

Datum **21.05.2007**



WMF AG

Starker Jahresanfang 2007

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: €51,7St./€41,4Vz.**

Bei einem starken Umsatzwachstum (+16% auf € 190,7 Mio.) verdreifachte sich das operative Ergebnis, von € 7,5 Mio. auf € 20,5 Mio. Erfreulich hierbei war, dass der Konsum im Inland stark angesprungen ist und mit einem Zuwachs von 19% der wichtigste Wachstumsträger war. Die Q1-Zahlen haben unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Wir gehen auch in den Folgequartalen von einer anhaltend positiven Entwicklung aus. Unsere EPS-Schätzungen korrigieren wir deutlich nach oben, für 2007 auf € 3,45 (+51%) und für 2008 auf € 3,74 (+50%). Infolgedessen erhöhen wir unsere Kursziele auf € 51,7 (St.) bzw. € 41,4 (Vz.).

Investment Highlights

- In den ersten drei Monaten stieg der Konzernumsatz auf € 190,7 Mio. (+16%). Trotz der befürchteten Negativeffekte aus der Mehrwertsteuererhöhung konnte das Inlandsgeschäft mit 19% überproportional zulegen. Das Auslandsgeschäft wuchs um 13% und machte somit etwa 45% des Gesamtumsatzes aus. Aufgrund der im Vorjahr (nach Q1) durchgeführten Sonderaktionen wird die Wachstumsrate in den Folgequartalen abflachen. Laut Unternehmensangaben betrug das Umsatzwachstum zum 30. April 10%. Wegen des sich verbessernden Konsumklimas im Inland und der viel versprechenden Wachstumsaussichten im Kaffeemaschinengeschäft gehen wir von einem zweistelligen Umsatzwachstum, auch in 2007, aus.
- Die Ergebnisentwicklung in Q1 war sehr beeindruckend. Die operativen Kosten stiegen im ersten Quartal unterproportional, so dass sich das operative Ergebnis von € 7,5 Mio. auf € 20,5 Mio. erhöhte. Hiermit erzielte die WMF über 10%ige operative Margen und erwirtschaftete schon im ersten Quartal etwa zwei Drittel des operativen Ergebnisses des Geschäftsjahres 2006. Unter Ausklammerung der Sonderaktionen (in 2006 etwa € 40 Mio.) fällt die zweite Jahreshälfte wegen des Weihnachtsgeschäftes deutlich stärker aus.
- Wir sind zuversichtlich, dass trotz der höheren Edelmetallpreise die Bruttoertragsmargen in 2007 auf dem Niveau von 2006 gehalten werden können. Hierbei kommt dem Unternehmen die US\$-Schwäche zu Gute. Trotz der relativ hohen Tarifabschlüsse der Metallindustrie in Baden Württemberg, sehen wir die positive Entwicklung der operativen Margen durch die vereinbarte Lohnerhöhung nicht gefährdet. Der Kostendruck dürfte aufgrund der angekündigten Preiserhöhungen (ca. +7%), sich verbessernder Konsumnachfrage und der gut gefüllten Auftragspipeline mehr als kompensiert werden.

Kennzahlen (Angaben pro Aktie beziehen sich auf die Vorzüge)

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2005	578	8.4	0.60	18.3	0.36	17.8	2.0	3.6
2006	732	19.6	1.40	10.7	0.38	8.6	4.4	8.4
2007e	847	48.4	3.45	6.5	0.47	5.1	9.3	18.6
2008e	907	52.3	3.74	6.0	0.45	4.7	9.4	18.2
2009e	962	56.4	4.03	5.6	0.42	4.4	9.6	18.3

Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

WMF AG

ISIN St.: **DE0007803009**
 ISIN Vz.: **DE0007803033**

Preis St. (17.05.): **28,95 €**
 Preis Vz. (17.05.): **24,15 €**

Marktkap. St. **277 Mio.€**
 Marktkap. Vz. **105 Mio.€**

Streubesitz St. **11,26 %**
 Streubesitz Vz. **n.a.**

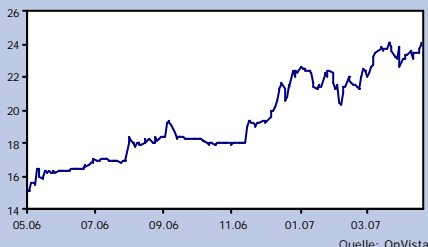
Finanzkalender

12.06.2007 **HV**
 29.08.2007 **Zahlen 1. HJ**

Aktionärsstruktur

Capvis Equity **51,81%**
 Partners AG
 Fiba Beteiligungs-
 und Anlage GmbH **36,93%**

Kursentwicklung



Michael Vara

+49 (0)69 – 66 36 80 71

vara@vararesearch.de

Daniel Grossjohann

+49 (0)174 – 5610 800

grossjohann@vararesearch.de

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	577,7	731,8	847,3	907,3	961,6
Bestandsveränderung der Erzeugnisse	0,6	3,3	3,8	4,1	4,4
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,7	2,1	2,5	2,7	2,8
Sonst. betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Gesamtleistung	580,0	737,2	853,7	914,2	969,1
Materialaufwand	-211,8	-290,2	-335,6	-359,3	-380,6
Bruttoertrag	368,2	447,0	518,1	554,9	588,5
Personalaufwand	-215,7	-251,6	-291,1	-311,6	-330,1
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-121,1	-140,3	-122,3	-130,4	-137,2
EBITDA	31,5	55,1	104,6	113,0	121,1
Abschreibungen	-19,6	-22,7	-25,9	-27,6	-29,1
EBIT	11,8	32,4	78,7	85,3	92,0
Finanzergebnis	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragssteuern	11,8	32,2	78,7	85,2	92,1
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-3,3	-12,3	-30,0	-32,5	-35,2
Anteile Fremder	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettoergebnis	8,4	19,6	48,4	52,4	56,7
Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	8,4	19,6	48,4	52,4	56,7
Gewichtete Anzahl Aktien	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
EPS (Stammaktien)	0,60	1,40	3,45	3,74	4,05
EPS (Vorzugsaktien)	0,60	1,40	3,45	3,74	4,05
DPS (Stammaktien)	0,70	0,95	1,45	1,65	1,75
DPS (Vorzugsaktien)	0,70	0,95	1,45	1,65	1,75

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	22,7	43,8	43,0	66,4	74,3
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-21,5	-26,5	-35,6	-36,9	-37,7
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-6,7	-13,2	-13,3	-20,3	-23,1
Veränderung der Zahlungsmittel	-5,6	4,2	-5,9	9,2	13,5
Flüssige Mittel am Ende der Periode	8,8	11,6	5,7	14,9	28,4

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Anlagevermögen	136,1	149,2	158,9	168,2	176,9
Imm. Vermögensgegenstände	10,9	10,2	10,2	10,2	10,2
Sachanlagen	110,6	111,5	121,1	130,4	139,1
Finanzanlagen	14,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Umlaufvermögen	251,0	295,0	331,8	361,8	393,7
Vorräte	144,4	161,9	186,3	198,2	208,7
Forderungen	97,7	121,5	139,8	148,7	156,6
Kasse und WP	8,8	11,6	5,7	14,9	28,4
Sonstiges Aktiva	28,1	12,7	12,7	12,7	12,7
Summe Aktiva	415,2	457,0	503,4	542,8	583,3
Eigenkapital	232,8	244,0	279,4	311,8	345,7
Rücklagen	232,7	242,9	278,0	310,1	343,7
Anteile Dritter	0,1	1,0	1,4	1,7	2,0
Rückstellungen	84,7	82,0	84,8	87,7	90,7
Verbindlichkeiten	97,5	79,4	87,6	91,7	95,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	27,8	24,5	24,5	24,5	24,5
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	69,6	54,9	63,1	67,2	70,7
Sonstige Passiva	0,2	51,7	51,7	51,7	51,7
Summe Passiva	415,2	457,0	503,4	542,8	583,3

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,7	5,1	3,8	3,5	3,1
EV/EBIT	17,8	8,6	5,1	4,6	4,1
P/E (St.)	24,9	15,0	8,6	7,9	7,3
P/E (Vz.)	18,3	10,7	6,5	6,0	5,5
PCPS (St.)	6,3	6,9	5,4	5,0	4,7
PCPS (Vz.)	4,6	4,9	4,1	3,8	3,5
Preis/Buchwert (St.)	0,9	1,2	1,5	1,3	1,2
Preis/Buchwert (Vz.)	0,7	0,9	1,1	1,0	0,9
Rentabilitätskennzahlen in %					
Brutto Marge	63,7%	61,1%	61,1%	61,2%	61,2%
EBITDA Marge	5,4%	7,5%	12,4%	12,5%	12,6%
EBIT Marge	2,0%	4,4%	9,3%	9,4%	9,6%
Vorsteuer-Marge	2,0%	4,4%	9,3%	9,4%	9,6%
Netto Marge	1,5%	2,7%	5,7%	5,8%	5,9%
ROE	3,6%	8,4%	18,6%	17,8%	17,3%
ROCE	4,1%	9,5%	19,5%	19,4%	19,8%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	107,7	129,8	143,2	146,0	147,4
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	1,6	3,5	8,2	8,4	8,7
Anzahl Mitarbeiter	5.365	5.636	5.918	6.214	6.524
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	56,1%	53,4%	55,5%	57,4%	59,3%
Gearing	32,3%	29,0%	28,4%	23,4%	18,1%
Ausschüttungsquote	116,3%	67,9%	42,0%	44,1%	43,2%
Dividendenrendite (St.)	4,7%	4,5%	4,9%	5,5%	5,9%
Dividendenrendite (Vz.)	6,4%	6,3%	6,5%	7,4%	7,8%
Cash flow Kennzahlen					
Cash flow pro Aktie	2,38	3,04	5,50	5,92	6,34
Free cash flow pro Aktie	0,77	1,66	0,51	2,09	2,59
Sonstige Kennzahlen					
Capex/Umsatz	3,9%	2,6%	4,2%	4,1%	3,9%
Abschreibungen/Umsatz	3,4%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Working Capital/Umsatz	29,9%	31,2%	31,0%	30,8%	30,6%
Steuerquote	28,3%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Grossjohann, Analyst, und Michael Vara, Analyst und Geschäftsführer der Vara Research GmbH

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
WMF AG	27.11.2006	Kaufen	31,5 (St.)/25,0 (Vz.)
WMF AG	07.02.2007	Kaufen	34,5 (St.)/27,6 (Vz.)

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

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

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und –methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen –15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als –15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

(21.05.2007)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Kurse vom 17.05.2007)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. Mitarbeiter von Vara Research GmbH sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen) und werden möglicherweise in dem Dokument genannte Wertpapiere oder Anlagen erwerben oder über solche disponieren.
- betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtet werden, ohne daß Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.