

Masterflex

Befreit von Altlasten richtet sich der Blick nach vorne

Unser erster Bericht über die Masterflex AG erschien in NJ 2/04 als Titelgeschichte. Wir sahen den Wachstumswert damals als unterbewertet an und wiesen auf das Potenzial im Kerngeschäft High Tech-Schlauchsysteme sowie auf die Chancen in den neuen Geschäftsfeldern Medizintechnik und Brennstoffzellentechnologie hin.

Bei einem Kurs von € 17.70 betrug der Börsenwert bei 4.5 Mio. Aktien € 79.7 Mio.; die Dividende belief sich im Jahr 2003 auf € 0.40 je Aktie. 67 % des Aktienkapitals befand sich nach dem Börsengang im Jahr 2000 noch in den Händen der Gründerfamilien. Bereits bis Oktober 2005 hatte sich der Kurs auf € 36.93 mehr als verdoppelt; die Dividende für 2005 war auf € 0.80 je Aktie ebenfalls verdoppelt worden.

In der Hauptversammlung am 14.06.2005 häuften sich bei einem Kurs von nur noch € 24.67 trotz der vom Vorstand verbreiteten Zuversicht jedoch die kritischen Fragen, denn sowohl die Bereiche Medizintechnik und Brennstoffzellen als auch die zur Diversifizierung erworbenen Bereiche Mobile Office Systeme (Dicota) und Advanced Material (Oberflächentechnik von Surpro) trugen kaum zum Ergebnis bei oder vernichteten sogar Kapital. Hochprofitabel blieb allein das Kerngeschäft mit den Schlauchsystemen, das auch in den Folgejahren das Überleben des Unternehmens sicherte, das sich immer mehr in unübersehbare Schwierigkeiten hineinmanövrierte. Zu diesem Zeitpunkt belief sich der Anteil der Gründerfamilien nur noch auf

17 %. Die Finanzierung der „Abenteuer“ außerhalb des Kerngeschäfts erfolgte zunehmend mit unterschiedlichen Darlehensformen, nicht jedoch durch Zuführung neuen Eigenkapitals.

2008: Notbremse gezogen

Die immer sichtbarer werdenden Schwächen des Konzerns führten zu kontinuierlichen Kursverlusten, die erst im Februar 2010 bei € 2.84 und somit einem Börsenwert von lediglich € 12.8 Mio. endeten. Zu diesem Zeitpunkt waren die notwendigen Rettungsmaßnahmen noch nicht abgeschlossen und das Unternehmen keineswegs über den Berg (s. NJ 10/10). Erst mit der Trennung von der Brennstoffzellentechnik im September 2011 als letzter Randaktivität ist die 2008 beschlossene Konzentration auf den Kernbereich High Tech-Schlauchsysteme (HTS) endgültig vollzogen worden. Die strategische Neuausrichtung unter dem Motto „zurück zu den Wurzeln“ konnte nur gelingen durch Schuldenabbau und Zuführung frischer Mittel, so dass sich das Aktienkapital nunmehr auf € 8865874 beläuft.

Kurspotenzial erkennbar

Nachdem wir in NJ 11/11 auf der Basis der H1-Zahlen über einen gelungenen Turn-around und eine fortgesetzte Wachstumsstrategie im Kerngeschäft berichten konnten, verfestigte sich nach den 9M-Zahlen und nach einem Gespräch mit der im Sommer 2011 eingestiegenen Investor Relations-Leiterin Dr. Annette Littmann bei uns der Eindruck, dass sich

das Unternehmen auf einem guten Weg befindet und der Kurs bei € 4.58 über ausreichend Potenzial verfügen müsste, um auf Sicht von zwölf Monaten einen mindestens 30%igen Anstieg zu rechtfertigen. Inzwischen setzte bereits eine leichte Erholung auf € 4.90 ein.

Positive Konjunktorentwicklung hilft

Der 2008 als Vorstandsvorsitzender angeretene Dr. Andreas Bastin, der den Sanierungsprozess umsetzte, wies im 9M-Bericht darauf hin, dass „die Geschäfte im Jahr Eins nach vollendeter Restrukturierung bislang sehr gut gelaufen“ sind. Dabei profitierte Masterflex „als weltweiter Spezialist für die Entwicklung und Herstellung hochwertiger Schläuche und Verbindungssysteme aus High Tech-Kunststoffen und –Gewebe“ von einer erfreulichen Konjunktorentwicklung, auch wenn sich im Laufe des Jahres erste Auswirkungen der Staatsschuldenkrise in Form einer „Normalisierung“ der Nachfrage zeigten. Mit € 40.1 (34.6) Mio. übertraf der Umsatz das Vorjahr um 15.9 %.

