,0    | 53,1    | 57,4    | 61,9    | 66,3    | 71,1    | 76,1    |
| EBITDA                | 7,7     | 9,0     | 10,9    | 11,9    | 13,2    | 14,6    | 16,2    | 17,9    | 19,1    |
| EBIT                  | 4,9     | 6,3     | 7,6     | 8,6     | 9,8     | 11,2    | 12,7    | 14,4    | 15,6    |
| EBT                   | 3,9     | 5,2     | 6,0     | 7,0     | 8,2     | 9,8     | 11,7    | 13,6    | 15,1    |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 1,9     | 3,1     | 4,2     | 4,9     | 5,7     | 6,8     | 8,2     | 9,5     | 10,6    |
| JÜ                    | 1,9     | 3,1     | 4,1     | 4,7     | 5,5     | 6,6     | 7,9     | 9,2     | 10,2    |
| EPS                   | 0,22    | 0,35    | 0,47    | 0,53    | 0,62    | 0,74    | 0,89    | 1,04    | 1,15    |

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

| Mio. Euro              | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ            | 2,8     | 5,1     | 7,0     | 7,7     | 8,6     | 9,7     | 11,0    | 12,4    | 13,5    |
| CF aus Investition     | -2,6    | -8,2    | -3,6    | -3,7    | -3,8    | -3,9    | -3,9    | -4,0    | -4,1    |
| CF Finanzierung        | -1,2    | 6,1     | -1,7    | -2,7    | -3,6    | -4,3    | -4,9    | -5,4    | -5,7    |
| Liquidität Jahresanfa. | 4,4     | 4,0     | 7,1     | 8,8     | 10,0    | 11,2    | 12,6    | 14,8    | 17,8    |
| Liquidität Jahresende  | 4,0     | 7,1     | 8,8     | 10,0    | 11,2    | 12,6    | 14,8    | 17,8    | 21,5    |

### Kennzahlen

| Prozent              | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum       | 2,6%    | 4,5%    | 7,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 7,5%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    |
| Rohertragsmarge      | 70,2%   | 68,9%   | 68,4%   | 68,5%   | 68,7%   | 68,8%   | 68,9%   | 69,1%   | 69,1%   |
| EBITDA-Marge         | 12,0%   | 13,5%   | 15,2%   | 15,4%   | 15,8%   | 16,2%   | 16,8%   | 17,4%   | 17,4%   |
| EBIT-Marge           | 7,6%    | 9,4%    | 10,6%   | 11,1%   | 11,8%   | 12,4%   | 13,2%   | 14,0%   | 14,1%   |
| EBT-Marge            | 6,0%    | 7,7%    | 8,4%    | 9,0%    | 9,8%    | 10,9%   | 12,1%   | 13,3%   | 13,8%   |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 3,0%    | 4,6%    | 5,8%    | 6,1%    | 6,6%    | 7,3%    | 8,2%    | 9,0%    | 9,3%    |

# 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

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

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

## Disclaimer

### Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

#### I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 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: Dr. Adam Jakubowski

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. |
| 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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

| Datum      | Anlageempfehlung | Kursziel  | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|-----------|---------------------|
| 12.05.2016 | Buy              | 7,40 Euro | 1), 3),             |
| 29.04.2016 | Buy              | 7,40 Euro | 1), 3), 4)          |
| 03.03.2016 | Buy              | 7,40 Euro | 1), 3), 4)          |
| 17.11.2015 | Buy              | 7,80 Euro | 1), 3), 4)          |
| 13.08.2015 | Buy              | 8,90 Euro | 1)                  |
| 21.05.2015 | Buy              | 9,20 Euro | 1), 3), 4)          |
| 16.04.2015 | Buy              | 9,20 Euro | 1), 3), 4)          |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, eine Studie

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.