

## Data Modul AG

Datum: 19.12.2018

Votum:		Kaufen
Zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		84,50 (zuvor: 82,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		58,00
18.12.2018	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		46%

### Strategie des Systemlieferanten zahlt sich zunehmend aus

- Die überzeugenden Q3-Zahlen (Umsatz: 62,1 (52,6) Mio. Euro; EBIT: 5,9 (3,4) Mio. Euro) zeigen u.E., dass angesichts des hohen Wachstums im Segment Systeme (Umsatz: +46%; EBIT: 3,7 (1,2) Mio. Euro) die Ausrichtung auf Systemlösungen und Eigenprodukte immer stärker Früchte trägt (Segment Displays: Umsatz: -3%; EBIT: 2,2 (2,2) Mio. Euro). Zudem profitiert Data Modul von der Auslandsexpansion (Umsatz: +19%; Inland: +17%).
- U.E. bleibt Data Modul ein Profiteur der Digitalisierung. Zentrale Trends sind der Ersatz manueller Bedientafeln durch Touch-Displays, die Mensch-Maschine-Kommunikation, die Fernsteuerung von Anlagen via Internet/Ethernet oder Digital Signage. Wegen der starken 9M-Zahlen, des Auftragsrekords, der Kapazitätserweiterungen und der jüngst erhöhten EBIT-Guidance für 2018 haben wir unsere EpS-Prognosen für 2018e bis 2020e um 8% bis 10% erhöht.
- Wir bekräftigen unser Kaufen-Votum bei einem Kursziel von 84,50 (zuvor: 82,00) Euro (DCF-Modell). Impulse erwarten wir u.a. vom neuen Strategieprogramm "Touch Tomorrow 2023".

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	180,3	197,1	218,3	240,6	264,7	290,5
Umsatzwachstum	15,6%	9,3%	10,7%	10,3%	10,0%	9,7%
EBIT	12,6	15,0	15,9	19,3	21,3	23,8
EBIT-Marge	7,0%	7,6%	7,3%	8,0%	8,0%	8,2%
Jahresüberschuss	8,4	10,2	10,6	13,5	14,9	16,7
Nettomarge	4,7%	5,2%	4,9%	5,6%	5,6%	5,8%
Ergebnis je Aktie	2,41	2,90	3,01	3,83	4,23	4,74
Dividende je Aktie	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
Net Gearing	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
FCF je Aktie	1,24	0,65	0,64	1,61	1,94	2,32
FCF Yield	4,0%	1,5%	0,9%	2,8%	3,3%	4,0%
EV / Umsatz	0,6	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	6,5	8,4	13,2	8,9	8,1	7,3
EV / EBIT	7,9	9,5	15,2	10,1	9,2	8,2
EV / FCF	23,0	62,2	107,6	34,6	28,6	24,0
KGV	13,0	15,2	24,1	15,1	13,7	12,2
KBV	1,8	2,2	3,2	2,2	1,9	1,7
Dividendenrendite	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 85 Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 85 WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 67 WpHG bestimmt.

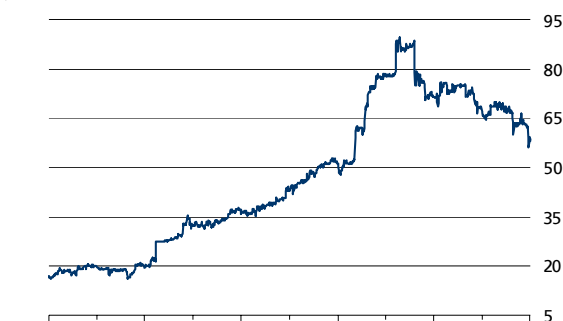
Unternehmensdaten	
Branche	Industrie
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005498901
Reuters	DAMG.DE
Bloomberg	DAM

Aktien Daten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,526
Streubesitz	30,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	204,5
∅ Tagesumsatz (Stück)	390
52W Hoch	11.01.2018
52W Tief	11.12.2018
	76,20 Euro
	53,40 Euro

Termine	
Q4-Zahlen	März 2019
Q1-Zahlen	Mai 2019

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-8,2%	-2,9%
3 Monate	-13,7%	-2,0%
6 Monate	-13,4%	2,9%
12 Monate	-18,7%	0,6%

### Index-Gewichtung



Quelle: Data Modul AG; Bloomberg

### Kontakt


 Independent Research GmbH

 Friedrich-Ebert-Anlage 36  
 60325 Frankfurt am Main

 Telefon: +49 (69) 971490-0  
 Telefax: +49 (69) 971490-90  
 Internet: www.irffm.de

 Erstellung abgeschlossen am 19.12.18 um 10:45 Uhr  
 Erstmalige Weitergabe am 19.12.18 um 11:00 Uhr

 Ersteller: M. Engelmayer; S. Röhle (Analyst)  
 E-Mail: mengelmayer@irffm.de; sroehle@irffm.de

**Data Modul AG****Branche: Industrie**

ISIN: DE0005498901

Bloomberg: DAM

Marktsegment: Prime Standard

Streubesitz: 30,8%

**Votum: Kaufen (zuvor: Kaufen)****Kursziel: 84,50 (zuvor: 82,00) Euro****Kurspotenzial: 46%**

Kurs (Xetra): 58,00 Euro

vom 18.12.2018 um 17:36 Uhr

**Prognosen: Annahmen**

- Umsatztreiber: Auslandsexpansion (zunehmend in den USA und Asien); Addressierung neuer Kunden bspw. im Bereich Digital Signage und in der Medizintechnik; Ausbau des Eigenproduktanteils
- Bruttomarge teils von höheren Einkaufspreisen in Distribution geprägt
- Im Gegenzug Margensteigerung durch höheren Eigenproduktanteil
- Weiter erhöhter Capex in die Kapazitäten des Standorts Weikersheim
- Leicht steigende Working Capital-Quote durch Auslandsexpansion
- Dividende bei 0,12 Euro je Aktie (von Arrow Electronics durchgesetzt)

**Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	197,1	218,3	240,6	264,7	290,5
Herstellungskosten	-151,3	-170,7	-188,2	-207,8	-228,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>45,7</b>	<b>47,6</b>	<b>52,5</b>	<b>56,9</b>	<b>61,9</b>
F&E-Kosten	-5,9	-5,4	-5,7	-6,1	-6,4
Vertrieb, Verwaltung	-24,8	-26,3	-27,5	-29,5	-31,7
<b>EBITDA</b>	<b>17,1</b>	<b>18,3</b>	<b>22,1</b>	<b>24,3</b>	<b>27,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>15,0</b>	<b>15,9</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,8</b>
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,9</b>
Ertragsteuern	-4,7	-5,2	-5,8	-6,4	-7,2
<b>Konzernergebnis</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>13,5</b>	<b>14,9</b>	<b>16,7</b>
Ergebnis je Aktie (Euro)	2,90	3,01	3,83	4,23	4,74
Dividende je Aktie (Euro)	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Ausschüttungsquote	4,1%	4,0%	3,1%	2,8%	2,5%
Umsatzerlöse Displays	112,1	122,6	118,9	123,7	129,2
EBIT Displays	9,4	9,4	8,5	8,7	8,9
Umsatzerlöse Systeme	85,0	95,7	121,7	141,0	161,3
EBIT Systeme	5,7	6,5	10,9	12,6	14,9

**Bilanz und Kapitalflussrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immat. Vermögenswerte	4,9	5,5	5,7	5,9	6,1
Sachanlagen, immat. Verm.	11,6	13,0	15,3	16,4	17,3
Vorräte	44,0	42,8	47,4	52,9	58,9
Forderungen LuL	23,0	27,1	30,3	34,1	38,2
Flüssige Mittel	17,2	20,2	24,5	29,9	36,7
Sonstige Vermögenswerte	2,3	2,3	2,4	2,6	2,8
<b>Bilanzsumme</b>	<b>103,0</b>	<b>110,9</b>	<b>125,7</b>	<b>141,8</b>	<b>159,9</b>
Eigenkapital	70,0	79,6	92,7	107,2	123,4
Langfristige Finanzschulden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzschulden	3,0	4,2	3,2	2,2	1,2
Verbindlichkeiten LuL	14,2	13,7	15,5	17,1	18,8
Sonstige Verbindlichkeiten	15,8	13,4	14,4	15,4	16,5
Cash Earnings	14,6	10,0	17,1	18,8	20,8
Operativer Cashflow	6,3	6,7	11,0	11,1	12,5
Auszahlung Capex	-4,0	-4,4	-5,3	-4,3	-4,3
Free Cashflow	2,3	2,2	5,7	6,8	8,2
Einzahlung Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Dividende	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4