Rückkehr in schwarze Zahlen

Gleichzeitig verbesserte sich die Ertragslage deutlich: Das EBIT legte um 25.5 % auf € 5.9 (4.7) Mio. zu. Die EBIT-Marge von 14.6 (13.6) % liegt damit leicht über dem für das Gesamtjahr prognostizierten Wert von 14 %. Bei einem Vergleich mit noch höheren EBIT-Margen aus der Zeit vor der Krise (s. Grafik auf Seite 11) sollte berücksichtigt werden, dass IFRS gerade Konzernen die Mög-

Masterflex AG, Gelsenkirchen

Telefon: 0209/97077-0

Internet: www.masterflex.de

ISIN DE0005492938,

8865874 Aktien, AK € 8865874

Aktionäre: SVB GmbH & Co. KG/Schmidt

18.94 %, BBC GmbH 4.57 %, Fam. Bischooping

4.42 %, von Rautenkrantz Nachfolger Bet. GbR

3.29 %, Bad.-Württ. Versorgungsanstalt für

Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte 3.28 %, eigene

Aktien 1.51 %, Streubesitz 63.99 %

Kennzahlen 9M 2011 9M 2010

Umsatz 40.1 Mio. 34.6 Mio.

EBIT 5.9 Mio. 4.7 Mio.

Periodenergebnis 2.38 Mio. -5.88 Mio.

Ergebnis je Aktie 0.27 -1.35

EK-Quote 27.5 % 18.7 %

Kurs am 12.12.2011:

€ 4.90 (Xetra), 7.11 H / 3.-T

KGV 2011e 10, 2012e 9, KBV 3 (9/11)

Börsenwert: € 43.4 Mio.



Das Jahreshoch von € 7.11 im Mai 2011 zeigt das Potenzial der Aktie auf.

FAZIT: Die bereits realisierten Einsatzmöglichkeiten der High Tech-Schlauchsysteme in diversen Branchen und Ländern sichern das Geschäft der Masterflex AG. Von einer wieder stabilen finanziellen Basis aus kann das geplante Wachstum angegangen werden, das nur im Kernbereich angestrebt wird. Das notwendige Potenzial ist vorhanden. Dennoch wird der Vorstand realistisch und in seinen Prognosen vorsichtig bleiben. Wir rechnen in den kommenden Jahren jeweils mit mindestens 10%igen Ergebniszuwächsen, so dass mittelfristig Kurse deutlich oberhalb von € 6.- gerechtfertigt erscheinen. Hierzu muss an der Börse allerdings früher verspieltes Vertrauen neu gewonnen werden, und da sehen wir Masterflex auf einem guten Weg. KH

Chart: Ariva.de AG; Foto: Masterflex AG

lichkeit bietet, das EBIT durch nicht ausgeschüttete Gewinne von Tochtergesellschaften positiv zu beeinflussen.

Das Periodenergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen in Höhe von € 2.73 (0.1) Mio. wurde nur minimal mit einem Verlust von € -0.15 (-5.9) Mio. aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen belastet. Das Konzernergebnis vor Anteilen Dritter stellte sich auf € 2.38 (-5.88) Mio. und entsprach € 0.27 (-1.35) je Aktie.

Zudem meldete der Vorstand am 04.11.2011 Ad hoc, dass ein nicht operativer Ertrag von ca. € 0.9 Mio. unberücksichtigt geblieben sei. Es handelt sich um die außergerichtliche Beendigung eines Rechtsstreits um einen im Jahr 2009 aufgelösten Zinsswap, der je Aktie einen zusätzlichen Ertrag von € 0.10 darstellt, so dass insgesamt € 0.37 je Aktie in den Büchern stehen.

