

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 34,50

Kursziel: EUR 40,60 (bislang EUR 40,40)

Erhebliche Einmaleffekte nach Erstkonsolidierung

Der erste Finanzbericht, in dem Wormland voll konsolidiert wird, wird erwartungsgemäß von erheblichen Einmaleffekten überlagert. Dennoch ist erkennbar, dass die positiven Effekte der Übernahme vorerst überwiegen. Wir heben unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes 12-Monats-Kursziel leicht auf EUR 40,60 (bislang EUR 40,40) je Aktie an und bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

H1/2015 im Überblick

Im ersten Halbjahr 2015 erwirtschaftete Ludwig Beck auf Konzernebene **Bruttoumsätze** von EUR 56,8 Mio. Auf vergleichbarer Fläche lagen die Bruttoumsätze bei EUR 45,6 Mio. (Vorjahr EUR 44,8 Mio.), was einem LFL-Wachstum von +1,5% YoY entspricht. Der seit 12.05.2015 konsolidierte Herrenmodeanbieter Wormland trug im zweiten Quartal mit anteiligen Bruttoumsätzen von EUR 11,2 Mio. zum Konzernumsatz bei. Hätte Ludwig Beck Wormland bereits seit Jahresanfang konsolidieren können, hätte der Umsatzbeitrag EUR 37,8 Mio. betragen und die Konzernenerlöse (brutto) hätten EUR 83,4 Mio. erreicht (+86,0% YoY).

Das **operative Ergebnis (EBIT)** lag im ersten Halbjahr bei EUR 11,3 Mio. (Vorjahr EUR 2,2 Mio.). Ursächlich für diese Ergebnisvervielfachung waren insbesondere Erträge aus der Purchase Price Allocation (PPA) der Wormland-Erstkonsolidierung in Höhe von EUR 9,8 Mio. Bereinigt um Sondereffekte wurde zum Halbjahr ein EBIT von EUR 2,0 Mio. erreicht. Das **Ergebnis vor Steuern** lag nach sechs Monaten bei EUR 10,8 Mio. bzw. bei EUR 1,5 Mio. (bereinigt). Infolge von latenten Steuern wurden lediglich Steuern in Höhe von EUR 0,1 Mio. ausgewiesen, so dass das **Ergebnis nach Steuern** mit EUR 10,7 Mio. ausgewiesen wurde, bzw. bereinigt mit EUR 1,4 Mio. auf Vorjahresniveau lag.

H1/2015		Rep.	Erw.	Δ
Umsatz (netto)	EUR Mio.	47,7	46,0	3,8%
YoY	%	26,5%	21,9%	4,6pp
EBIT*	EUR Mio.	11,3	7,8	43,6%
EBIT-Marge*	%	23,6%	17,0%	6,5pp
EBT*	EUR Mio.	10,8	7,2	48,7%
EAT*	EUR Mio.	10,6	5,0	111,9%
EPS*	EUR	2,88	1,36	111,9%

* Jeweils inklusive Sondereffekte aus der Erstkonsolidierung
 QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Deutliche Bilanzverlängerung

Trotz hoher Impairments aus der Erstkonsolidierung hat die Übernahme von Wormland eine deutliche Bilanzverlängerung zur Folge: Die Bilanzsumme stieg auf EUR 144,0 Mio. von EUR 113,0 Mio. in Q1/15. Die isolierten Effekte aus der Wormland-Übernahme betrafen insbesondere eine Zunahme der Vorräte (EUR 8,5 Mio.) und der Forderungen (EUR 9,1 Mio.). Letztere bestehen gegenüber dem Verkäufer der Wormland-Filialen, der Theo Wormland-Stiftung, und werden Angaben gemäß zum Jahresende beglichen, was eine entsprechende Bilanzverkürzung zur Folge haben wird. Bereinigt um dieses Darlehen lag die **Eigenkapitalquote** Ende H1/2015 bei 55,6% (nach 59,1% zum H1/2014).

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 127,5 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien
Q3/2015: 20.10.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	85,8	86,3	136,9	161,3
EBITDA	15,1	13,4	21,6	13,7
EBIT	12,3	10,6	18,8	10,4
EBT	10,8	9,5	17,6	9,3
EAT	7,4	6,7	15,4	6,4

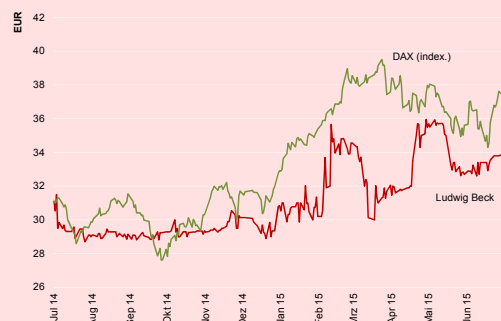
% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	17,6	15,6	15,8	8,5
EBIT	14,4	12,3	13,8	6,5
EBT	12,6	11,0	12,8	5,8
EAT	8,6	7,8	11,2	4,0

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	2,00	1,81	4,15	1,74
Dividende	0,50	0,75	0,85	0,95
Buchwert	17,43	18,20	21,62	22,51
Cashflow	3,67	3,33	5,51	3,40

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	60,6%	60,5%	57,7%	58,0%
Gearing	50,7%	49,9%	39,5%	29,4%

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	14,7	16,1	8,3	19,8
EV/Umsatz	1,64	1,64	1,16	0,94
EV/EBIT	11,4	13,3	8,4	14,6
KBV	1,7	1,6	1,6	1,5

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	158-163	-
Guidance: EBIT	17-19	-



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

Ertrag aus dem Unternehmenserwerb

Die Zeitwerte der übernommenen Vermögensgegenstände von Wormland summierten sich zum Erwerbszeitpunkt auf EUR 23,0 Mio. Abzüglich der langfristigen Rückstellungen und der zinstragenden Verbindlichkeiten wurde ein Nettovermögen von EUR 9,8 Mio. übernommen, das zum Halbjahr als sonstiger betrieblicher Ertrag verbucht wurde.

TABELLE 1: ZEITWERTE DES NETTOVERMÖGENS ZUM ERWERBSZEITPUNKT (12.05.2015)

Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,1
Sachanlagen	EUR Mio.	8,3
Vorräte	EUR Mio.	10,2
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	EUR Mio.	2,1
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,3
Summe der Assets	EUR Mio.	23,0
Langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-12,6
Nettovermögen	EUR Mio.	9,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Erneut deutliche Verbesserung der Finanzierungsstruktur

Im zweiten Quartal hat Ludwig Beck die aktuelle Zinslandschaft zu einem neuerlichen Verbindlichkeitentausch genutzt. So wurden durch Sondertilgungen und eine Verschiebung kurzfristiger Verbindlichkeiten in langfristige nicht nur die Fälligkeitenstruktur verbessert, sondern durch die Aufnahme zweier Hypothekendarlehen auch das durchschnittliche Zinsniveau weiter abgesenkt: Angaben gemäß konnte sich Ludwig Beck die beiden Hypothekendarlehen mit einem Betrag von EUR 15,0 Mio. und einer zehnjähriger Laufzeit zu einem Zinssatz von 1,15% sichern.