**GuV Wachstumsraten und Margen**

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Wachstum Umsatzerlöse	9,3%	10,7%	10,3%	10,0%	9,7%
Wachstum EBIT	19,6%	5,8%	21,5%	10,2%	11,8%
Wachstum EpS	20,2%	3,9%	27,2%	10,4%	12,0%
Bruttomarge	23,2%	21,8%	21,8%	21,5%	21,3%
EBIT-Marge	7,6%	7,3%	8,0%	8,0%	8,2%
EBIT-Marge Displays	8,4%	7,7%	7,1%	7,0%	6,9%
EBIT-Marge Systeme	6,7%	6,8%	8,9%	9,0%	9,2%
Nettomarge	5,2%	4,9%	5,6%	5,6%	5,8%
F&E-Quote	3,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%

**Bilanz- und Kapitalfluss-Kennzahlen**

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
EK-Quote	68,0%	71,8%	73,7%	75,6%	77,2%
Working Capital-Quote	24,7%	25,0%	24,6%	25,0%	25,5%
Nettofinanzv. (Mio. Euro)	-12,6	-14,4	-19,6	-25,9	-33,6
Nettofinanzv. / EBITDA	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
Cash Earnings / Umsatzerlöse	7,4%	4,6%	7,1%	7,1%	7,2%
Op. Cashflow / Umsatzerlöse	3,2%	3,1%	4,6%	4,2%	4,3%
Free Cashflow / Umsatzerlöse	1,2%	1,0%	2,4%	2,6%	2,8%
ROCE	16,0%	14,8%	17,1%	16,9%	17,2%
ROE	15,7%	14,2%	15,7%	14,9%	14,5%

**Bewertung: Annahmen**

- Ausschließlich Bewertung auf Basis eines DCF-Modells, da Peer Group-Analyse u.E. nicht sinnvoll ist (stark divergierende Geschäftsmodelle)
- Detailplanungszeitraum 2018e bis 2020e; Trendanalyse von 2021e bis 2027e; Jahr des Terminal Value 2027e
- Abnahme des Umsatzwachstums auf 5,0% bis 2023e bzw. auf 2,5% 2027e (Jahr des Terminal Value); langfristige EBIT-Marge von 9,0%
- WACC von 8,3% bei Beta von 1,1 und Eigenkapitalquote zu Marktwerten von 95%; Wachstum des Free Cashflow im Terminal Value von 2,0%

**Bewertung**

	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)
DCF-Modell	299,6	84,95
Peer Group-Analyse	-	-
Gewichtung	100% / -	100% / -
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>299,6</b>	<b>84,95</b>
<b>Kursziel (Euro)</b>		<b>84,50</b>

**Bewertungsmultiplikatoren**

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
FCF Yield	1,5%	0,9%	2,8%	3,3%	4,0%
EV / EBITDA	8,4	13,2	8,9	8,1	7,3
EV / EBIT	9,5	15,2	10,1	9,2	8,2
KGV	15,2	24,1	15,1	13,7	12,2
Dividendenrendite	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Bewertung

### Bewertungsfazit

*Fairer Wert je Aktie von 84,95 (zuvor: 82,58) Euro*

Wir bewerten die Data Modul-Aktie ausschließlich auf Basis eines DCF-Modells. Eine Peer Group-Bewertung ist u.E. mittlerweile nicht mehr sinnvoll, da sich die Gesellschaft zunehmend zu einem Systemanbieter mit einem hohen Anteil margenstarker Eigenprodukte entwickelt (Umsatzanteil 2017: 47%). Bei möglichen vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen handelt es sich häufig entweder um reine Distributoren oder Zulieferer sowie Panel- und Displayhersteller. Wir ermitteln einen fairen Wert des Eigenkapitals von 299,6 (zuvor: 291,2) Mio. Euro bzw. 84,95 (zuvor: 82,56) Euro je Aktie. Der höhere Wert reflektiert unsere angehobenen Prognosen. Der faire Wert impliziert ein EV/EBITDA von 10,8 (2020e) bis 13,2 (2018e) und ein KGV von 17,9 (2020e) bis 22,2 (2018e). Die Multiples sind u.E. angesichts der dynamischen Gewinnentwicklung und der starken Bilanz (hohe Nettoliquidität) valide.

*Kursziel: 84,50 (zuvor: 82,00) Euro*

<b>Data Modul AG</b>			
<b>Bewertung - Zusammenfassung</b>			
Angaben in Euro			
	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	299,6	84,95	100%
Peer Group-Analyse	-	-	-
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>299,6</b>	<b>84,95</b>	
<b>Kursziel (Euro)</b>			<b>84,50</b>

Quelle: Independent Research

### DCF-Modell

*Dreistufiges DCF-Modell*

Wir bewerten die Data Modul-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Es basiert in der ersten Stufe auf einer detaillierten Planung bis einschließlich 2020e. In der zweiten Stufe wechseln wir von unserer Detailplanung zu einer Grobplanung (Trendanalyse) bis zum Geschäftsjahr 2027e. Ab 2023e unterstellen wir dabei eine nachhaltige EBIT-Marge von unverändert 9,0%. Für die Topline-Entwicklung unterstellen wir nach 2020e ein auf 5,0% absinkendes Umsatzwachstum. Grundsätzlich gehen wir von einem rein organischen Wachstum aus. Mögliche Unternehmenszükäufe sind nicht berücksichtigt. In Stufe drei ermitteln wir den Terminal Value. Wir folgen in diesem Teil, der mit dem größten Prognoserisiko behaftet ist, dem Going-Concern-Ansatz mit einem Wachstum des Free Cashflows von 2,0% (im Rahmen der jährlichen Inflationsrate). Bei der Ermittlung des WACC von 8,3% (zuvor: 8,0%) haben wir auf Grund der niedrigen Finanzverschuldung bei der langfristigen Zielkapitalstruktur eine Eigenkapitalquote (zu Marktwerten) von 95% (zuvor: 90%) unterstellt. Das Beta von 1,1 reflektiert u.E. den Track Record eines längerfristigen Umsatz- und Ertragszuwachses.

*WACC von 8,3%*

**Data Modul AG****Discounted Cashflow - Modell**

Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	240,6	264,7	290,5	314,2	334,9	351,7	369,2	387,7	407,1	417,3
Umsatzwachstum	-	10,0%	9,7%	8,2%	6,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBIT-Marge	8,0%	8,0%	8,2%	8,5%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>EBIT</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>29,2</b>	<b>31,6</b>	<b>33,2</b>	<b>34,9</b>	<b>36,6</b>	<b>37,6</b>
- Ertragssteuern	-5,8	-6,4	-7,1	-8,0	-8,8	-9,5	-10,0	-10,5	-11,0	-11,3
+ Abschreibungen	2,7	3,0	3,2	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,6
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>16,4</b>	<b>18,1</b>	<b>20,1</b>	<b>22,3</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>	<b>27,6</b>	<b>29,0</b>	<b>30,4</b>	<b>31,2</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-6,1	-7,7	-8,3	-4,4	-3,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1
- Investitionen in das Anlagevermögen	-5,3	-4,3	-4,3	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>13,5</b>	<b>16,5</b>	<b>19,6</b>	<b>20,9</b>	<b>22,2</b>	<b>23,7</b>	<b>24,5</b>
<b>Barwerte</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,5</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>
Summe Barwerte	101,3									
Terminalwert	189,8									
<b>Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>291,1</b>									
+ Liquide Mittel	14,7									
- Finanzverschuldung	-6,3									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>299,6</b>									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	3,526									
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	<b>84,95</b>									

Quelle: Independent Research

in % des Gesamtwerts: 65%

**Modell-Parameter:**

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	95%	Fremdkapital:	5%	
Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,1	Risikoprämie FK:	2,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	8,5%	Zins FK:	3,5%
Wachstumsrate FCF:	2,0%	WACC:	8,3%	Datum:	19.12.18

**Sensitivitätsanalyse (in Euro)**

Wachstum TV	Diskontierungszinssatz (WACC)				
	1,5%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
2,0%	87,93	80,72	<b>84,95</b>	74,52	69,13
2,5%	93,92	89,92	82,09	72,06	75,42
3,0%	99,26	95,83	86,86	79,33	

Quelle: Independent Research

*DCF-Modell: fairer Wert von 84,95 (zuvor: 82,58) Euro je Aktie*

Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir für Data Modul einen fairen Wert des Eigenkapitals von 299,6 (zuvor: 291,2) Mio. Euro bzw. 84,95 (zuvor: 82,58) Euro je Aktie.

<b>Data Modul AG</b>									
<b>Peer Group - Analyse</b>									
	EV / EBITDA			EV/ EBIT			KGV		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Avnet	6,1	5,8	5,6	6,8	6,5	6,8	8,5	7,9	7,3
Arrow Electronics	6,5	6,5	6,5	7,2	7,0	7,2	7,9	7,7	7,8
AU Optronics	3,6	4,4	5,2	17,1	1361,9	-	10,7	50,6	-
Barco	9,7	8,5	7,5	13,5	11,2	9,6	18,5	15,1	13,0
BOE Technology Group	7,8	6,1	5,1	26,5	21,6	16,1	17,0	13,6	10,0
Innolux	1,6	2,0	2,1	9,5	-	-	23,8	-	-
LG Display	3,4	2,7	2,2	-	-	19,0	-	-	18,4
Tech Data	4,8	4,8	-	5,5	5,5	-	7,6	7,3	6,9
Toshiba TEC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minimum	1,6	2,0	2,1	5,5	5,5	6,8	7,6	7,3	6,9
Maximum	9,7	8,5	7,5	26,5	1361,9	19,0	23,8	50,6	18,4
Median	5,4	5,3	5,2	9,5	9,1	9,6	10,7	10,8	8,9
Mittelwert	5,4	5,1	4,9	12,3	235,6	11,8	13,4	17,0	10,6
Standardabweichung	2,6	2,1	2,0	7,5	551,8	5,5	6,4	16,8	4,5
<b>Data Modul AG</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>15,1</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 18.12.18

*Nur eingeschränkte Vergleichbarkeit*

#### Indikative Peer Group-Analyse

Die Peer Group von Data Modul ist aus unserer Sicht sehr divers und daher nur eingeschränkt aussagekräftig. So konzentrieren sich Avnet, Arrow Electronics und Tech Data fast ausschließlich auf die Distribution von Elektronikkomponenten, IT-Produkten oder Embedded Solutions. Innolux, AU Optronics und LG Display sind als Hersteller von Panels bzw. LCD-Displays u.E. eher als Zulieferer von Data Modul einzustufen. BOE Technology Group ist ebenfalls ein Produzent von Displays. Sowohl BOE Technology als auch Barco und Toshiba TEC bieten jedoch in der Wertschöpfungskette nachgelagerte Hightech-Produkten für die Industrie (z.B. für den Einzelhandel; Monitorlösungen und Kassensysteme von Toshiba TEC; Technik für Kontrollräume von Barco) und die Medizintechnik an und sind deswegen u.E. stärker als Wettbewerber von Data Modul anzusehen. Vor dem Hintergrund der sehr unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Wertschöpfungsstufen halten wir eine Peer Group-Bewertung nicht für sinnvoll.

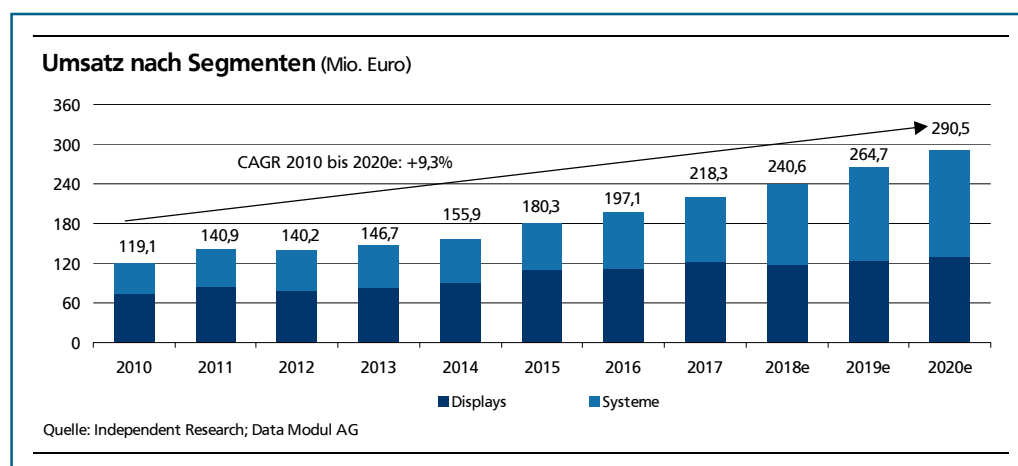
## Bilanz-, Finanz- und Ergebnisanalyse

### Ergebnisanalyse

*Segment Systeme mit EBIT-Sprung um 214%*

#### Ausrichtung auf das Systemgeschäft und Auslandsexpansion treiben Umsätze

Die Q3-Zahlen haben u.E. sowohl beim Umsatz mit 62,1 (52,6) Mio. Euro als auch beim EBIT mit 5,9 (3,4) Mio. Euro überzeugt. Dabei profitierte Data Modul auch von Währungseffekten, die noch in Q1 2018 das Ergebnis belasteten. Als Treiber erwies sich erneut das Segment Systeme (Umsatz: +46%; EBIT: 3,7 (1,2) Mio. Euro). Damit zeigt sich nach unserer Meinung immer deutlicher, dass die Ausrichtung von Data Modul auf Systemlösungen und eigenentwickelte Produkte (Embedded-Lösungen; Optical Bonding, das im Juni um das Gelpad-Bonding-Verfahren ergänzt wurde und besonders für Displays mit dünnem oder ohne Rahmen prädestiniert ist) immer stärker zum Tragen kommt. Im Segment Displays (Umsatz: -3%; EBIT: 2,2 (2,2) Mio. Euro) macht sich hingegen der zunehmende Margendruck in der reinen Display-Distribu-



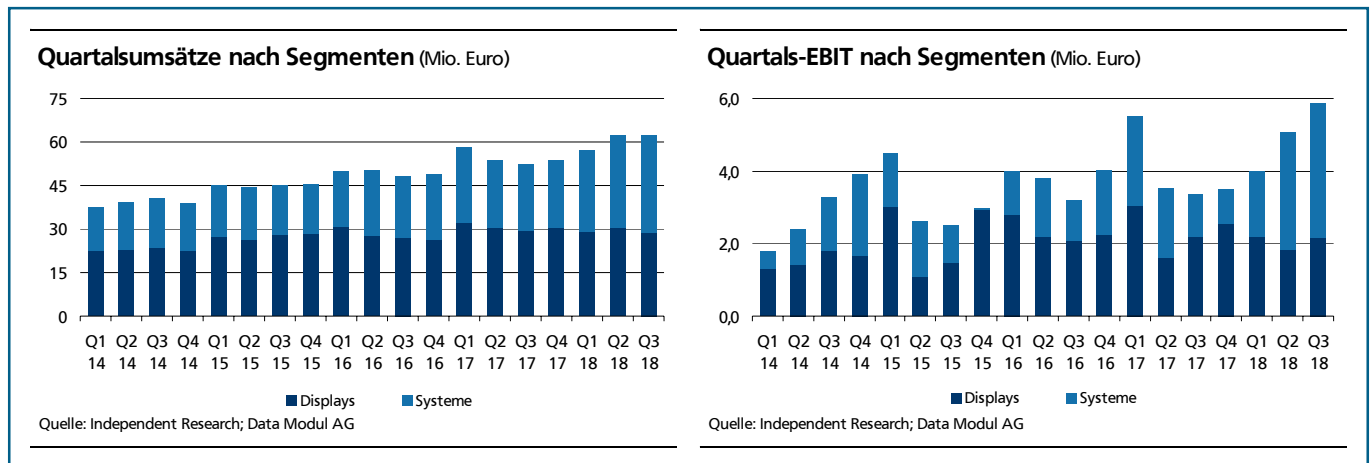
**Data Modul AG**

**Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	Q3 2017	Q3 2018	9M 2017	9M 2018
	Ist	Ist	Ist	Ist
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>52,6</b>	<b>62,1</b>	<b>164,5</b>	<b>182,0</b>
in % ggü. Vorjahr	9,1%	18,0%	10,9%	10,6%
Displays	29,8	28,8	92,2	88,3
Systeme	22,9	33,3	72,3	93,7
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>11,0</b>	<b>14,4</b>	<b>36,8</b>	<b>40,4</b>
Rohmarge	20,9%	23,1%	22,3%	22,2%
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>	<b>12,4</b>	<b>15,0</b>
EBIT-Marge	6,4%	9,4%	7,5%	8,2%
EBIT Displays	2,2	2,2	6,8	6,2
EBIT Systeme	1,2	3,7	5,6	8,8
EBIT-Marge Displays	7,4%	7,5%	7,4%	7,0%
EBIT-Marge Systeme	5,2%	11,1%	7,7%	9,4%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>8,4</b>	<b>10,4</b>
Nettomarge	4,4%	6,9%	5,1%	5,7%
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,65</b>	<b>1,22</b>	<b>2,37</b>	<b>2,96</b>

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



*Exportquote von unverändert 50% in Q3 2018*

tion bemerkbar. Hervorzuheben ist aus unserer Sicht zudem die Auslandsexpansion mit einer verstärkten Präsenz in Skandinavien (Norwegen, Schweden und Dänemark) sowie einem deutlichen Wachstum in Asien. Dies spiegelt sich in Q3 2018 im Auslandsumsatz von 31,2 (26,3) Mio. Euro wider (+19%; Inland: +17% auf 30,9 (26,4) Mio. Euro).

*Erneut Rekordwerte beim Auftragseingang und Auftragsbestand*

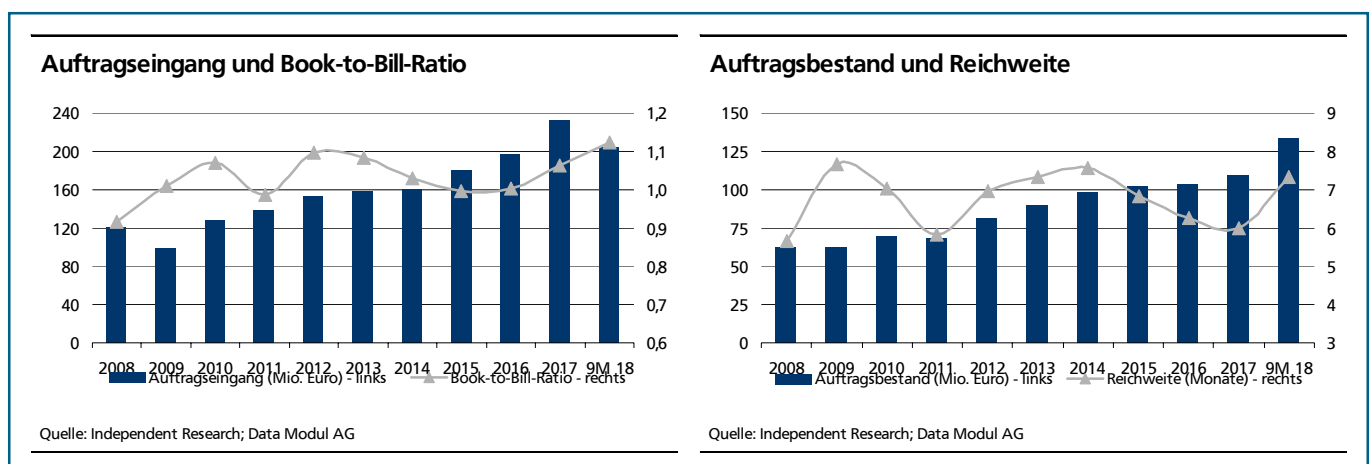
#### Prognosen für 2018e bis 2020e angehoben

In 9M 2018 hat Data Modul mit einem Umsatz von 182,0 (164,5) Mio. Euro und einem EBIT von 15,0 (12,4) Mio. Euro bereits 77% (9M 2017: 75%) unserer bisherigen Umsatz- bzw. 84% (9M 2017: 78%) unserer EBIT-Prognose für 2018e erreicht. Zudem wurden in 9M 2018 Rekordwerte beim Auftragseingang (204,3 (190,1) Mio. Euro; Book-to-Bill-Ratio: 1,1 (1,2)) und beim Auftragsbestand (30.09.18: 133,5 (30.09.17: 121,9) Mio. Euro) vermeldet. Am 10.12.18 hat Data Modul auch die EBIT-Guidance für 2018 erhöht (EBIT: +19% bis +30% y/y (zuvor: +4% bis +16%)). Wir haben daher unsere EBIT- und EpS-Prognosen für 2018e auf 19,3 (zuvor: 17,9) Mio. Euro und 3,83 (zuvor: 3,55) Euro angehoben.

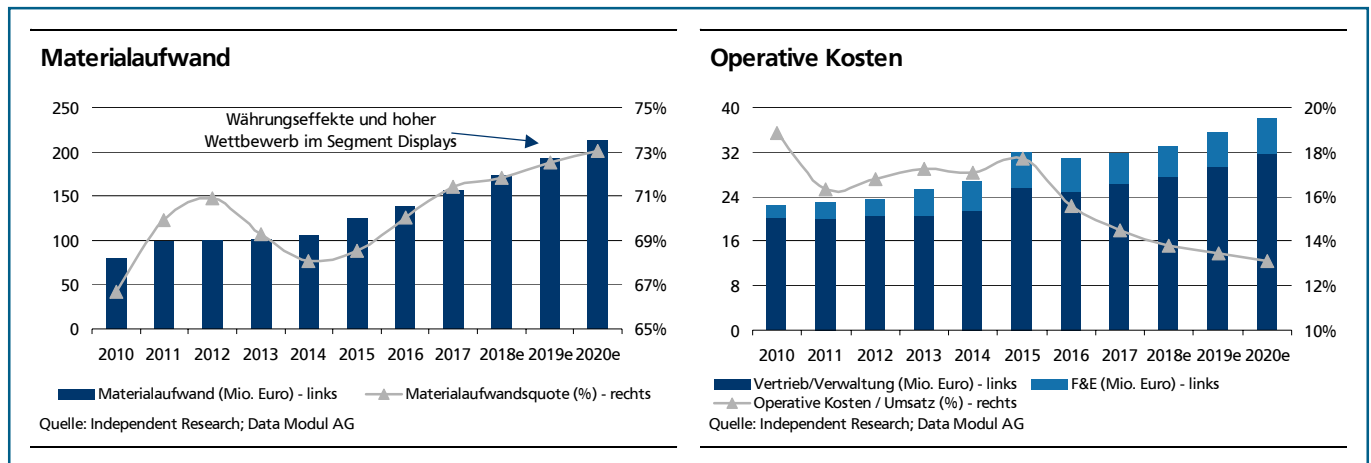
*Auslandsexpansion, Eigenprodukte und neue Produkte als Treiber*

In den Folgejahren erwarten wir vor allem aus drei Stoßrichtungen Umsatz- und Ertragsimpulse:

- Auslandsexpansion: Verstärkte Vertriebsinitiativen in den USA (Ziel ist mehr als Verdoppelung des Umsatzes; 2017: 13,4 (11,4) Mio. Euro) und in Asien (hier vor allem China; 2015 Niederlassung eröffnet; aktueller Umsatz: ca. 3,0 Mio. Euro).



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



- Ausbau der Eigenprodukte: Vertiefung der Wertschöpfung bspw. im Bonding oder bei Touchlösungen (z.B. Force Touch-Display mit der Steuerung des Displays durch die unterschiedliche Stärke der Berührung; erweitert die Bedienmöglichkeiten erheblich)
- Neue Zielbranchen: Medizintechnik (2016 ISO-Zertifizierung 13485 erhalten) und Digital Signage im Einzelhandel (u.a. Rahmenvertrag mit Konzern im deutschen Lebensmittel-einzelhandel; laut CEO Dr. Pesahl laufen Verhandlungen mit weiteren Kunden)

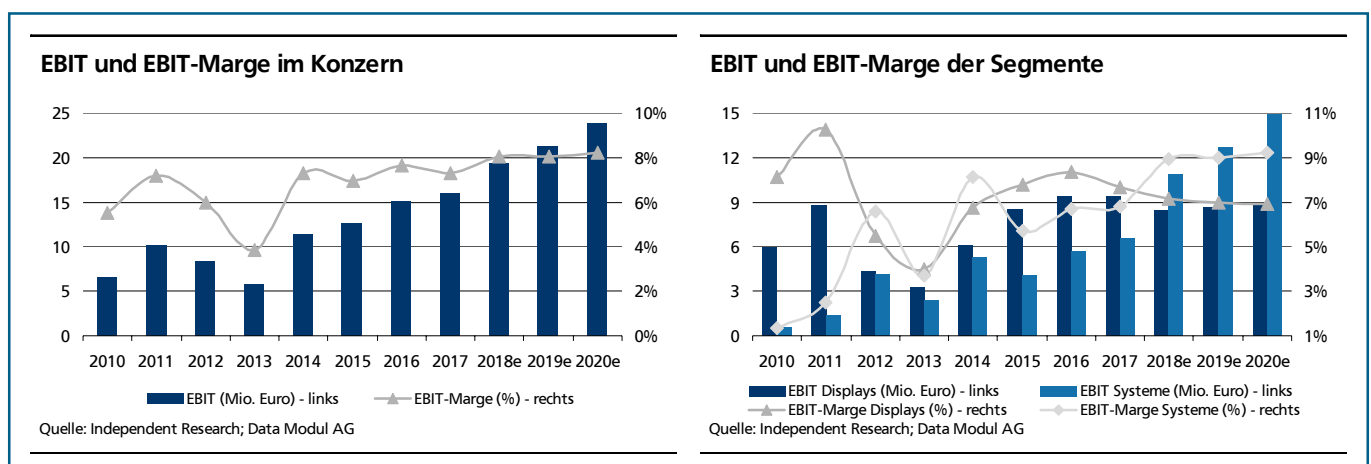
*EpS-Prognosen um 8% bis 10% angehoben*

Vor diesem Hintergrund, dem allgemeinen Trend zur Digitalisierung der Bedien-, Schalt- und Überwachungselemente in der Industrie sowie wegen der soliden Auftragslage haben wir unsere Prognosen für 2019e und 2020e angehoben:

- EBIT 2019e: 21,3 (zuvor: 19,8) Mio. Euro; EpS 2019e: 4,23 (zuvor: 3,93) Euro
- EBIT 2020e: 23,8 (zuvor: 21,7) Mio. Euro; EpS 2019e: 4,74 (zuvor: 4,31) Euro

*Weikersheim arbeitet nahe der Kapazitätsgrenze*

**Ausbau der Produktions- und Logistikkapazitäten als Basis für künftiges Wachstum**  
Ein zentraler Faktor für das künftige Wachstum ist u.E. der Ausbau der Produktions- und Logistikkapazitäten. 2017 hat Data Modul in Weikersheim die Produktionsfläche auf über 32.000 (zuvor: 18.000) m<sup>2</sup> fast verdoppelt und produziert hier bereits an der Kapazitätsgrenze. Daher hat Data Modul den Aufbau eines weiteren Fertigungsstandorts in Polen angekündigt. Der Produktionsstart soll voraussichtlich in Q2 2019 sein.



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



## Finanzanalyse

*Nettoliquidität von 8,5 Mio. Euro Ende Q3 2018*

### Eigenkapitalquote von ca. 70%

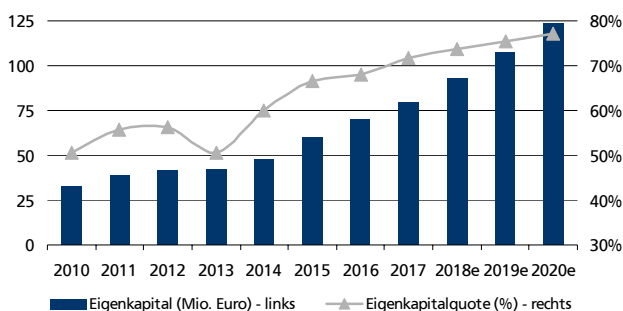
Die Kapitalausstattung von Data Modul bleibt u.E. mit einer Eigenkapitalquote zum 30.09.18 von 70% (31.12.17: 72%) komfortabel. Die Nettoliquidität ist zum 30.09.18 saisonal üblich auf 8,5 (31.12.17: 14,4) Mio. Euro zurückgegangen, dürfte sich jedoch zum Jahresende weiter auf 19,6 Mio. erhöhen. Dies ist auch dem Umstand geschuldet, dass Data Modul auf Grund der Einflussnahme von Arrow Electronics die Dividende auf 0,12 Euro je Aktie begrenzt.

*Weiterer Capex in Kapazitätserweiterungen*

### Weiterhin hohe operative Cashflows zu erwarten

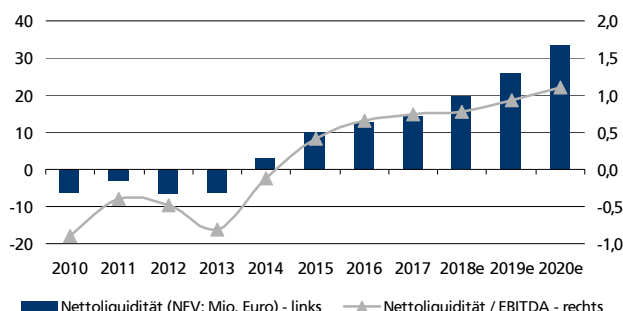
Data Modul zeichnet sich u.E. durch einen Track Record positiver Free Cashflows aus, auch wenn dieser in 9M 2018 saisonal bedingt mit -5,6 (9M 2017: -7,4) Mio. Euro negativ war. Für die weitere Expansion veranschlagt das Management 2018e und 2019e Gesamtinvestitionen von 5,9 Mio. Euro. Zudem hat Data Modul den Aufbau eines zweiten Produktionsstandorts in Polen angekündigt, um die Auslandsmärkte noch flexibler bedienen zu können. Auf Grund der erreichten Skaleneffekte erwarten wir dennoch künftig steigende Free Cashflows (von 5,7 Mio. Euro 2018e bis 8,2 Mio. Euro 2020e (2017: 2,2 Mio. Euro)); d.h. 2,4% bis 2,8% (2017: 1,0%) des Umsatzes).

**Eigenkapital und Eigenkapitalquote**



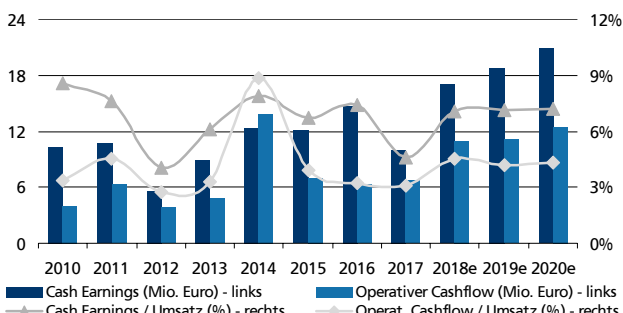
Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Nettoliquidität**



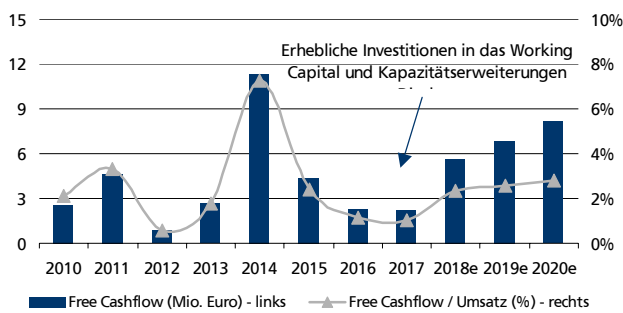
Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Cash Earnings und operativer Cashflow**



Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Free Cashflow**



Quelle: Independent Research; Data Modul AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Data Modul AG****Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>180,3</b>	<b>197,1</b>	<b>218,3</b>	<b>240,6</b>	<b>264,7</b>	<b>290,5</b>
Herstellungskosten	-135,8	-151,3	-170,7	-188,2	-207,8	-228,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>44,5</b>	<b>45,7</b>	<b>47,6</b>	<b>52,5</b>	<b>56,9</b>	<b>61,9</b>
F&E-Kosten	-6,5	-5,9	-5,4	-5,7	-6,1	-6,4
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-25,4	-24,8	-26,3	-27,5	-29,5	-31,7
<b>EBIT</b>	<b>12,6</b>	<b>15,0</b>	<b>15,9</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,8</b>
Finanzergebnis	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>12,4</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,9</b>
Ertragsteuern	-4,0	-4,7	-5,2	-5,8	-6,4	-7,2
<b>Konzernergebnis</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>13,5</b>	<b>14,9</b>	<b>16,7</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,488	3,526	3,526	3,526	3,526	3,526
Ergebnis je Aktie (in Euro)	2,41	2,90	3,01	3,83	4,23	4,74
Dividende je Aktie (in Euro)	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Abschreibungen	-2,8	-2,0	-2,4	-2,7	-3,0	-3,2
<b>EBITDA</b>	<b>15,3</b>	<b>17,1</b>	<b>18,3</b>	<b>22,1</b>	<b>24,3</b>	<b>27,0</b>

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Data Modul AG****Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Umsatzerlöse</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>
Herstellungskosten	-75,3%	-76,8%	-78,2%	-78,2%	-78,5%	-78,7%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>24,7%</b>	<b>23,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,5%</b>	<b>21,3%</b>
F&E-Kosten	-3,6%	-3,0%	-2,5%	-2,4%	-2,3%	-2,2%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-14,1%	-12,6%	-12,0%	-11,4%	-11,2%	-10,9%
<b>EBIT</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>
Finanzergebnis	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>
Ertragsteuern	-2,2%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,5%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>
Abschreibungen	-1,5%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
<b>EBITDA</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</b>

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Data Modul AG****Bilanz**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögenswerte	4,4	4,9	5,5	5,7	5,9	6,1
Sachanlagen	10,0	11,6	13,0	15,3	16,4	17,3
Nach der Equity Methode bilanzierte Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Summe langfristiger Vermögenswerte</b>	<b>14,6</b>	<b>16,6</b>	<b>18,7</b>	<b>21,2</b>	<b>22,5</b>	<b>23,6</b>
Vorräte	37,0	44,0	42,8	47,4	52,9	58,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,8	23,0	27,1	30,3	34,1	38,2
Ertragssteuererstattungsansprüche	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögenswerte	1,6	2,2	2,1	2,2	2,4	2,6
Flüssige Mittel	19,3	17,2	20,2	24,5	29,9	36,7
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe kurzfristiger Vermögenswerte</b>	<b>75,8</b>	<b>86,4</b>	<b>92,2</b>	<b>104,5</b>	<b>119,3</b>	<b>136,3</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>90,4</b>	<b>103,0</b>	<b>110,9</b>	<b>125,7</b>	<b>141,8</b>	<b>159,9</b>
Grundkapital	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Kapitalrücklage	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Gewinnrücklage	26,6	36,4	46,5	59,6	74,1	90,4
Sonstige Rücklage	-1,1	-1,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>60,2</b>	<b>70,0</b>	<b>79,6</b>	<b>92,7</b>	<b>107,2</b>	<b>123,4</b>
Langfristige Bankverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	2,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Sonstige langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	1,2	1,9	1,4	1,5	1,6	1,7
Passive latente Steuern	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0
<b>Summe langfristiger Verbindlichkeiten</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
Kurzfristige Finanzschulden	7,0	3,0	4,2	3,2	2,2	1,2
Sonstige Rückstellungen	2,2	2,4	1,3	1,4	1,5	1,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10,1	14,2	13,7	15,5	17,1	18,8
Erhaltene Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,9	7,9	6,7	7,2	7,8	8,3
Steuerverbindlichkeiten	0,8	1,3	1,6	1,7	1,9	2,0
<b>Summe kurzfristiger Verbindlichkeiten</b>	<b>26,0</b>	<b>28,9</b>	<b>27,5</b>	<b>29,0</b>	<b>30,4</b>	<b>31,9</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>90,4</b>	<b>103,0</b>	<b>110,9</b>	<b>125,7</b>	<b>141,8</b>	<b>159,9</b>

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Data Modul AG****Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögenswerte	4,9%	4,8%	4,9%	4,6%	4,2%	3,8%
Sachanlagen	11,1%	11,2%	11,7%	12,2%	11,5%	10,8%
Nach der Equity Methode bilanzierte Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
<b>Summe langfristiger Vermögenswerte</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>15,9%</b>	<b>14,8%</b>
Vorräte	40,9%	42,7%	38,6%	37,7%	37,3%	36,8%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,7%	22,4%	24,5%	24,1%	24,0%	23,9%
Ertragssteuererstattungsansprüche	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	1,8%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
Flüssige Mittel	21,4%	16,7%	18,2%	19,5%	21,1%	22,9%
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe kurzfristiger Vermögenswerte</b>	<b>83,8%</b>	<b>83,9%</b>	<b>83,2%</b>	<b>83,1%</b>	<b>84,1%</b>	<b>85,2%</b>
<b>Summe Aktiva</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>
Grundkapital	11,7%	10,3%	9,5%	8,4%	7,5%	6,6%
Kapitalrücklage	26,7%	23,4%	21,8%	19,2%	17,0%	15,1%
Gewinnrücklage	29,5%	35,3%	42,0%	47,4%	52,3%	56,5%
Sonstige Rücklage	-1,2%	-1,0%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,0%
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>66,6%</b>	<b>68,0%</b>	<b>71,8%</b>	<b>73,7%</b>	<b>75,6%</b>	<b>77,2%</b>
Langfristige Bankverbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	2,7%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
Sonstige langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	1,3%	1,8%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Passive latente Steuern	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
<b>Summe langfristiger Verbindlichkeiten</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>
Kurzfristige Finanzschulden	7,7%	2,9%	3,8%	2,5%	1,6%	0,8%
Sonstige Rückstellungen	2,4%	2,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,2%	13,8%	12,4%	12,3%	12,0%	11,8%
Erhaltene Anzahlungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	6,5%	7,7%	6,0%	5,7%	5,5%	5,2%
Steuerverbindlichkeiten	0,9%	1,3%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%
<b>Summe kurzfristiger Verbindlichkeiten</b>	<b>28,7%</b>	<b>28,0%</b>	<b>24,8%</b>	<b>23,1%</b>	<b>21,4%</b>	<b>20,0%</b>
<b>Summe Passiva</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: Independent Research; Data Modul AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Data Modul AG****Kapitalflussrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>13,5</b>	<b>14,9</b>	<b>16,7</b>
Abschreibungen (Entwicklungskosten/Sachanlagen)	2,8	2,0	2,4	2,7	3,0	3,2
Zinsergebnis	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinseinzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinsauszahlungen	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Gezahlte Ertragsteuern	4,0	4,7	5,2	5,8	6,4	7,2
Geleistete Ertragsteuerzahlungen	-4,0	-4,2	-4,8	-5,8	-6,4	-7,2
Wertberichtigungen auf Forderungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der langfristigen Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Veränderung der kurzfristigen Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstige Vermögenswerte und Schulden	1,1	1,7	-3,4	0,5	0,5	0,5
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Earnings</b>	<b>12,1</b>	<b>14,6</b>	<b>10,0</b>	<b>17,1</b>	<b>18,8</b>	<b>20,8</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	-5,3	-4,1	-3,2	-3,8	-4,1
Vorräte	-8,1	-7,0	1,3	-4,7	-5,5	-5,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie Anzahlungen	2,5	4,1	-0,5	1,8	1,6	1,7
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>
Einzahlungen aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in aktivierte Entwicklungskosten	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Investitionen in sonstige immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	-1,7	-3,2	-3,8	-4,5	-3,5	-3,5
Einzahlung aus Veräußerung von Tochtergesellschaften	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,3</b>
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verkauf eigener Anteile	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Tilgung/Aufnahme von Finanzschulden	-5,1	-4,0	1,2	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
Zahlungswirksame Veränderungen	2,5	-2,1	3,0	4,2	5,4	6,8
Wechselkursbedingte Änderungen der Zahlungsmittel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds zu Periodenbeginn	16,8	19,3	17,2	20,2	24,5	29,9
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>19,3</b>	<b>17,2</b>	<b>20,2</b>	<b>24,5</b>	<b>29,9</b>	<b>36,7</b>

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

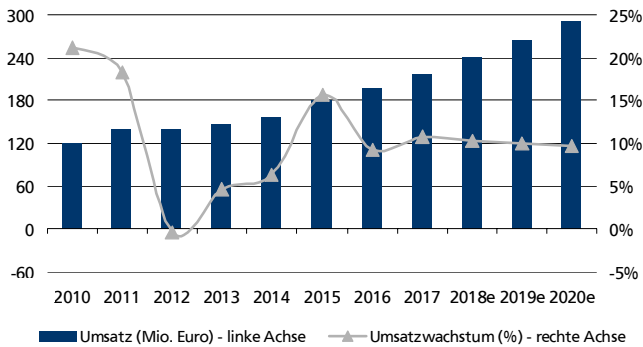
**Data Modul AG****Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	15,6%	9,3%	10,7%	10,3%	10,0%	9,7%
EBITDA-Wachstum	15,6%	11,3%	7,4%	20,4%	10,3%	11,1%
EBIT-Wachstum	10,3%	19,6%	5,8%	21,5%	10,2%	11,8%
EPS-Wachstum	8,1%	20,2%	3,9%	27,2%	10,4%	12,0%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	8,5%	8,7%	8,4%	9,2%	9,2%	9,3%
EBIT-Marge	7,0%	7,6%	7,3%	8,0%	8,0%	8,2%
Nettomarge	4,7%	5,2%	4,9%	5,6%	5,6%	5,8%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	9,9%	10,6%	9,9%	11,4%	11,2%	11,1%
ROCE	15,0%	16,0%	14,8%	17,1%	16,9%	17,2%
ROE nach Steuern	15,5%	15,7%	14,2%	15,7%	14,9%	14,5%
ROIC	13,0%	14,2%	13,4%	14,8%	14,3%	14,0%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	66,6%	68,0%	71,8%	73,7%	75,6%	77,2%
Anlagendeckungsgrad I	4,1	4,2	4,3	4,4	4,8	5,2
Anlagendeckungsgrad II	4,4	4,5	4,5	4,6	5,0	5,4
Anlagenintensität	16,2%	16,1%	16,8%	16,9%	15,9%	14,8%
Vorratsumschlag	5,5	4,9	5,0	5,3	5,3	5,2
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	36,6	37,8	42,0	43,6	44,4	45,4
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	23,9	29,3	29,9	28,3	28,6	28,6
Working Capital / Umsatz	23,4%	24,7%	25,0%	24,6%	25,0%	25,5%
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-9,9	-12,6	-14,4	-19,6	-25,9	-33,6
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
Net Gearing	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	82,9	193,9	152,7	298,1	450,6	795,3
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	68,0	170,9	132,6	261,2	394,5	700,5
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (Mio. Euro)	4,3	2,3	2,2	5,7	6,8	8,2
FCF / Umsatz	2,4%	1,2%	1,0%	2,4%	2,6%	2,8%
FCF je Aktie (Euro)	1,24	0,65	0,64	1,61	1,94	2,32
FCF Yield	4,0%	1,5%	0,9%	2,8%	3,3%	4,0%
Capex (Mio. Euro)	2,7	4,0	4,4	5,3	4,3	4,3
Capex / Abschreibungen	98,7%	199,5%	183,6%	193,9%	141,9%	133,3%
Capex / Umsatz	1,5%	2,0%	2,0%	2,2%	1,6%	1,5%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
EV / Umsatz	0,6	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	6,5	8,4	13,2	8,9	8,1	7,3
EV / EBIT	7,9	9,5	15,2	10,1	9,2	8,2
EV / FCF	23,0	62,2	107,6	34,6	28,6	24,0
KGV	13,0	15,2	24,1	15,1	13,7	12,2
KBV	1,8	2,2	3,2	2,2	1,9	1,7
KCV	15,5	24,6	38,4	18,6	18,4	16,4
KUV	0,6	0,8	1,2	0,8	0,8	0,7
Dividendenrendite	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

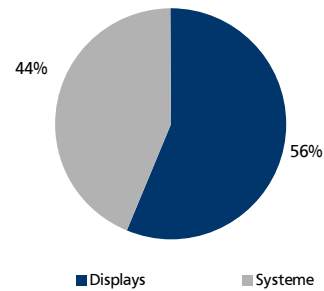
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Entwicklung des Umsatzes**



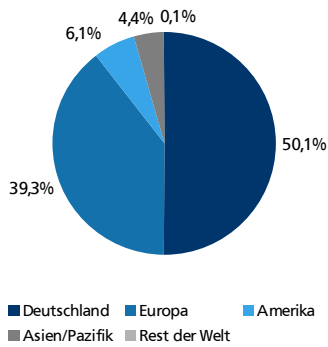
- ⇒ 2012-2014: geringeres Umsatzwachstum durch die Neuausrichtung
- ⇒ Seit 2015: Beschleunigung des Umsatzwachstums durch Umsatzwachstum mit Eigenprodukten (vor allem im Segment Systeme) und Internationalisierung

**Umsatz nach Segmenten (2017)**



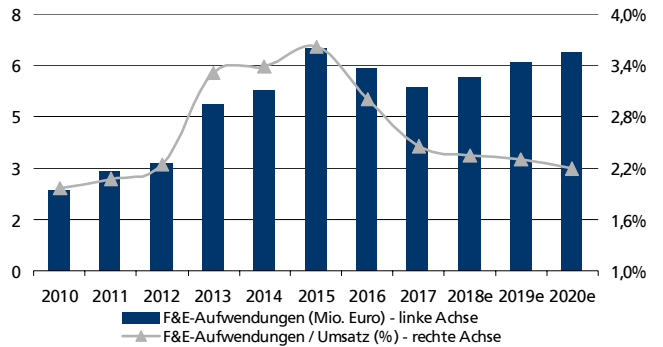
- ⇒ Erneut überproportionale Entwicklung des Segments Systeme 2017
- ⇒ Hier profitierte Data Modul von einer hohen Nachfrage nach Eigenprodukten, neuen Produkten und Komplettsystemen.

**Umsatz nach Regionen (2017)**



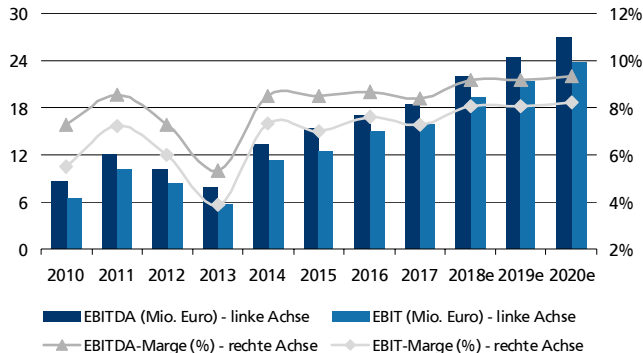
- ⇒ Deutschland bleibt mit einem Umsatzanteil von 50% der wichtigste Markt
- ⇒ Die Wachstumstreiber sind jedoch die Auslandsmärkte vor allem in Europa (Umsatz 2017: +30%) und Amerika (Umsatz 2017: +18%)

**Entwicklung der F&E-Aufwendungen**



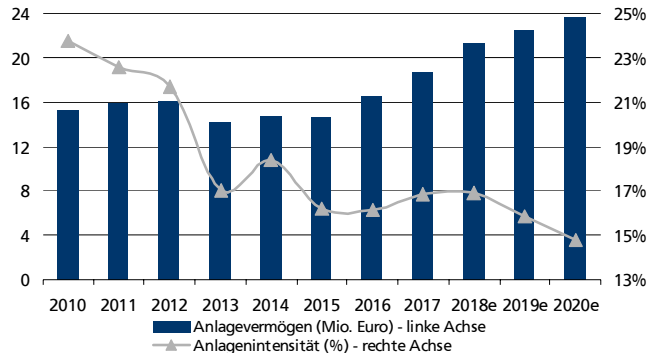
- ⇒ Stark gestiegene F&E-Kosten durch Entwicklung proprietärer Technologien in den Bereichen Optical Bonding und Embedded Systems
- ⇒ Ziel ist die Differenzierung vom Massenmarkt durch kundenspezifische Produkte

**Entwicklung des EBITDA und EBIT**



- ⇒ 2017: EBIT-Marge von 7,3% (7,6%) u.a. von Währungseffekten beeinflusst
- ⇒ Weiter steigende Margen durch Impulse aus der Strategie "Shape 2020" (u.a. steigender Anteil proprietärer Produkte)

**Anlagevermögen und Anlagenintensität**

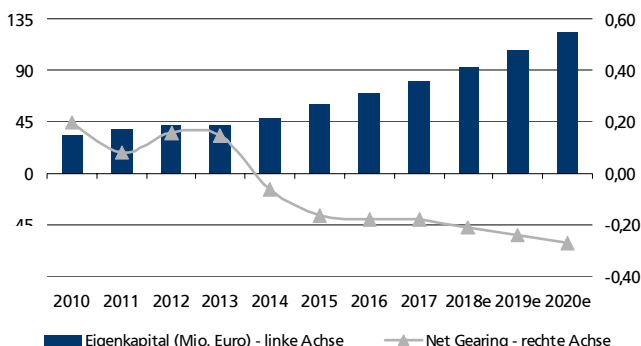


- ⇒ Niedrige Anlagenintensität reflektiert Geschäftsmodell mit Fokus auf das Systemgeschäft und die Veredelung von Displays
- ⇒ Stetiger Capex in Produktions- und Logistikkapazitäten in Weikersheim

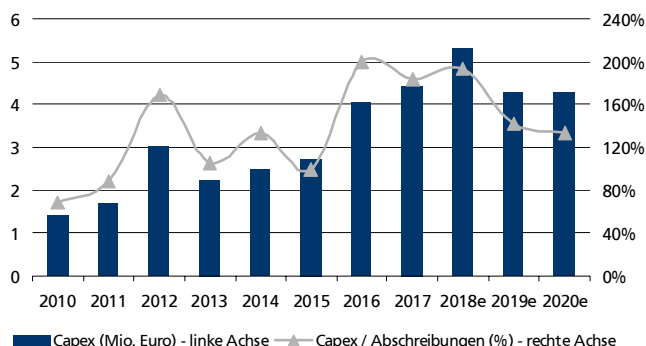
Quelle: Independent Research; Data Modul AG

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

### Eigenkapital und Net Gearing



### Entwicklung des Capex



- ⇒ Überdurchschnittlich solide Eigenkapitalausstattung
- ⇒ Data Modul hatte Ende 2017 eine Netto-Cashposition von 14,4 Mio. Euro aufgebaut; auch künftig wird von uns eine Nettoliquidität erwartet

- ⇒ 2016 und 2017 Erweiterung des Reindraums und Maschinenparks in Weikersheim; Produktions- und Logistikfläche auf 32.000 (bisher: 18.000) m² erhöht
- ⇒ 2018e ff. weitere Investitionen u.a. in Weikersheim und München erwartet

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

### Data Modul AG

#### Peer Group-Vergleich

Angaben in Mio. Euro außer Kurs und EpS in Euro	Kurs	Market Cap	EV	Umsatz			EBITDA			EBIT			EpS		
				2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
<b>Avnet (USA)</b>	32,47	3.612	4.644	18.092	18.438	18.313	762	797	832	682	714	681	3,84	4,11	4,42
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	1,9%	-0,7%	4,2%	4,3%	4,5%	3,8%	3,9%	3,7%	-	-	-
<b>Arrow Electronics (USA)</b>	61,77	5.385	8.042	26.283	26.774	26.685	1.234	1.245	1.241	1.119	1.149	1.118	7,80	8,07	7,93
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	1,9%	-0,3%	4,7%	4,7%	4,7%	4,3%	4,3%	4,2%	-	-	-
<b>AU Optronics (Taiwan)</b>	0,35	3.412	4.564	8.753	8.373	7.879	1.277	1.037	871	267	3	-57	0,03	0,01	0,00
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	-4,3%	-5,9%	14,6%	12,4%	11,1%	3,1%	0,0%	neg.	-	-	-
<b>Barco (Belgien)</b>	101,00	1.320	1.147	1.035	1.064	1.114	118	135	152	85	102	119	5,47	6,70	7,80
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	2,8%	4,7%	11,4%	12,7%	13,7%	8,2%	9,6%	10,7%	-	-	-
<b>BOE Technology Group (China)</b>	0,34	11.792	22.207	12.935	16.066	19.008	2.843	3.629	4.391	838	1.026	1.377	0,02	0,03	0,03
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	24,2%	18,3%	22,0%	22,6%	23,1%	6,5%	6,4%	7,2%	-	-	-
<b>Innolux (Taiwan)</b>	0,29	2.848	1.974	7.897	7.562	7.234	1.231	977	931	208	-62	-110	0,01	0,00	-0,01
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	-4,2%	-4,3%	15,6%	12,9%	12,9%	2,6%	neg.	neg.	-	-	-
<b>LG Display (Südkorea)</b>	14,31	5.120	9.592	18.898	19.428	20.455	2.788	3.599	4.394	-121	-44	504	-0,66	-0,22	0,78
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	2,8%	5,3%	14,8%	18,5%	21,5%	neg.	neg.	2,5%	-	-	-
<b>Tech Data (USA)</b>	73,44	2.741	3.418	33.219	33.839	-	712	715	-	617	624	-	9,73	10,04	10,68
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	1,9%	-	2,1%	2,1%	-	1,9%	1,8%	-	-	-	-
<b>Toshiba TEC (Japan)</b>	19,87	1.145	870	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Data Modul AG</b>	58,00	204,5	196,1	241	265	290	22	24	27	19	21	24	3,83	4,23	4,74
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	10,0%	9,7%	9,2%	9,2%	9,3%	8,0%	8,0%	8,2%	-	-	-

Quelle: Independent Research; Data Modul AG

Schlusskurse vom 18.12.18; alle Beträge zu aktuellen Wechselkursen in Euro umgerechnet

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Pflichtangaben nach § 85 WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Einschätzungen und/oder Prognosen sind datumsbezogen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel (ebenfalls datumsbezogen) nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Des Weiteren wurden für die Unternehmensbewertung Prognosezahlen von der Emittentin bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung verwendet, deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Herleitung von Independent Research nicht weiter verifiziert wurden.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften des § 80 WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 19.12.2018 -**

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenskonflikte
Data Modul AG	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Copyright: Das Urheberrecht für alle Inhalte dieser Studie liegt bei Independent Research GmbH, Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten. Inhalte dieser Studie dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch auszugsweise kopiert, verändert, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

**Stand: 19.12.2018**

**Independent Research GmbH  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main