Bilanzrelationen verbessert

Auch in der Konzernbilanz sind die Fortschritte beim Abbau der Verschuldung und beim Aufbau des Eigenkapitals deutlich sichtbar: Bei einer auf € 52.8 (65.4) Mio. ermäßigten Bilanzsumme entfällt auf das Eigenkapital von € 14.5 (12.2) Mio. ein Anteil von wieder auskömmlichen 27.5 (18.7) %. Von den langfristigen Vermögenswerten im Volumen von € 33 (34) Mio. entfallen € 20.9 (21.2) Mio. auf Sachanlagen und nur € 3.3 (3.3) Mio. auf Geschäfts- oder Firmenwerte. Zur Finanzierung dienen neben dem Eigenkapital die auf € 21.4 (30) Mio. abgebauten langfristigen Finanzverbindlichkeiten. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten sind auf € 5.4 (7.1) Mio. gesunken. Latente Steuern machten auf der Aktivseite noch € 5.4 (5.9) Mio. aus. Der Abbau der Verschuldung führte zu einem Abschmelzen der liquiden Mittel auf € 4.1 (14.4) Mio. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ging auf € 1.9 (3.4) Mio. zurück. Durch den Verkauf von konsolidierten Unternehmen drehte der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit € 0.3 (-1) Mio. ins Plus.

Internationalisierung im Kerngeschäft

Vorstandschef Bastin zog im 9M-Bericht eine positive Zwischenbilanz: „Gute Auftragslage, schöne operative Ergebnisse, alle Aktivitäten außerhalb von HTS (High Tech-Schlauchsysteme) verkauft, Internationalisierung weiter nach vorn gebracht, Innovationsprozess intern systematisiert und gutes Personal für das weitere Wachstum gewonnen.“ Trotz der Unsicherheiten an den Finanzmärkten



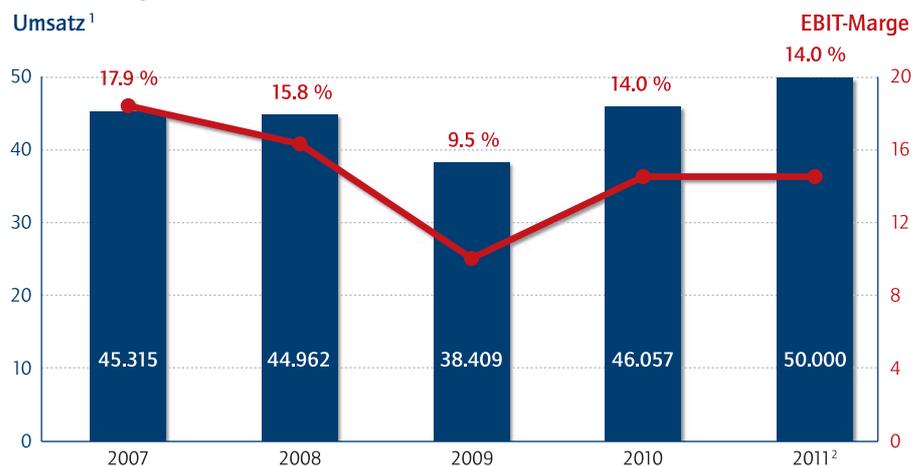
Das stets profitable Geschäft mit High Tech-Kunststoffen sicherte das Überleben der Masterflex AG.

und notwendiger Vorlaufkosten für die Internationalisierung hält der Vorstand an seinen Prognosen für das laufende Jahr fest: Der Umsatz wird zwischen € 50 bis 51 Mio. und das EBIT bei einer EBIT-Marge von 14 % bei mehr als € 7 Mio. erwartet. Das Konzernergebnis soll nach der bilanziellen Verarbeitung aller Altlasten aus der früheren Restrukturierung „deutlich positiv“ ausfallen. Die Masterflex AG profitiert nach eigenen Angaben von ihrer technologischen Spitzenstellung und der breiten Produktpalette, mit der sich die Abhängigkeit von Einzelkonjunkturen mehr und mehr verringert. Wie Vorstandschef Dr. Andreas Bastin im Interview mit dem Nebenwerte-Journal betonte, seien die Möglichkeiten für High Tech-Kunststoffe noch nicht annähernd ausgeschöpft. Die verschiedenen Arten von Schläuchen und zugehörigen Komponenten bieten Lösungen für eine Vielzahl von Branchen

