

## Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 28,98

Kursziel: EUR 36,00 (unverändert)

### Erneut Outperformance des textilen Einzelhandels

Die Halbjahreszahlen bewegten sich im Rahmen der Erwartungen. Die Guidance, nach der das Management für 2014e ein mittleres einstelliges Umsatzwachstum bei unverändertem Vorsteuerergebnis erwartet, wurde bestätigt. Wir erneuern unser Buy-Rating und bekräftigen unser 12-Monats-Kursziel von EUR 36,00 je Aktie.

#### H1/2014 im Überblick

Heute hat Ludwig Beck die Zahlen für das erste Halbjahr 2014 veröffentlicht. Demnach erwirtschaftete Ludwig Beck **Brutto-** bzw. **Nettoumsätze** in Höhe von EUR 44,8 Mio. (Vj.: EUR 43,9 Mio.) bzw. EUR 37,7 Mio. (Vj.: EUR 36,9 Mio.) und damit ein Umsatz-Plus auf vergleichbarer Fläche (**LFL**) von 2,2%. Getragen wurde das Plus vom Segment Textil, das mit Nettoumsätzen von EUR 28,2 Mio. den Vorjahreswert um 3,3% übertraf. Unter unseren Erwartungen blieb dagegen der Bereich Non-Textil (hier vor allem die CD- und Parfümerieabteilungen), der mit EUR 9,5 Mio. die Nettoerlöse des Vorjahres um -1,0% leicht verfehlte.

Das **operative Ergebnis (EBIT)** erreichte im ersten Halbjahr EUR 2,2 Mio. (-25,3% YoY), das **Ergebnis vor Steuern** lag bei EUR 1,7 Mio. Ursachen waren eine Verschlechterung der Rohertragsmarge um 150 Basispunkte gegenüber H1/2013, als Folge des Räumungsverkaufs in der Herrenabteilung, die derzeit großflächig saniert und erweitert wird. Zudem belasteten die 6,5%ige Tariflohnanpassung und steigende Marketingaufwendungen aus dem Online-Shop das operative Ergebnis. Dennoch lag das **Ergebnis nach Steuern** mit EUR 1,4 Mio. um 6,2% über dem Vorjahreswert, nachdem Ludwig Beck aus dem Erwerb der Logistikkimmobilien im Münchener Vorort Haar Gewerbesteuervergünstigungen wahrnehmen konnte. Damit stieg auch das Ergebnis je Aktie zum ersten Halbjahr 2014 auf EUR 0,37 gegenüber EUR 0,35 im Vorjahreszeitraum an. Die **Eigenkapitalquote** lag zum Ende des ersten Halbjahres bei soliden 59,1% (56,1% zum H1/2013).

H1/2014		Rep.	Erw.	Δ
Umsatz (netto)	EUR Mio.	37,7	37,4	0,8%
EBIT	EUR Mio.	2,2	2,4	-6,7%
EBIT-Marge	%	5,9%	5,6%	0,3pp
EBT	EUR Mio.	1,7	1,7	-1,2%
EAT	EUR Mio.	1,4	1,3	6,2%
EPS	EUR	0,37	0,34	9,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Management-Guidance für 2014e

Die Guidance für 2014e wurde bestätigt. Demnach rechnet das Management mit einem Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche im „mittleren einstelligen Prozentbereich“ und einem Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau. Positiv sollten sich höhere Umsätze des Online-Shops und die neuen Verkaufsflächen der Herrenabteilung ab September 2014 auswirken, negativ dagegen steigende Marketing- und Vertriebsaufwendungen für den Online-Shop sowie verlängerte Ladenöffnungszeiten und damit verbundene überproportional steigende Personalaufwendungen.

