

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **9,00 Euro**

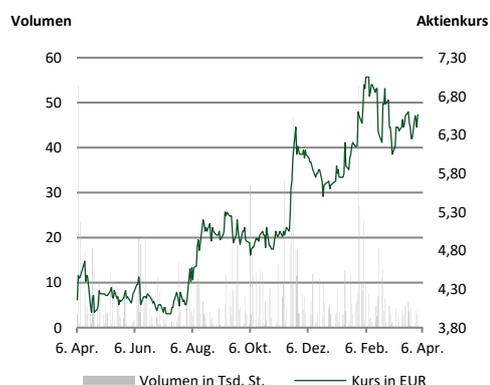
**Kurspotenzial:** **+39 Prozent**

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	6,48 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	9,75
Marktkap. (in Mio. Euro)	63,2
Enterprise Value (in Mio. Euro)	82,1
Ticker	MZX
ISIN	DE0005492938

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	7,30
52 Wochen-Tief (in Euro)	3,80
3 M relativ zum CDAX	+3,1%
6 M relativ zum CDAX	+18,5%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

J.F. Müller & Sohn AG	20,0%
Grondbach GmbH	17,2%
SVB GmbH & Co. KG	10,0%
BBC GmbH	6,6%
Eigene Anteile & Sonstige	4,4%
Streubesitz	41,8%

**Termine**

Zwischenmitteilung Q1	12. Mai 2021
HV	19. Mai 2021

**Prognoseanpassung**

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	76,1	82,4	88,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	4,2	7,4	9,1
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,25	0,48	0,60
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

Niklas Bentlage  
+49 40 41111 37 85  
n.bentlage@montega.de

**Publikation**

Erststudie 7. April 2021

**Neuer Wein in neuen Schläuchen – Masterflex vor Rückkehr auf den Wachstumspfad und massiver Margenausweitung**

Als Nischenanbieter für Hightech-Schlauch- und Verbindungslösungen agiert Masterflex im globalen Markt für industrielle Schläuche, der nach einem Corona-bedingt schwierigen Jahr 2020 in den kommenden Quartalen, getrieben von einer sich erholenden Industrie-Produktion, zügig **auf die Wachstumsspur zurückfinden** dürfte (CAGR 2020-26e: +5,8%).

Dank seiner über die Jahrzehnte aufgebauten Material- und Prozesskompetenz hat sich das Unternehmen in den adressierten Nischen eine **marktführende Stellung** erarbeitet, die in langjährigen Geschäftsbeziehungen mit einer breit diversifizierten Kundenbasis resultiert (Top 10 < 20% Umsatzanteil). Digitalisierte Produktionsprozesse und branchenübergreifendes Know-how ermöglichen es Masterflex, den speziellen Anforderungen seiner Kunden gerecht zu werden sowie bei der Produktneuentwicklung eine geringe Time-to-Market zu erzielen. Dadurch verfügt das Unternehmen u.E. über wesentliche **Vorteile gegenüber** den meist kleineren und nur regional aufgestellten **Wettbewerbern**.

Nachdem Masterflex im vergangenen Jahr aufgrund der makroökonomisch schwierigen Rahmenbedingungen erstmals seit zehn Jahren einen Umsatzrückgang (-10,1% yoy) verzeichnete, sollte bereits im aktuellen Geschäftsjahr 2021 die **Rückkehr auf den Wachstumspfad** gelingen. Das ausgegebene Jahresziel von 2,0 bis 5,0% Umsatzwachstum erachten wir dabei als eher konservativ (MONE: +5,9%). Mittelfristig sehen wir insbesondere die **Erweiterung der Produktpalette** in den USA, ein **stärkeres Engagement in Asien** sowie ein **zunehmendes Exposure in wachstumsstarken Branchen** wie der Medizintechnik als Wachstumstreiber, sodass wir bis 2023 einen Umsatz von 88,0 Mio. Euro erwarten (CAGR 2020-2023e: +7,0%). Zusätzlich sollte das in 2019 implementierte **Optimierungsprogramm** in den kommenden Jahren in einer **massiven Margenausweitung** resultieren, die mit Rückkehr des Top-Line-Wachstums einhergeht. Besonders der im Vergleich zur Vergangenheit **signifikant geringere Personalbestand** (MONE: Ø 595 Mitarbeiter in 2021 vs. 637 H1 2020) dürfte bereits kurzfristig wesentliche positive Effekte auf die EBIT-Marge haben (MONE: 5,6% in 2021; +240 BP yoy).

Auf Basis unseres DCF-Modells weist die Aktie aktuell eine **deutliche Unterbewertung** auf, die sich auch im Peergroup-Vergleich (Ø EV/EBITDA 2022e: 9,8x) sowie gegenüber den historischen Bewertungsniveaus (Ø 5Y EV/EBITDA: 8,6x) widerspiegelt. In Anbetracht der attraktiven Wachstumsperspektiven, der prognostizierten Margenausweitung sowie einer sehr soliden Bilanzstruktur (EK-Quote: 53,6%) sehen wir daher erhebliches Upside-Potenzial für den Titel.

**Fazit:** Masterflex sollte nach einem schwierigen Jahr in 2021 auf den im vergangenen Jahrzehnt stetigen Wachstumspfad zurückkehren. Mit den steigenden Erlösen dürften auch die in 2019 angestoßenen Optimierungsmaßnahmen stärker zum Tragen kommen und eine deutliche Margenausweitung bewirken. Diese Perspektiven sind u.E. noch nicht ausreichend im Kurs reflektiert. Wir nehmen die Aktie daher mit einer **Kaufempfehlung** und einem **Kursziel von 9,00 Euro** in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	80,0	71,9	76,1	82,4	88,0
Veränderung yoy	3,5%	-10,1%	5,9%	8,3%	6,7%
EBITDA	9,1	7,3	9,1	12,3	14,1
EBIT	4,5	2,3	4,2	7,4	9,1
Jahresüberschuss	2,5	0,8	2,4	4,6	5,9
Rohrertragsmarge	68,1%	67,8%	67,5%	68,8%	69,1%
EBITDA-Marge	11,4%	10,2%	12,0%	15,0%	16,1%
EBIT-Marge	5,7%	3,2%	5,6%	9,0%	10,4%
Net Debt	23,9	18,2	19,1	17,5	14,7
Net Debt/EBITDA	2,6	2,5	2,1	1,4	1,0
ROCE	7,1%	3,7%	7,0%	12,0%	14,5%
EPS	0,26	0,08	0,25	0,48	0,60
FCF je Aktie	0,36	0,95	0,06	0,34	0,47
Dividende	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11
Dividendenrendite	1,1%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%
EV/Umsatz	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,0	11,2	9,0	6,7	5,8
EV/EBIT	18,1	35,2	19,4	11,1	9,0
KGV	24,9	81,0	25,9	13,5	10,8
KBV	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 6,48

## INHALTSVERZEICHNIS

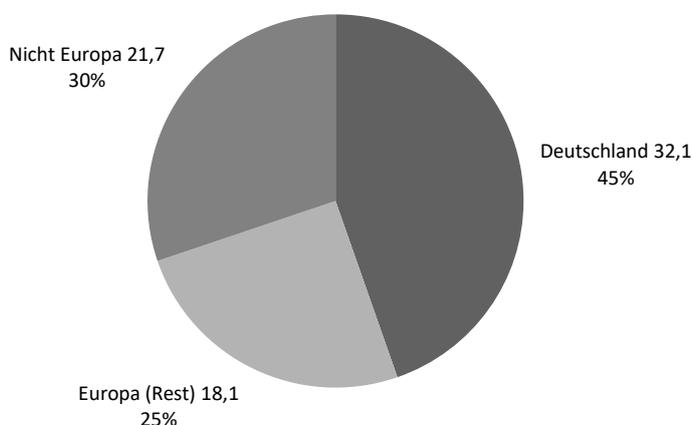
<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Marktführer in fragmentiertem Milliardenmarkt	3
Hohe Wettbewerbsqualität dank ausgeprägter Material- und Prozesskompetenz	5
Schnelle Rückkehr auf den Wachstumspfad antizipiert	7
Massive Margenausweitung dank Optimierungsmaßnahmen visibel	8
Der Fokus liegt auf den konjunkturellen Eckdaten	11
Umsatz- und Margenpotenzial in Bewertung nicht reflektiert	12
Fazit	13
<b>SWOT</b>	<b>14</b>
Stärken	14
Schwächen	14
Chancen	14
Risiken	15
<b>Bewertung</b>	<b>16</b>
DCF-Modell	16
DCF-Modell: „blue sky“-Szenario	18
Peergroup-Vergleich	20
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>22</b>
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	22
Organisationsstruktur	23
Märkte und Umsatz	23
Marken und Produkte	24
Management	26
Aktionärsstruktur	27
<b>Anhang</b>	<b>28</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>32</b>

### INVESTMENT CASE

Masterflex ist ein mittelständischer Spezialist für anspruchsvolle Schlauch- und Verbindungslösungen. Das Unternehmen deckt mit seinen 14 Tochtergesellschaften und Vertriebsstätten rund um den Globus von der Entwicklung über die Produktion bis hin zur Vermarktung der Verbindungs- und Schlauchsysteme die gesamte Wertschöpfungskette selbst ab. Der Fokus des Geschäftsmodells liegt auf Hightech-Anwendungen, die oftmals auf Kundenwunsch konzipiert und produziert werden, wodurch sich das Unternehmen vom umkämpften Massenmarkt abgrenzt und auf Nischenanwendungen mit niedrigeren Losgrößen spezialisiert. Mit seinen Produkten und Lösungen bedient die Masterflex-Gruppe Kunden aus einer Vielzahl an Industrien. Der Schwerpunkt liegt auf dem Maschinen- und Anlagenbau, aber auch Unternehmen aus den Bereichen Medizintechnik, Luft- und Raumfahrt, chemische Industrie oder Lebensmittel- und Pharmazietechnik gehören zum Kundenkreis des Konzerns.

Regional betrachtet wurde im letzten Geschäftsjahr mit rund 44,7% (32,1 Mio. Euro) der größte Umsatzanteil in Deutschland generiert. In den übrigen Länder Europas erzielte Masterflex zuletzt rund 18,1 Mio. Euro bzw. 25,1% der Gesamterlöse. Die verbleibenden 30,2% wurden außerhalb Europas verbucht, der größte Beitrag hiervon dürfte dabei von Kunden aus den USA (MONe: 17 Mio. Euro) und Asien (MONe: 3 Mio. Euro) stammen. Für die kommenden Jahre gehen wir durch die vom Unternehmen avisierte Internationalisierung davon aus, dass der Anteil der außerhalb Europas erzielten Erlöse sukzessive zunimmt.

**Umsätze nach Regionen**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

### Marktführer in fragmentiertem Milliardenmarkt

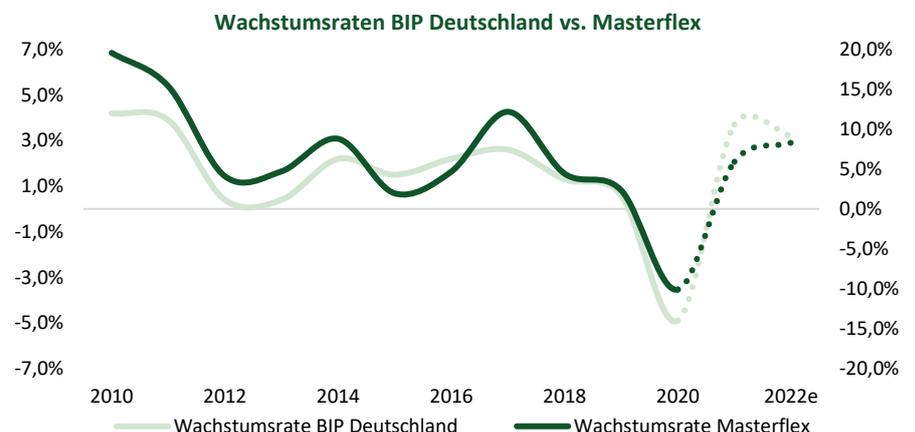
Mit seiner globalen Ausrichtung und dem breit gefächerten Produktportfolio ist für den Konzern die Entwicklung des weltweiten Markts für (industrielle) Schläuche von zentraler Bedeutung, dessen Gesamtvolumen der Vorstand auf rund 21,0 Mrd. Euro beziffert. Hierin positioniert sich das Unternehmen als Nischenanbieter im Hightech-Bereich. Im Vergleich zu Standardprodukten wie zum Beispiel einem gewöhnlichen Wasserschlauch, der in Großserie gefertigt wird und nur wenig Raum zur Differenzierung gegenüber Wettbewerbsprodukten zulässt, handelt es sich bei den Produkten von Masterflex meist um kundenspezifische Lösungen oder nur in Kleinserien produzierte Schläuche, die aufgrund der teilweise extremen Anforderungen eine weitreichende Material- und Prozesskompetenz voraussetzen. Konkrete Produktbeispiele hierfür sind schwerentflammable Abgasschläuche, Schläuche zur Beförderung hoch ätzender Chemikalien oder GMP-zertifizierte (Good Manufacturing Practices) Schläuche für die Pharmaindustrie. Diesen Spezialschlauchmarkt taxiert das Unternehmen auf rund 2 Mrd. Euro, was bei einem Umsatz von 71,9 Mio. Euro in 2020 einen globalen Marktanteil von

rund 3,6 % impliziert. In Deutschland schätzen wir den Marktanteil des Unternehmens aufgrund des hohen Umsatzanteiles (rund 45%) auf ca. 20 bis 25%. Der global vergleichsweise geringe Marktanteil von Masterflex spiegelt die allgemein sehr fragmentierte Marktstruktur wider, die sich anders als beim Massenmarkt aus größtenteils regional orientierten Mittelständlern zusammensetzt. In den nächsten Jahren erwarten wir eine Konsolidierung des Marktes, die von den wenigen global ausgerichteten Unternehmen wie etwa Masterflex vorangetrieben werden dürfte.



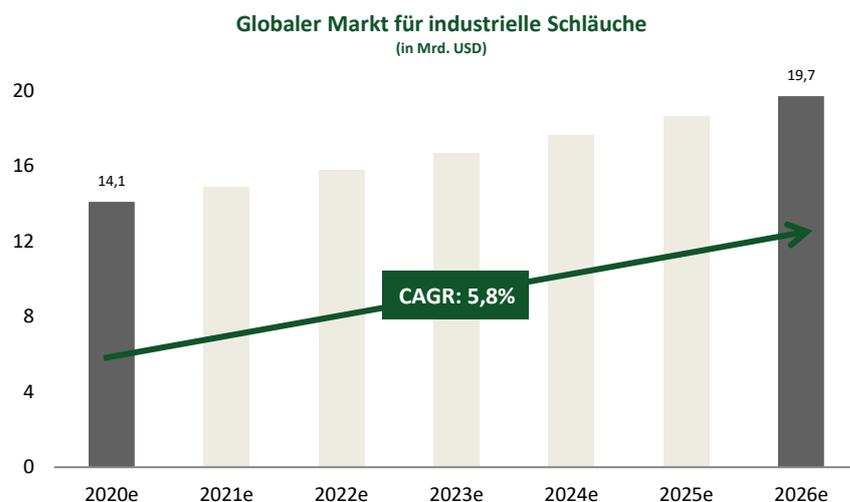
Quelle: Unternehmen

Die Wachstumsdynamik des Schlauchmarkts ist unserer Ansicht nach sehr stark von der konjunkturellen Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes geprägt, da Unternehmen hieraus den größten Endkundenanteil (MONE: ca. 65%) darstellen. Vorläufigen Angaben des statistischen Bundesamts zufolge lag die Produktion des verarbeitenden Gewerbes (exklusive Energie und Bau) in 2020 rund 10,8% unter der des Vorjahres und auch die Daten anderer Länder weisen einen Rückgang in vergleichbarer Größenordnung auf. Dementsprechend gehen wir davon aus, dass der Schlauchmarkt in 2020 eine ähnlich starke Kontraktion erlebt haben dürfte, was im Einklang mit den Umsatzeinbußen bei Masterflex (2020: -10,1% yoy) steht. Auch ein Vergleich der historischen Wachstumsraten von Masterflex mit jenen des Bruttoinlandsprodukts von Deutschland verdeutlicht, wie sehr sich die Erlösentwicklung des Schlauchherstellers mit der des allgemeinen Wirtschaftswachstums ähnelt. Wenngleich hervorzuheben ist, dass die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von Masterflex in den Jahren von 2010 bis 2019 mit rund 6,4% gut drei Mal so hoch wie die des deutschen BIPs im selben Zeitraum war. Nicht zuletzt deshalb stimmen uns die jüngsten Prognosen des ifo-Instituts für das Wirtschaftswachstum der Bundesrepublik in den kommenden zwei Jahren positiv hinsichtlich einer schnellen Erholung des Schlauchmarktes und der Umsatzentwicklung von Masterflex (BIP +3,7% in 2021 und +3,2% in 2022; Stand: 24.03.2021).



Quelle: Unternehmen, Montega, Statistisches Bundesamt, ifo-Institut

Gemäß dem Marktforschungsinstitut Expert Market Research (EMR) leitet die Erholung der Weltwirtschaft in 2021 und 2022 eine länger andauernde Wachstumsphase des Schlauchmarktes ein. Das Institut prognostiziert von 2020 bis 2026 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5,8%, was die attraktiven mittelfristigen Wachstumsaussichten für Masterflex unterstreicht. Wichtigster Treiber für das Wachstum ist laut EMR die zunehmende Urbanisierung und Industrialisierung in APAC, die in den kommenden Jahren zu einer überdurchschnittlich hohen Nachfrage in dieser Region (9,9% p.a.) führen sollte. Weitere Gründe für das dynamische Wachstum des Schlauchmarktes liegen laut dem Research-Institut in der steigenden Anzahl an Fahrzeugen weltweit und der Modernisierung von Landwirtschaftsprozessen. In beiden Bereichen ist Masterflex mit seinen Produkten u.E. aussichtsreich positioniert.



Quelle: Expert Market Research

**Hohe Wettbewerbsqualität dank ausgeprägter Material- und Prozesskompetenz**

Neben den vielversprechenden strukturellen Aussichten für den globalen Schlauchmarkt dürfte das Unternehmen insbesondere aufgrund von seiner starken Marktstellung zügig zurück in die Wachstumspur finden. Zu den größten Wettbewerbern von Masterflex zählen die ebenfalls aus Deutschland stammende Schauenburg Hose Technology Group und die NORRES Gruppe, Wettbewerber mit einer deckungsgleichen Produktpalette gibt es u.E. jedoch nicht. So konkurriert das Unternehmen bei den verschiedenen Schlaucharten mit unterschiedlichen Marktteilnehmern, von denen die wichtigsten in der nachfolgenden Tabelle dargestellt sind.

**Übersicht Wettbewerber**

Produktangebot Masterflex	Wettbewerber
Spiralschläuche	Schauenburg, Norres, Merlett
Fluorpolymerschläuche	Optinova, Saint Gobain
Extrudierte Schläuche	Modenplast, Medi-Line, Raumedic
Von Hand gewickelte Schläuche	Hutchinson, MST, Flexfab
Spritzgussformteile	Borla, Promepla
Anschlusstechnik	Hi-Tech Duravent, Flexaust, Kanaflex

Quelle: Unternehmen

Mit Ausnahme der für die Medizintechnik besonders relevanten Fluorpolymerschläuche, bei denen Masterflex gegenüber Konzernen wie Saint Gobain (Marktkap. 26,9 Mrd. Euro) die Rolle eines Herausforderers einnimmt, ist das Unternehmen mit seinen Produkten meist Branchenprimus. Die starke Marktposition resultiert unserer Meinung nach hauptsächlich aus den folgenden vier Aspekten:

- Masterflex steht während der Entwicklung mit seinen Kunden durchgehend in intensivem Kontakt, um die produzierten Schlauch- und Anschlussysteme optimal auf das Endprodukt der Kunden abzustimmen. Daraus resultieren **enge Kundenbeziehungen, die über Jahrzehnte hinweg Bestand haben**. Zudem verfügt das Unternehmen durch den ständigen Austausch und die fortlaufende Weiterentwicklung der Produkte über wertvolle Erfahrungen hinsichtlich der kundenspezifischen Materialanforderungen, die bei einem Wechsel zu einem Wettbewerber oftmals nur mit Entwicklungsaufwendungen erschlossen werden können.
- Auch die Unternehmensgröße stellt u.E. einen gewissen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern dar. Viele der Wettbewerber sind kleiner als Masterflex und nur regional aufgestellt, was oftmals dazu führt, dass diese auf die Nachfrage einiger weniger Kunden angewiesen sind. Ein Resultat dessen ist eine relativ geringe Preissetzungsmacht gegenüber den Kunden. Im Gegensatz dazu ist die **Kundenstruktur von Masterflex deutlich diversifizierter**, die zehn größten Kunden machen weniger als 20% des Umsatzes aus. Dadurch ist das Unternehmen in der Lage, angemessene Preise für seine Produkte durchzusetzen. Zusätzlich gestärkt wird die Preisstabilität durch den in der Regel geringen Kostenanteil der Schläuche an den Endprodukten. Da es sich dennoch um (sicherheits-)kritische Bestandteile zur Erfüllung des Einsatzzwecks handelt, stehen Qualitätsaspekte bei den Kunden von Masterflex oftmals im Vordergrund und der Preis ist nur von untergeordneter Bedeutung.
- Die **Vorreiterrolle bei der Digitalisierung** sowohl der Produkte als auch der Produktionsanlagen ist u.E. ein weiteres Differenzierungsmerkmal gegenüber anderen Herstellern. Bereits 2017 investierte das Unternehmen in die erste vernetzte Produktionsanlage zur Herstellung von Hightech-Schläuchen aus Polyurethan (Spiralschläuche). Dank automatischer Datenerfassung und firmenweiter Vernetzung der Maschinen kann das Unternehmen so die Produktion permanent und lückenlos überwachen und zu jeder Zeit hohe Qualitätsstandards sicherstellen. Zusätzlich hat Masterflex als erster Schlauchhersteller überhaupt einen smarten Schlauch auf den Markt gebracht. Die Schlauchsysteme, die unter dem Namen AMPIUS® angeboten werden, ermöglichen dank integrierter Sensorik das Live-Tracking von Betriebsdaten. Damit können Kunden per App in Echtzeit den Verschleißgrad des Schlauches überwachen und somit potenziellen Betriebsstörungen durch zu stark verschlissene Schläuche vorbeugen.
- Anders als andere Hersteller, die größtenteils nur auf eine Nische spezialisiert sind, kann Masterflex zudem auf **Erfahrungswerte aus einer Vielzahl von Produkten und Branchen** zurückgreifen. Durch das sogenannte Engineering Service Team, ein zentrales Entwicklungs- und Projektmanagementteam in dem das gesamte Wissen der Masterflex Group gebündelt wird, stehen dem Unternehmen über Jahrzehnte gesammelte Erfahrungswerte aus diversen Branchen zur Verfügung. Die daraus resultierenden Synergien zwischen verschiedenen Anwendungsbereichen beschleunigen den Produktentwicklungsprozess wesentlich, sodass den Kunden eine schnellere Time-to-Market gewährleistet werden kann.

Das Unternehmen verfügt damit in den adressierten Nischenmärkten u.E. über eine exzellente Wettbewerbsposition, die es Masterflex ermöglichen sollte, seine führende Marktposition in den kommenden Jahren weiter auszubauen.

### Schnelle Rückkehr auf den Wachstumspfad antizipiert

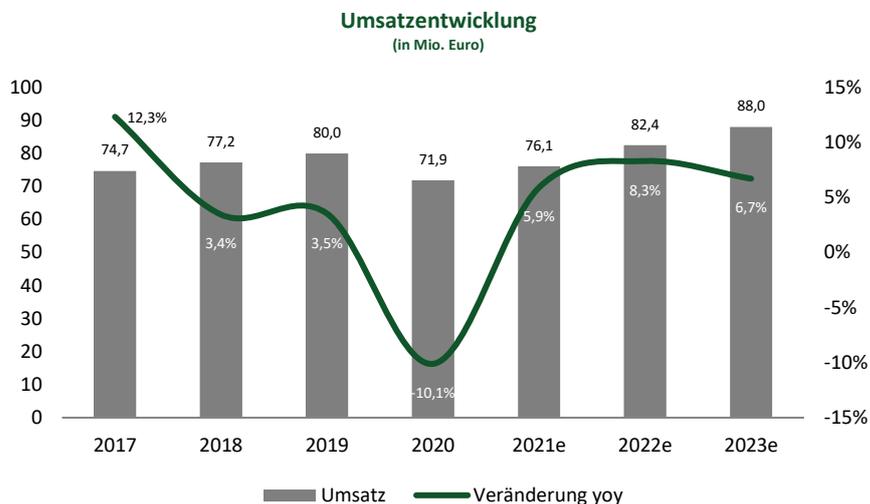
Wie bei vielen anderen Industrieunternehmen hat auch bei Masterflex die Corona-Pandemie in 2020 merkliche Spuren hinterlassen. Der Konzern Erlös lag mit 71,9 Mio. Euro 10,1% unter den im Vorjahr erzielten 80,0 Mio. Euro, wodurch das Unternehmen erstmals seit zehn Jahren keinen Zuwachs beim Erlös verzeichnen konnte. Besonders negativ bemerkbar machten sich die von der Pandemie stark betroffenen Endkundensegmente Luftfahrt, Automotive und Maschinenbau. Aufgrund der weiterhin getrübbten Aussichten im Bereich der Luftfahrttechnik wurde in Q3/20 deshalb sogar der auf diesen Bereich spezialisierte Produktionsstandort in Tschechien vollständig geschlossen und die Produktion nach Gelsenkirchen verlagert. Im Gegensatz dazu half eine relativ stabile Nachfrage der Kunden aus den Branchen Medizintechnik sowie der Lebensmittel- und Pharmaindustrie dabei, den Erlösrückgang insgesamt zu begrenzen. Durch die heterogene Entwicklung der verschiedenen Industrien erhöhte sich der Anteil der Erlöse im Bereich Medizintechnik von 17% im Vorjahr auf mittlerweile 20% der Gesamtumsätze.

Für 2021 rechnen wir dank der starken Wettbewerbsposition von Masterflex und der einsetzenden Erholung der adressierten Endmärkte mit einer schnellen Rückkehr auf den im vergangenen Jahrzehnt eingeschlagenen Wachstumspfad (76,1 Mio. Euro; +5,9% yoy) und positionieren uns damit oberhalb der u.E. konservativen Guidance (2,0-5,0% yoy). Für den Jahresverlauf gehen wir davon aus, dass das erste Quartal aufgrund der im letzten Jahr nur zu einem geringen Teil durch die Pandemie belasteten Vergleichsbasis noch eine rückläufige Erlösentwicklung aufweist, ab dem zweiten Quartal antizipieren wir dann Erlöse signifikant über jenen des Vorjahres. Mittelfristig planen wir mit einer CAGR von 6,8%, sodass der Umsatz bis 2024 auf 93,7 Mio. Euro ansteigen sollte. Damit gehen wir zwar von etwas höheren Wachstumsraten als in der Vergangenheit aus (CAGR 2010-2019: 5,1%), positionieren uns mit unseren Schätzungen aber dennoch deutlich konservativer als das Unternehmen selbst, das bis 2024 organisch einen Umsatz von 100 Mio. Euro anvisiert. Treiber für die im Vergleich zur Vergangenheit höher gewählten Wachstumsraten sind u.E. insbesondere die folgenden beiden Faktoren:

- **Expansion außerhalb Europas:** Der erste wichtige Wachstumstreiber für die kommenden Jahre dürfte die Ausweitung der außereuropäischen Geschäftsbeziehungen sein. Bisher erzielte der Konzern nur rund 30% der Umsätze außerhalb Europas, doch dieser Anteil dürfte in Zukunft sukzessive ausgebaut werden. Bereits in der Vergangenheit hat das Unternehmen hierfür den Grundstein gelegt und Standorte in Asien und den USA aufgebaut. Während in den USA derzeit nur eine Produktkategorie vertrieben wird, sollte in den kommenden Jahren auch der Vertrieb weiterer Schlauchtypen folgen, sodass die Erlöse aus der Erweiterung des Produktangebots in den USA überproportional zum Marktwachstum zulegen sollten. In Asien dürften insbesondere das Bevölkerungswachstum und eine voranschreitende Industrialisierung in einer weiterhin hohen Nachfrage nach Schläuchen resultieren. Mit zunehmendem Gewicht dieser Region, sollte diese Entwicklung einen deutlich spürbareren Effekt auf das Gesamtwachstum der Masterflex-Gruppe haben. Insgesamt schätzen wir den Anteil der Umsätze außerhalb Europas bis 2023 auf rund 35,1%, was eine CAGR von 12,5% für die Erlöse in diesen Regionen impliziert.
- **Fokus auf wachstumsstarke Segmente:** Der zweite wichtige Faktor für die von uns höher gewählten Wachstumsraten ist das zunehmende Exposure zu wachstumsstarken Branchen außerhalb der klassischen Industrie. Insbesondere der Umsatzanteil mit Unternehmen aus der Medizintechnik sollte in den nächsten Jahren weiter zunehmen und das Wachstum der Gesamterlöse dadurch beschleunigt werden. Das Analysehaus Grand View Research schätzt, dass der Markt für medizinische Schläuche bis 2025 um durchschnittlich 9,2% pro Jahr wächst, womit die Wachstumsrate rund 340 BP über der des industriellen Schlauchmarktes (5,8% p.a. 2020-2026e) liegt. Um an diesem Marktwachstum zu partizipieren, plant Masterflex derzeit den Bau eines zusätzlichen Reinraums, wodurch auch die Produktionskapazitäten für weiteres Wachstum gesichert sein dürften. Zusätzlich zum Effekt auf den Erlös sollte der zunehmende Umsatzanteil außerhalb des verarbeitenden Gewerbes dafür sorgen, dass das Unternehmen in Zukunft stabiler gegenüber Konjunkturschwankungen ist, wie es die robuste

Entwicklung des Medizintechnikbereichs (MONE: +5,7% yoy) im abgelaufenen Geschäftsjahr nahelegt.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir bis 2023 ein Wachstum der Konzern Erlöse auf rund 88 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen, Montega

**Buy & Build als zusätzlicher Treiber:** Auch wenn wir in unseren Prognosen anorganisches Wachstum nicht einplanen, war dies in der Vergangenheit ein Bestandteil der Unternehmensstrategie und wird auch in der Zukunft einen Beitrag zum Wachstum liefern. Gemäß dem Unternehmen sollen aus dem bis 2030 avisierten Erlös von ca. 200 Mio. Euro rund 50 bis 60 Mio. Euro aus Zukäufen stammen. Die Transaktionen der Vergangenheit verdeutlichen u.E., dass das Management bei Zukäufen über ein gutes Gespür verfügt. So wurde das Produktportfolio von Masterflex zuletzt 2017 durch die Akquisition der APT Advanced Polymer Tubing GmbH um Glattschläuche für die Lebensmittel-, Roboter- und Medizintechnikindustrie ergänzt, wodurch sich die Reichweite des Unternehmens zu Kunden aus vergleichsweise stark wachsenden Endmärkten spürbar erhöht hat. Deshalb sind u.E. durch Zukäufe auch Wachstumsraten deutlich oberhalb der von uns antizipierten Werte denkbar.

### Massive Margenausweitung dank Optimierungsmaßnahmen visibel

Seit einigen Jahren hat Masterflex mit rückläufigen EBIT-Margen zu kämpfen. So schrumpfte die Marge von 9,2% in 2016 in den vergangenen Jahren auf zuletzt 3,2%. Verantwortlich für diese Entwicklung sind unter anderem die Personalaufwendungen, die trotz steigender Umsätze in der Vergangenheit nicht von Skaleneffekten profitierten, sodass die Personalaufwandsquote sogar gestiegen ist (2016: 39,9% vs. 40,9% in 2019 bzw. 40,6% in 2020). Das Unternehmen hat nicht zuletzt deshalb im September 2019 das Optimierungsprogramm „Back to Double Digit“ (B2DD) initiiert, welches darauf abzielt, bis 2022 wieder eine zweistellige operative EBIT-Marge (bereinigt um Sondereffekte) zu erreichen. Die wichtigsten Punkte aus dem Optimierungsprogramm, das insgesamt jährlich rund 2,5 Mio. Euro an Kosten einsparen soll, sind folgende:

- **Personalabbau** bzw. Erhöhung der Personalproduktivität (ca. 1,4 Mio. Euro)
- **Optimierungen beim Materialeinkauf und -einsatz** (0,5 Mio. Euro)
- **Effizienzsteigerung** bei der Ressourcennutzung im R&D-Bereich (0,6 Mio. Euro)

Bereits in 2020 waren erste positive Effekte aus dem Optimierungsprogramm ersichtlich. Trotz der signifikant sinkenden Umsätze und einer relativ hohen Fixkostenbasis blieb das Unternehmen profitabel (EBIT: 2,3 Mio. Euro; Jahresüberschuss: 0,8 Mio. Euro). Einen

wichtigen Beitrag hierzu lieferten insbesondere gesunkene Materialkosten, die auf einem veränderten Produktmix und einer erhöhten Effizienz bei der Materialverarbeitung basierten. So konnte in 2020 die Materialaufwandsquote um 110 BP auf 31,4% (Vorjahr: 32,5%) reduziert werden. Zusätzlich verringerte sich der Personalaufwand dank dem Gebrauch von Kurzarbeit im Vergleich zum Vorjahr um 3,5 Mio. Euro, wodurch die Personalaufwandsquote um 30 BP (40,6%) sank. Negativ wirkten sich hingegen Sonderaufwendungen (ca. 0,8 Mio. Euro) aus der Schließung des Produktionsstandorts in Tschechien und den Umstrukturierungsmaßnahmen in der Firmenzentrale in Gelsenkirchen aus. Trotz des Wegfalls von Messen und Reiseaufwendungen stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen deshalb relativ zum Umsatz von 17,2% auf 18,3%.

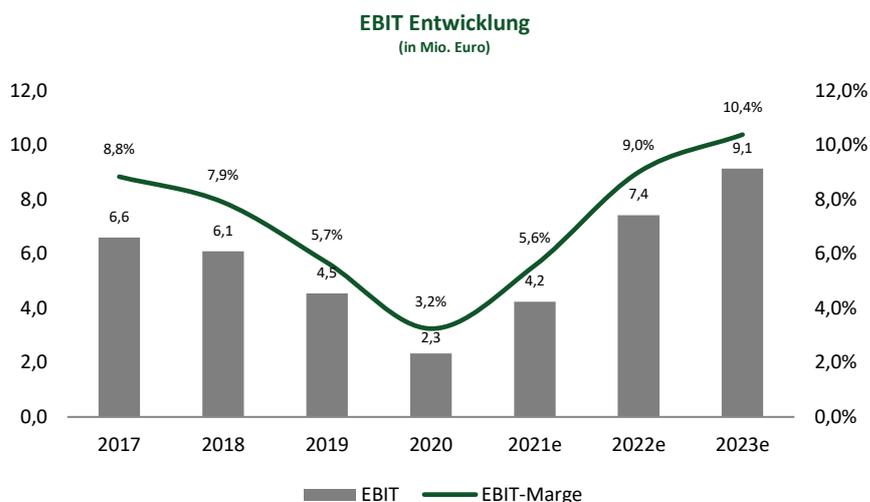
Da wir für 2021 mit keinen weiteren Sonderaufwendungen dieser Art rechnen und sich die Effekte aus den Optimierungsmaßnahmen bei Erholung der Erlöse offensichtlicher zeigen sollten, blicken wir äußerst zuversichtlich auf die Marge für das laufende Geschäftsjahr. Wir schätzen demzufolge einen signifikanten Margenzuwachs von 240 BP auf eine EBIT-Marge von 5,6% (EBIT: 4,2 Mio. Euro). Der größte Effekt sollte dabei auf einer wesentlich geringeren Personalaufwandsquote fußen (MONE: 39,2% in 2021; -140 BP).

Mittelfristig erachten wir das vom Unternehmen avisierte EBIT-Margen-Ziel von mindestens 10% zwar als realisierbar, im Vergleich zu Masterflex halten wir das Erreichen dieses Ziels allerdings erst in 2023 (vs. Masterflex: 2022) für möglich. Grund hierfür ist u.a., dass dieses Ziel vor der Corona-Pandemie kommuniziert wurde und sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen nachfolgend merklich eingetrübt haben. Dennoch sind wir von einer massiven Margenausweitung in den kommenden Jahren überzeugt. Folgende Aspekte sind hierfür u.E. besonders entscheidend:

- **Deutliche Reduzierung der Personalaufwandsquote:** Während in 2020 die Personalaufwandsquote noch bei 40,6% lag, schätzen wir diese in 2023 auf nur noch 37,2%. Wesentlicher Grund für die Reduktion ist u.E. eine signifikante Steigerung der Personalproduktivität, die aus der Digitalisierung der Produktionsanlagen (z.B. Einsatz von Barcodescannern) und optimierten Produktionsprozessen (Lean Manufacturing) resultieren sollte. Dank der Optimierungs- und Digitalisierungsmaßnahmen dürfte u.E. eine Erlössteigerung in Zukunft mit wesentlich weniger Personal zu bewerkstelligen sein. Demnach prognostizieren wir den Umsatz pro Mitarbeiter in 2023 rund 16,4% über dem Wert aus dem Jahr 2019 (ca. 118 Tsd. Euro). Zusätzlich tragen die Schließung des Produktionswerks in Tschechien und der Mitarbeiterabbau in Gelsenkirchen dazu bei, dass der Personalbestand insgesamt wesentlich geringer ist als noch Mitte 2020 (MONE: Ø 595 Mitarbeiter in 2021 vs. 637 H1 2020).
- **Optimierte Einkaufsbedingungen, weniger Ausschuss und ein besserer Produktmix:** Bereits in den letzten Quartalen war zu erkennen, dass die Umstellung auf eine auf Konzernebene koordinierte Beschaffung der Rohmaterialien zu deutlichen Einsparungen bei den Materialkosten geführt hat. Mit steigenden Umsätzen dürften sich die Konditionen beim Materialeinkauf u.E. nochmals leicht verbessern. Zudem antizipieren wir weitere Prozessoptimierungen bei der Materialverwertung, die in Zukunft zu einem geringeren Materialausschuss (MONE: aktuell ca. 1 Mio. Euro pro Jahr vs. 0,5 Mio. Euro in 2023) führen sollten. Darüber hinaus dürfte auch der zunehmende Umsatzanteil in der margenstarken Medizintechnik (MONE: EBIT-Marge ca. 15%) zu einer geringeren Materialaufwandsquote führen. Insgesamt sollte aus diesen drei Effekten eine verbesserte Materialaufwandsquote von 30,9% bis 2023 (2020: 31,4%) resultieren, wenngleich wir für 2021 noch einen Anstieg auf 32,5% prognostizieren. Grund hierfür sind die zuletzt stark gestiegenen Rohstoffpreise (Plastixx Price Index +39,4% 12/2020-03/2021 Quelle: Plastics Information Europe), die zu etwas höheren Materialkosten führen sollten. Da Masterflex Rohstoffpreisänderungen teilweise an Kunden weitergeben kann bzw. bei neuen Projekten aktuelle Kurse für die Verhandlungen entscheidend sind, dürfte die Preisverwerfungen jedoch nur kurzfristiger Natur sein.
- **Normalisierung der Abschreibungen:** Im abgelaufenen Geschäftsjahr sind die Abschreibungen um 8,7% gestiegen (von 4,6 Mio. Euro in 2019 auf 5,0 Mio. Euro

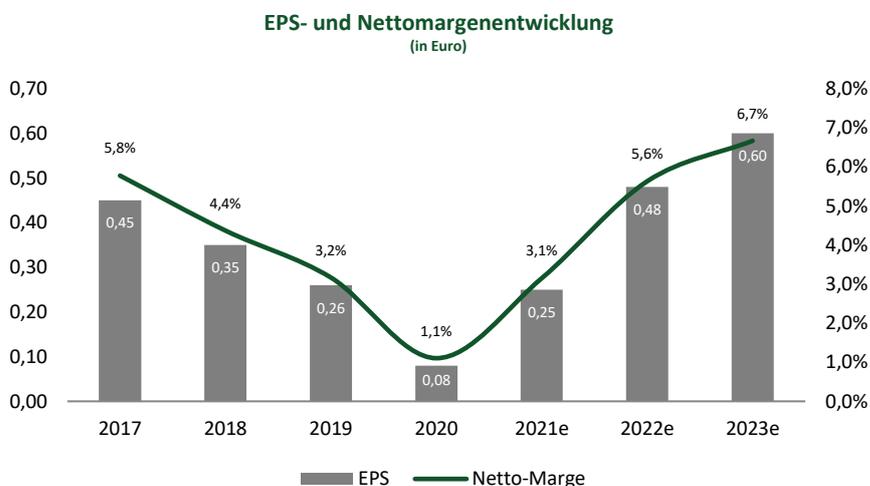
in 2020). Verantwortlich für den Anstieg waren u.a. vorsichtsbedingte Abschreibungen auf Gebäude und Grundstücke i.H.v. 0,3 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Einstellung der Produktion in Tschechien. Gepaart mit rückläufigen Umsätzen hat sich dadurch die Abschreibungsquote von 5,7% in 2019 auf 6,9% signifikant erhöht. Mit Rückkehr des Top-Line-Wachstums sollten sich die Abschreibungen in den kommenden Jahren jedoch wieder relativieren, sodass wir in 2023 mit einer Quote von 5,7% rechnen. Damit liegt diese dann wieder auf dem Niveau von 2019. Hieraus resultiert ein zusätzlicher positiver EBIT-Margen Effekt von 120 BP gegenüber 2020.

Insgesamt erwarten wir aus diesen Gründen bis 2023 ein EBIT von 9,1 Mio. Euro, was in Kombination mit unserer Umsatzprognose eine Marge von dann 10,4% impliziert.



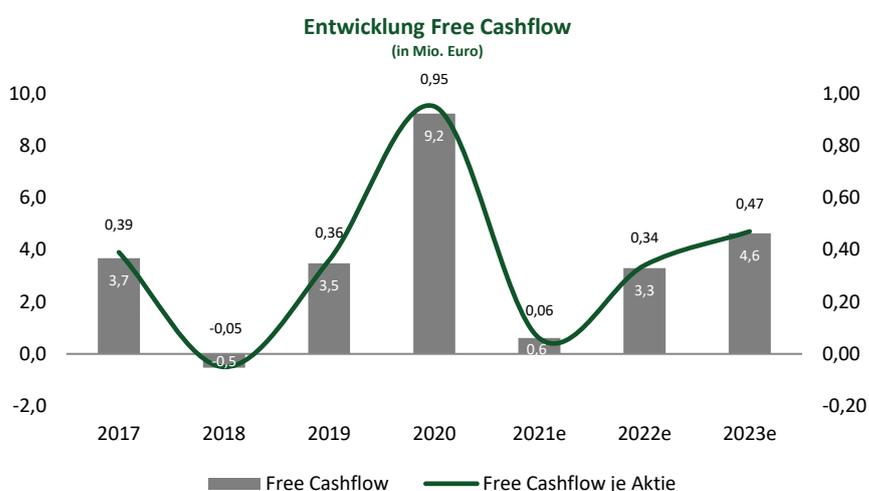
Quelle: Unternehmen, Montega

Bei der Entwicklung des Nettoergebnisses rechnen wir nach 0,08 Euro je Aktie in 2020 (-69,2% yoy) mit einer deutlichen Erholung in 2021 (0,25 Euro; +212,5% yoy), die zum Großteil auf der antizipierten massiven Steigerung des EBITs beruht, aber auch eine sinkende Verschuldung und damit einhergehend niedrigere Zinszahlungen sowie eine sich normalisierende Steuerquote (MONe: 30,0% vs. 43,8% in 2020) dürften u.E. zu dieser Erhöhung beitragen. In den darauffolgenden Jahren sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, sodass wir für 2023 ein EPS von 0,60 Euro prognostizieren.



Quelle: Unternehmen, Montega

Ein etwas anderes Bild zeigt sich für den Free Cashflow. Nachdem gestiegene Vorräte den operativen Cashflow in 2019 noch mit 2,0 Mio. Euro belasteten, reduzierten sich die Vorräte in 2020 deutlich (auf 15,5 Mio. Euro, -16,7% yoy), wodurch der operative Cashflow trotz Corona-Pandemie auf 11,5 Mio. Euro gestiegen ist. Zusammen mit wesentlich geringeren CAPEX (-2,3 Mio. Euro in 2020 vs. -3,2 Mio. Euro in 2019) konnte der Free Cashflow mit 0,95 Euro je Aktie im vergangenen Jahr dadurch nahezu verdreifacht werden. Da wir davon ausgehen, dass sich dieser positive Working Capital-Effekt in 2021 umkehren sollte (MONE: -1,7 Mio. Euro) und die Investitionen aufgrund des Baus eines neuen Reinraums wieder spürbar ansteigen dürften (MONE: 5,0 Mio. Euro; 6,6% CAPEX/Umsatz), erwarten wir in 2021 einen deutlichen Rückgang auf 0,06 Euro je Aktie. Getrieben durch die operative Performance und dazu vergleichsweise unterproportional ansteigende Investitionsausgaben prognostizieren wir in den Jahren darauf eine stufenweise Steigerung auf 0,47 Euro Free Cashflow je Aktie in 2023.



Quelle: Unternehmen, Montega

Die Bilanz von Masterflex erachten wir insgesamt als sehr solide. Mit einer Eigenkapitalquote von 53,6% und liquiden Mitteln i.H.v. 9,2 Mio. Euro sehen wir das Unternehmen für eine Rückkehr auf den Wachstumspfad bestens gerüstet. Trotz des schwierigen Marktumfelds konnte die Nettoverschuldung im letzten Jahr von 23,9 Mio. Euro auf 18,2 Mio. Euro sogar weiter reduziert werden. Dadurch hat sich die Net Debt/EBITDA Ratio von 2,6 in 2019 auf 2,5 nochmals verringert. Aufgrund der von uns antizipierten Erholung der Margen und den Aussagen des Managements, in naher Zukunft keine weiteren Schulden aufnehmen zu wollen, gehen wir davon aus, dass diese Ratio künftig weiter sinken dürfte.

### Der Fokus liegt auf den konjunkturellen Eckdaten

Die Masterflex-Aktie konnte seit 2016 zunächst einen stufenweisen Aufwärtstrend verzeichnen, der im Februar 2018 mit dem 5-Jahreshoch bei 9,56 Euro endete. In diesem Zeitraum legte der Aktienkurs um rund 65% zu. Anschließend fiel der Kurs, getrieben durch rückläufige Margen, damit verbundene Anpassungen der Guidance und letztlich auch aufgrund der Auswirkungen der Corona-Pandemie bis März 2020 auf ein Tief bei 3,32 Euro. Zuletzt war jedoch wieder eine deutliche Kursbelebung zu beobachten. Der Aktienkurs konnte sich in den vergangenen 12 Monaten auf 6,48 nahezu verdoppeln. Getrieben wurde die Aktie u.E. vor allem durch die trotz Pandemie solide operative Entwicklung sowie die Bestätigung des Margenziels für 2022 (operative EBIT-Marge > 10%).

Auch wenn wir einen Umsatzrückgang für das erste Quartal 2021 erwarten, dürfte eine Aufhellung der konjunkturellen Rahmenbedingungen die Aktienkursentwicklung in den nächsten Wochen weiter vorantreiben, bis die Zahlen für das zweite Quartal die Erholung auch fundamental belegen sollten. Für die kommenden Monate sind daher neben

Unternehmensmeldungen insbesondere der Newsflow zur Entwicklung der Corona-Pandemie sowie Wirtschaftseckdaten für das verarbeitende Gewerbe entscheidend. So werden am 09.04.2021 die Zahlen für die Industrieproduktion in Deutschland von Destatis publiziert und am 13.04.2021 veröffentlicht das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung seine Konjunkturprognose. Darüber hinaus gibt das ifo-Institut am 16.06.2021 eine aktualisierte Konjunkturprognose für 2021 und 2022 bekannt.

Zusätzlich dürfte die Lockerung von Covid-19-Maßnahmen dazu führen, dass der Markt wieder verstärkt auf unterbewertete zyklische Werte blickt, wovon auch der Aktienkurs von Masterflex spürbar profitieren sollte. Wir sehen daher zum jetzigen Zeitpunkt eine gute Gelegenheit für ein Investment in die Aktie.



Quelle: Capital IQ

### Umsatz- und Margenpotenzial in Bewertung nicht reflektiert

Zur Bewertung der Masterflex-Aktie haben wir uns eines DCF-Modells bedient und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse sowie der historischen Bewertungsniveaus plausibilisiert. Alle drei Ansätze zeigen aktuell eine signifikante Unterbewertung der Aktie auf.

- **DCF:** In den nächsten Jahren sollte es Masterflex gelingen, im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Erholung und durch die fortschreitende Internationalisierung wieder profitabel zu wachsen und auf ein zweistelliges Margenniveau zurückzukehren. Wir haben in unserem DCF-Modell unter der Annahme eines WACC von 7,0% einen fairen Wert der Aktie von 9,00 Euro ermittelt. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein Upside von 39%. Auf Basis eines von uns durchgeführten „blue-sky“-Szenarios läge der faire Wert der Aktie sogar bei 12,80 Euro.
- **Peergroup:** Unsere Peergroup-Analyse untermauert das Ergebnis der DCF-Bewertung. Derzeit handelt die Masterflex SE mit einem EV/EBITDA 2022e von 6,7x bzw. einem EV/EBIT 2022e von 11,1x signifikant unterhalb der durchschnittlichen Ergebnismultiples der Peergroup (EV/EBITDA 2022e 9,8x bzw. EV/EBIT 2022e 12,8x).

- **Historische Bewertung:** Auch ein Blick auf die historischen Bewertungskennzahlen offenbart eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Auf dem aktuellen Kursniveau beträgt die Diskrepanz des EV/EBITDA 2022e zum durchschnittlichen vorwärts gerichteten EBITDA-Multiple der letzten fünf Jahre (8,6x) rund 28,4%. Für das EV/EBIT 2022e Multiple (10,6x) errechnet sich derzeit ein Abschlag von etwa 50,4% (5-Jahresdurchschnitt 16,7x; Quelle: Capital IQ)

#### **Fazit**

Wir sehen in Masterflex einen Spezialisten für Hightech-Schläuche, der in den kommenden Jahren aufgrund seiner starken Wettbewerbsposition sowie dem zunehmenden Fokus auf wachstumsstarke Endkundenmärkte und Regionen überproportional von einer allgemeinen Konjunkturerholung profitieren sollte. Die eingeleiteten Optimierungsmaßnahmen dürften u.E. zudem dazu führen, dass eine Rückkehr auf ein zweistelliges Margenniveau in den nächsten drei Jahren realisierbar ist. Die aktuelle Bewertung reflektiert diese Aussichten u.E. jedoch nicht ausreichend, weshalb wir die Aktie mit einem Kursziel von 9,00 Euro und einem daraus resultierenden Upside zum letzten Schlusskurs von 39% zum Kauf empfehlen.

## SWOT

Die Stärken von Masterflex liegen u.E. vor allem in der ausgezeichneten Marktposition, der hohen Material-, Prozess- und Anwendungskompetenz sowie einer breit diversifizierten Kundenbasis. Zudem bietet die voranschreitende Expansion in den USA und Asien die Chance für überdurchschnittliches Wachstum in diesen Regionen. Auf der anderen Seite sehen wir Schwächen und Risiken vor allem in der komplexen Konzernstruktur und den bisher noch unzureichend ausgeschöpften Synergien zwischen den Tochtergesellschaften.

### Stärken

- Starke Wettbewerbsposition als Innovations- und Technologieführer mit hohem Qualitätsanspruch
- Abgrenzung vom wettbewerbsintensiven Massenmarkt durch Konzentration auf Nischenanwendungen mit hohem Beratungs- und Individualisierungsbedarf
- Diversifizierte Kundenbasis mit extrem beständigen Geschäftsbeziehungen (größten 10 Kunden machen weniger als 20% des Umsatzes aus)
- Geringe Abhängigkeit von einzelnen Industrien durch breit gefächertes Branchenexposure und Produktportfolio
- Solide Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von deutlich über 50% und liquiden Mitteln i.H.v. 9,2 Mio. Euro
- Erfahrenes Managementteam mit äußerst tiefem Industrieverständnis und Erfahrungswerten in der Restrukturierung von Unternehmen
- Lokale Präsenz in wichtigen Wachstumsregionen wie zum Beispiel China und USA

### Schwächen

- Steigende Umsätze konnten in der jüngsten Vergangenheit nicht in eine nachhaltige Margensteigerung konvertiert werden
- Aktuell immer noch sehr hoher Umsatzanteil im wachstumsärmeren Heimatmarkt
- Unausgeschöpfte Synergien durch komplexe Konzernstrukturen und interne Ineffizienzen bei der Produktion (z.B. jede Produktgruppe hat eigenen Produktionsstandort)
- Limitation des Prozessautomatisierungsgrades durch die teilweise stark individualisierten Lösungen und kundenspezifische Anpassungen

### Chancen

- Weitere Internationalisierung und Ausweitung der bestehenden internationalen Geschäftsbeziehungen, insbesondere in den Wachstumsregionen USA und China bietet erhebliches Umsatzpotenzial
- Ausschöpfen der Synergiepotenziale und Reduktion der Komplexität innerhalb des Konzerns
- Erfolgreiche Umsetzung des Restrukturierungsprogramms und damit einhergehend nachhaltig höhere Margen
- Fragmentierter Markt bietet Möglichkeit für weiteres anorganisches Wachstum im Sinne der Buy & Build-Strategie des Unternehmens

**Risiken**

- Zyklisches Marktumfeld und geringe Visibilität hinsichtlich der langfristigen Auswirkungen von COVID-19 auf das verarbeitende Gewerbe
- Steigende Rohstoffpreise und Probleme bei der Rohstoffbeschaffung durch eine (von der Pandemie ausgelöste) Knappheit an den globalen Rohstoffmärkten
- Steigende Markttransparenz erhöht Preisdruck bei Produkten mit geringerem Innovationsgrad
- Potenzielle Integrationsschwierigkeiten bei in der Zukunft akquirierten Unternehmen

## BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung der Masterflex-Gruppe anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse sowie historische Bewertungskennzahlen herangezogen. Zusätzlich haben wir in einem zweiten DCF-Modell ein sogenanntes „blue-sky“-Szenario modelliert, um aufzuzeigen, welches Potenzial die Aktie u.E. hat, wenn das Unternehmen auch seine selbstgesteckten Mittelfristziele erreicht.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die vergleichsweise sicheren mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die aus der starken Wettbewerbsposition und den langjährigen Kundenbeziehungen resultieren. In den kommenden Jahren sollte Masterflex von den sich aufhellenden Marktbedingungen, der fortschreitenden Internationalisierung sowie dem zunehmenden Exposure zu wachstumsstarken Endmärkten profitieren, weshalb wir mittelfristig Wachstumsraten im mittleren bis oberen einstelligen Prozentbereich antizipieren (MONE: CAGR 2020-2024: 6,8%). Die langfristig niedriger gewählten Wachstumsraten berücksichtigen die Wahrscheinlichkeit konjunktureller Abschwächungen. Statt schwankender Wachstumsraten auf Basis geschätzter Konjunkturzyklen wurde ein sukzessiver Rückgang der Wachstumsrate von jährlich rund 30 BP (in den Jahren 2025-2027) unterstellt.

Aufgrund der umfangreichen Restrukturierungsmaßnahmen, die im Zuge des „B2DD-Programms“ in 2019 initiiert wurden, wird von 2020 bis 2024 ein deutlicher Anstieg der EBIT-Margen angenommen (auf 10,9% in 2024). Ab 2025 werden wieder leicht rückläufige Margen prognostiziert, um einem möglicherweise aufkommenden Wettbewerbsdruck Rechnung zu tragen. Langfristig sollte eine durchschnittliche EBIT-Marge von 8,5% erreichbar sein, was dem Durchschnitt der Margen aus den letzten acht Jahren entspricht (2013-2019).

Das verwendete Beta von 1,2 reflektiert einerseits die geringe Unternehmensgröße und die damit einhergehenden Risiken. Andererseits ist Masterflex durch sein umfangreiches Produktportfolio und den breiten Kundenstamm sehr gut diversifiziert was zu einer gewissen operativen Stabilität führt und nicht für eine dauerhaft hohe Volatilität der Aktie spricht.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% ergibt sich ein WACC von 7,02%.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% unterstellt.

Für die Masterflex SE ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 9,00 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>76,1</b>	<b>82,4</b>	<b>88,0</b>	<b>93,7</b>	<b>99,5</b>	<b>105,3</b>	<b>111,2</b>	<b>113,4</b>
Veränderung	5,9%	8,3%	6,7%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>
EBIT-Marge	5,6%	9,0%	10,4%	10,9%	10,8%	10,5%	9,5%	8,5%
<b>NOPAT</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>
in % vom Umsatz	6,4%	6,0%	5,7%	5,5%	5,4%	5,2%	5,1%	5,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-1,7	-1,3	-1,0	-1,1	-1,5	-1,5	-1,5	0,0
- Investitionen	-5,0	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,7	-5,9	-5,7
Investitionsquote	6,6%	6,0%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,0%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>1,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>
<b>WACC</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Present Value	1,1	3,4	4,3	4,6	4,3	4,1	3,6	79,9
<b>Kumuliert</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>	<b>8,9</b>	<b>13,5</b>	<b>17,7</b>	<b>21,9</b>	<b>25,5</b>	<b>105,4</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	105,4
Terminal Value	79,9
Anteil vom Tpv-Wert	76%
Verbindlichkeiten	27,7
Liquide Mittel	9,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>87,0</b>

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	7,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	6,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,0%
EBIT-Marge	2021-2024	9,0%
EBIT-Marge	2021-2027	9,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	8,5%

Aktienzahl (Mio.)	9,75
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>8,92</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>37%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>6,50</b>
<b>Modellparameter</b>	
Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	3,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,20
WACC	7,0%
ewiges Wachstum	2,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	ewiges Wachstum				
WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
7,52%	7,01	7,55	7,87	8,21	9,00
7,27%	7,41	8,02	8,37	8,75	9,64
<b>7,02%</b>	7,85	8,53	<b>8,92</b>	9,35	10,36
6,77%	8,34	9,09	9,53	10,01	11,17
6,52%	8,86	9,71	10,21	10,76	12,08

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2028e				
WACC	8,00%	8,25%	<b>8,50%</b>	8,75%	9,00%
7,52%	7,44	7,65	7,87	8,08	8,29
7,27%	7,92	8,14	8,37	8,59	8,82
<b>7,02%</b>	8,44	8,68	<b>8,92</b>	9,16	9,40
6,77%	9,01	9,27	9,53	9,79	10,05
6,52%	9,65	9,93	10,21	10,49	10,76

Quelle: Montega

**DCF-Modell: „blue sky“-Szenario**

Da wir uns mit unseren Annahmen mittel- und langfristig teilweise deutlich konservativer als das Unternehmen positionieren, haben wir anhand eines DCF-Modells mit „blue sky“-Szenario“ zusätzlich den fairen Wert pro Aktie unter der Annahme ermittelt, dass Masterflex alle seine Ziele erreicht.

Hierfür haben wir abweichend von unserem ursprünglichen DCF-Modell folgende Annahmen getätigt:

- Nach 5,9% Wachstum in 2021 (unverändert) planen wir für die Folgejahre jährlich um rund ein Drittel höhere Wachstumsraten im Vergleich zum Standardmodell, wodurch in 2024 mit 100,0 Mio. Euro (CAGR 2020-2024e: 9,5%) die vom Unternehmen avisierte Marke erreicht wird.
- Die Wachstumsraten für den Zeitraum von 2025 bis 2027 setzten wir im „blue sky“-Szenario auf konstant 6,5% und die ewige Wachstumsrate heben wir von 2,0% auf 2,5% an, um dem Unternehmensziel, bis 2030 rund 200 Mio. Euro Umsatz (davon ca. 140-150 Mio. Euro organisch) zu erzielen, Rechnung zu tragen.
- Zusätzlich haben wir für 2022 die EBIT-Marge gemäß der Zielsetzung einer zweistelligen Marge zu diesem Zeitpunkt von 9,0% auf 10,0% erhöht. Ausgehend hiervon schätzen wir die höchste Profitabilität mit 11,2% EBIT-Marge für das Jahr 2024 (vs. 10,9% im Standardmodell). Anschließend haben wir eine konstante Marge von 11,0% unterstellt. Im Terminal-Value rechnen wir wiederum mit einem leichten Abschlag hierzu (Marge: 10,0%).
- Alle weiteren Parameter sind im Vergleich zu unserem normalen DCF-Modell unverändert.

Vor dem Hintergrund dieser optimistischeren Annahmen ergäbe sich für Masterflex ein **fairer Wert pro Aktie von rund 12,80 Euro**, was zum aktuellen Kurs eine **Upside von 97,5%** impliziert.

DCF Modell ("blue sky")

Angaben in Mio.Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>76,1</b>	<b>84,5</b>	<b>92,1</b>	<b>100,0</b>	<b>106,5</b>	<b>113,4</b>	<b>120,8</b>	<b>123,8</b>
Veränderung	5,9%	11,0%	8,9%	8,6%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>4,2</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,3</b>	<b>12,4</b>
EBIT-Marge	5,6%	10,0%	10,9%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%
<b>NOPAT</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>
in % vom Umsatz	6,4%	5,8%	5,4%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-1,7	-1,3	-1,0	-1,1	-1,6	-1,7	-1,8	0,0
- Investitionen	-5,0	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,7	-5,9	-5,7
Investitionsquote	6,6%	5,9%	5,7%	5,3%	5,2%	5,0%	4,9%	4,6%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>1,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>8,7</b>
<b>WACC</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Present Value	1,1	4,1	4,8	5,2	4,7	4,7	4,7	114,1
<b>Kumuliert</b>	<b>1,1</b>	<b>5,2</b>	<b>10,1</b>	<b>15,2</b>	<b>19,9</b>	<b>24,6</b>	<b>29,3</b>	<b>143,3</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	143,3
Terminal Value	114,1
Anteil vom Tpv-Wert	80%
Verbindlichkeiten	27,7
Liquide Mittel	9,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>124,9</b>

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	9,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	8,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,5%
EBIT-Marge	2021-2024	9,4%
EBIT-Marge	2021-2027	10,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	10,0%

Aktienzahl (Mio.)	9,75
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>12,81</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>98%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>6,48</b>
<b>Modellparameter</b>	
Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	3,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	ewiges Wachstum				
WACC	1,75%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,25%
7,52%	9,90	10,73	11,22	11,75	13,00
7,27%	10,49	11,43	11,97	12,57	14,00
<b>7,02%</b>	11,14	12,19	<b>12,81</b>	13,49	15,13
6,77%	11,86	13,05	13,74	14,53	16,43
6,52%	12,66	14,00	14,80	15,70	17,93

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2028e				
WACC	9,50%	9,75%	<b>10,00%</b>	10,25%	10,50%
7,52%	10,71	10,96	11,22	11,47	11,72
7,27%	11,42	11,70	11,97	12,24	12,51
<b>7,02%</b>	12,22	12,51	<b>12,81</b>	13,10	13,39
6,77%	13,11	13,43	13,74	14,06	14,37
6,52%	14,12	14,46	14,80	15,14	15,48

Quelle: Montega

### Peergroup-Vergleich

Direkte gelistete Wettbewerber sind aufgrund der Spezialisierung auf Nischenanwendungen und des sehr fragmentierten Marktes mit vielen kleineren Unternehmen nicht eindeutig zu identifizieren. Daher umfasst die Peergroup mehrheitlich Unternehmen, die entweder eine ähnliche Marktstellung wie Masterflex in industriellen Nischen für sich beanspruchen, oder in denselben Industrien als Zulieferer von Produkten mit einem vergleichbar geringen Wertanteil am Endprodukt agieren.

**Ringmetall** ist ein Spezialanbieter aus der Verpackungsindustrie. Im Geschäftsbereich Industrial Packaging konzentriert sich das Unternehmen auf Spezialverpackungslösungen für die chemische, die petrochemische, die pharmazeutische und die lebensmittelverarbeitende Industrie. Mit dem zweiten Geschäftsbereich Industrial Handling fokussiert sich das Unternehmen auf die Logistikbranche. Weltweit erwirtschaftet Ringmetall 2019 einen Umsatz von rund 120 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von 4,1%.

**Norma** ist ein international agierender Konzern für Verbindungstechnik. Das Unternehmen beliefert mehr als 10.000 Kunden aus den verschiedensten Branchen mit Befestigungsschellen, Verbindungselementen und Fluidsystemen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 wurden mit 8.800 Mitarbeitern weltweit etwa 952 Mio. Euro Umsatz bei einer bereinigten EBIT-Marge von 5,7% generiert.

**Nolato** ist ein in Schweden ansässiges Unternehmen mit 6.721 Mitarbeitern weltweit. Der 1938 gegründete Konzern entwickelt, produziert und vertreibt Kunststoff-, Silikon- und thermoplastische Produkte an Kunden aus den Bereichen Medizintechnik, Pharmazie, Unterhaltungselektronik, Telekommunikation, Automobilindustrie und anderen industriellen Sektoren. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 lag der Umsatz bei 9.359 Mio. SEK und die EBIT-Marge bei 11,2%.

**Trelleborg** ist ein schwedischer, weltweit agierender Kunststoff-Konzern. Zu den Produkten des Unternehmens gehören Dämpfungs- und Dichtungssysteme sowie Reifen für Nutzfahrzeuge. Die Trelleborg-Gruppe erzielte im Jahr 2020 mit rund 24.000 Mitarbeitern einen Umsatz von 32.836 Mio. SEK. Die EBIT-Marge lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei 13,0%.

**Recticel** ist ein börsennotiertes Unternehmen aus Belgien mit 4.221 Mitarbeitern weltweit. Das Unternehmen stellt Produkte aus Polyurethanschaum her, die beispielsweise Anwendung im Polster- und Möbelmarkt oder in der Automobilindustrie finden. In 2020 belief sich der Umsatz auf 828,8 Mio. Euro und die EBIT-Marge auf 1,8%.

**Trifast** entwirft, konstruiert, fertigt und vertreibt zusammen mit seinen Tochterunternehmen industrielle Befestigungselemente und C-Teile sowohl an Händler als auch OEM-Hersteller. Das in UK ansässige Unternehmen bedient hauptsächlich Kunden aus den Branchen Automobil, Elektronik und Technologie, Haushaltsgeräte sowie Medizin. Bei einem Umsatz von 200,2 Mio. GBP erwirtschaftete Trifast 2020 mit rund 1.300 Mitarbeitern eine EBIT-Marge von 2,0%.

**Polypipe** produziert und vertreibt Kunststoffrohre sowie Wasser- und Klimamanagementsysteme. Die seit 2014 an der Londoner Börse gelistete Gruppe richtet sich mit ihren Produkten in erster Linie an britische und europäische Unternehmen aus dem Bausektor. Im Jahr 2020 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 398,6 Mio. GBP. Die EBIT-Marge betrug 8,6%.

Peergroup Masterflex SE

Unternehmen	EV / Umsatz			KGV		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Ringmetall AG	0,81	0,78	n.a.	15,60	13,32	n.a.
NORMA Group SE	1,63	1,55	1,49	16,98	13,74	12,08
Nolato AB (publ)	2,10	1,96	1,83	23,14	20,86	18,99
Trelleborg AB (publ)	2,02	1,93	1,87	17,29	15,41	14,58
Recticel SA/NV	0,69	0,63	0,61	17,83	12,61	10,95
Polypipe Group plc	2,81	2,61	2,47	22,65	18,38	18,15
Trifast plc	1,21	1,12	1,07	23,80	18,86	15,52
Median	1,63	1,55	1,66	17,83	15,41	15,05
<b>Masterflex SE</b>	<b>1,08</b>	<b>1,08</b>	<b>1,00</b>	<b>25,92</b>	<b>13,50</b>	<b>10,80</b>
Potenzial	51%	44%	66%	-31%	14%	39%
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>	<b>10,80</b>	<b>10,20</b>	<b>12,10</b>	<b>4,50</b>	<b>7,40</b>	<b>9,00</b>

Unternehmen	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Ringmetall AG	7,73	7,10	n.a.	12,65	10,98	9,60
NORMA Group SE	9,41	8,30	7,63	14,44	11,68	10,62
Nolato AB (publ)	13,57	12,61	11,53	18,69	16,98	15,56
Trelleborg AB (publ)	10,59	9,78	9,37	14,16	12,80	12,12
Recticel SA/NV	7,08	5,69	5,27	13,12	9,41	8,34
Polypipe Group plc	13,14	11,60	10,73	16,75	14,47	13,26
Trifast plc	13,37	11,24	10,38	18,16	14,31	11,91
Median	10,59	9,78	9,88	14,44	12,80	11,91
<b>Masterflex SE</b>	<b>9,00</b>	<b>6,65</b>	<b>5,82</b>	<b>19,36</b>	<b>11,06</b>	<b>8,99</b>
Potenzial	18%	47%	70%	-25%	16%	32%
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>	<b>8,00</b>	<b>10,40</b>	<b>12,40</b>	<b>4,30</b>	<b>7,80</b>	<b>9,20</b>

Quelle: Montega, Capital IQ

Die Peergroup-Analyse offenbart für Masterflex mit einem EV/EBITDA 2022e von 6,7x im Vergleich zur Peergroup (9,8x) eine deutliche Unterbewertung (+47% Potenzial), die auch bei Betrachtung des EV/EBIT 2022e Multiples Bestand hat (+16% Potenzial). Implizit errechnet sich daraus ein fairer Wert der Masterflex-Aktie zwischen 8,10 Euro und 10,80 Euro. Damit liegt unser DCF-basiertes Kursziel von 9,00 Euro in der Mitte der aus den Ergebnis-Multiples errechneten Preisspanne.

Auch ein Blick auf die historischen Bewertungskennzahlen offenbart eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Auf dem aktuellen Kursniveau beträgt die Diskrepanz des EV/EBITDA 2022e zum durchschnittlichen vorwärts gerichteten EBITDA-Multiple der letzten fünf Jahre (8,6x) rund 28,4%. Für das EV/EBIT 2022e Multiple (10,6x) errechnet sich derzeit ein Abschlag von etwa 50,4% (5-Jahresdurchschnitt 16,7x; Quelle: Capital IQ)

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

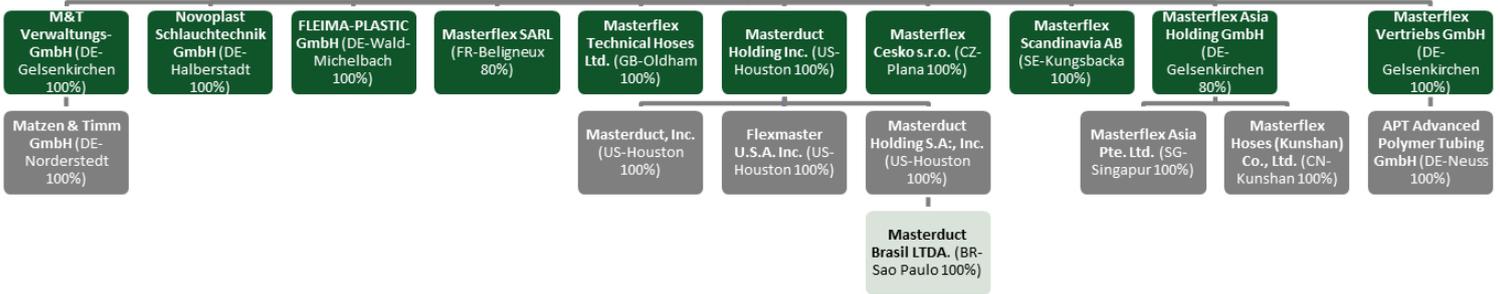
Die 1987 gegründete und seit 2000 an der Börse gelistete Masterflex-Gruppe ist ein in Gelsenkirchen ansässiger Spezialist für anspruchsvolle Schlauch- und Verbindungslösungen. Das Unternehmen deckt mit seinen 14 Tochtergesellschaften und Vertriebsstätten rund um den Globus von der Entwicklung über die Produktion bis hin zur Vermarktung der Verbindungs- und Schlauchsysteme die gesamte Wertschöpfungskette ab. Der Fokus des Geschäftsmodells liegt auf Hightech-Anwendungen, die oftmals auf Kundenwunsch konzipiert und produziert werden, wodurch sich das Unternehmen vom wettbewerbsintensiven Massenmarkt abgrenzt und auf Nischenanwendungen mit niedrigeren Losgrößen spezialisiert. Mit seinen Produkten und Lösungen bedient die Masterflex-Gruppe Kunden aus einer Vielzahl an Industrien. Der Großteil der Kunden kommt aus dem Maschinen- und Anlagenbau, aber auch Unternehmen aus den Bereichen Medizintechnik, Luft- und Raumfahrt, Chemische Industrie oder Lebensmittel- und Pharmazietechnik gehören zum Kundenkreis von Masterflex.

### Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1987** Gründung der Masterflex Kunststofftechnik GmbH in Herten/Ruhrgebiet
- 1990** Gründung der Tochtergesellschaft Novoplast Schlauchtechnik GmbH in Halberstadt/Sachsen-Anhalt
- 1991** Gründung der Tochtergesellschaft Masterflex S.A.R.L in Lyon/Frankreich
- 1996** Gründung der Tochtergesellschaft Masterflex Technical Hoses Ltd. in Großbritannien
- 1999** Kauf des Unternehmens Flexmaster U.S.A./Houston
- 2000** Masterflex AG geht in Frankfurt an die Börse; Kauf des Unternehmens Techno GmbH; Kauf von 51% der Geschäftsanteile der Angiokard Medizintechnik GmbH & Co. KG, Friedeburg
- 2001** Mehrheitserwerb an der DICOTA GmbH (Brennstoffzellentechnologie)
- 2003** Zulassung zum Börsensegment Prime Standard; Erwerb der Matzen & Timm GmbH (von Hand gewickelte Schläuche)
- 2004** Erwerb der FLEIMA-PLASTIC GmbH (Spritzgussformteile)
- 2008** Dr. Andreas Bastin wird neuer Vorstandsvorsitzender der Masterflex AG; Fokussierung auf Hightech-Schlauchsysteme; Veräußerung DICOTA GmbH
- 2009** Mark Becks wird neuer Finanzvorstand; Veräußerung Angiokard Medizintechnik GmbH & Co. KG
- 2010** Kapitalerhöhung zur Tilgung von Altverbindlichkeiten
- 2010** Verkauf der Clean Air Bike GmbH; Tochterunternehmen Masterflex Cesko s.r.o. startet eigenen Vertrieb in Tschechien
- 2012** Umwandlung von der Masterflex AG in die Masterflex SE
- 2015** Masterflex Group ordnet die Russlandgeschäfte neu
- 2017** Kauf des Fluorpolymerspezialisten APT Advanced Polymer Tubing GmbH; Kapitalerhöhung zur Stärkung des Eigenkapitals
- 2019** Launch des Optimierungsprogramms „Back to Double Digit“

**Organisationsstruktur**

Unter der Muttergesellschaft Masterflex SE sind aktuell 14 operative Tochtergesellschaften angesiedelt, die größtenteils in Europa ansässig sind. Doch auch in den USA, Brasilien und Asien verfügt das Unternehmen über Gesellschaften. Die globale Organisationsstruktur ermöglicht dem Unternehmen eine lokale und direkte Betreuung der Kunden weltweit.

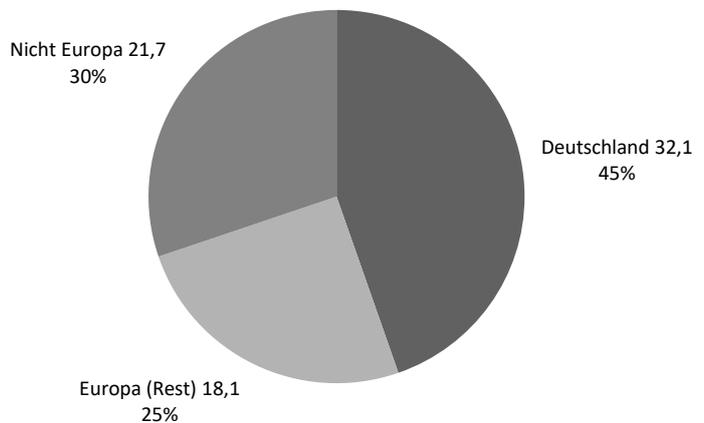


Quelle: Unternehmen

**Märkte und Umsatz**

Den Großteil des Umsatzes (ca. 45%) generiert das Unternehmen aktuell in Deutschland, wo bis auf den Standort in Houston (USA) auch alle Hauptproduktionsstätten liegen. Auf Kunden aus den anderen europäischen Ländern entfiel im Geschäftsjahr 2020 ein Anteil von 25% des Umsatzes. Die restlichen 30% der Erlöse erzielte Masterflex außerhalb von Europa, insbesondere in den USA und in Asien sind viele der internationalen Kunden ansässig. In den nächsten Jahren rechnen wir damit, dass im Zuge der vom Unternehmen avisierten Internationalisierung der Erlösanteil außerhalb Europas sukzessive steigen wird.

**Umsätze nach Regionen**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

**Marken und Produkte**

Der Konzern wird von sechs verschiedenen Unternehmensmarken am globalen Schlauchmarkt repräsentiert. Neben der Marke Masterflex selbst sind dies Matzen & Timm, Novoplast Schlauchtechnik, Fleima-Plastic, Masterduct und APT Advanced Polymer Tubing. Bis auf Masterflex und Masterduct ist jede Marke auf eine bestimmte Art von Schläuchen spezialisiert, die Kategorie Spiralschläuche und die Produktgruppe Anschlusstechnik werden sowohl unter der Marke Masterflex als auch Masterduct vertrieben.

**Produkt und Markenübersicht**

	Spiralschläuche	Fluorpolymer-schläuche	Extrudierte Schläuche	Von Hand gewickelte Schläuche	Spritzguss-formteile	Anschlusstechnik
<b>Marke</b>	MASTERFLEX MASTERDUCT	APT Connecting Values	NOVOPLAST SCHLAUCHTECHNIK	MATZEN & TIMM	FLEIMA-PLASTIC	MASTERFLEX MASTERDUCT
<b>Material</b>	PU, PVC, Gewebe	FEP, PVC, Metalle	PU, PVC, PA, PE	VMQ (Silikon), CMS (Hypalon®)	PC, ABS, PVC	PU, PVC, Metalle
<b>Wettbewerber</b>	Schauenburg, Norres, Merlett	Optinova, Saint Gobain	Modenplast, Medi-Line, Raumedic	Hutchinson, MST, Flexfab	Borla, Promepla	Hi-Tech Duravent, Flexaust, Kanaflex

Quelle: Unternehmen, PU = Polyurethane, PVC = Polyvinylchlorid, FEP = Fluorethylenpropylen, PA = Polyamide, PE = Polyethylen, PC = Polycarbonate, ABS = Acrylnitril-Butadien-Styrol

**Spiralschläuche (Masterflex, Masterduct):**

Das Geschäft mit den Spiralschläuchen ist die Kernkompetenz der Masterflex-Gruppe, diese werden in den USA und in Brasilien unter der Marke Masterduct und in den restlichen Regionen unter dem Namen Masterflex vertrieben. Neben den Spiralschläuchen gehören zu dieser Produktgruppe auch Clip- und Folienschläuche.



Die Förderschläuche aus Polyurethan oder Spezialgeweben kommen insbesondere in den Bereichen Fahrzeugabgase, Bau, Lebensmittel und Getränke, Pharmazie, Kunststoffherstellung und der chemischen Verarbeitung zum Einsatz. Konkrete Anwendungsbeispiele für die Spiralschläuche sind die Beförderung von Kies, Zement, Getreide oder Granulat. Auch beim Absaugen von Gasen und Dämpfen werden die hochflexiblen, schwer entflammaren und vakuumfesten Lösungen von Masterflex/Masterduct eingesetzt.

**Fluorpolymerschläuche (APT):**

Die Fluorpolymerschläuche sind die jüngste Addition zum Produktportfolio von Masterflex, die sich der Konzern durch die Übernahme von APT Advanced Polymer Tubing GmbH in 2017 gesichert hat. Die Schläuche zeichnen sich durch eine extrem hohe Temperaturresistenz aus, sie können bei Temperaturen von minus 200 bis plus 260 Grad Celsius eingesetzt werden. Darüber hinaus sind die Schläuche aus Fluorpolymeren äußerst beständig gegenüber den meisten in der Industrieverarbeitung genutzten Chemikalien (z.B. Benzin, Lösungsmittel, Säuren oder Laugen).



Einsatzgebiete für die aus Fluorkunststoffen hergestellten Schläuche sind beispielsweise die Lackierindustrie, in der die Farbversorgung über Fluorpolymer-Schläuche erfolgt, oder der Konsumgüterbereich. Durch die hohe Hitzeresistenz kommen die Schläuche unter anderem auch bei Industriekaffeemaschinen zum Durchleiten von heißem Wasser zum Einsatz.

#### **Extrudierte Schläuche (Novoplast):**

Die in Halberstadt ansässige Tochter Novoplast Schlauchtechnik ist auf die Extrusion (formgebendes Verfahren für thermoplastische Kunststoffe) von Schläuchen mit Durchmessern im Bereich zwischen 0,1 und 50 mm spezialisiert.



Das Produktsortiment umfasst extrudierte Schläuche aus nahezu allen thermoplastischen Kunststoffen. Neben Produkten für industrielle Anwendungen wie Brems- oder Wasserkühlschläuchen kommen die feinen Schläuche auch in der Medizintechnik zum Einsatz (u.a. Endoskopie oder Dialyse). Zur Produktion von Schläuchen für die Medizintechnik verfügt die Gesellschaft sogar über Reinräume der Klassen 6 und 8 nach ISO Standards, um den hohen regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden.

#### **Von Hand gewickelte Schläuche (Matzen & Timm):**

Unter der Marke Matzen & Timm vertreibt die Masterflex Group Spezialschläuche, Faltenbälger und Formteile aus synthetischen Kautschuk-Materialien wie z.B. Silikon, die teilweise in industrieller Handarbeit gefertigt werden.



Die größten Absatzmärkte für dieses Produktsegment sind die Luft- und Raumfahrt, der Schienenverkehr sowie die Automobilindustrie. Beispielsweise sind in fast allen gängigen Airbus-Modellen Lösungen von Matzen & Timm verbaut, die die Passagiere mit frischer Luft versorgen.

#### **Spritzgussformteile (Fleima-Plastic):**

Fleima-Plastic gehört seit 2004 der Masterflex Group an und ist für die Produktion und Vermarktung von im Spritzguss-Verfahren hergestellten Formteilen zuständig. Durch die Kombination der Material- und Verarbeitungsexpertise aus den Bereichen Spritzguss und Extrusion ergänzt diese Tochter die Angebotspalette der Novoplast Schlauchtechnik, welche gemeinsam teilweise als Systemlösungen angeboten werden.



Anwendung finden die Spritzguss-Formteile unter anderem im Automobilbau, in der Elektronik und in anderen High-Tech-Branchen. Der Fokus der Unternehmensstrategie in diesem Produktsegment liegt jedoch auf dem Medizintechnikmarkt. Produktbeispiele aus der Medizintechnik sind Tropfkammern, Stechdorne, Schlauchklemmen, Schutzkappen und Spezial-Konnektoren für Dialyse-, Infusions- und Transfusionstechnik.

#### **Anschlusstechnik (Masterflex, Masterduct):**

Genau wie die Spiralschläuche werden auch die Verbindungslösungen der Masterflex Group unter den beiden Marken Masterflex und Masterduct angeboten. Mit den Anschlusstechnikkomponenten komplementiert das Unternehmen sein Produktportfolio und bietet so für alle Schläuche die passende Anschlusstechnik aus einer Hand an.



Die Einsatzmöglichkeiten der Anschluss- und Verbindungstechnik von Masterflex sind äußerst vielfältig, der Verkauf dieser Produkte findet daher in nahezu allen Bereichen statt, die Masterflex auch mit seinen Schläuchen bedient.

#### **Management**

Das operative Geschäft wird derzeit von den beiden Vorstandsmitgliedern **Dr. Andreas Bastin** (CEO) und **Mark Becks** (CFO) geleitet.



**Dr. Andreas Bastin** (CEO) kam im Dezember 2006 zu Masterflex und wurde im April 2008 in den Vorstand der Masterflex SE berufen. In seiner Funktion ist er zuständig für die Bereiche Strategie, Märkte, Marketing, Technologie und Innovation, Betrieb und Digitalisierung. Zuvor war der promovierte Maschinenbauingenieur mehrere Jahre in leitenden Positionen bei einem Unternehmen des Krupp-Hoesch Konzerns sowie als Geschäftsführer eines mittelständischen Technologieunternehmens tätig, bevor er 2004 bei der ETAS GmbH, einer Tochtergesellschaft der Robert Bosch GmbH, in die Geschäftsleitung eintrat. Neben seiner Tätigkeit bei Masterflex ist Herr Dr. Bastin als Aufsichtsrat bei der FORTEC Elektronik AG und als Mitglied des Beirats der Montanhydraulik GmbH aktiv.

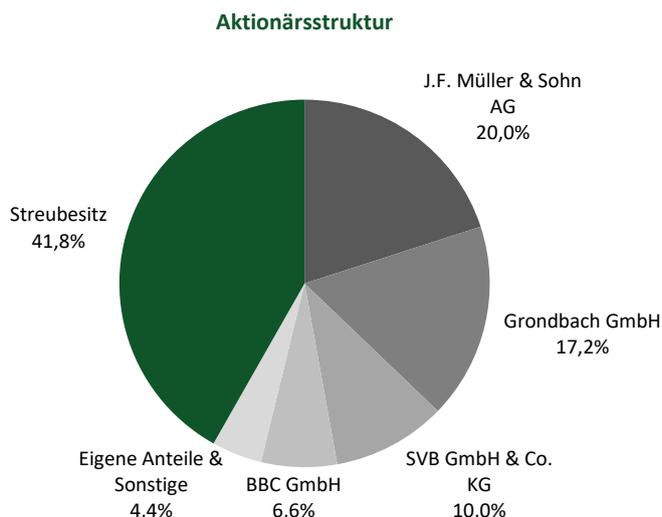


**Mark Becks** (CFO) bekleidet seit Juni 2009 das Amt des Finanzvorstands bei der Masterflex SE, wo er die Bereiche Finanzen, Einkauf, Qualitätsmanagement/Prozesse, Human Resources, IT, Compliance und Investor Relations verantwortet. Nach mehreren Jahren bei Mannesmann und Bosch war Herr Becks in leitenden Positionen bei den mittelständischen Unternehmen Grohe und Dematic tätig, wo der Diplom-Wirtschaftsingenieur u.a. Expertise auf den Gebieten Restrukturierungen, Unternehmensrefinanzierung, SAP-Einführung und der Integration von Controlling-Systemen gewinnen konnte.

### Aktionärsstruktur

Die Aktien der Masterflex SE werden seit dem Jahr 2000 an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt, seit 2003 sind diese im Prime Standard gelistet. Infolge der letzten Kapitalerhöhung im März 2017, die nach der Übernahme der Fluorpolymer-Spezialisten APT im Dezember 2016 zur Stärkung des Eigenkapitals durchgeführt wurde, stieg die Anzahl der Aktien um 886.586 Stücke. Nunmehr beträgt das Grundkapital 9.752.460 Euro mit Einteilung in ebenso viele Stückaktien zu je 1,00 Euro.

Den größten Aktienanteil hält mit rund 20% derzeit die J.F. Müller & Sohn AG, eine in 6. Generation geführte Familien-Investmentholding mit Fokus auf mittelständische Unternehmen aus Europa. Rund 17,2% der Aktien befinden sich im Besitz der Grondbach GmbH, gefolgt von der SVB GmbH & Co. KG mit knapp 10%. Das aktuelle Management hält über die BBC GmbH 6,6% der ausstehenden Aktien. Herr Bischoping, einer der Gründer der damaligen Masterflex Kunststofftechnik GmbH und langjähriger Aufsichtsrat, hält zusammen mit seiner Familie 3,0% der Aktien. Das Unternehmen hält 1,4% der Aktien. Die übrigen Anteile werden dem Streubesitz zugeordnet, der dadurch 41,8% beträgt.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>77,2</b>	<b>80,0</b>	<b>71,9</b>	<b>76,1</b>	<b>82,4</b>	<b>88,0</b>
Bestandsveränderungen	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>79,1</b>	<b>80,4</b>	<b>71,3</b>	<b>76,1</b>	<b>82,4</b>	<b>88,0</b>
Materialaufwand	25,2	26,0	22,6	24,7	25,7	27,2
<b>Rohertrag</b>	<b>53,9</b>	<b>54,4</b>	<b>48,8</b>	<b>51,4</b>	<b>56,7</b>	<b>60,8</b>
Personalaufwendungen	30,8	32,7	29,2	29,9	31,1	32,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,3	13,8	13,2	13,3	14,3	15,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	1,2	0,9	0,9	1,0	1,1
<b>EBITDA</b>	<b>9,4</b>	<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>9,1</b>	<b>12,3</b>	<b>14,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,0	4,3	4,5	4,4	4,4	4,4
<b>EBITA</b>	<b>6,4</b>	<b>4,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>6,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>
Finanzergebnis	-1,1	-1,3	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>
EE-Steuern	1,8	0,8	0,6	1,0	2,0	2,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,3	2,4	0,8	2,4	4,6	5,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>
Anteile Dritter	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,7%	0,1%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	1,7%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>102,4%</b>	<b>100,6%</b>	<b>99,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	32,7%	32,5%	31,4%	32,5%	31,2%	30,9%
<b>Rohertrag</b>	<b>69,8%</b>	<b>68,1%</b>	<b>67,8%</b>	<b>67,5%</b>	<b>68,8%</b>	<b>69,1%</b>
Personalaufwendungen	39,9%	40,9%	40,6%	39,2%	37,8%	37,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,5%	17,2%	18,3%	17,5%	17,3%	17,1%
Sonstige betriebliche Erträge	0,8%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>EBITDA</b>	<b>12,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,2%</b>	<b>12,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>16,1%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,9%	5,4%	6,3%	5,8%	5,3%	5,0%
<b>EBITA</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>6,2%</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,1%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>7,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>10,4%</b>
Finanzergebnis	-1,4%	-1,6%	-1,3%	-1,1%	-1,0%	-0,9%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,5%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,5%</b>
EE-Steuern	2,3%	1,0%	0,9%	1,3%	2,4%	2,9%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,2%	3,1%	1,1%	3,1%	5,6%	6,7%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,7%</b>
Anteile Dritter	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,7%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,5	13,1	13,2	13,7	14,2	14,8
Sachanlagen	31,9	33,8	31,4	31,1	30,6	30,3
Finanzanlagen	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45,1</b>	<b>47,4</b>	<b>45,0</b>	<b>45,1</b>	<b>45,1</b>	<b>45,4</b>
Vorräte	16,7	18,6	15,5	16,5	17,5	18,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,5	7,4	5,6	6,7	7,2	7,7
Liquide Mittel	4,4	6,9	9,2	8,0	8,5	10,3
Sonstige Vermögensgegenstände	1,6	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>30,1</b>	<b>34,2</b>	<b>31,4</b>	<b>32,3</b>	<b>34,3</b>	<b>37,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>75,2</b>	<b>81,6</b>	<b>76,4</b>	<b>77,4</b>	<b>79,4</b>	<b>82,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>40,8</b>	<b>42,6</b>	<b>41,0</b>	<b>41,8</b>	<b>44,8</b>	<b>48,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Rückstellungen	0,8	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	26,5	30,8	27,4	27,1	26,0	24,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,2	1,6	2,1	2,3	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten	5,5	6,3	5,6	5,6	5,6	5,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>34,9</b>	<b>39,5</b>	<b>35,1</b>	<b>35,3</b>	<b>34,4</b>	<b>33,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>75,2</b>	<b>81,6</b>	<b>76,4</b>	<b>77,4</b>	<b>79,4</b>	<b>82,5</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>17,3%</b>	<b>17,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>17,9%</b>
Sachanlagen	42,4%	41,4%	41,1%	40,1%	38,5%	36,8%
Finanzanlagen	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>59,9%</b>	<b>58,1%</b>	<b>58,9%</b>	<b>58,3%</b>	<b>56,9%</b>	<b>55,0%</b>
Vorräte	22,2%	22,8%	20,3%	21,3%	22,0%	21,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,0%	9,0%	7,3%	8,7%	9,1%	9,3%
Liquide Mittel	5,8%	8,5%	12,1%	10,3%	10,7%	12,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,1%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>40,0%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,1%</b>	<b>41,7%</b>	<b>43,2%</b>	<b>45,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>54,3%</b>	<b>52,2%</b>	<b>53,6%</b>	<b>54,0%</b>	<b>56,4%</b>	<b>59,2%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>
Rückstellungen	1,1%	0,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	35,2%	37,8%	35,8%	35,1%	32,8%	30,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,8%	2,8%	2,2%	2,7%	2,9%	2,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	7,3%	7,7%	7,3%	7,2%	7,0%	6,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>46,4%</b>	<b>48,5%</b>	<b>45,9%</b>	<b>45,6%</b>	<b>43,3%</b>	<b>40,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

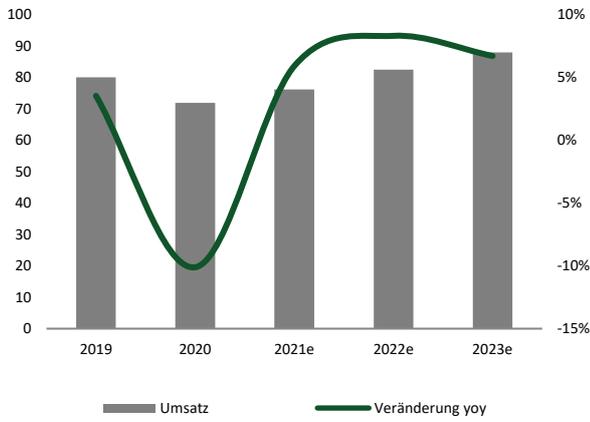
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,2	2,4	0,8	2,4	4,6	5,9
Abschreibung Anlagevermögen	3,0	4,3	4,5	4,4	4,4	4,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,0	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>6,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>
Veränderung Working Capital	-1,7	-0,7	4,1	-1,7	-1,3	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4,7</b>	<b>6,7</b>	<b>11,5</b>	<b>5,6</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>
CAPEX	-5,2	-3,2	-2,3	-5,0	-5,0	-5,2
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,2</b>
Dividendenzahlung	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,7	0,5	-4,7	-0,2	-1,1	-1,1
Sonstiges	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,3	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,4</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

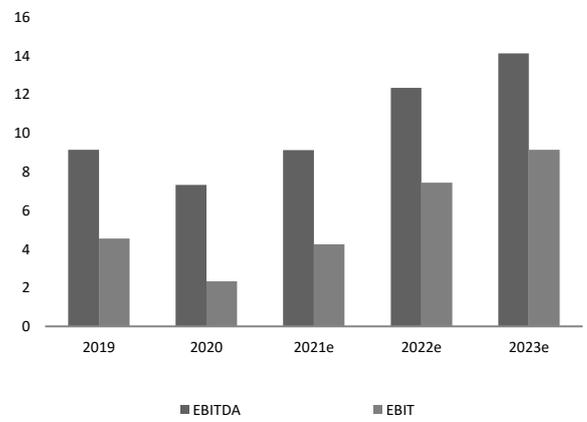
Kennzahlen Masterflex SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohertragsmarge (%)	69,8%	68,1%	67,8%	67,5%	68,8%	69,1%
EBITDA-Marge (%)	12,2%	11,4%	10,2%	12,0%	15,0%	16,1%
EBIT-Marge (%)	7,9%	5,7%	3,2%	5,6%	9,0%	10,4%
EBT-Marge (%)	6,5%	4,1%	2,0%	4,5%	8,0%	9,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	4,2%	3,1%	1,1%	3,1%	5,6%	6,7%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	9,2%	7,1%	3,7%	7,0%	12,0%	14,5%
ROE (%)	9,0%	6,3%	1,9%	5,8%	11,0%	13,0%
ROA (%)	4,5%	3,1%	1,0%	3,1%	5,8%	7,1%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	22,1	23,9	18,2	19,1	17,5	14,7
Net Debt / EBITDA	2,3	2,6	2,5	2,1	1,4	1,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,3
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-0,5	3,5	9,2	0,6	3,3	4,6
Capex / Umsatz (%)	7%	4%	3%	7%	6%	6%
Working Capital / Umsatz (%)	27%	28%	29%	26%	26%	26%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	8,7	9,0	11,2	9,0	6,7	5,8
EV/EBIT	13,5	18,1	35,2	19,4	11,1	9,0
EV/FCF	-	23,7	8,9	134,8	25,0	17,8
KGV	18,5	24,9	81,0	25,9	13,5	10,8
KBV	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
Dividendenrendite	1,1%	1,1%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

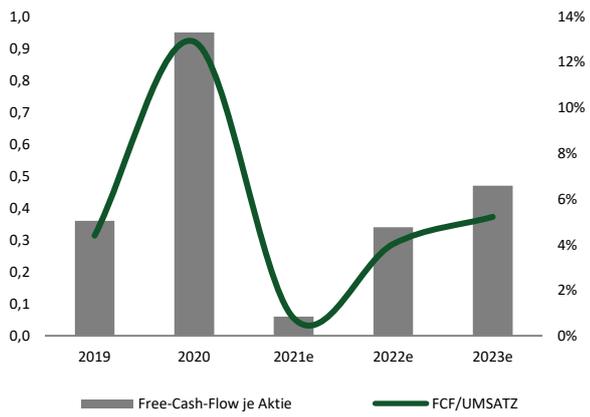
Umsatzentwicklung



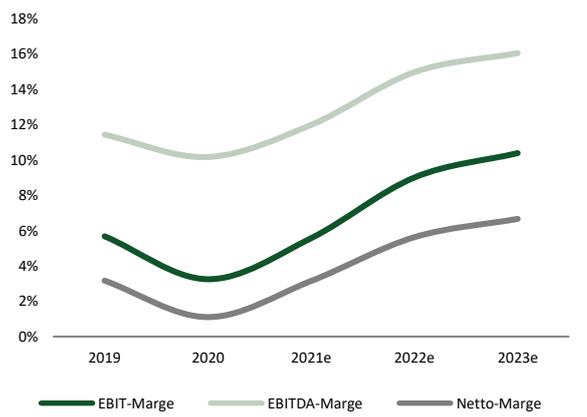
Ergebnisentwicklung



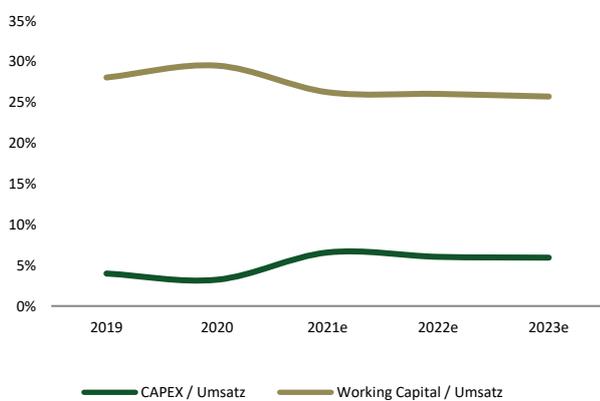
Free-Cash-Flow Entwicklung



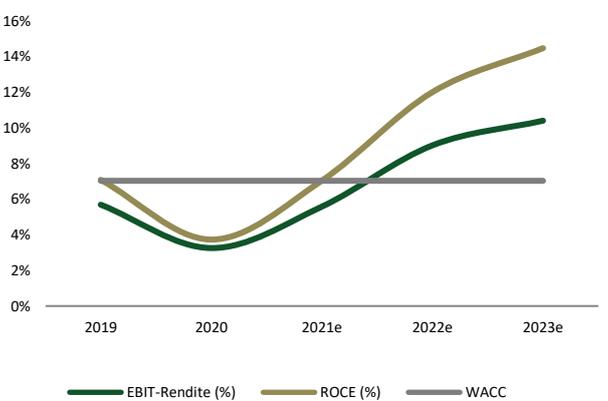
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

**Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 07.04.2021):** Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

**Informationsquellen:** Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

**Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 07.04.2021):** Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

**Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:** Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28  
53117 Bonn 60439 Frankfurt

### **Kontakt Montega AG:**

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de  
Tel: +49 40 4 1111 37 80

---

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	07.04.2021	6,48	9,00	+39%

---