

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 31,95

Kursziel: EUR 34,90 (unverändert)

Umsatzplus in Q1/15 nur knapp verfehlt

Im Rahmen der gestern veröffentlichten Quartalszahlen wurde die Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt, die ein Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche zwischen 2% und 4% und ein operatives Ergebnis von etwa EUR 10 Mio. vorsieht. Wir erneuern unser Buy-Rating und bestätigen unser 12-Monats-Kursziel von EUR 34,90 je Aktie.

Q1/2015 im Überblick

Gestern hat Ludwig Beck die Zahlen für das erste Quartal 2015 veröffentlicht, das saisonal eher von untergeordneter Bedeutung ist. Demnach erwirtschaftete Ludwig Beck in Q1/15 **Bruttoumsätze** in Höhe von EUR 21,7 Mio. (Vj.: EUR 21,8 Mio.). Der Umsatzrückgang auf vergleichbarer Fläche (LFL) von -0,3% fiel damit deutlich niedriger aus als im textilen Gesamtmarkt, der das erste Quartal mit einem Umsatz-Minus von -5% abschloss. Dass Ludwig Beck im Jahresvergleich nicht noch besser und sogar mit einem Plus abgeschlossen hat, lag insbesondere am Umbau des Münchener U-Bahn-Tiefgeschosses sowie am währungsbedingten Rückgang der Anzahl von Konsumtouristen aus den osteuropäischen Ländern, insbesondere aus Russland.

Bezogen auf die beiden Segmente lagen die Bruttoumsätze im Bereich **Textil** mit EUR 15,9 Mio. um -1,1% unter, die Umsätze im Bereich **Non-Textil** mit EUR 5,8 Mio. um 1,8% über ihren jeweiligen Vorjahreswerten.

Auf Basis dieser Umsatzzahlen erreichte Ludwig Beck im ersten Quartal ein ausgeglichenes **operatives Ergebnis (EBIT)** (Vj.: EUR 0,5 Mio.), die **Ergebnisse vor und nach Steuern** beliefen sich auf EUR -0,2 Mio. bzw. EUR -0,1 Mio. Ergebnisbelastend wirkten sich insbesondere Preisnachlässe für die Winterware aus, die infolge des verspäteten Wintersturms nicht mehr bis zum Jahresende 2014 verkauft werden konnte. Auch dass die vergrößerte Herrenabteilung mit Ware bestückt werden musste, hatte einen latenten Warenüberhang mit entsprechenden Abschreibungen zur Folge.

Q1/2015		Rep.	Erw.	Δ
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	18,5	-1,3%
YoY	%	0,0%	1,3%	-1,3pp
EBIT	EUR Mio.	0,0	0,2	n/a
EBIT-Marge	%	0,2%	1,4%	-1,2pp
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,2	0,0	n/a
EPS	EUR	-0,1	0,0	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Management-Guidance für 2015e

Für das laufende Jahr rechnet das Management unverändert mit einem Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche zwischen 2% und 4% und einem operativen Ergebnis von etwa EUR 10 Mio. Wachstumstreibend wirken sich u. E. unverändert der Online-Shop und Flächenerweiterungsmaßnahmen in der Herrenabteilung aus, die 2015 ganzjährig umsatzwirksam werden. Das textile Umfeld schätzen wir dagegen weiterhin als schwierig ein, was mittelfristig eine weitere Marktberichtigung zur Folge haben könnte.

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 118,1 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien
H1/2015: 21.07.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	85,8	86,3	88,9	91,4
EBITDA	15,1	13,4	12,7	14,1
EBIT	12,3	10,6	10,0	11,3
EBT	10,8	9,5	8,9	10,2
EAT	7,4	6,7	6,2	7,1

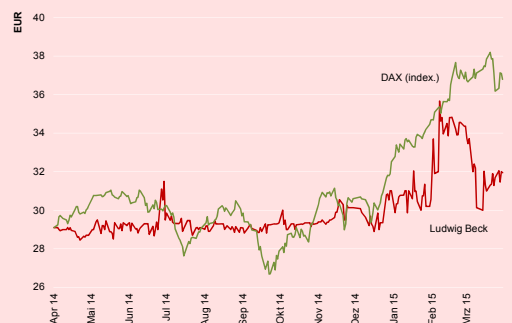
% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	17,6	15,6	14,3	15,4
EBIT	14,4	12,3	11,2	12,3
EBT	12,6	11,0	10,0	11,2
EAT	8,6	7,8	6,9	7,7