Finanzierungskonditionen spiegeln die hohe Bonität der Gesellschaft wider

Management-Guidance für 2015e

Rechnete das Management bislang mit einem Umsatzwachstum von etwa 60% und einem EBIT zwischen EUR 17 Mio. und EUR 19 Mio., so wurden nun Bruttoumsätze zwischen EUR 158 und 163 Mio. sowie ein EBIT von EUR 17 bis 19 Mio. in Aussicht gestellt.

Die isolierten Daten der beiden Gesellschaften des vergangenen Jahres sowie die Guidance für das laufende Jahr werden in folgender Tabelle zusammengefasst:

TABELLE 2: GUIDANCE VS. VORJAHRESWERTE

		2014	Guidance 2015
Bruttoumsatz Ludwig Beck	EUR Mio.	102,7	n/a
Bruttoumsatz Wormland	EUR Mio.	79,6	n/a
Summe der Bruttoumsätze	EUR Mio.	182,3	158-163
EBIT Ludwig Beck	EUR Mio.	10,6	n/a
EBIT Wormland *	EUR Mio.	-1,5	n/a
Summe EBIT *	EUR Mio.	9,1	17-19 **

QUELLE: SPHENE CAPITAL

* eigene Schätzung ** inklusive Einmaleffekte in Höhe von EUR 9,8 Mio.

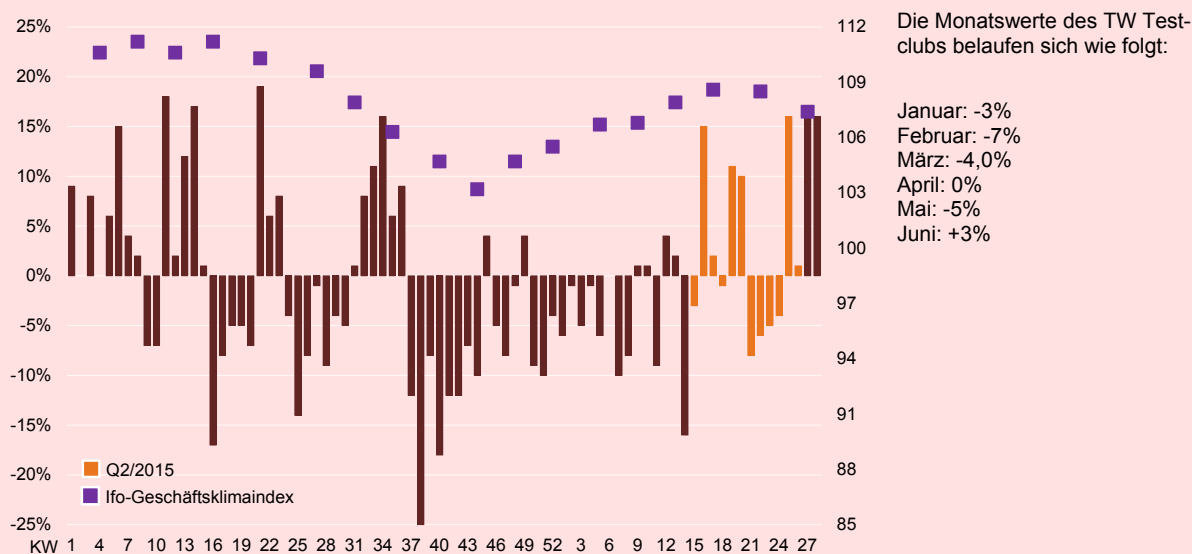
Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift *TextilWirtschaft* ermittelt wird, meldete für das erste Halbjahr ein Minus von -2%. Nachdem das Minus zum ersten Quartal noch -5% betragen hatte, waren im Juni und insbesondere im Juli deutlich positive Impulse festzustellen.

TW Testclub im Kontrast zum Ifo-Geschäftsklimaindex

Während der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft im ersten Quartal dieses Jahres sukzessive auf den höchsten Stand seit Juli 2014 gestiegen ist, war das erste Quartal für den stationären textilen Einzelhandel unverändert von massiven Einbrüchen gekennzeichnet: Mit -3%, -7% und -4% lagen alle drei Monate des Auftaktquartals im negativen Bereich. Erst im zweiten Quartal war eine leichte Erholung erkennbar, so dass das erste Halbjahr per Saldo mit einem Rückgang von -2% abschloss.

Textiles Einzelhandelsumfeld erst zum Sommerbeginn mit ersten Impulsen

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB 2014/15 UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX



QUELLE: SPHENE CAPITAL, TEXTILWIRTSCHAFT, IFO INSTITUT

Ursächlich für diese Entwicklung war ein Mix aus (1) Wettereinflüssen, (2) fehlenden innovativen Modetrends und (3) einer tendenziell steigenden Bedeutung von Alternativangeboten wie Smartphones. Inzwischen dürften sich auch die Online-Marktplätze von der schwachen Branchenkonjunktur abheben können.

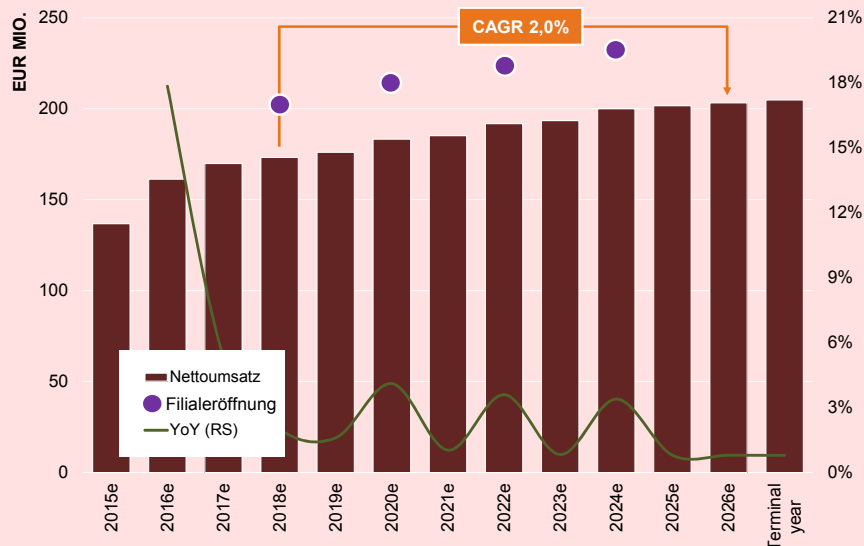
Nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet und berechnen nach der Anpassung diverser Modellparameter ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 40,60 (bislang EUR 40,40) je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 34,50 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 17,7%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 32,80, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 46,10 je Aktie. Zu beachten ist, dass die Erreichung unseres Kursziels nach der Wormland-Übernahme mit einer größeren Volatilität der Ergebnisprognose verbunden sein sollte; wir stufen daher das Risiko der Aktie auf Mittel ein. Per Saldo bestätigen wir 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. Zudem gehen wir von einem sukzessiven Turnaround der Wormland-Filialen aus, dessen erster wichtiger Schritt mit der Schließung der hochdefizitären Filiale Oberhausen im Lauf des ersten Halbjahrs 2016e gemacht werden soll.

Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das korrekte Bewertungsverfahren für die Aktien der Ludwig Beck AG.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 19,0% bzw. 2,0%. Dabei modellieren wir alle zwei Jahre eine Neueröffnung einer Wormland-Filiale.

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 2018e zugrunde und erwarten akquisitionsgetriebene durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Nettoumsätze 2014-18e in Höhe von 19,0%.
- ⑤ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden. Zudem gehen wir davon aus, dass während der Detail- und der Grobplanungsphase durchschnittlich alle zwei Jahre eine Wormland-Filiale eröffnet werden wird.
- 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 0,8% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 8,7% in 2018e auf 12,0% in 2026e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management der operative Turnaround von Wormland gelingt. Für 2026e haben wir auch die Peak Margins modelliert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 10,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und der Geschwindigkeit des Turnarounds könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ⑤ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,8%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;

- Ⓢ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,1% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Investment Grade Rating von aktuell A abgeleitet haben;
- Ⓢ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir aufgrund der höheren, mit dem Wormland-Geschäftsmodell verbundenen Risiken unverändert bei 1,0 sehen und das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 3: 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	0,00
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Zeitablauf 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; eine Nutzung der Verlustvorträge von Wormland haben wir durch den Gesellschafterwechsel nicht modelliert.

TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	10,9%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,8%
Fundamental-beta		1,0
Erwartete Risikoprämie	%	10,1%
Small Cap-Prämie	%	1,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	2,4%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,2%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,8%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	1,8%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,0%
WACC basierend auf Marktwerten	%	3,4%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ dass Ludwig Becks Freie Cashflows zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 3,4% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,8%, ermittelt aus der Rendite langfris-

tiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,0 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 10,1% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, den wir aus einer Management-Prämie ableiten. Mit einem von uns für die Gesellschaft unterstellten Investment Grade-Rating von A modellieren wir vor dem Hintergrund der hohen Eigenkapitalquote der Gesellschaft eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit 100 Basispunkten, was sich auch aus den Bankverbindlichkeiten aus der Wormland-Übernahme ableiten lässt. Schließlich haben wir für Ludwig Beck eine für den Einzelhandel industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~20,0%/80,0% angesetzt;

- ⊖ dass Ludwig Beck im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir während der Grobplanungsphase einen Anstieg der WACC von derzeit 3,4% auf dann 5,8% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 40,60 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 40,60 je Aktie (bislang EUR 40,40) ergibt. Dabei werden 64,1% des Enterprise Values von EUR 202,9 Mio. aus dem Terminal Value abgeleitet, 35,9% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 40,60 je Aktie

TABELLE 5: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR	130,0
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR	73,1
Summe PV	EUR	203,0
Finanzschulden	EUR	-56,6
Cash	EUR	3,6
Wert des Eigenkapitals	EUR	150,1
Anzahl Aktien	Mio.	3,7
Kursziel je Aktie	EUR	40,60

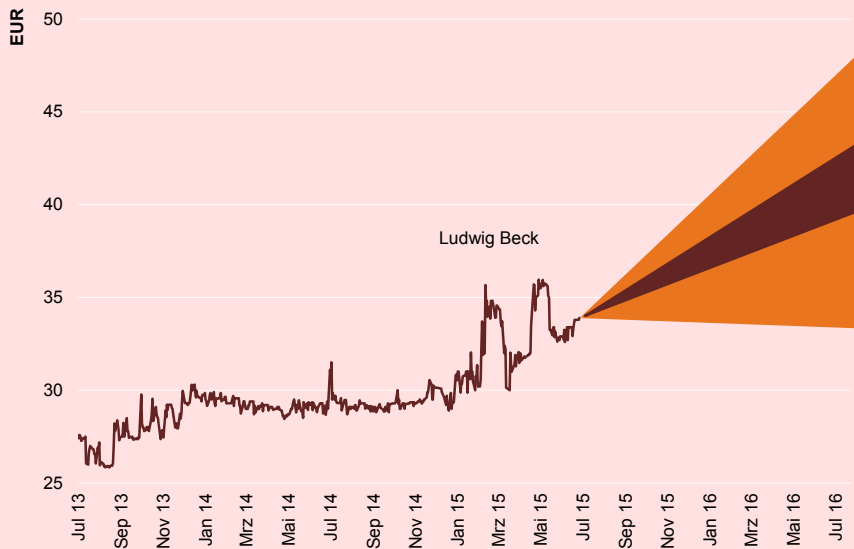
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,2% von 0,8%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung des Trading-Up nicht länger gelingen würde. Auch ein Scheitern des Turnaround könnte in diesem Szenario widergespiegelt werden. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Equity Value 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 Szenario könnte sich beispielsweise aus einer Ausweitung des Online-Shops von Ludwig Beck, 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 1,4% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 5,50 auf EUR 46,10 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 32,80 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 46,10 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 40,60 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 32,40) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 46,10) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch eine Erweiterung des Online-Shops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 40,60 je Aktie

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

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 40,60	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	8,3x	19,8x	9,8x	23,3x
EV/Umsatz	1,16x	0,94x	1,33x	1,08x
EV/EBIT	8,4x	14,6x	9,6x	16,7x
KBV	1,6x	1,5x	1,9x	1,8x

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, verbunden mit einer Stärkung des Rubels gegenüber dem Euro, **(3)** die Erreichung des Break-Even im Online-Shop früher als angekündigt (2018), **(4)** eine anhaltende Verbesserung der Ertragsentwicklung im Zuge der Wormaland-Übernahme, etwa durch die Schließung der defizitären Oberhausen-Filiale, und **(5)** ein anhaltender Bevölkerungszuzug in den Großraum München.