und Zielmärkten weltweit: Vom Maschinenbau über Auto- und Luftfahrtindustrie sowie Energieunternehmen bis hin zu Lebensmittelherstellern und Pharmazieunternehmen sowie schließlich der Medizinwirtschaft, um einige der bedeutenden Branchen zu nennen. Der Eintritt in den asiatischen Markt, einem „weißen Fleck auf der Masterflex-Landkarte“, werde „intensiv vorbereitet“, betonte Dr. Bastin. Am Ende der Woche, in der wir unser Interview führten meldete Masterflex am 16.12.2011 Vollzug: Die Expansion nach Asien wird mit der asiatischen Führungsgesellschaft Masterflex Asia Pte Ltd im Stadtstaat Singapur gestartet. Zudem wird eine weitere Tochtergesellschaft nahe Shanghai (China) auf den Weg gebracht. Während in Singapur das Management aller Asiengeschäfte und der Ausbau des Vertriebs im Vordergrund steht, soll in China ab 2012 auch produziert werden. Klaus Hellwig

Umsätze und EBIT-Marge in den Jahren 2007 bis 2011

Die EBIT-Marge bei der Masterflex AG wird sich kontinuierlich weiter erhöhen.



¹ Angaben in Mio. €; ² Prognose; Quelle: Masterflex AG

Masterflex

„Die Möglichkeiten von High Tech-Kunststoffen sind nicht annähernd ausgeschöpft.“

Das Überleben der Masterflex AG und damit auch die Rettung der Aktionäre vor einem Totalverlust sind mit dem Namen des Vorstandsvorsitzenden Dr. Andreas Bastin verbunden. Seine Beharrlichkeit, das als richtig erkannte Sanierungskonzept mit der Konzentration auf das ursprüngliche Kerngeschäft umzusetzen, zahlt sich jetzt aus.

NJ: Herr Dr. Bastin, fünf anstrengende Jahre bei der Masterflex AG liegen hinter Ihnen. Beschreiben Sie doch bitte, welches Ihre größten Herausforderungen in diesen Jahren waren?

Dr. Bastin: Die Verhandlungen mit den Kreditinstituten seit Beginn unserer Restrukturierung im Sommer 2008 waren ein sehr hartes Stück Arbeit, zumal diese Verhandlungen insbesondere zu Beginn vom Insolvenzrisiko begleitet wurden. Die anfänglichen Bankentrunden mit 13 teils sehr unterschiedlich ausgerichteten Instituten, bei denen Masterflex damals verschuldet war, zogen sich über mehrere Etappen hin. Ich erinnere mich noch gut an eine dieser Runden, wo mir ein Bankenvorstand als erstes eröffnete: „Heute wird gar nichts entschieden.“ Da kann einem schon mal, salopp gesagt, die Hutschnur platzen. Zum Glück ist dies heute Geschichte: Jetzt sind wir mit unserem Konsortialkredit bei nur mehr sechs Kreditinstituten bis Ende 2015 gut aufgestellt. Da kneift nichts mehr bei der Refinanzierung.

NJ: Je nach Einstiegsdatum mussten viele Aktionäre seit 2006 tatsächliche oder buchmäßige Verluste hinnehmen. Wie groß war die Gefahr einer Insolvenz, die das gesamte Aktienkapital aufgezehrt hätte?

Dr. Bastin: Diese Gefahr war insbesondere bis Mitte 2009 akut. Und als Vorstand bewegen Sie sich hier auf einem sehr schmalen Grat zwischen „Überleben der Gesellschaft“ und der „Insolvenzverschleppung“.

NJ: Nun ist es zwar eine Binsenweisheit, dass an der Börse die Zukunft gehandelt wird, doch in den Köpfen bleiben oft negative Erinnerungen haften, die ehemalige Aktionäre hindern könnten, sich erneut zu engagieren. Wie wollen Sie diese Investoren überzeugen?

Dr. Bastin: Diese fünf Fakten sollten überzeugen: Erstens wurde das Management weitgehend ausgewechselt; damit wurde auch die Geschäfts- und Bilanzpolitik konservativ-kaufmännisch. Zweitens ist das Geschäft mit High-Tech-Verbindungen hochprofitabel mit einer EBIT-Marge von rund 14 % - übrigens: Selbst in der Krise war die Marge zweistellig. Drittens liegt

die Eigenkapitalquote mit 27,5% schon sehr nahe an unserem Zwischenziel von 30%. Viertens ist die Verschuldung stärker rückläufig; das Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und EBITDA bewegt sich heute um den Faktor 2. Fünftens haben wir unser Wachstumspotenzial noch gar nicht richtig ausgeschöpft, weder in der Fläche noch mit den Anwendungsfeldern für unsere Produkte. Hier können wir in zunehmenden Maße konventionelle Materialien wie Stahl, Gummi oder einfache Kunststoffe wie PVC ersetzen. Da ist noch viel Marktpotenzial für uns.