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	2,00	1,81	1,67	1,91
Dividende	0,50	0,75	0,85	0,95
Buchwert	17,43	18,20	19,24	20,30
Cashflow	3,67	3,33	3,15	3,53

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	60,6%	60,5%	60,7%	61,1%
Gearing	50,7%	49,9%	41,2%	30,1%

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	14,7	16,1	19,1	16,7
EV/Umsatz	1,64	1,64	1,66	1,54
EV/EBIT	11,4	13,3	14,7	12,5
KBV	1,7	1,6	1,7	1,6

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	+2,0-4,0% YoY	-
Guidance: EBIT	~10,0	-



QUELLE: 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

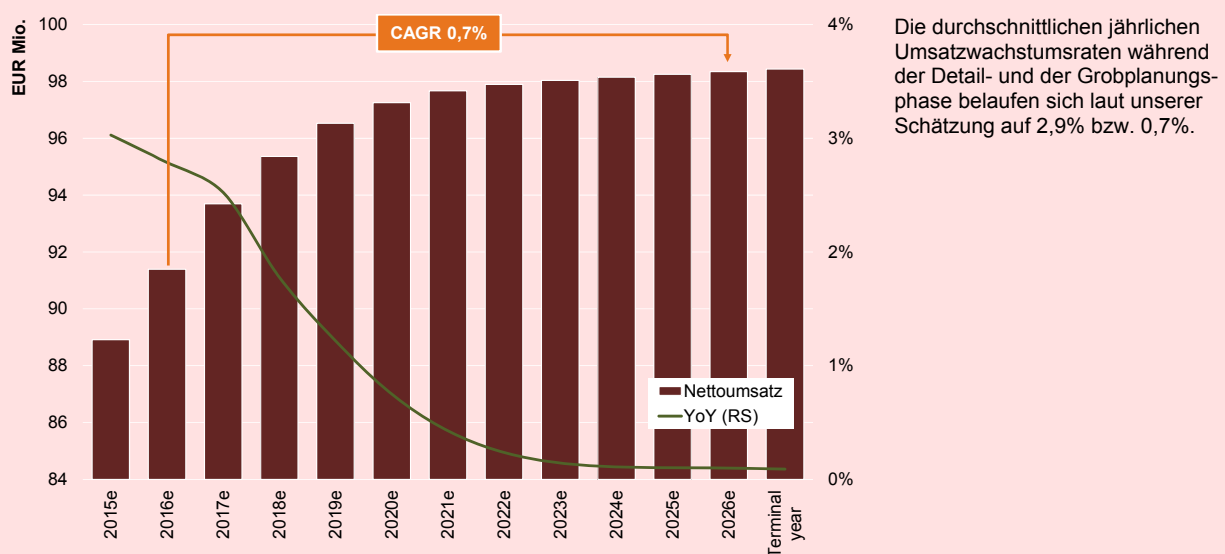
susanne.hasler@sphene-capital.de

Nach der gestrigen Veröffentlichung des Q1/15-Berichts und der Bestätigung der Guidance belassen wir unser aus einem dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel bei EUR 34,90 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 31,95 entspricht dies ein Base-Case-Kurspotenzial von 9,2%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 31,10, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 37,70 je Aktie. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass Ludwig Beck die operative Ertragslage durch ein konsequentes Trading-Up und den erfolgreichen Einstieg in das Online-Geschäft sukzessive steigern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem standardisierten dreistufigen DCF-Entity-Modell das korrekte Bewertungsverfahren für die Aktien der Ludwig Beck AG.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2016e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-16e in Höhe von 2,9%.
- ⑤ In der anschließenden zehnjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 0,7% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ 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 0,1% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 12,3% in 2016e auf 16,3% in 2026e sukzessive erhöhen. Für 2026e haben wir auch die Peak Margins modelliert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 14,5% unterstellt, was dem

Durchschnittswert der vergangenen fünf Jahre entspricht;

- Ⓢ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,1%, was dem aktuellen quasi-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;
- Ⓢ 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
Fundamental-beta	0,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ 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 31,0% bewegt;
- Ⓢ dass Ludwig Becks Freie Cashflows derzeit mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 7,2% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, 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 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 0,5% angesetzt, den wir aus Management-Prämie ableiten. 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 150 Basispunkten. Schließlich haben wir für Ludwig Beck eine für den Einzelhandel industriety-pische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~80,0%/20,0% angesetzt;
- Ⓢ dass Ludwig Beck im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 7,2% auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC, 2015e

Kosten des Eigenkapitals		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,1%
Beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	%	8,2%
Small Cap-Prämie	%	0,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	7,0%
Kosten Verschuldung		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,1%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,5%
Kosten des Fremdkapitals	%	1,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,1%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,2%
WACC basierend auf Marktwerten	%	7,2%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 34,90 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Ludwig Beck (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 34,90 je Aktie ergibt. Dabei werden 58,2% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 41,8% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 34,90 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR Mio.	94,6
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	67,8
Summe PV	EUR Mio.	162,4
Finanzschulden	EUR Mio.	-34,4
Cash	EUR Mio.	0,8
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	128,9
Anzahl Aktien	Mio.	3,7
Kursziel je Aktie	EUR	34,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

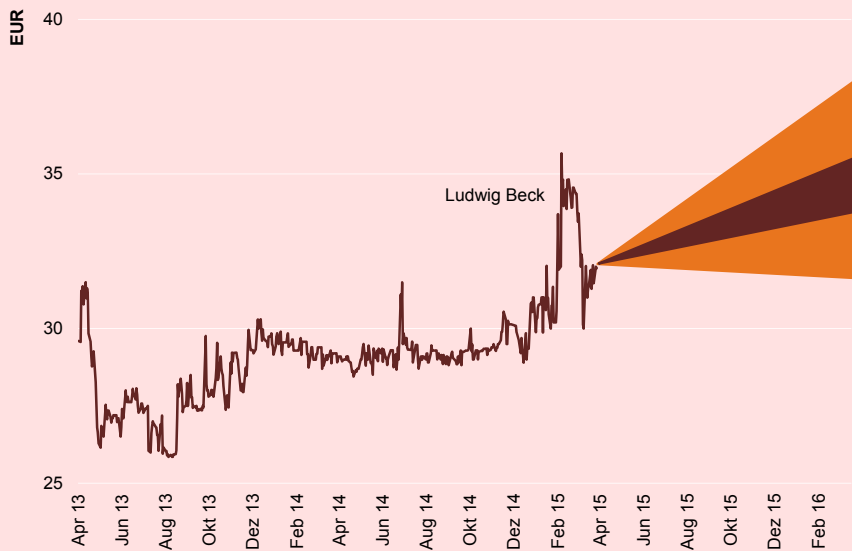
In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ⊖ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 14,5% um 300 Basispunkte auf 11,5% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,5% von 0,1%. 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 Equity Value von Ludwig Beck bis auf EUR 31,10 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 31,10 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 37,70 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 0,7% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 17,5% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 2,80 auf EUR 37,70 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 34,90 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 31,10) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 37,70) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch eine Erweiterung des Online-Shops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 34,90 je Aktie

Bei Erreichung unseres (Base Case-Szenario) Kurszieles wäre die Ludwig Beck-Aktie mit folgenden Multiplis bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 34,90	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	19,1x	16,7x	20,9x	18,3x
EV/Umsatz	1,66x	1,54x	1,78x	1,66x
EV/EBIT	14,7x	12,5x	15,8x	13,4x
KBV	1,7x	1,6x	1,8x	1,7x

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 Verbesserungen der allgemeinen Konsumentenstimmung, insbesondere für den textilen Einzelhandel, (2) eine Lösung des Ukraine-Konflikts, (3) eine Stärkung des Rubels im Vergleich zum Euro und (4) eine Anhebung der Ertrags-Guidance.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

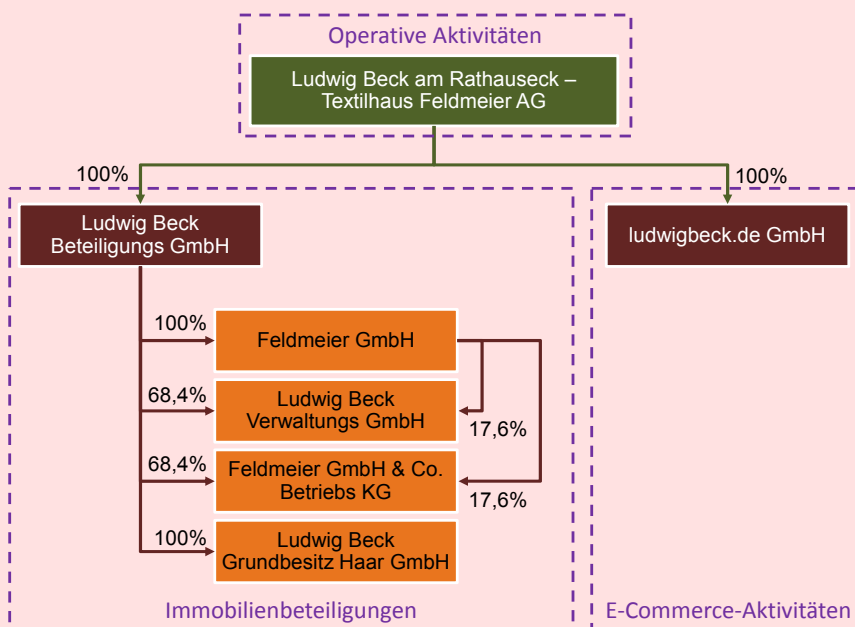
Unternehmensprofil

Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 12.400 qm (per Ende 2014) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klas-

sik- 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 zu steigern.

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM



Die Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG ist Eigentümerin der Immobilie des Stammhauses am Münchner Marienplatz. In der Ludwig Beck Grundbesitz Haar GmbH befindet sich ein 2008 erworbenes betriebsnotwendiges Grundstück in Haar (nahe München), auf dem sich die Logistikzentrale der Ludwig Beck AG befindet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Schwächen und Risiken

Die Hauptschwäche in unserer Equity Story sehen wir in der Abhängigkeit von Kunden aus der russischen Föderation, die im vergangenen Jahr für etwa 4,5% der Konzernumsätze verantwortlich waren. Darüber hinaus sehen wir u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen des Kurszieles: **(1)** Anhaltende Unsicherheit unter den Verbrauchern; **(2)** Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; **(3)** ungünstige Witterungsbedingungen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	105,7	108,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-16,8	-17,3
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	88,9	91,4
YoY	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	3,0%	2,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-43,6	-45,2	-46,0
in % der Nettoerlöse	%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-50,8%	-50,3%
Rohhertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	43,7	45,4
in % der Nettoerlöse	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	49,2%	49,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,5	3,1	3,5	3,4	3,8	3,7	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,4%	4,2%	4,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-17,7	-18,4	-18,7
in % der Nettoerlöse	%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-20,7%	-20,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-3,1%	-3,1%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,1	-15,1	-14,3	-14,8	-15,6	-16,4	-16,5
in % der Nettoerlöse	%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-18,4%	-18,0%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	10,0	11,3
in % der Nettoerlöse	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	11,2%	12,3%
YoY	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	-6,0%	12,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	8,9	10,2
YoY	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	-6,6%	14,9%
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.	-3,5	-2,5	-3,5	-3,4	-2,8	-2,7	-3,2
in % des EBT	%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-30,6%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	6,2	7,1
YoY	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	-7,8%	14,3%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	6,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-2,8	-3,1
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	11,2	9,3	8,8	7,8	7,1	5,6	6,1
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	1,67	1,91

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2014 (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14	9M/14	Q4/14	2014
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,8	23,1	44,8	24,3	69,2	33,5	102,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,5	-3,7	-7,1	-3,9	-11,0	-5,4	-16,4
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	19,4	37,7	20,5	58,2	28,1	86,3
YoY	%	2,2%	2,1%	2,2%	-1,2%	1,0%	-0,3%	0,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,5	-9,9	-19,4	-10,3	-29,6	-14,0	-43,6
in % der Nettoerlöse	%	-51,9%	-50,8%	-51,4%	-50,2%	-51,0%	-49,7%	-50,5%
Rohhertrag	EUR Mio.	8,8	9,5	18,3	10,2	28,5	14,2	42,7
in % der Nettoerlöse	%	48,1%	49,2%	48,6%	49,8%	49,0%	50,3%	49,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,9	1,6	1,3	2,9	0,9	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	4,6%	4,2%	6,2%	4,9%	3,3%	4,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-4,4	-8,8	-4,4	-13,1	-4,5	-17,7
in % der Nettoerlöse	%	-24,0%	-22,5%	-23,2%	-21,4%	-22,6%	-16,1%	-20,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,7	-2,2	-0,6	-2,8
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-4,0%	-4,2%	-3,2%	-3,9%	-2,0%	-3,2%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,8	-3,7	-7,5	-4,0	-11,5	-4,1	-15,6
in % der Nettoerlöse	%	-20,8%	-18,9%	-19,8%	-19,7%	-19,8%	-14,5%	-18,1%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	0,5	1,7	2,2	2,4	4,7	6,0	10,6
in % der Nettoerlöse	%	2,7%	9,0%	5,9%	11,8%	8,0%	21,2%	12,3%
YoY	%	-50,0%	-13,0%	-25,3%	0,8%	-13,7%	-13,9%	-13,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	-0,3	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,2	1,5	1,7	2,1	3,8	5,7	9,5
YoY	%	-66,7%	-1,3%	-20,0%	7,0%	-6,8%	-14,9%	-11,8%
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	-1,9	-2,8
in % des EBT	%	0,0%	-20,3%	-17,9%	-30,8%	-25,1%	-32,8%	-29,7%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	0,2	1,2	1,4	1,5	2,9	3,8	6,7
YoY	%	-37,6%	20,4%	6,2%	13,8%	10,0%	-19,9%	-9,4%
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
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	0,2	-0,7	-0,5	1,5	1,0	6,1	7,1
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	0,05	0,32	0,37	0,40	0,77	1,04	1,81

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung 2015e (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15e	H1/15e	Q3/15e	9M/15e	Q4/15e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,7	24,0	45,7	25,2	70,9	34,8	105,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,4	-3,8	-7,2	-4,0	-11,2	-5,6	-16,8
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	20,1	38,4	21,2	59,7	29,2	88,9
YoY	%	0,0%	3,8%	2,0%	3,8%	2,6%	3,9%	3,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,8	-10,3	-20,2	-10,8	-30,9	-14,2	-45,2
in % der Nettoerlöse	%	-53,7%	-51,3%	-52,4%	-50,7%	-51,8%	-48,7%	-50,8%
Rohrertrag	EUR Mio.	8,5	9,8	18,3	10,5	28,7	15,0	43,7
in % der Nettoerlöse	%	46,3%	48,7%	47,6%	49,3%	48,2%	51,3%	49,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,9	1,6	1,2	2,8	0,9	3,7
in % der Nettoerlöse	%	3,7%	4,4%	4,1%	5,9%	4,7%	3,1%	4,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-4,6	-9,0	-4,6	-13,7	-4,7	-18,4
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-22,9%	-23,5%	-21,8%	-22,9%	-16,1%	-20,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,6	-2,2	-0,5	-2,7
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-3,8%	-4,0%	-3,0%	-3,7%	-1,8%	-3,1%
Aktivierete Eigenleistungen	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%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-3,9	-7,8	-4,3	-12,1	-4,3	-16,4
in % der Nettoerlöse	%	-21,3%	-19,2%	-20,2%	-20,1%	-20,2%	-14,8%	-18,4%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	0,0	1,4	1,5	2,2	3,6	6,4	10,0
in % der Nettoerlöse	%	0,2%	7,2%	3,9%	10,1%	6,1%	21,8%	11,2%
YoY	%	-92,0%	-17,0%	-33,8%	-11,1%	-22,0%	6,5%	-6,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,8	-0,3	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,2	1,2	0,9	1,9	2,8	6,1	8,9
YoY	%	-210,2%	-22,0%	-44,4%	-12,3%	-26,4%	6,7%	-6,6%
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.	0,1	-0,4	-0,3	-0,6	-0,8	-1,9	-2,7
in % des EBT	%	-45,5%	-31,0%	-27,6%	-31,0%	-29,9%	-31,0%	-30,6%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-0,1	0,8	0,7	1,3	2,0	4,2	6,2
YoY	%	n/a	-32,5%	-51,0%	-12,5%	-31,1%	9,6%	-7,8%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-2,8	-2,8	0,0	-2,8	0,0	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	-0,1	-2,0	-2,1	1,3	-0,8	6,4	5,6
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,03	0,22	0,18	0,35	0,53	1,14	1,67

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	93,9	92,5	91,8	92,2	95,7	95,1	95,4
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8	2,8	2,8
Sachanlagen	EUR Mio.	90,7	89,1	88,6	89,0	92,8	92,1	92,4
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	21,9	27,3
Vorräte	EUR Mio.	8,8	9,5	10,2	10,4	11,5	11,9	12,4
DIO	D	29	33	36	37	40	41	41
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,3	1,7	2,6	3,0	3,1	3,2	3,2
DSO	d	5	7	11	12	13	13	13
Bankguthaben	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	6,8	11,6
in % der Bilanzsumme	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	5,8%	9,5%
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
Summa Aktiva	EUR Mio.	108,8	107,6	105,6	106,3	111,1	117,1	122,7
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	71,1	75,0
Eigenkapitalquote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,7%	61,1%
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.	19,6	31,9	39,0	51,9	54,8	58,2	62,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	37,5	33,5	32,7	26,6	24,2	23,5	22,2
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	29,9	27,6	30,8	24,3	20,5	19,5	18,5
Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	1,2	2,7	2,8	2,9
Latente Steuern	EUR Mio.	3,5	1,2	1,2	1,1	0,9	1,2	0,8
Sonstige Schulden	EUR Mio.	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	14,5	20,4	12,9	15,3	19,7	22,4	25,5
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,4	10,4	6,6	9,0	13,9	16,6	15,7
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,6	1,4	1,1	1,8	1,3	1,4	1,5
in % der Erlöse	%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,5%	1,6%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,7	5,0	4,7	4,4	4,4	3,9	4,3
Steuerschulden	EUR Mio.	3,8	3,6	0,5	0,0	0,1	0,5	4,0
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	108,8	107,6	105,6	106,3	111,1	117,1	122,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	86,3%	85,9%	87,0%	86,7%	86,1%	81,3%	77,8%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	2,4%	2,3%
Sachanlagen	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	78,7%	75,3%
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%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	13,7%	14,1%	13,0%	13,3%	13,9%	18,7%	22,2%
Vorräte	%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	10,3%	10,2%	10,1%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%
Bankguthaben	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	5,8%	9,5%
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%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva	%							
Eigenkapital	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,7%	61,1%
Gezeichnetes Kapital	%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,5%	8,1%	7,7%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	18,0%	29,7%	36,9%	48,8%	49,3%	49,7%	50,6%
Anteile anderer Gesellschafter	%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	34,4%	31,1%	31,0%	25,0%	21,8%	20,1%	18,1%
Bankverbindlichkeiten	%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,4%	16,6%	15,1%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	2,5%	2,4%	2,4%
Latente Steuern	%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	1,0%	0,7%
Sonstige Schulden	%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	13,3%	18,9%	12,3%	14,4%	17,7%	19,2%	20,8%
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,5%	14,2%	12,8%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,2%	1,2%	1,2%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5,2%	4,7%	4,4%	4,1%	4,0%	3,3%	3,5%
Steuerschulden	%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,1%	0,4%	3,3%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	8,9	10,2
Abschreibungen	EUR Mio.	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,8
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	0,6	1,6	0,1	0,1
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.	13,0	14,1	15,1	14,1	13,9	11,7	13,1
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	0,9	-0,2	-4,7	0,4	-0,5	-0,4	0,5
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1
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.	0,8	-2,8	0,0	-3,2	-3,6	-0,7	1,0
CFO	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	8,9	13,0
YoY	%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	-18,8%	19,9%	44,8%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-1,9	-1,4	-2,3	-3,1	-6,4	-2,0	-3,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-2,1	-3,1
YoY	%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	103,8%	-67,9%	47,8%
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	6,9	9,9
YoY	%	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-84,2%	623,7%	43,9%
Reinvestment Rate	%	31,3%	78,0%	-2,6%	-14,4%	48,8%	38,1%	25,1%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-2,8	-3,1
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-7,1	4,7	-0,6	-4,1	1,0	1,8	-1,9
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.	-0,5	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,7	0,0	-3,2	-0,3	0,0	0,1	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	-0,9	-5,0
YoY	%	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	-86,9%	4,6%	485,3%
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	0,1	6,0	4,8
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	6,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	6,8	11,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz (brutto)	EUR Mio.	107,2	103,2	103,2	102,1	102,7	105,7	108,7
Textil	EUR Mio.	82,5	78,3	78,0	75,3	75,2	76,7	78,2
Nontextil	EUR Mio.	24,7	24,9	25,2	26,9	27,4	29,1	30,5
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Textil	%	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	72,5%	72,0%
Nontextil	%	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	27,5%	28,0%
YoY	%	n/a	-3,7%	0,0%	-1,0%	0,5%	3,0%	2,8%
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	1,9%	2,0%
Nontextil	%	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	2,1%	5,9%	4,9%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	88,9	91,4
Textil	EUR Mio.	69,3	65,8	65,5	63,2	63,2	64,5	65,8
Nontextil	EUR Mio.	20,8	21,0	21,2	22,6	23,1	24,4	25,6
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Textil	%	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	72,5%	72,0%
Nontextil	%	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	27,5%	28,0%
YoY	%	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	3,0%	2,8%
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	2,0%	2,0%
Nontextil	%	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	5,9%	4,9%
EBIT vor Overhead-Kosten	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	10,0	11,3
Textil	EUR Mio.	5,6	16,3	17,0	15,8	14,8	14,8	15,2
Nontextil	EUR Mio.	3,2	4,2	4,1	4,3	4,3	4,6	4,9
Nicht zurechenbare Kosten	EUR Mio.	5,0	-7,6	-7,2	-7,8	-8,5	-9,4	-8,9
EBIT-Marge (brutto)	%	12,8%	12,5%	13,4%	12,1%	10,4%	9,5%	10,4%
Textil	%	6,8%	20,8%	21,8%	21,0%	19,7%	19,3%	19,5%
Nontextil	%	12,8%	16,9%	16,3%	16,0%	15,7%	15,9%	16,0%
EBIT-Marge (netto)	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	11,2%	12,3%
Textil	%	8,1%	24,8%	26,0%	25,0%	23,5%	23,0%	23,2%
Nontextil	%	15,3%	20,0%	19,3%	19,0%	18,7%	18,9%	19,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	105,7	108,7
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	88,9	91,4
Rohhertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	43,7	45,4
EBITDA	EUR Mio.	16,9	15,6	16,8	15,1	13,4	12,7	14,1
EBIT	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	10,0	11,3
EBT	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	8,9	10,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	6,2	7,1
Anzahl Mitarbeiter		509	500	451	461	478	488	497
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	19,10	21,35	28,95	31,50	31,58		
Kurs Tief	EUR	11,80	18,29	19,15	25,85	28,45		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	14,39	19,56	21,77	29,33	29,20	31,95	31,95
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	1,67	1,91
CFPS	EUR	3,53	3,81	4,08	3,67	3,33	3,15	3,53
BVPS	EUR	8,79	14,54	16,22	17,43	18,20	19,24	20,30
Dividende	EUR	0,35	0,45	0,50	0,50	0,75	0,85	0,95
Kursziel	EUR							34,90
Performance bis Kursziel	%							9,2%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	49,2%	49,7%
EBITDA-Marge	%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	15,6%	14,3%	15,4%
EBIT-Marge	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	11,2%	12,3%
EBT-Marge	%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	11,0%	10,0%	11,2%
Netto-Marge	%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	7,8%	6,9%	7,7%
FCF-Marge	%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	1,1%	7,7%	10,8%
ROE	%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	10,2%	8,9%	9,7%
ROCE	%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	8,5%	8,1%	8,9%
CE/Umsatz	%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	124,1%	120,2%	117,7%
NWC/Umsatz	%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	13,3%	13,4%	13,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	177,0	173,6	192,2	186,2	180,5	182,4	183,8
Pro-Kopf-EBIT	EURk	27,0	25,7	30,7	26,8	22,2	20,5	22,7
DSO	d	5	7	11	12	13	13	13
Inventory days	d	29	33	36	37	40	41	41
Capex/Umsatz	%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,4%	2,2%	3,3%
Fixkosten-Deckung	x	1,2	1,6	1,7	3,4	3,3	3,2	3,7
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	3,0%	2,8%
Nettoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	3,0%	2,8%
Flächenbereinigter Umsatz	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	3,0%	2,8%
EBITDA	%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-11,0%	-5,2%	10,8%
EBIT	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	-6,0%	12,9%
EBT	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	-6,6%	14,9%
Nettoergebnis	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	-7,8%	14,3%
EPS	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	-7,8%	14,3%
CFPS	%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	-9,1%	-5,6%	12,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,9	92,5	91,8	92,2	95,7	95,1	95,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	21,9	27,3
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	71,1	75,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	51,9	53,9	45,6	41,9	43,9	46,0	47,7
Anlagenintensität	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	78,7%	75,3%
Capex	EUR Mio.	1,9	1,4	2,3	3,1	6,4	2,0	3,0
Substanzerhaltungsgrad	x	0,61	0,50	0,78	1,13	2,30	0,73	1,07
EK-Quote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,7%	61,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	49,9%	41,2%	30,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,4	3,0	2,7	2,7	3,2	3,6	3,0
Working Capital	EUR Mio.	7,8	9,0	10,8	9,9	11,5	11,9	12,3
Capital Employed	EUR Mio.	101,6	101,3	102,5	101,9	107,1	106,9	107,6
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	53,2	72,3	80,4	108,4	107,9	118,1	118,1
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	70,6	78,9	107,0	116,4			
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	43,6	67,6	70,8	95,5			
Nettoverschuldung	EUR Mio.	28,6	34,1	36,5	32,6	33,5	29,3	22,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	96,8	106,4	116,9	141,0	141,4	147,4	140,7
Enterprise Value	EUR Mio.	114,2	113,0	143,5	149,0			
Enterprise Value	EUR Mio.	87,2	101,7	107,3	128,2			
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,23	1,35	1,64	1,64	1,66	1,54
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,27	1,30	1,65	1,74			
EV/Umsatz (Tief)	x	0,97	1,17	1,24	1,49			
EV/EBITDA	x	5,7	6,8	7,0	9,4	10,5	11,6	10,0
EV/EBIT	x	7,0	8,3	8,4	11,4	13,3	14,7	12,5
KGV	x	8,3	8,2	9,6	14,7	16,1	19,1	16,7
KCF	x	4,1	5,1	5,3	8,0	8,8	10,1	9,1
KBV	x	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6	1,7	1,6
FCF-Yield	%	2,5	-1,1	1,0	1,6	0,3	1,9	2,7
Ausschüttungsquote	%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	292,6%	45,8%	35,6%
Dividendenrendite	%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	2,6%	2,7%	3,0%
Economic Value Added								
WACC	%	6,2%	6,3%	6,3%	7,7%	6,1%	7,2%	7,2%
ROCE/WACC	x	1,81	1,66	1,78	1,31	1,39	1,13	1,24
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	8,9	13,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-2,1	-3,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	6,9	9,9
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	-0,9	-5,0
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	3,0%	2,8%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-0,3%	0,5%
Anzahl Shops zum Jahresende		5	4	4	4	4	4	4
LFL Kosten YoY	%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,2%	4,0%	1,4%

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)
24.04.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
31.03.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
08.01.2015	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.10.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
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 Finanzdatenangebern, 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.