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 12.415 qm (per Ende 2014) 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 mitt-

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

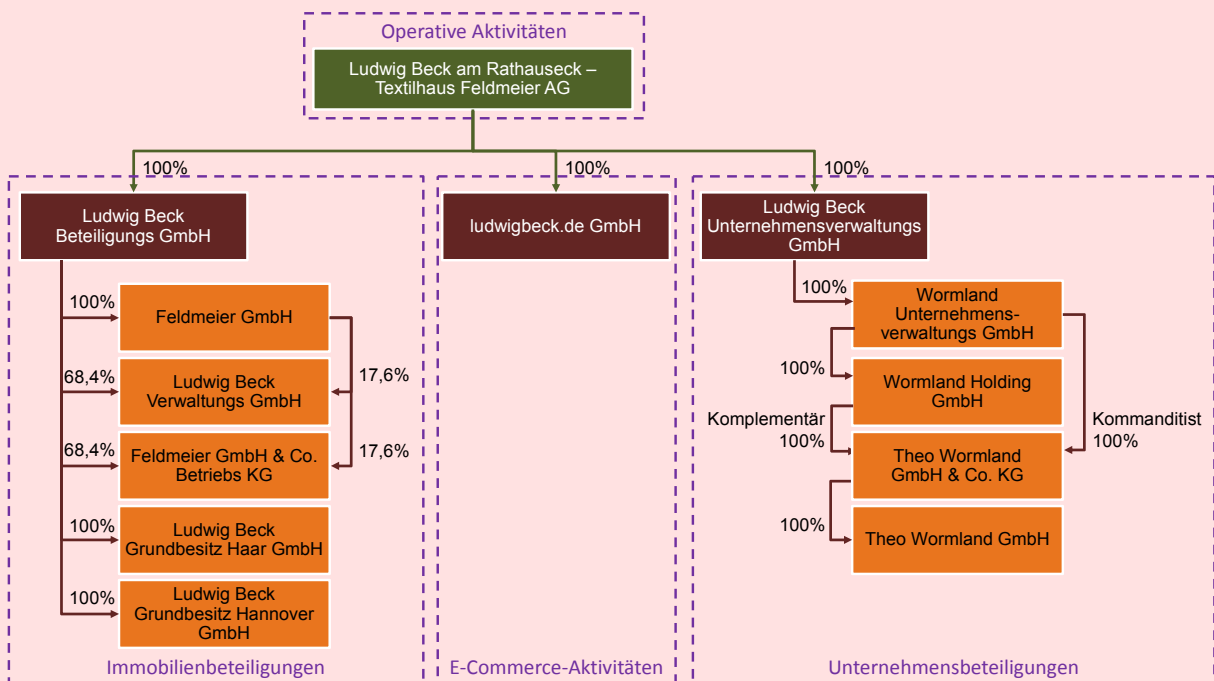
Die Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG ist Eigentümerin der Immobilie des Stammhauses am Münchener Marienplatz. In der Ludwig Beck Grundbesitz Haar GmbH befindet sich ein 2008 erworbenes betriebsnotwendiges Grundstück in Haar (nahe München), auf dem sich die Logistikzentrale der Ludwig Beck AG befindet.

leren und gehobenen Preissegment, auf untere Preislagen wird weitgehend verzichtet.

Zum 12. Mai 2015 hat Ludwig Beck den Herrenmodelfilialisten Wormland übernommen. Das 1935 von Theo Wormland gegründete Unternehmen ist deutschlandweit mit 15 Filialen vertreten und erwirtschaftete im vergangenen Jahr mit 465 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 13.600 qm einen Bruttoumsatz in Höhe von EUR 79,6 Mio.

Kernelement der Unternehmensstrategie von Ludwig Beck – aber auch von Wormland – 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 4: ORGANIGRAMM



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 Tendenz der Verbraucher, Textilien und Accessoires online zu erwerben; **(2)** Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; **(3)** ungünstige Witterungsbedingungen; **(4)** eine anhaltende Tendenz des stationäre Textileinzelhandels zum Mid-Season-Sale (Preiskampf).

Aus dem Geschäftsmodell von Wormland ergeben sich spezifische Risiken **(1)** aus der umgesetzten Filialisierungsstrategie, mit der stetig attraktive Standorte identifiziert und besetzt werden müssen, **(2)** aus dem Umgang mit schwach performenden Standorten.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bruttoumsatz	EUR Mio.	93,2	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-12,9	-13,9	-14,0	-13,9	-16,5	-16,4	-16,5
Nettoumsatz	EUR Mio.	80,3	86,7	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2
YoY	%	-2,0%	7,9%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%
Materialaufwand	EUR Mio.	-43,5	-46,5	-46,7	-46,1	-46,0	-44,8	-44,2
in % der Nettoerlöse	%	-54,1%	-53,6%	-53,3%	-52,7%	-52,9%	-52,0%	-50,7%
Rohertrag	EUR Mio.	36,9	40,2	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0
in % der Nettoerlöse	%	45,9%	46,4%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	2,1	2,7	2,6	3,0	2,6	3,3	3,0
in % der Nettoerlöse	%	2,6%	3,2%	3,0%	3,4%	3,0%	3,8%	3,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,9	-18,7	-17,6	-17,4	-17,2	-16,9	-16,8
in % der Nettoerlöse	%	-22,3%	-21,6%	-20,0%	-20,0%	-19,7%	-19,7%	-19,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-3,8	-3,8	-3,4	-3,8	-4,1	-3,5
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-4,4%	-4,3%	-3,9%	-4,4%	-4,7%	-4,1%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,7	-17,2	-16,5	-16,8	-15,7	-15,7	-15,9
in % der Nettoerlöse	%	-19,5%	-19,8%	-18,8%	-19,2%	-18,0%	-18,3%	-18,3%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	1,9	3,3	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8
in % der Nettoerlöse	%	2,4%	3,8%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%
YoY	%	-22,2%	68,6%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,6	-4,0	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7
Minderheiten	EUR Mio.	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-2,2	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4
YoY	%	n/a	-44,1%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%
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.	0,7	0,4	-0,6	-1,1	-0,5	-1,7	-4,1
in % des EBT	%	-33,6%	-35,5%	-47,3%	-44,7%	-16,9%	-38,9%	-64,9%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-1,5	-0,8	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2
YoY	%	628,5%	-45,7%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9	1,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	0,0
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	1,5	0,8	-0,2	-0,6	-1,7	-0,8	-0,1
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,9	1,2	1,9	4,3
Anzahl Aktien	Mio.	3,360	3,360	3,360	3,360	3,388	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,43	-0,24	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	161,6	189,5
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-24,7	-28,2
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,9	161,3
YoY	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,6%	17,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-43,6	-69,4	-81,1
in % der Nettoerlöse	%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-50,7%	-50,3%
Roherttrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	67,5	80,2
in % der Nettoerlöse	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	49,3%	49,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,5	3,1	3,5	3,4	3,8	13,5	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,4%	9,8%	2,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-17,7	-28,9	-34,7
in % der Nettoerlöse	%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-21,1%	-21,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,8	-3,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-2,0%	-2,0%
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	-30,5	-35,6
in % der Nettoerlöse	%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-22,3%	-22,1%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	18,8	10,4
in % der Nettoerlöse	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,8%	6,5%
YoY	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	77,1%	-44,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,3	-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	17,6	9,3
YoY	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	84,5%	-47,0%
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	-2,2	-2,9
in % des EBT	%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-12,7%	-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	15,4	6,4
YoY	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	129,4%	-58,1%
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	14,8	5,5
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	4,15	1,74

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	Q2/15	H1/15	Q3/15e	9M/15e	Q4/15e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,7	35,1	56,8	44,5	101,3	60,3	161,6
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,4	-5,7	-9,1	-6,6	-15,7	-9,0	-24,7
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	29,4	47,7	37,9	85,6	51,3	136,9
YoY	%	0,0%	51,5%	26,5%	85,0%	47,1%	82,3%	58,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,8	-14,6	-24,4	-19,2	-43,6	-25,7	-69,4
in % der Nettoerlöse	%	-53,7%	-49,6%	-51,2%	-50,7%	-51,0%	-50,2%	-50,7%
Rohhertrag	EUR Mio.	8,5	14,8	23,3	18,6	41,9	25,6	67,5
in % der Nettoerlöse	%	46,3%	50,4%	48,8%	49,3%	49,0%	49,8%	49,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	10,6	11,3	1,2	12,5	0,9	13,5
in % der Nettoerlöse	%	3,7%	36,1%	23,7%	3,3%	14,7%	1,8%	9,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-6,1	-10,6	-9,1	-19,6	-9,2	-28,9
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-20,9%	-22,1%	-24,0%	-23,0%	-18,0%	-21,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-1,7	-0,6	-2,3	-0,5	-2,8
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-3,1%	-3,6%	-1,6%	-2,7%	-1,0%	-2,0%
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	-7,2	-11,1	-9,7	-20,8	-9,7	-30,5
in % der Nettoerlöse	%	-21,3%	-24,4%	-23,2%	-25,7%	-24,3%	-18,9%	-22,3%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	0,0	11,2	11,3	0,5	11,8	7,1	18,8
in % der Nettoerlöse	%	0,2%	38,1%	23,6%	1,3%	13,7%	13,8%	13,8%
YoY	%	-92,0%	544,4%	402,5%	-79,1%	152,4%	18,4%	77,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,9	-0,3	-1,3
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,2	11,0	10,8	0,1	10,8	6,7	17,6
YoY	%	-210,2%	641,4%	540,2%	-95,8%	183,9%	17,9%	84,5%
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	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-2,1	-2,2
in % des EBT	%	-45,5%	-1,9%	-1,0%	-31,0%	-1,3%	-31,0%	-12,7%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-0,1	10,8	10,6	0,1	10,7	4,6	15,4
YoY	%	n/a	812,1%	671,4%	-95,8%	274,4%	21,1%	129,4%
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	8,0	7,9	0,1	7,9	6,9	14,8
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,03	2,91	2,88	0,02	2,90	1,26	4,15

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	99,6	100,2	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,3	2,6	2,8	2,8	3,3	3,2	3,0
Sachanlagen	EUR Mio.	92,2	92,1	88,9	87,8	88,9	93,3	92,0
Latente Steuern	EUR Mio.	5,0	5,4	4,9	4,0	2,2	1,1	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	12,6	12,4	11,4	11,7	12,8	15,1	14,1
Vorräte	EUR Mio.	10,0	10,2	9,3	9,2	9,1	9,1	8,3
DIO	D	39	36	33	33	32	32	29
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,5	1,6	1,5	1,7	2,0	5,5	1,4
DSO	d	7	7	6	7	8	23	6
Bankguthaben	EUR Mio.	1,1	0,6	0,5	0,8	1,7	0,6	4,4
in % der Bilanzsumme	%	1,0%	0,5%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%
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
Summa Aktiva	EUR Mio.	112,3	112,6	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	42,2	41,3	32,8	33,8	40,2	41,8	42,8
Eigenkapitalquote	%	37,6%	36,6%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	17,6	8,6	8,6	8,6	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	8,2	8,3	8,9	14,0	14,8	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,9	1,2	1,9	14,4
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	24,6	24,5	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	51,0	48,9	47,3	46,4	43,7	43,7	45,6
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	40,9	37,6	35,1	34,4	36,2	36,5	37,0
Rückstellungen	EUR Mio.	1,0	1,0	1,2	1,0	0,5	0,6	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	4,6	4,6	4,5	4,5	4,3	2,7	3,7
Sonstige Schulden	EUR Mio.	4,6	5,7	6,6	6,5	2,7	4,0	3,4
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	19,1	22,5	19,1	17,4	14,7	18,6	12,0
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	13,7	16,0	12,2	11,0	3,1	8,2	3,5
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,4	2,3	2,1	1,8	1,9	5,2	1,3
in % der Erlöse	%	1,8%	2,6%	2,4%	2,1%	2,2%	6,0%	1,5%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,0	4,2	4,7	4,3	9,1	4,8	5,2
Steuerschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,4	2,1
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	0,0	0,0	8,9	8,9	8,8	8,8	9,0
Summe Passiva	EUR Mio.	112,3	112,6	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	98,0	96,8
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8	4,8	4,8
Sachanlagen	EUR Mio.	90,7	89,1	88,6	89,0	92,8	93,0	91,8
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	40,4	46,6
Vorräte	EUR Mio.	8,8	9,5	10,2	10,4	11,5	22,9	23,9
DIO	D	29	33	36	37	40	51	45
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,3	1,7	2,6	3,0	3,1	4,2	4,3
DSO	d	5	7	11	12	13	11	10
Bankguthaben	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	13,3	18,5
in % der Bilanzsumme	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	9,6%	12,9%
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	138,4	143,4
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	79,9	83,1
Eigenkapitalquote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	57,7%	58,0%
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	67,4	70,6
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	36,4	35,1
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	29,9	27,6	30,8	24,3	20,5	31,0	30,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	1,2	2,7	4,1	4,3
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	22,2	25,3
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,4	10,4	6,6	9,0	13,9	13,9	13,0
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%	1,0%	0,9%
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	6,4	6,8
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	138,4	143,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	88,7%	89,0%	89,5%	89,0%	88,1%	86,6%	87,1%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,0%	2,3%	2,6%	2,6%	3,1%	2,9%	2,8%
Sachanlagen	%	82,2%	81,8%	82,2%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%
Latente Steuern	%	4,4%	4,8%	4,5%	3,7%	2,0%	1,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	11,3%	11,0%	10,5%	11,0%	11,9%	13,4%	12,9%
Vorräte	%	8,9%	9,1%	8,6%	8,7%	8,5%	8,0%	7,6%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,3%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%	4,9%	1,3%
Bankguthaben	%	1,0%	0,5%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%
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%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva	%							
Eigenkapital	%	37,6%	36,6%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%
Gezeichnetes Kapital	%	15,7%	7,6%	7,9%	8,1%	8,8%	8,4%	8,6%
Kapitalrücklage	%	0,0%	7,3%	7,7%	8,3%	13,0%	13,1%	3,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	0,0%	0,4%	0,9%	1,1%	1,7%	13,2%
Anteile anderer Gesellschafter	%	21,9%	21,7%	14,3%	14,5%	14,5%	13,8%	14,1%
Summe Langfristige Schulden	%	45,4%	43,4%	43,7%	43,6%	40,7%	38,7%	41,7%
Bankverbindlichkeiten	%	36,4%	33,4%	32,4%	32,3%	33,7%	32,3%	33,9%
Rückstellungen	%	0,9%	0,9%	1,1%	0,9%	0,5%	0,5%	1,3%
Latente Steuern	%	4,1%	4,0%	4,2%	4,2%	4,0%	2,4%	3,4%
Sonstige Schulden	%	4,1%	5,1%	6,1%	6,1%	2,5%	3,5%	3,1%
Summe kurzfristige Schulden	%	17,0%	20,0%	17,7%	16,3%	13,7%	16,5%	11,0%
Bankverbindlichkeiten	%	12,2%	14,2%	11,3%	10,3%	2,9%	7,3%	3,2%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,3%	2,0%	2,0%	1,7%	1,8%	4,6%	1,2%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3,5%	3,8%	4,4%	4,0%	8,5%	4,3%	4,7%
Steuerschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,5%	0,4%	1,9%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	0,0%	0,0%	8,3%	8,3%	8,2%	7,8%	8,2%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

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%	70,8%	67,5%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	3,5%	3,3%
Sachanlagen	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	67,2%	64,0%
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%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	13,7%	14,1%	13,0%	13,3%	13,9%	29,2%	32,5%
Vorräte	%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	10,3%	16,6%	16,6%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,8%	3,0%	3,0%
Bankguthaben	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	9,6%	12,9%
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%	57,7%	58,0%
Gezeichnetes Kapital	%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,5%	6,8%	6,6%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,5%	2,4%
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%	48,7%	49,2%
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%	26,3%	24,4%
Bankverbindlichkeiten	%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,4%	22,4%	20,9%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	2,5%	3,0%	3,0%
Latente Steuern	%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,6%
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%	16,0%	17,6%
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,5%	10,0%	9,1%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,2%	1,0%	1,0%
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%	4,6%	4,7%
Steuerschulden	%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,1%	0,4%	2,8%
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, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,2	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	3,8	3,8	3,4	3,8	4,1	3,5
Zuschreibungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	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.	1,1	2,5	5,2	5,5	6,4	8,5	9,9
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	0,9	-0,3	1,0	-0,2	-0,1	-3,4	4,9
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,3	2,2	1,2	-0,8	1,1	0,3	-4,2
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-3,6	-4,0	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	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.	4,4	3,2	3,9	4,9	4,2	5,5	3,8
CFO	EUR Mio.	2,5	3,8	7,2	5,8	8,2	7,7	11,6
YoY	%	94,1%	50,4%	90,2%	-19,0%	41,0%	-6,0%	50,6%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,7	0,8	0,2	0,0	0,1	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-3,0	-4,7	-1,6	-2,5	-5,7	-8,6	-2,1
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-4,0	-0,9	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2
YoY	%	-52,4%	32,9%	-76,4%	166,6%	131,4%	47,3%	-74,7%
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,5	-0,2	6,3	3,3	2,4	-0,8	9,5
YoY	%	-90,2%	-57,1%	n/a	-47,0%	-27,4%	n/a	n/a
Reinvestment Rate	%	339,1%	-3013,3%	16,1%	-8,6%	-16,5%	92,6%	10,5%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	-1,1
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,2	-0,9	-6,3	-1,9	-6,1	5,3	-4,2
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	1,5	1,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-0,8	-0,2	-0,9	-0,5	-0,6	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	6,3	-3,7	0,4
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	0,8	-0,3	-6,3	-3,1	-2,3	0,6	-5,6
YoY	%	-82,4%	n/a	n/a	-50,7%	-24,8%	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	0,3	-0,5	0,0	0,2	0,1	-0,3	3,8
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,8	1,1	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	1,1	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	4,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	17,6	9,3
Abschreibungen	EUR Mio.	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8	3,2
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	1,4	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	21,7	12,7
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-1,2	-12,6	-1,0
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	0,9	-0,2	-4,7	0,4	-0,5	2,1	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	-1,3	-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	-2,2	1,3
CFO	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	7,7	12,3
YoY	%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	-18,8%	3,7%	59,5%
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	-3,0	-2,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-3,0	-2,1
YoY	%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	103,8%	-53,9%	-30,2%
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	4,7	10,3
YoY	%	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-84,2%	400,5%	116,4%
Reinvestment Rate	%	31,3%	78,0%	-2,6%	-14,4%	48,8%	1066,9%	238,1%
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	10,5	-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	0,0	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	7,8	-5,0
YoY	%	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	-86,9%	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	0,1	12,5	5,2
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	13,3
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	13,3	18,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bruttoumsatz	EUR Mio.	93,2	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7
Monolabel-Stores	EUR Mio.	n/a	9,6	8,1	7,9	8,0	0,0	0,0
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	EUR Mio.	n/a	77,9	81,8	82,1	83,8	89,0	91,1
Multilabel-Stores	EUR Mio.	n/a	9,3	8,6	8,0	8,3	0,0	0,0
Fashion-Outletlager	EUR Mio.	n/a	3,7	3,2	3,3	3,4	0,0	0,0
PEP	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	13,6	12,6
OEZ (Esprit)	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-2,0%	8,0%	1,1%	-0,4%	2,2%	-0,9%	1,1%
Monolabel-Stores	%	n/a	n/a	-15,7%	-2,9%	1,3%	-100,0%	n/a
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	%	n/a	n/a	5,0%	0,4%	2,2%	6,2%	2,4%
Multilabel-Stores	%	n/a	n/a	-7,5%	-6,9%	2,7%	-100,0%	n/a
Fashion-Outletlager	%	n/a	n/a	-15,2%	4,7%	3,0%	-100,0%	n/a
PEP	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,0%
OEZ (Esprit)	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Andere	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Monolabel-Stores	%	n/a	9,6%	8,0%	7,8%	7,7%	0,0%	0,0%
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	%	n/a	77,4%	80,4%	81,0%	81,0%	86,8%	87,9%
Multilabel-Stores	%	n/a	9,3%	8,5%	7,9%	8,0%	0,0%	0,0%
Fashion-Outletlager	%	n/a	3,7%	3,1%	3,3%	3,3%	0,0%	0,0%
PEP	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,2%	12,1%
OEZ (Esprit)	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	161,6	189,5
Textil	EUR Mio.	82,5	78,3	78,0	75,3	75,2	132,5	158,8
Nontextil	EUR Mio.	24,7	24,9	25,2	26,9	27,4	29,1	30,7
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%	82,0%	83,8%
Nontextil	%	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	18,0%	16,2%
YoY	%	n/a	-3,7%	0,0%	-1,0%	0,5%	57,3%	17,3%
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	76,1%	19,8%
Nontextil	%	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	2,1%	5,9%	5,8%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,9	161,3
Textil	EUR Mio.	69,3	65,8	65,5	63,2	63,2	112,4	135,4
Nontextil	EUR Mio.	20,8	21,0	21,2	22,6	23,1	24,4	25,9
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%	82,1%	84,0%
Nontextil	%	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	17,9%	16,0%
YoY	%	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,6%	17,8%
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	77,8%	20,5%
Nontextil	%	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	5,9%	5,8%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,9	161,3
Ludwig Beck	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	83,7	85,5
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	53,2	75,8
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ludwig Beck	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	61,1%	53,0%
Wormland	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	38,9%	47,0%
YoY	%	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,6%	17,8%
Ludwig Beck	%	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	-3,1%	2,2%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	42,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	93,2	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7
Nettoumsatz	EUR Mio.	80,3	86,7	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2
Rohertrag	EUR Mio.	36,9	40,2	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0
EBITDA	EUR Mio.	5,5	7,0	9,5	10,2	11,0	12,2	13,3
EBIT	EUR Mio.	1,9	3,3	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8
EBT	EUR Mio.	-2,2	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,5	-0,8	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2
Anzahl Mitarbeiter		539	587	540	543	544	524	529
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	7,50	5,50	6,24	9,18	14,70	13,62	12,95
Kurs Tief	EUR	4,50	4,52	4,65	5,96	7,80	6,30	8,90
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,75	4,87	5,38	7,27	11,35	10,47	11,20
EPS	EUR	-0,43	-0,24	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61
CFPS	EUR	0,39	0,76	1,48	1,77	2,04	2,31	2,69
BVPS	EUR	5,39	5,00	5,24	5,47	7,26	7,09	7,39
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,10	0,10	0,20	0,30	0,35
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	45,9%	46,4%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%
EBITDA-Marge	%	6,8%	8,1%	10,9%	11,7%	12,6%	14,2%	15,3%
EBIT-Marge	%	2,4%	3,8%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%
EBT-Marge	%	-2,7%	-1,4%	1,4%	2,9%	3,6%	5,2%	7,3%
Netto-Marge	%	-1,8%	-0,9%	0,7%	1,6%	3,0%	3,1%	2,6%
FCF-Marge	%	-2,8%	-0,9%	6,3%	3,4%	1,9%	-1,0%	10,9%
ROE	%	-3,7%	-1,9%	1,7%	4,2%	7,0%	6,6%	5,3%
ROCE	%	3,5%	4,5%	6,3%	6,8%	7,2%	8,2%	8,8%
CE/Umsatz	%	129,2%	119,5%	114,0%	113,6%	115,9%	117,6%	117,9%
NWC/Umsatz	%	11,6%	10,2%	9,4%	9,9%	9,9%	5,5%	9,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	149,0	147,6	162,3	160,9	159,9	164,5	164,8
Pro-Kopf-EBIT	EURk	3,6	5,6	10,6	12,5	13,2	15,5	18,5
DSO	d	7	7	6	7	8	23	6
Inventory days	d	39	36	34	33	32	32	29
Capex/Umsatz	%	3,7%	5,4%	1,8%	2,9%	6,6%	9,9%	2,4%
Fixkosten-Deckung	x	0,2	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	-2,0%	8,0%	1,1%	-0,4%	2,2%	-0,9%	1,1%
Nettoumsatz	%	-2,0%	7,9%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%
Flächenbereinigter Umsatz	%	n/a	2,4%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%
EBITDA	%	-5,7%	29,0%	35,5%	6,7%	7,8%	11,3%	9,0%
EBIT	%	-22,2%	68,6%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%
EBT	%	n/a	-44,1%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%
Nettoergebnis	%	628,5%	-45,7%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%
EPS	%	589,5%	-45,7%	n/a	121,7%	83,7%	-3,8%	-17,6%
CFPS	%	-60,7%	92,2%	95,8%	19,1%	15,5%	13,0%	16,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	161,6	189,5
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,9	161,3
Rohhertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	67,5	80,2
EBITDA	EUR Mio.	16,9	15,6	16,8	15,1	13,4	21,6	13,7
EBIT	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	18,8	10,4
EBT	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	17,6	9,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	15,4	6,4
Anzahl Mitarbeiter		509	500	451	461	478	892	896
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	19,10	21,35	28,95	31,50	31,58	35,95	
Kurs Tief	EUR	11,80	18,29	19,15	25,85	28,45	28,90	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	14,39	19,56	21,77	29,33	29,20	34,50	34,50
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	4,15	1,74
CFPS	EUR	3,53	3,81	4,08	3,67	3,33	5,51	3,40
BVPS	EUR	8,79	14,54	16,22	17,43	18,20	21,62	22,51
Dividende	EUR	0,35	0,45	0,50	0,50	0,75	0,85	0,95
Kursziel	EUR							40,60
Performance bis Kursziel	%							17,7%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	49,3%	49,7%
EBITDA-Marge	%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	15,6%	15,8%	8,5%
EBIT-Marge	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,8%	6,5%
EBT-Marge	%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	11,0%	12,8%	5,8%
Netto-Marge	%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	7,8%	11,2%	4,0%
FCF-Marge	%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	1,1%	3,5%	6,4%
ROE	%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	10,2%	20,9%	7,9%
ROCE	%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	8,5%	12,1%	7,7%
CE/Umsatz	%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	124,1%	88,5%	74,9%
NWC/Umsatz	%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	13,3%	17,0%	15,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	177,0	173,6	192,2	186,2	180,5	153,4	180,0
Pro-Kopf-EBIT	EURk	27,0	25,7	30,7	26,8	22,2	21,1	11,6
DSO	d	5	7	11	12	13	11	10
Inventory days	d	29	33	36	37	40	51	45
Capex/Umsatz	%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,4%	2,2%	1,2%
Fixkosten-Deckung	x	1,2	1,6	1,7	3,4	3,3	5,7	3,3
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	57,3%	17,3%
Nettoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,6%	17,8%
Flächenbereinigter Umsatz	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	57,3%	17,3%
EBITDA	%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-11,0%	61,1%	-36,7%
EBIT	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	77,1%	-44,6%
EBT	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	84,5%	-47,0%
Nettoergebnis	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	129,4%	-58,1%
EPS	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	129,4%	-58,1%
CFPS	%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	-9,1%	65,3%	-38,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2003-09