NJ: Die Konzentration auf das Kerngeschäft hat zwar den Umsatz reduziert, gleichzeitig aber die EBIT-Margen wieder hochspringen lassen. Wo sehen Sie das größte Wachstumspotenzial: In den Anwendungsgebieten für den Spezialkunststoff Polyurethan (PU) oder in den noch nicht erschlossenen Regionen?

Dr. Bastin: Das ist ja das Schöne: Sowohl als auch. Asien ist ein riesiger Markt, den wir jetzt erst beginnen zu erschließen. In Europa und USA bieten wir heute teilweise nur Ausschnitte unserer Produktpalette an; hier geht also noch deutlich mehr. Zum Thema Innovationen: Die Möglichkeiten von High-Tech-Kunststoffen sind nicht annähernd ausgeschöpft. Im Gegenteil: Die Forschung entwickelt immer neue Materialkombinationen, mit denen wir beispielsweise antibakterielle, elektrisch leitfähige, schwer entflammbare, beheizbare oder federleichte Schläuche oder auch eine Kombination verschiedenster dieser Merkmale herstellen können. Nutzbringend sind solche Eigenschaften nicht nur für Anwender im traditionellen Maschinenbau - das war früher der Schwerpunkt unserer Abnehmer, sondern auch beispielsweise im Flugzeugbau, in der Energieproduktion oder im so genannten weißen Bereich (Ernährung, Pharmazie und Medizinwirtschaft).

NJ: Kann die angestrebte Expansion, die vermutlich auch Übernahmen im Kerngeschäft vorsieht, mit den vorhandenen Mitteln gestemmt werden oder müssten sich Ihre Aktionäre auf Sicht mit einer Kapitalerhöhung beschäftigen?

Dr. Bastin: Eine Kapitalerhöhung ist auf Sicht definitiv kein Thema. Aber auf mittlere Sicht kann unser organisches Wachstum durchaus mit dem einen oder anderen Zukauf im High-Tech-Schlauchgeschäft angereichert werden, wenn es uns regional oder technisch weiter bringt. Und dann muss man sich auch über die Finanzierung unterhalten. Dann sind Eigenkapitalmaßnahmen sinnvollerweise nicht ausge-



Dr. Andreas Bastin richtet jetzt den Blick nach vorne.

schlossen, wenngleich natürlich auch andere Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen. Denn krisenresistente, wetterfeste Unternehmen sollten eine ausreichende Eigenkapitalbasis von mindestens 30 % haben.

NJ: Wir gehen bei der Betrachtung der Zukunftsaussichten in den nächsten beiden Jahren von mindestens 10%igen Umsatz- und Ertragszuwächsen aus? Können Sie uns da zustimmen?

Dr. Bastin: Was den Umsatz angeht: Eindeutig ja. Beim Ertrag muss man berücksichtigen, dass sowohl Internationalisierung als auch F+E direkt durch die GuV laufen und - soweit zulässig - eben nicht aktiviert werden. Daher wird der Ertrag anfangs wohl ein bisschen weniger wachsen als der Umsatz, um später über Fixkostendegression und verstärkte Durchdringung der neuen Märkte auch bei den Erträgen wieder mehr als wettgemacht zu werden.

NJ: Richten wir den Blick noch etwas mehr nach vorne, denn NJ-Leser legen in der Regel langfristig an und hoffen unter Umständen, auch wie im Fall Masterflex, auf eine spätere Aufholung vorheriger Verluste. Wo steht die Masterflex AG in fünf Jahren?

Dr. Bastin: 2016/2017 wird Masterflex ein weltweit tätiges, unternehmerisch-konservativ geführtes, substanzstarkes Unternehmen mit einer langfristig orientierten jährlichen Dividende sein. Und ich als langfristig orientierter Anleger werde mich über mein gutes Aktieninvestment freuen.

NJ: Herr Dr. Bastin, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig