

Sell EUR 27,00 (EUR 26,00) Kurs EUR 28,21 Downside -4,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 27,00	Aktien Daten: Bloomberg: DAM GR Reuters: DAMG ISIN: DE0005498901	Beschreibung: Nischenplayer in der Displaytechnik.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 95,7 Aktienanzahl (Mio.): 3,4 EV: 89,6 Freefloat MC: 54,6 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 360,77	Aktionäre: Freefloat: 57,0 % Familie Hecktor (CEO): 14,2 % Eigene Aktien: 3,8 % Varitronix: 20,0 % Ludwig Lehmann: 5,0 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,3 KBV: 1,8 x EK-Quote: 55 %

Verkaufsempfehlung nach Veröffentlichung der Gesamtjahreszahlen bestätigt

Wir bekräftigen die Verkaufsempfehlung für die Data Modul Aktien und erhöhen unser Kursziel von EUR 26 auf EUR 27 aufgrund des Vorrollens des DCF-Modells und angehobenen Schätzungen (siehe unten). Die Verkaufsempfehlung basiert auf der Tatsache, dass (1) die Aktie derzeit über unserem Kursziel gehandelt wird, (2) wir von einer erfolgreichen Übernahme ausgehen (regulatorische Genehmigung wurde erteilt; Annahmeschwelle bei 50% und Arrow hat bereits ca. 48% gesichert) und (3) es kein verbessertes Angebot geben wird (WRe).

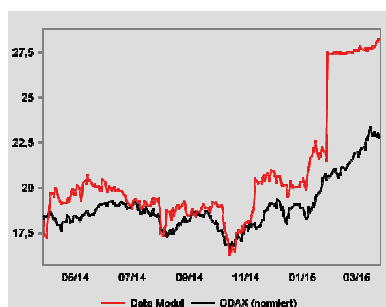
Investment Case: Data Modul gehört zu den Marktführern im Bereich Display-Technologie in Europa und ist der größte Value Added Distributor von Flachbildschirmen in der Region. Die Wettbewerbsqualität basiert auf:

- **Einer Positionierung in Nischenmärkten**, die den Wettbewerb mit größeren Konkurrenten verringert.
- **Der unternehmenseigenen Produktionskapazität und der F&E-Abteilung**, die es dem Unternehmen ermöglicht, **kunden- und anwendungsspezifische Produkte anzubieten**.
- **Früher Zugang zu neuen Technologien**, der sich aus dem Vertriebsgeschäft ergibt.

Übernahmeangebot: Arrow Electronics, einer der weltweit größten Distributoren elektronischer Komponenten, hat ein Übernahmeangebot für die Data Modul Aktien abgegeben und bietet EUR 27,50 je Aktie in Bar. Einige der Hauptgründe für das Angebot sind unserer Ansicht nach die Ausweitung seiner europäischen Präsenz und die Erweiterung seiner Produktpalette. **Das Übernahmeangebot zeigt auch, dass das Management bei der Umwandlung des Unternehmens von einem reinen Distributor zu einem Anbieter von Visualisierungssystemen mit einem starken Distributionsgeschäft eine ausgezeichnete Arbeit geleistet hat.**

Ausblick 2015: Data Modul antizipiert für das Geschäftsjahr einen Umsatz zwischen EUR 160-170 Mio. (WRe: EUR 166 Mio.) und eine EBIT-Marge zwischen 6,5-7,5% (WRe: 7,4%). Beide Ziele liegen im Rahmen unserer Schätzungen. Das Wachstum sollte durch einen gesteigerten Einsatz von Display-Technologien, neue Technologien (z.B. optisches Bonding) und Internationalisierung (z.B. Markteintritt in China im August 2014) angetrieben werden.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	
Umsatz	169,0	-1,8 %	178,0	-1,7 %	n.a.	n.m.	▪ Erhöhung der EBIT- und Nettoergebnisschätzungen für GJ 2015e und 2016e sind auf (1) eine stärkere Effizienz aufgrund des "Fit for Future"-Programms und (2) einen höheren Umsatzanteil von Mehrwertdiensten mit höheren Margen im Vergleich zum Vertriebsgeschäft zurückzuführen.
EBIT	10,7	15,5 %	11,4	11,8 %	n.a.	n.m.	
Nettoergebnis	7,3	15,9 %	7,8	12,1 %	n.a.	n.m.	

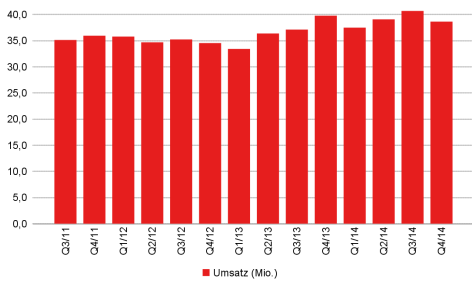


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-2,2 %
6 Monate:	21,4 %
Jahresverlauf:	18,2 %
Letzte 12 Monate:	27,0 %

Unternehmenstermine:	
11.05.15	Q1
12.05.15	HV
11.08.15	Q2
11.11.15	Q3

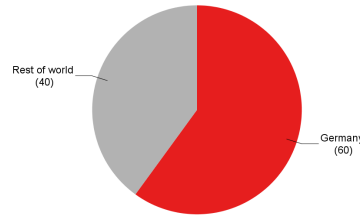
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	5,7 %	140,9	140,2	146,7	155,9	166,0	175,0	184,0
Veränd. Umsatz yoy		18,3 %	-0,4 %	4,6 %	6,3 %	6,5 %	5,4 %	5,1 %
Rohertragsmarge		23,5 %	22,4 %	21,1 %	24,4 %	23,8 %	23,5 %	22,8 %
EBITDA	6,6 %	12,1	9,9	7,8	13,3	14,8	15,2	16,1
Marge		8,6 %	7,1 %	5,3 %	8,5 %	8,9 %	8,7 %	8,7 %
EBIT	5,9 %	10,1	8,2	5,7	11,4	12,3	12,7	13,6
Marge		7,2 %	5,8 %	3,9 %	7,3 %	7,4 %	7,3 %	7,4 %
Nettoergebnis	7,4 %	7,6	6,9	3,2	7,6	8,5	8,8	9,4
EPS	7,4 %	2,16	1,98	0,95	2,23	2,50	2,59	2,76
EPS adj.	7,4 %	2,16	1,98	0,95	2,23	2,50	2,59	2,76
DPS	1,8 %	0,60	0,60	0,60	0,90	0,90	0,95	0,95
Dividendenrendite		4,5 %	4,2 %	3,8 %	4,7 %	3,2 %	3,4 %	3,4 %
FCFPS		1,32	0,24	0,77	3,33	1,91	1,83	2,06
EV / Umsatz		0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA		4,2 x	5,7 x	7,7 x	4,6 x	6,1 x	5,7 x	5,2 x
EV / EBIT		5,0 x	6,9 x	10,6 x	5,4 x	7,3 x	6,8 x	6,1 x
KGV		6,2 x	7,2 x	16,8 x	8,5 x	11,3 x	10,9 x	10,2 x
KGV ber.		6,2 x	7,2 x	16,8 x	8,5 x	11,3 x	10,9 x	10,2 x
FCF Yield Potential		16,7 %	11,0 %	6,2 %	12,0 %	9,4 %	10,3 %	11,6 %
Nettoverschuldung		4,0	6,8	6,1	-3,0	-6,1	-9,2	-13,0
ROE		21,3 %	17,0 %	7,7 %	16,8 %	16,6 %	15,3 %	14,8 %
ROCE (NOPAT)		19,5 %	15,8 %	7,0 %	16,6 %	18,5 %	18,0 %	18,3 %
Guidance:		2015: Umsatz: +3-9%, EBIT: +1-10%, Auftragsingang: +3-9%						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



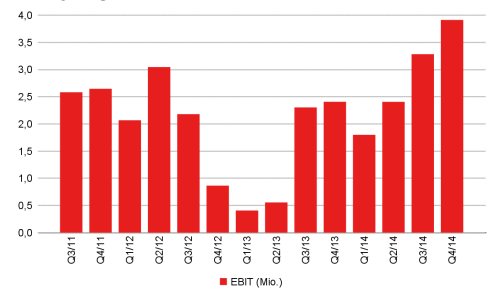
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

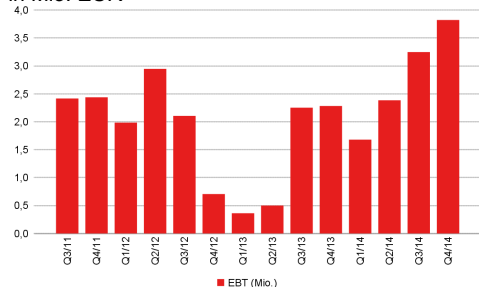
Unternehmenshintergrund

- Displaylösungen für OEM. Mit eigenen Produkten bildet Data Modul eine wertschöpfende Schnittstelle zwischen den Panelherstellern (LG, Sharp, Samsung etc.) und den Kunden. Handelsprodukte runden das Angebot ab.
- Segment Displays: Distribution von Standard und Added Value-Produkten (z.B. zusätzliche Ausstattung der Displays mit PC-Komponenten und Software).
- Im Segment Systeme entwickelt und vertreibt Data Modul überwiegend eigene Produkte und kundenspezifische Lösungen. Dazu zählen zum Beispiel Spezialmonitore für die Schiffsnavigation oder die Medizintechnik.
- Zunehmend an Bedeutung gewinnende Wachstumsfelder sind Embedded Computer Solutions und Touch Solutions

Wettbewerbsqualität

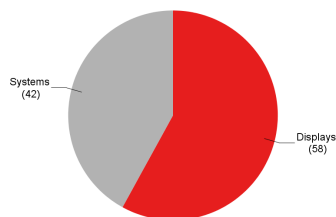
- Europas größter Displaydistributor
- Hohe Kundenbindung durch Design-In in die Produkte der Abnehmer.
- Displays, die für kundenspezifische Anwendungen ausgelegt sind: u.a. für unterschiedliche Wetterverhältnisse, erschütterungsresistente Displays, magnetfeldunabhängige oder energieoptimierte Displays.
- Früher Zugang zu neuen Technologien, der durch das Distributionsgeschäft gewährleistet wird.
- Know-how, das in mehr als 30 Jahren aufgebaut wurde.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



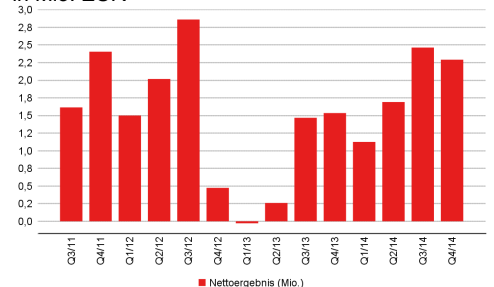
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	166,0	175,0	184,0	191,4	199,0	206,0	212,4	218,2	222,8	227,2	230,6	234,1	237,6	
Umsatzwachstum	6,5 %	5,4 %	5,1 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,1 %	2,7 %	2,1 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,0 %
EBIT	12,3	12,7	13,6	13,4	13,9	14,1	14,1	14,2	14,1	14,0	13,9	13,7	13,6	
EBIT-Marge	7,4 %	7,3 %	7,4 %	7,0 %	7,0 %	6,8 %	6,7 %	6,5 %	6,3 %	6,2 %	6,0 %	5,9 %	5,7 %	
Steuerquote (EBT)	29,5 %	29,5 %	29,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	8,7	9,0	9,6	9,4	9,8	9,8	9,9	9,9	9,9	9,8	9,7	9,6	9,5	
Abschreibungen	2,5	2,5	2,5	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	
Abschreibungsquote	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,9	2,3	2,2	1,9	1,9	1,8	1,6	1,4	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	
- Investitionen	3,0	2,8	2,7	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	
Investitionsquote	1,8 %	1,6 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	6,6	6,4	7,2	7,3	7,7	7,9	8,1	8,3	8,5	8,5	8,6	8,5	8,4	8
Barwert FCF	6,2	5,4	5,6	5,3	5,1	4,9	4,6	4,3	4,1	3,8	3,5	3,2	2,9	35
Anteil der Barwerte	18,33 %			44,39 %										37,29 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	7,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	3,5 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
WACC	8,49 %	Beta	1,34

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	59		
Terminal Value	35		
Zinstr. Verbindlichkeiten	12		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	3,4
Eigenkapitalwert	91	Wert je Aktie (EUR)	26,90

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,54	9,5 %	23,06	23,26	23,48	23,72	23,96	24,22	24,50	1,54	9,5 %	16,44	18,86	21,29	23,72	26,14	28,57	30,99
1,44	9,0 %	24,42	24,67	24,93	25,21	25,50	25,82	26,15	1,44	9,0 %	17,46	20,04	22,63	25,21	27,79	30,38	32,96
1,39	8,7 %	25,17	25,44	25,72	26,03	26,35	26,70	27,07	1,39	8,7 %	18,02	20,69	23,36	26,03	28,70	31,37	34,04
1,34	8,5 %	25,96	26,25	26,56	26,90	27,25	27,64	28,05	1,34	8,5 %	18,61	21,37	24,13	26,90	29,66	32,42	35,19
1,29	8,2 %	26,79	27,11	27,46	27,83	28,22	28,64	29,10	1,29	8,2 %	19,24	22,10	24,96	27,83	30,69	33,55	36,41
1,24	8,0 %	27,68	28,04	28,41	28,82	29,26	29,73	30,23	1,24	8,0 %	19,92	22,88	25,85	28,82	31,79	34,76	37,72
1,14	7,5 %	29,64	30,07	30,54	31,03	31,57	32,16	32,79	1,14	7,5 %	21,42	24,62	27,83	31,03	34,24	37,45	40,65

- Umsatzwachstum aufgrund einer kontinuierlichen Ausweitung der Einsatzgebiete der Displaytechnik erwartet.
- Das Beta von 1,3 reflektiert die niedrige Liquidität der Aktie sowie die Kunjunkursensibilität des Unternehmens.

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,64	10,51	10,95	12,70	14,63	16,26	18,05
EV / Umsatz	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	4,2 x	5,7 x	7,7 x	4,6 x	6,1 x	5,7 x	5,2 x
EV / EBIT	5,0 x	6,9 x	10,6 x	5,4 x	7,3 x	6,8 x	6,1 x
EV / EBIT adj.*	5,0 x	6,9 x	10,6 x	5,4 x	7,3 x	6,8 x	6,1 x
Kurs / FCF	10,1 x	60,7 x	20,6 x	5,7 x	14,8 x	15,5 x	13,7 x
KGV	6,2 x	7,2 x	16,8 x	8,5 x	11,3 x	10,9 x	10,2 x
KGV ber.*	6,2 x	7,2 x	16,8 x	8,5 x	11,3 x	10,9 x	10,2 x
Dividendenrendite	4,5 %	4,2 %	3,8 %	4,7 %	3,2 %	3,4 %	3,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	16,7 %	11,0 %	6,2 %	12,0 %	9,4 %	10,3 %	11,6 %
*Adjustiert um:	-						

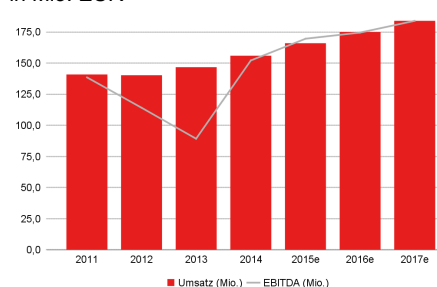
GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	140,9	140,2	146,7	155,9	166,0	175,0	184,0
Veränd. Umsatz yoy	18,3 %	-0,4 %	4,6 %	6,3 %	6,5 %	5,4 %	5,1 %
Herstellungskosten	107,8	108,9	115,7	117,9	126,5	133,9	142,0
Bruttoergebnis	33,1	31,4	31,0	38,0	39,5	41,1	42,0
<i>Bruttomarge</i>	<i>23,5 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>23,8 %</i>	<i>23,5 %</i>	<i>22,8 %</i>
Forschung und Entwicklung	2,9	3,1	4,9	5,3	4,0	4,0	4,0
Vertriebskosten	20,0	20,1	20,4	21,4	23,2	24,4	24,4
Verwaltungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	12,1	9,9	7,8	13,3	14,8	15,2	16,1
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>8,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
EBITA	11,3	9,1	6,9	12,3	13,7	14,1	15,0
Abschreibungen auf iAV	1,2	1,0	1,3	0,9	1,4	1,4	1,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	10,1	8,2	5,7	11,4	12,3	12,7	13,6
<i>Marge</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>7,4 %</i>
EBIT adj.	10,1	8,2	5,7	11,4	12,3	12,7	13,6
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	9,5	7,7	5,4	11,1	12,1	12,5	13,3
<i>Marge</i>	<i>6,8 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,2 %</i>
Steuern gesamt	1,9	0,9	2,2	3,6	3,6	3,7	3,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,6	6,9	3,2	7,6	8,5	8,8	9,4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,6	6,9	3,2	7,6	8,5	8,8	9,4
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	7,6	6,9	3,2	7,6	8,5	8,8	9,4
<i>Marge</i>	<i>5,4 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>5,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
EPS	2,16	1,98	0,95	2,23	2,50	2,59	2,76
EPS adj.	2,16	1,98	0,95	2,23	2,50	2,59	2,76

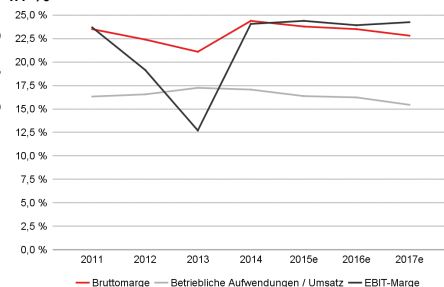
*Adjustiert um:

Guidance: 2015: Umsatz: +3-9%, EBIT: +1-10%, Auftragseingang: +3-9%**Kennzahlen**

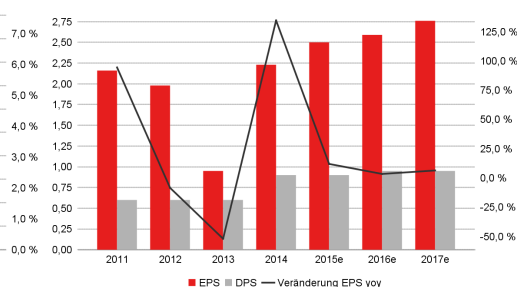
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	16,3 %	16,6 %	17,2 %	17,1 %	16,4 %	16,2 %	15,4 %
Operating Leverage	3,0 x	43,9 x	-6,6 x	16,1 x	1,2 x	0,6 x	1,3 x
EBITDA / Interest expenses	18,6 x	22,4 x	24,0 x	45,1 x	59,2 x	60,9 x	64,2 x
Steuerquote (EBT)	20,2 %	11,5 %	40,0 %	32,0 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %
Ausschüttungsquote	27,8 %	30,3 %	62,9 %	40,3 %	35,9 %	36,7 %	34,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	464.917	445.222	440.559	468.213	498.498	525.526	552.553

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

Quelle: Warburg Research

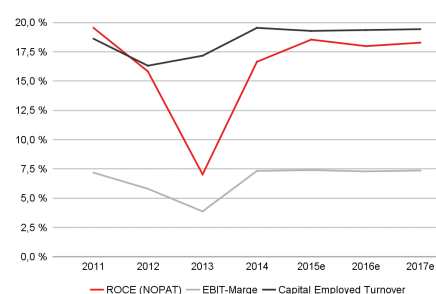
Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,8	5,4	5,0	4,9	5,0	5,1	5,2
davon übrige imm. VG	0,8	1,6	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	7,8	8,4	9,0	9,6	10,0	10,2	10,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	1,5	1,4	0,3	0,2	1,5	1,5	1,5
Anlagevermögen	14,1	15,2	14,2	14,7	16,5	16,8	17,0
Vorräte	27,1	30,4	29,8	28,9	33,2	35,0	36,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,7	15,8	22,4	18,3	20,5	21,6	22,7
Liquide Mittel	8,4	9,5	15,3	16,8	28,1	31,2	35,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,5	3,3	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Umlaufvermögen	55,8	59,1	69,2	65,4	83,1	89,1	95,8
Bilanzsumme (Aktiva)	69,9	74,3	83,5	80,1	99,6	105,9	112,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,6	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Kapitalrücklage	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Gewinnrücklagen	7,4	10,6	11,7	17,1	22,6	28,3	34,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,7	-1,5	-2,2	-1,6	-0,4	-0,5	-0,5
Buchwert	38,8	41,8	42,1	48,0	54,7	60,3	66,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	38,8	41,8	42,1	48,0	54,7	60,3	66,5
Rückstellungen gesamt	3,9	4,2	4,8	6,7	7,1	7,1	7,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,9	1,6	1,5	1,8	2,1	2,1	2,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	10,5	14,7	19,9	12,1	19,9	19,9	19,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,2	10,0	19,0	9,1	19,0	19,0	19,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,0	8,4	10,9	7,7	12,3	12,9	13,6
Sonstige Verbindlichkeiten	7,8	5,2	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6
Verbindlichkeiten	31,1	32,5	41,3	32,0	44,9	45,5	46,3
Bilanzsumme (Passiva)	69,9	74,3	83,5	80,1	99,6	105,9	112,8

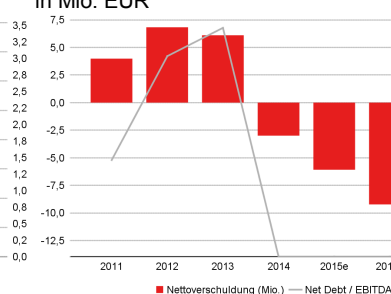
Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,2 x	3,0 x	2,9 x	3,2 x	3,2 x	3,2 x	3,3 x
Capital Employed Turnover	3,3 x	2,9 x	3,0 x	3,5 x	3,4 x	3,4 x	3,4 x
ROA	54,0 %	45,0 %	22,7 %	51,4 %	51,5 %	52,3 %	55,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	19,5 %	15,8 %	7,0 %	16,6 %	18,5 %	18,0 %	18,3 %
ROE	21,3 %	17,0 %	7,7 %	16,8 %	16,6 %	15,3 %	14,8 %
Adj. ROE	21,3 %	17,0 %	7,7 %	16,8 %	16,6 %	15,3 %	14,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	4,0	6,8	6,1	-3,0	-6,1	-9,2	-13,0
Nettofinanzverschuldung	2,1	5,2	4,6	-4,8	-8,2	-11,3	-15,1
Net Gearing	10,3 %	16,3 %	14,5 %	-6,2 %	-11,1 %	-15,3 %	-19,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	17,0 %	52,6 %	59,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	11,0	12,1	12,4	14,2	16,1	17,8	19,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,6	10,5	11,0	12,7	14,6	16,3	18,0

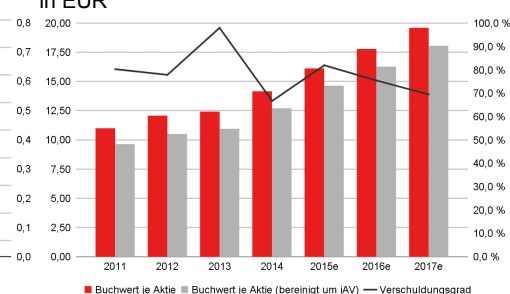
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

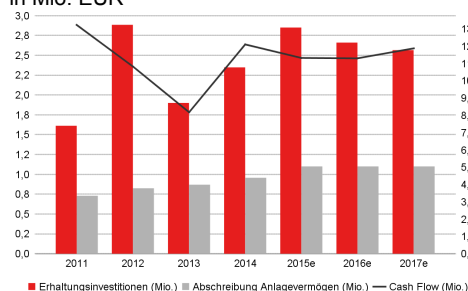
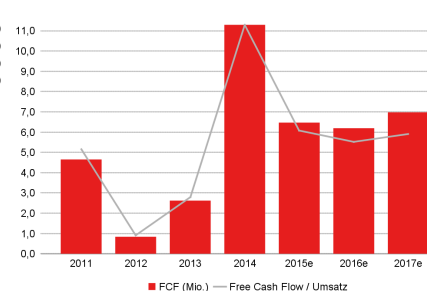
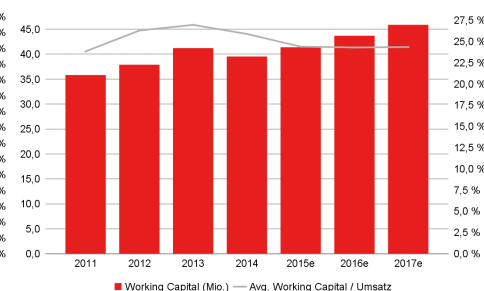
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	7,6	6,9	3,2	7,6	8,5	8,8	9,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	1,0	1,3	0,9	1,4	1,4	1,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,5	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,6	1,7	2,9	2,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	13,2	10,8	8,2	12,1	11,3	11,3	11,9
Veränderung Vorräte	-4,3	-3,3	0,6	0,9	-4,3	-1,8	-1,8
Veränderung Forderungen aus L+L	0,8	2,2	-6,5	4,0	-2,2	-1,1	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,9	-0,6	2,6	-3,2	4,6	0,6	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,5	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-6,9	-7,0	-3,3	1,7	-1,9	-2,3	-2,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	6,3	3,9	4,9	13,8	9,5	9,0	9,7
Investitionen in iAV	-0,9	-1,6	-0,8	-0,8	-1,5	-1,5	-1,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,8	-1,4	-1,4	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,7	-3,0	-2,2	-2,5	-3,0	-2,8	-2,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,3	4,3	5,1	-7,8	7,9	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,4	-2,1	-2,0	-2,0	-3,1	-3,1	-3,2
Erwerb eigener Aktien	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,7	0,3	3,1	-9,9	4,8	-3,1	-3,2
Veränderung liquide Mittel	1,9	1,1	5,7	1,4	11,3	3,1	3,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	8,4	9,5	15,3	16,7	28,1	31,2	35,0

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	4,7	0,8	2,6	11,3	6,5	6,2	7,0
Free Cash Flow / Umsatz	3,3 %	0,6 %	1,8 %	7,2 %	3,9 %	3,5 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	8,5	6,2	3,7	7,4	8,4	8,9	9,6
Free Cash Flow / Umsatz	3,3 %	0,6 %	1,8 %	7,2 %	3,9 %	3,5 %	3,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	61,2 %	11,9 %	81,2 %	149,2 %	76,1 %	70,4 %	74,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	0,3 %	0,4 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,8 %	3,5 %	1,9 %	1,8 %	1,6 %	1,3 %	1,3 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,2 %	2,2 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	1,6 %	1,5 %
Maint. Capex / Umsatz	1,1 %	2,1 %	1,3 %	1,5 %	1,7 %	1,5 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	87,7 %	169,7 %	105,0 %	133,4 %	120,0 %	112,0 %	108,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	23,8 %	26,3 %	27,0 %	25,9 %	24,4 %	24,3 %	24,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	196,3 %	188,9 %	204,2 %	238,3 %	166,7 %	167,4 %	166,9 %
Vorratsumschlag	4,0 x	3,6 x	3,9 x	4,1 x	3,8 x	3,8 x	3,9 x
Receivables collection period (Tage)	46	41	56	43	45	45	45
Payables payment period (Tage)	31	28	35	24	35	35	35
Cash conversion cycle (Tage)	73	85	74	76	72	72	71

Investitionen und Cash Flow

in Mio. EUR

**Free Cash Flow Generation****Working Capital**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Data Modul	3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005498901.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	55
Halten	70	37
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	81	58
Halten	47	34
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	139	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DATA MODUL] AM [26.03.2015]


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplasier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
Utilities crodler@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
Utilities swulf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France mgruebner@mmwarburg.com

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com