IFRS (31.12.)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	100,2	100,2	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,6	12,4	11,6	11,7	12,8	15,1	14,1
Eigenkapital	EUR Mio.	42,7	41,3	33,1	33,8	40,2	41,8	42,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	70,1	71,4	66,2	63,8	58,4	62,4	57,6
Anlagenintensität	%	81,8%	81,8%	82,1%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%
Capex	EUR Mio.	3,0	4,7	1,6	2,5	5,7	8,6	2,1
Substanzerhaltungsgrad	x	0,85	1,24	0,42	0,73	1,51	2,10	0,59
EK-Quote	%	37,9%	36,6%	30,6%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	125,0%	128,5%	141,4%	132,0%	93,6%	105,7%	84,4%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	28,1	16,4	8,2	6,7	5,5	5,5	4,1
Working Capital	EUR Mio.	9,3	8,8	8,2	8,7	8,6	4,8	7,8
Capital Employed	EUR Mio.	103,8	103,5	99,9	99,3	100,8	101,3	102,8
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	19,3	16,4	18,1	24,4	38,5	38,7	41,4
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	25,2	18,5	21,0	30,8	49,8	50,3	47,9
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	15,1	15,2	15,6	20,0	26,4	23,3	32,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	53,4	53,0	46,8	44,6	37,7	44,1	36,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	24,6	24,5	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4
Enterprise Value	EUR Mio.	97,3	93,8	80,3	84,5	91,7	98,3	92,9
Enterprise Value	EUR Mio.	103,2	95,9	83,2	90,9	103,1	110,0	99,4
Enterprise Value	EUR Mio.	93,1	92,7	77,9	80,1	79,7	82,9	84,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,21	1,08	0,92	0,97	1,05	1,14	1,07
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,28	1,11	0,95	1,04	1,19	1,28	1,14
EV/Umsatz (Tief)	x	1,16	1,07	0,89	0,92	0,92	0,96	0,97
EV/EBITDA	x	17,8	13,3	8,4	8,3	8,4	8,0	7,0
EV/EBIT	x	50,2	28,7	14,0	12,5	12,8	12,1	9,5
KGV	x	-13,3	-20,7	28,7	17,5	14,9	14,2	18,5
KCF	x	14,6	6,4	3,6	4,1	5,6	4,5	4,2
KBV	x	1,1	1,0	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5
FCF-Yield	%	-0,7	-0,2	1,6	0,9	0,5	-0,2	2,6
Ausschüttungsquote	%	0,0%	0,0%	6,1%	11,4%	40,4%	-132,1%	13,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	1,9%	1,4%	1,8%	2,9%	3,1%
Economic Value Added								
WACC	%	6,5%	6,5%	6,2%	5,9%	5,7%	6,8%	6,8%
ROCE/WACC	x	0,53	0,69	1,02	1,14	1,27	1,20	1,29
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,8	3,2	6,3	5,5	7,5	7,7	11,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-4,0	-0,8	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-0,8	5,5	3,0	1,7	-0,8	9,5
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,8	-0,3	-6,3	-3,1	-1,5	0,6	-5,6
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	n/a	2,4%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	0,0%	0,5%	0,3%	0,6%	-0,1%	0,9%	1,3%
Anzahl Shops zum Jahresende		11	11	11	11	11	9	9
LFL Kosten YoY	%	-5,4%	7,0%	-4,6%	-0,6%	-2,6%	0,4%	-1,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	98,0	96,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	40,4	46,7
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	79,9	83,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	51,9	53,9	45,6	41,9	43,9	58,5	60,3
Anlagenintensität	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	67,2%	64,0%
Capex	EUR Mio.	1,9	1,4	2,3	3,1	6,4	3,0	2,0
Substanzerhaltungsgrad	x	0,61	0,50	0,78	1,13	2,30	1,08	0,62
EK-Quote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	57,7%	58,0%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	49,9%	39,5%	29,4%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,4	3,0	2,7	2,7	3,2	2,4	4,1
Working Capital	EUR Mio.	7,8	9,0	10,8	9,9	11,5	23,3	24,2
Capital Employed	EUR Mio.	101,6	101,3	102,5	101,9	107,1	121,1	120,8
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	127,5	127,5
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	31,6	24,5
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	159,1	151,9
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	1,16	0,94
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	7,4	11,1
EV/EBIT	x	7,0	8,3	8,4	11,4	13,3	8,4	14,6
KGV	x	8,3	8,2	9,6	14,7	16,1	8,3	19,8
KCF	x	4,1	5,1	5,3	8,0	8,8	6,3	10,1
KBV	x	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6	1,6	1,5
FCF-Yield	%	2,5	-1,1	1,0	1,6	0,3	1,3	2,8
Ausschüttungsquote	%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	292,6%	66,3%	34,2%
Dividendenrendite	%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	2,6%	2,5%	2,8%
Economic Value Added								
WACC	%	5,9%	5,9%	5,6%	6,8%	5,0%	3,4%	3,4%
ROCE/WACC	x	1,91	1,78	1,98	1,49	1,70	3,60	2,28
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	7,7	12,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-3,0	-2,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	4,7	10,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	7,8	-5,0
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	1,0%	1,0%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-0,1%	0,4%
Anzahl Shops zum Jahresende		5	4	3	3	3	18	17
LFL Kosten YoY	%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,2%	72,4%	18,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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)
22.07.2015	EUR 40,60	Buy	1; 8
18.05.2015	EUR 40,40	Buy	1; 8
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.