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 107,1 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~600 Aktien
Q3/2014: 21.10.2014

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Nettoumsatz	86,7	85,8	88,9	94,3
EBITDA	16,8	15,1	15,2	16,6
EBIT	13,9	12,3	12,2	13,5
EBT	12,1	10,8	10,8	12,0
EAT	8,4	7,4	7,6	8,1

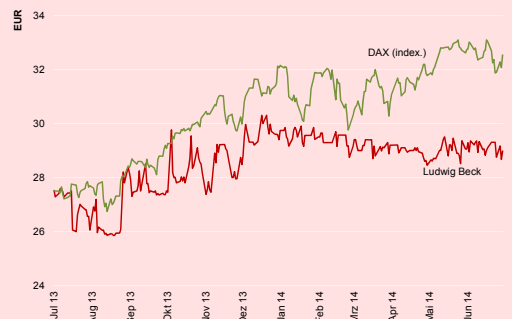
% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	19,4	17,6	17,1	17,6
EBIT	16,0	14,4	13,7	14,4
EBT	14,0	12,6	12,2	12,7
EAT	9,7	8,6	8,6	8,6

Je Aktie/EUR	2012	2013	2014e	2015e
EPS	2,27	2,00	2,07	2,20
Dividende	0,50	0,50	0,50	0,60
Buchwert	16,22	17,43	19,11	20,85
Cashflow	4,08	3,67	3,74	4,07

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	56,8%	60,6%	60,3%	62,5%
Gearing	60,9%	50,7%	43,0%	29,2%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	9,6	14,7	14,0	13,2
EV/Umsatz	1,35	1,64	1,55	1,38
EV/EBIT	8,4	11,4	11,3	9,6
KBV	1,3	1,7	1,5	1,4

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	+3,0-7,0% YoY	-
Guidance: EBT	~10,8	-



QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

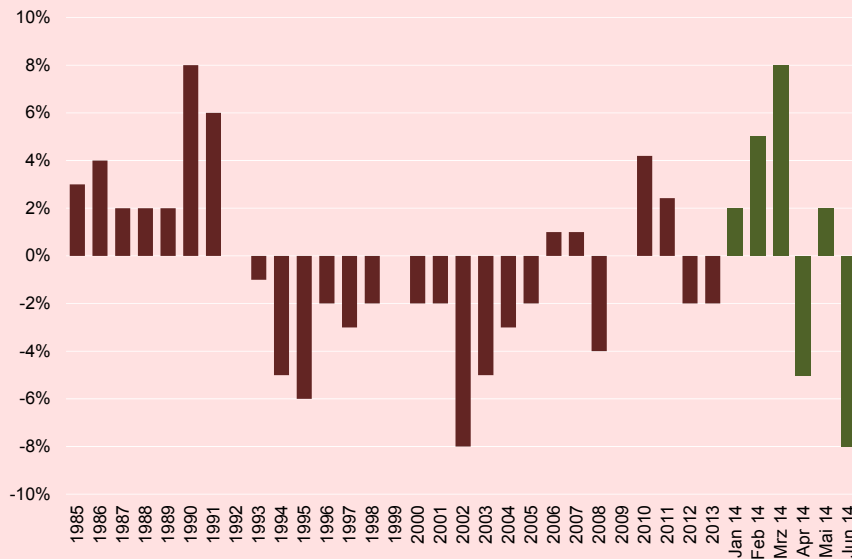
+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

## Textiler Einzelhandel im Halbjahr auf Vorjahresniveau

Erneut ist es Ludwig Beck gelungen die Wachstumsraten des Modeeinzelhandels, der im ersten Halbjahr nur stagnierte, zu übertreffen. Das anfängliche Umsatzplus, das im textilen Einzelhandel im ersten Quartal (+3% YoY) vermeldet wurde, konnte im zweiten Quartal nicht bestätigt werden. Nach einem schwachen April (-5% YoY) und einem noch schwächeren Juni (-8%) blieb zum Halbjahr per Saldo nur eine „schwarze Null“ übrig. Umfragen der Textilwirtschaft zufolge verzeichneten 54% der Händler in den ersten sechs Monaten des Jahres sogar einen Umsatzrückgang.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB



Jede Woche erhebt die TextilWirtschaft, die einzige wöchentlich erscheinende Fachzeitschrift im deutschsprachigen Raum für die Textil- und Bekleidungsbranche, repräsentative Umsatzzahlen und aktuelle Brancheninformationen, die im TW-Testclub, dem größten Panel im deutschen Textileinzelhandel, zusammengefasst werden. In diesem sind alle Standorte, Unternehmensgrößen und Betriebstypen vertreten, so dass er einen repräsentativen und weithin beachteten Querschnitt durch den textilen Einzelhandel bietet.

QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT

**Infolge der im Rahmen unserer Erwartungen liegenden Halbjahreszahlen bleibt unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel unverändert bei EUR 36,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 32,80, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 38,30 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 28,98 bedeutet dies ein Base-Case-Kurspotenzial von 24,2%. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.**

### Basisannahmen für das DCF-Modell

Wir rechnen damit, dass die operative Ertragslage des Unternehmens durch ein konsequentes Trading-Up sowie ein erfolgreiches Online-Geschäft sukzessive gesteigert werden kann. Wir sehen daher in einem langfristig ausgerichteten, standardisierten dreistufigen DCF-Entity-Modell das korrekte Bewertungsverfahren für die Aktien von Ludwig Beck.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2015e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2013-15e in Höhe von 4,8%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2024e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,7% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 1,3% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 14,4% in 2015e auf 17,8% in 2024e sukzessive erhöhen. Für 2024e haben wir auch Peak Margins modelliert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 16,0% unterstellt;
- ☉ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 1,3%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ☉ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,2% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Creditreform-Investment Grade Rating von aktuell BBB+ abgeleitet haben;
- ☉ eine im Zeitablauf leicht rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ☉ dass sich der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens aufgrund der hohen gewerbesteuerlichen Belastung in München und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 31,5% bewegt;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 0,9, das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

## TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,05
Wettbewerbsintensität	0,05
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	-0,10
Risiken der Unternehmensprognose	-0,10
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>0,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ dass Ludwig Becks Freie Cashflows derzeit mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 6,2% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem risikolosen Zins von 1,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 8,6% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% für die geringe Liquidität der Aktie angesetzt. Mit einem von uns für die Gesellschaft unterstellten Creditreform-Investment Grade-Rating von BBB+ modellieren wir vor dem Hintergrund der hohen Eigenkapitalquote der Gesellschaft eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit 200 Basispunkten. Schließlich gehen wir davon aus, dass Ludwig Beck eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~50,0%/50,0% anstrebt;
- ☉ dass Ludwig Beck im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von derzeit 6,2% auf dann 6,3% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittliche Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

**TABELLE 2: WACC, 2014e****Kosten des Eigenkapitals**

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,3%
beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	8,6%
Kosten des Eigenkapitals	%	9,0%

<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>1,0%</b>
Management-Prämie	%	0,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%

Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>5,0%</b>

**Kosten Verschuldung**

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,3%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	3,3%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,5%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,3%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>1,1%</b>

<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>6,2%</b>
---------------------------------------	---	-------------

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie**

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Ludwig Beck (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Unternehmenswert von EUR 36,00 je Aktie ergibt. Dabei werden 52,3% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 47,7% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie

**TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG**

PV des Terminal Value	EUR Mio.	89,0
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	81,2
<b>Summe PV</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>170,2</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-37,7
Cash	EUR Mio.	0,5
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>133,0</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,7
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>36,00</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

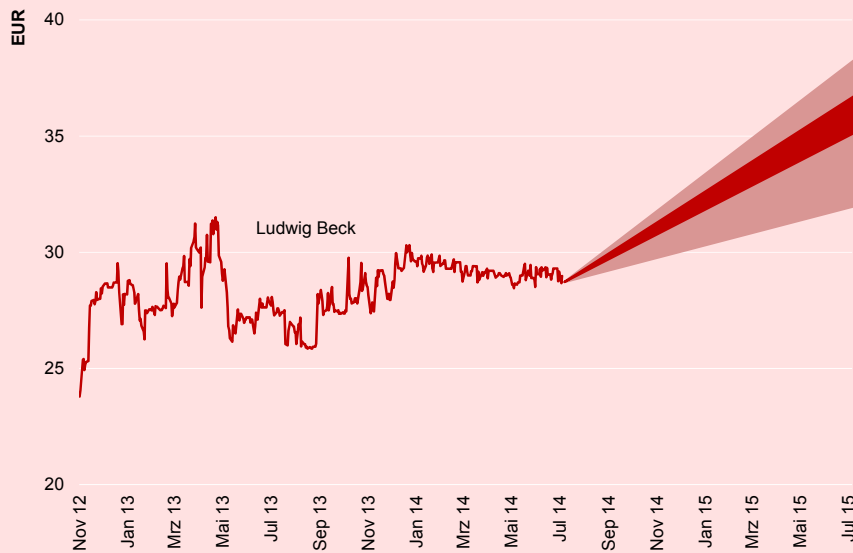
**In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:**

- ⊖ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 16,0% um 300 Basispunkte auf 13,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,7% von 1,3%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung des Trading-Up nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Unternehmenswert von Ludwig Beck bis auf EUR 32,80 je Aktie zurückgehen.
- ⊕ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben; dieses

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 32,80 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 38,30 je Aktie.

Szenario könnte sich beispielsweise aus einer Ausweitung des Online-Shops, beispielsweise um Textilien, oder durch einen Ausbau des Eigenmarkenanteils ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,9% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 19,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 2,30 auf EUR 38,30 je Aktie anheben.

**ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE**



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 32,80) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 38,30) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch eine Erweiterung des Online-Shops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Kursziel EUR 36,00 je Aktie**

Bei Erreichung unseres Kurszieles wäre die Ludwig Beck-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

X	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 36,00	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	14,0x	13,2x	17,4x	16,4x
EV/Umsatz	1,55x	1,38x	1,84x	1,65x
EV/EBIT	11,3x	9,6x	13,4x	11,5x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ludwig Beck in den kommenden Monaten sehen wir (1) Meldungen über eine anhaltend positive Konsumentenstimmung und (2) ein im Jahresvergleich verbessertes Ergebnis im dritten Quartal.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

**Schwächen und Risiken**

Wir sehen u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen des Kurszieles: (1) Unerwarteter konjunktureller Abschwung, etwa im Gefolge eines Tapering; (2) Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; (3) Abhängigkeit von Kunden aus der russischen Föderation, die im vergangenen Jahr für einen mittleren einstelligen Prozentsatz der Konzernumsätze verantwortlich waren.

**Unternehmensprofil**

Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am

Münchener Marienplatz, eine der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 11.500 qm (per Ende 2013) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren. Mit dieser Kombination vereint Ludwig Beck die jeweiligen Stärken eines Kaufhauses und eines Fachgeschäfts: Von ersterem übernimmt Ludwig Beck das umfassende Sortiment, von letzterem die individuelle Beratung, die bis hin zum Personal Shopping durch ausgebildete Design-Berater reicht. Das Warenangebot liegt im mittleren und gehobenen Preissegment, auf untere Preislagen wird weitgehend verzichtet.

Kernelement der Unternehmensstrategie ist das sogenannte Trading-Up, also das Umschichten des Sortiments zugunsten höherwertiger Produkte und eine Verstärkung der mittleren und höheren Preislagen. Marken, bei denen sich herausstellt, dass sie weniger nachgefragt werden als erwartet, werden konsequent durch solche ersetzt, die sonst kein Kaufhaus vor Ort anbietet. Ausdrückliches Ziel des Trading-Up ist eine Steigerung von Umsatz und Profitabilität auf vergleichbarer Fläche. Damit ist es Ludwig Beck in den vergangenen zehn Jahren gelungen, die LFL-Umsätze um durchschnittlich 2,5% pro Jahr auf zuletzt brutto EUR 102,1 Mio. bzw. rund EUR 8.900 je qm zu steigern.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	105,8	112,1
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-16,5	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,9	-17,9
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>87,2</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>88,9</b>	<b>94,3</b>
YoY	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	3,6%	6,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,2	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-44,2	-46,4
in % der Nettoerlöse	%	-50,7%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-49,7%	-49,2%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>43,0</b>	<b>45,5</b>	<b>44,3</b>	<b>43,8</b>	<b>43,4</b>	<b>44,7</b>	<b>47,8</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,3%	50,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,0	3,5	3,1	3,5	3,4	3,7	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,4%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,2%	4,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,8	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-18,0	-19,2
in % der Nettoerlöse	%	-19,3%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,2%	-20,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-3,0	-3,1
in % der Nettoerlöse	%	-4,1%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,3%	-3,2%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,9	-15,1	-15,1	-14,3	-14,8	-15,3	-15,9
in % der Nettoerlöse	%	-18,3%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-17,3%	-16,9%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,8</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,7%	14,4%
YoY	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-1,0%	10,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,4	-1,5
Minderheiten	EUR Mio.	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,4</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>
YoY	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	0,4%	10,7%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-4,1	-3,5	-2,5	-3,5	-3,4	-3,2	-3,7
in % des EBT	%	-64,9%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,5%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,2
<b>Ergebnis nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>
YoY	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	3,6%	6,3%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	2,2	6,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	0,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,61</b>	<b>1,74</b>	<b>2,37</b>	<b>2,27</b>	<b>2,00</b>	<b>2,07</b>	<b>2,20</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Gewinn- und Verlustrechnung 2014e (Quartale)

		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14e	9M/14e	Q4/14e	2014e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,8	23,1	44,8	26,0	70,9	34,9	105,8
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,5	-3,7	-7,1	-4,1	-11,3	-5,6	-16,9
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,3</b>	<b>19,4</b>	<b>37,7</b>	<b>21,9</b>	<b>59,6</b>	<b>29,3</b>	<b>88,9</b>
YoY	%	2,2%	2,1%	2,2%	5,8%	3,5%	3,8%	3,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,5	-9,9	-19,4	-11,0	-30,4	-13,9	-44,2
in % der Nettoerlöse	%	-51,9%	-50,8%	-51,4%	-50,2%	-50,9%	-47,3%	-49,7%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>18,3</b>	<b>10,9</b>	<b>29,2</b>	<b>15,4</b>	<b>44,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	48,1%	49,2%	48,6%	49,8%	49,1%	52,7%	50,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,9	1,6	0,8	2,4	1,3	3,7
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	4,6%	4,2%	3,8%	4,1%	4,4%	4,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-4,4	-8,8	-4,6	-13,4	-4,6	-18,0
in % der Nettoerlöse	%	-24,0%	-22,5%	-23,2%	-21,0%	-22,4%	-15,8%	-20,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,7	-2,3	-0,7	-3,0
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-4,0%	-4,2%	-3,3%	-3,9%	-2,3%	-3,3%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,5%	0,3%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,8	-3,7	-7,5	-3,8	-11,2	-4,1	-15,3
in % der Nettoerlöse	%	-20,8%	-18,9%	-19,8%	-17,2%	-18,8%	-14,0%	-17,3%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	2,7%	9,0%	5,9%	12,1%	8,2%	25,0%	13,7%
YoY	%	-50,0%	-13,0%	-25,3%	10,0%	-9,6%	5,7%	-1,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	-1,0	-0,4	-1,4
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>10,8</b>
YoY	%	-66,7%	-1,3%	-20,0%	11,5%	-4,6%	3,5%	0,4%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	-2,2	-3,2
in % des EBT	%	0,0%	-20,3%	-17,9%	-32,0%	-25,9%	-31,5%	-29,5%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,6</b>
YoY	%	-37,6%	20,4%	6,2%	16,7%	11,4%	-0,7%	3,6%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-1,8	-1,8	0,0	-1,8	0,0	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,05</b>	<b>0,32</b>	<b>0,37</b>	<b>0,41</b>	<b>0,78</b>	<b>1,29</b>	<b>2,07</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>95,2</b>	<b>93,9</b>	<b>92,5</b>	<b>91,8</b>	<b>92,2</b>	<b>96,6</b>	<b>96,7</b>
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,0	3,2	3,1	3,0	3,5	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	92,0	90,7	89,1	88,6	89,0	92,9	93,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,1</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>20,5</b>	<b>26,6</b>
Vorräte	EUR Mio.	8,3	8,8	9,5	10,2	10,4	10,9	11,3
DIO	D	29	29	33	36	37	37	36
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,4	1,3	1,7	2,6	3,0	3,0	3,1
DSO	d	6	5	7	11	12	12	12
Bankguthaben	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	6,6	12,3
in % der Bilanzsumme	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	5,7%	10,0%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>109,3</b>	<b>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>117,1</b>	<b>123,3</b>
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,8</b>	<b>47,6</b>	<b>53,7</b>	<b>59,9</b>	<b>64,4</b>	<b>70,6</b>	<b>77,0</b>
Eigenkapitalquote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,3%	62,5%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	14,4	19,6	31,9	39,0	51,9	57,7	64,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>45,6</b>	<b>37,5</b>	<b>33,5</b>	<b>32,7</b>	<b>26,6</b>	<b>26,3</b>	<b>26,2</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	37,0	29,9	27,6	30,8	24,3	22,0	21,0
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	0,6	0,6	0,6	1,2	1,0	1,0
Latente Steuern	EUR Mio.	3,7	3,5	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2
Sonstige Schulden	EUR Mio.	3,4	3,4	4,1	0,0	0,0	2,0	3,0
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,0</b>	<b>14,5</b>	<b>20,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,3</b>	<b>20,3</b>	<b>20,0</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,5	3,4	10,4	6,6	9,0	15,0	13,8
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,9	2,0
in % der Erlöse	%	1,5%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	2,1%	2,1%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,2	5,7	5,0	4,7	4,4	3,3	3,7
Steuerschulden	EUR Mio.	2,1	3,8	3,6	0,5	0,0	0,0	0,5
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,0	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>109,3</b>	<b>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>117,1</b>	<b>123,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Normalisierte Fassung), 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>87,1%</b>	<b>86,3%</b>	<b>85,9%</b>	<b>87,0%</b>	<b>86,7%</b>	<b>82,5%</b>	<b>78,4%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	3,0%	2,8%
Sachanlagen	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	79,3%	75,4%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>12,9%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,3%</b>	<b>17,5%</b>	<b>21,6%</b>
Vorräte	%	7,6%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	9,3%	9,2%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,3%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,6%	2,5%
Bankguthaben	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	5,7%	10,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summa 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>	<b>100,0%</b>
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>39,1%</b>	<b>43,7%</b>	<b>49,9%</b>	<b>56,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>60,3%</b>	<b>62,5%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,1%	7,7%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,0%	2,8%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	13,2%	18,0%	29,7%	36,9%	48,8%	49,3%	52,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	14,1%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	%	<b>41,7%</b>	<b>34,4%</b>	<b>31,1%</b>	<b>31,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,3%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	33,9%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,8%	17,0%
Rückstellungen	%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	0,9%	0,8%
Latente Steuern	%	3,4%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%
Sonstige Schulden	%	3,1%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	1,7%	2,4%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	%	<b>11,0%</b>	<b>13,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,2%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,8%	11,2%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,2%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,6%	1,6%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,7%	5,2%	4,7%	4,4%	4,1%	2,8%	3,0%
Steuerschulden	%	1,9%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,4%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,2%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<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>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	10,8	12,0
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	3,1	2,8	2,9	2,7	3,0	3,1
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,2	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	9,9	13,0	14,1	15,1	14,1	13,6	15,1
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	4,9	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-0,5	-0,5
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-4,2	0,9	-0,2	-4,7	0,4	1,0	1,5
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,4	-1,5
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,8	0,8	-2,8	0,0	-3,2	-1,7	-1,8
<b>CFO</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>12,8</b>
YoY	%	50,6%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	19,9%	16,1%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-2,1	-1,9	-1,4	-2,3	-3,1	-6,8	-3,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,1</b>
YoY	%	-74,7%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	115,7%	-55,1%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>9,7</b>
YoY	%	n/a	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-31,2%	135,1%
Reinvestment Rate	%	10,5%	31,3%	78,0%	-2,6%	-14,4%	74,3%	55,2%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-4,2	-7,1	4,7	-0,6	-4,1	3,7	-2,2
Tilgung unverzinslichen Verb.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme von verzinslichen Darlehen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	0,7	0,0	-3,2	-0,3	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-4,0</b>
YoY	%	n/a	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	3,8	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	5,9	5,6
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,6	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	6,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>6,6</b>	<b>12,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatz (brutto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>107,2</b>	<b>103,2</b>	<b>103,2</b>	<b>102,1</b>	<b>105,8</b>	<b>112,1</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	82,5	78,3	78,0	75,3	77,5	82,0
Nontextil	EUR Mio.	n/a	24,7	24,9	25,2	26,9	28,3	30,1
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</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>
Textil	%	n/a	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	73,2%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	26,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>6,0%</b>
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	3,0%	5,8%
Nontextil	%	n/a	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	5,1%	6,5%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>88,9</b>	<b>94,3</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	69,3	65,8	65,5	63,2	65,2	69,0
Nontextil	EUR Mio.	n/a	20,8	21,0	21,2	22,6	23,7	25,3
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</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>
Textil	%	n/a	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	73,2%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	26,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>6,0%</b>
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	3,1%	5,8%
Nontextil	%	n/a	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	5,0%	6,5%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>8,8</b>	<b>20,5</b>	<b>21,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,9</b>	<b>22,4</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	5,6	16,3	17,0	15,8	16,3	17,4
Nontextil	EUR Mio.	n/a	3,2	4,2	4,1	4,3	4,6	5,0
<b>EBIT-Marge (brutto)</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>8,2%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,7%</b>	<b>19,7%</b>	<b>19,9%</b>
Textil	%	n/a	6,8%	20,8%	21,8%	21,0%	21,0%	21,2%
Nontextil	%	n/a	12,8%	16,9%	16,3%	16,0%	16,4%	16,5%
<b>EBIT-Marge (netto)</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>9,7%</b>	<b>23,6%</b>	<b>24,3%</b>	<b>23,4%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,7%</b>
Textil	%	n/a	8,1%	24,8%	26,0%	25,0%	24,9%	25,2%
Nontextil	%	n/a	15,3%	20,0%	19,3%	19,0%	19,5%	19,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Key Data</b>								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	105,8	112,1
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,2	90,1	86,8	86,7	85,8	88,9	94,3
Rohertrag	EUR Mio.	43,0	45,5	44,3	43,8	43,4	44,7	47,8
EBITDA	EUR Mio.	13,3	16,9	15,6	16,8	15,1	15,2	16,6
EBIT	EUR Mio.	9,8	13,7	12,9	13,9	12,3	12,2	13,5
EBT	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	10,8	12,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,2	6,4	8,8	8,4	7,4	7,6	8,1
Anzahl Mitarbeiter		529	509	500	451	461	457	466
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	12,95	19,10	21,35	28,95	31,50		
Kurs Tief	EUR	8,90	11,80	18,29	19,15	25,85		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,20	14,39	19,56	21,77	29,33	28,98	28,98
EPS	EUR	0,61	1,74	2,37	2,27	2,00	2,07	2,20
CFPS	EUR	2,69	3,53	3,81	4,08	3,67	3,74	4,07
BVPS	EUR	7,39	8,79	14,54	16,22	17,43	19,11	20,85
Dividende	EUR	0,35	0,35	0,45	0,50	0,50	0,50	0,60
Kursziel	EUR							36,00
Performance bis Kursziel	%							24,2%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,3%	50,8%
EBITDA-Marge	%	15,3%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	17,1%	17,6%
EBIT-Marge	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,7%	14,4%
EBT-Marge	%	7,3%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	12,2%	12,7%
Netto-Marge	%	2,6%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	8,6%	8,6%
FCF-Marge	%	10,9%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	4,6%	10,3%
ROE	%	5,3%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	11,3%	11,0%
ROCE	%	8,8%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	9,7%	10,5%
CE/Umsatz	%	117,9%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	119,9%	113,5%
NWC/Umsatz	%	9,0%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	11,5%	11,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	164,8	177,0	173,6	192,2	186,2	194,5	202,2
Pro-Kopf-EBIT	EURk	18,5	27,0	25,7	30,7	26,8	26,7	29,0
DSO	d	6	5	7	11	12	12	12
Inventory days	d	29	29	33	36	37	37	36
Capex/Umsatz	%	2,4%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,6%	3,2%
Fixkosten-Deckung	x	0,9	1,2	1,6	1,7	3,4	3,5	3,8
<b>Wachstumsraten</b>								
Bruttoumsatz	%	1,1%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	3,6%	6,0%
Nettoumsatz	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	3,6%	6,0%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	3,6%	6,0%
EBITDA	%	9,0%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	0,6%	9,3%
EBIT	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-1,0%	10,8%
EBT	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	0,4%	10,7%
Nettoergebnis	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	3,6%	6,3%
EPS	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	3,6%	6,3%
CFPS	%	16,4%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	1,9%	9,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2009-2015e

<b>Bilanzkennzahlen</b>		<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	95,2	93,9	92,5	91,8	92,2	96,6	96,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,1	14,9	15,2	13,8	14,1	20,5	26,6
Eigenkapital	EUR Mio.	42,8	47,6	53,7	59,9	64,4	70,6	77,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	57,6	51,9	53,9	45,6	41,9	46,5	46,3
Anlagenintensität	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	79,3%	75,4%
EK-Quote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,3%	62,5%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	84,4%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	43,0%	29,2%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	4,1	2,4	3,0	2,7	2,7	3,0	2,6
Working Capital	EUR Mio.	7,8	7,8	9,0	10,8	9,9	10,2	10,6
Capital Employed	EUR Mio.	102,8	101,6	101,3	102,5	101,9	106,6	107,0
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	41,4	53,2	72,3	80,4	108,4	107,1	107,1
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	47,9	70,6	78,9	107,0	116,4		
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	32,9	43,6	67,6	70,8	95,5		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	36,1	28,6	34,1	36,5	32,6	30,4	22,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	92,9	96,8	106,4	116,9	141,0	137,4	129,6
Enterprise Value	EUR Mio.	99,4	114,2	113,0	143,5	149,0		
Enterprise Value	EUR Mio.	84,4	87,2	101,7	107,3	128,2		
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,07	1,23	1,35	1,64	1,55	1,38
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,14	1,27	1,30	1,65	1,74		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,97	0,97	1,17	1,24	1,49		
EV/EBITDA	x	7,0	5,7	6,8	7,0	9,4	9,1	7,8
EV/EBIT	x	9,5	7,0	8,3	8,4	11,4	11,3	9,6
KGV	x	18,5	8,3	8,2	9,6	14,7	14,0	13,2
KCF	x	4,2	4,1	5,1	5,3	8,0	7,8	7,1
KBV	x	1,5	1,6	1,3	1,3	1,7	1,5	1,4
FCF-Yield	%	2,6	2,5	-1,1	1,0	1,6	1,1	2,6
Ausschüttungsquote	%	13,7%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	44,8%	22,9%
Dividendenrendite	%	3,1%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	1,7%	2,1%
<b>Economic Value Added</b>								
WACC	%	7,2%	6,2%	6,3%	6,3%	7,6%	6,2%	6,2%
ROCE/WACC	x	1,23	1,81	1,66	1,78	1,32	1,57	1,71
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,6	11,2	7,3	6,2	9,2	11,0	12,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,9	-3,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,5	9,3	-4,2	3,7	6,0	4,1	9,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-5,6	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	1,8	-4,0
<b>Sonstige Angaben</b>								
LFL Umsatz YoY	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	3,6%	6,0%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,3%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-0,4%	0,5%
Anzahl Shops zum Jahresende		9	5	4	4	4	4	4
LFL Kosten YoY	%	-1,2%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,9%	5,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN





Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.**

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

**Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

**Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

**Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

**Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

#### Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
17.07.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
23.04.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
20.03.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.01.2014	EUR 36,00	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

#### Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

##### Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

##### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

##### Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.