

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Gut unterlegte Guidance

Einmal mehr konnte sich Adler Modemärkte vom schwachen Branchentrend abkoppeln und Finanzkennzahlen berichten, die über unseren Erwartungen sowie den Consensus-Schätzungen lagen. Wir passen daher unsere Prognosen für 2014e und 2015e nach oben an und erhöhen unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 15,80 von EUR 15,70 je Aktie. Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht dies einem Kurspotential von 38,5%. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

9M/2014 im Überblick

In den ersten neun Monaten 2014 erwirtschaftete Adler Modemärkte **Bruttoumsätze** in Höhe von EUR 377,9 Mio. (Vj.: EUR 367,1 Mio.). Auf vergleichbarer Fläche (LFL) entspricht dies einem Wachstum von 3,0%. Auf Quartalsicht hat sich das LFL-Wachstum damit wieder deutlich beschleunigt: Nach 8,3% im ersten und 0,5% im zweiten Quartal konnte das Umsatzwachstum im dritten Quartal auf 2,6% gesteigert werden. Ursächlich hierfür waren die Modemärkte in Deutschland (+3,6% YoY) und Luxemburg (+9,7% YoY, allerdings auf niedrigerem Niveau), wohingegen die Umsätze in Österreich nach von zwei Marktschließungen in den ersten neun Monaten um -2,0% unter dem Vorjahreswert lagen. Von den allenthalben im textilen Einzelhandel zu hörenden Problemen – politische Instabilität in der Ukraine und im Nahen Osten sowie revidierte Wachstumsprognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute und der Bundesregierung – ist das Unternehmen nach u. E. nicht zuletzt aufgrund seiner Fokussierung auf die Alterszielgruppe der Über 45-Jährigen („Best Ager“) das „Value for Money“-Segment verschont geblieben.

EBITDA und **EBIT** lagen nach neun Monaten mit EUR 18,3 Mio. (Vj.: EUR 11,1 Mio., +65,4% YoY) bzw. EUR 6,8 Mio. (Vj. EUR 0,7 Mio.) deutlich über den jeweiligen Vorjahreswerten. Dabei profitierte das Unternehmen erneut von einer rückläufigen Materialaufwandsquote, die sich auf Jahressicht auf -45,8% von 46,3% im vergleichbaren Vorjahreszeitraum reduzierte. Angabe gemäß konnte Adler Modemärkte verbesserte Einkaufskonditionen nutzen und das Sortimentsmanagement weiter verbessern. Da Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen ebenfalls nur unterproportional anstiegen, verbesserten sich das **Ergebnis vor Steuern** auf EUR 3,1 Mio. (Vj.: EUR -2,6 Mio.) und das Ergebnis nach Steuern auf EUR 1,4 Mio. (Vorjahr EUR -2,2 Mio.).

Sämtliche Umsatz- und Ertragskennzahlen lagen damit zum Teil deutlich über unseren Erwartung sowie den Consensus-Schätzungen:

9M/2014		Reported	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	377,9	376,8	0,3%
Rohertrag	EUR Mio.	204,8	204,1	0,3%
Rohertragsmarge	%	54,2%	54,2%	0,0pp
EBITDA	EUR Mio.	18,3	11,7	55,8%
EBITDA-Marge	%	4,8%	3,1%	1,7pp
Nettoergebnis	EUR Mio.	1,4	-2,4	n/a
EPS	EUR	0,08	-0,13	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Rating: Buy
Risiko: Niedrig
Kurs: EUR 11,41
Kursziel: EUR 15,80 (vorher: EUR 15,70)
WKN/ISIN: A1H8MU/DE000A1H8MU2
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share, GEX
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 18,5 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 210,8 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 30.000 Stück
Jahresabschluss 2014: 19.03.2015

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Nettoumsatz	506,1	528,6	542,6	562,1
EBITDA	35,5	42,9	41,3	46,6
EBIT	20,5	28,9	26,1	30,7
EBT	16,2	24,6	21,6	27,4
EAT	10,1	18,6	14,6	19,0

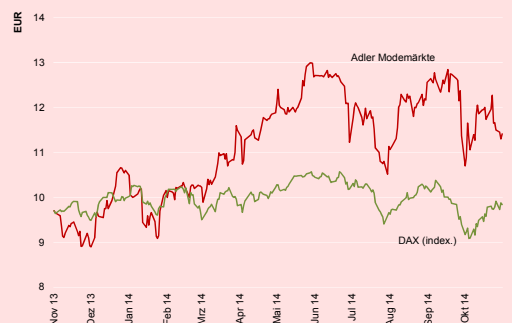
% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	7,0	8,1	7,6	8,3
EBIT	4,0	5,5	4,8	5,5
EBT	3,2	4,7	4,0	4,9
EAT	2,0	3,5	2,7	3,4

Je Aktie/EUR	2012	2013	2014e	2015e
EPS	0,54	1,05	0,79	1,03
Dividende	0,40	0,45	0,50	0,55
Buchwert	4,32	5,22	5,82	6,34
Cashflow	1,68	2,19	1,99	2,34

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	38,0%	40,3%	43,8%	45,1%
Gearing	32,9%	14,5%	10,3%	12,0%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	9,7	7,2	14,5	11,1
EV/Umsatz	0,25	0,29	0,42	0,41
EV/EBIT	6,2	5,3	8,7	7,6
KBV	1,2	1,4	2,0	1,8

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	ca.+2-4% YoY	-
Guidance: EBITDA	ca.+2-4% YoY	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, 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

Bestätigung der Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2014e

Obwohl die Ertragsentwicklung nach unserer Einschätzung deutlich besser als erwartet verlaufen ist, wurde die Management-Guidance bestätigt, wonach das Unternehmen für das laufende Jahr Wachstumsraten bei Umsatz und EBITDA im unteren einstelligen Prozentbereich erwartet. Die Basis hierfür sind jedoch nicht die berichteten Finanzkennzahlen des Jahres 2013, sondern die um die stärkere Inanspruchnahme der Kundenkartenrabatte bereinigten Umsätze und Erträge, also Umsätze von EUR 524,8 Mio. und ein EBITDA von EUR 39,1 Mio. Unterstellen wir, dass die Guidance mit Wachstumsraten zwischen 2% und 4% operationalisiert werden kann, errechnen wir daraus für 2014e eine Umsatz-Guidance zwischen EUR 535,3 Mio. und EUR 545,8 Mio. sowie eine EBITDA-Guidance zwischen EUR 39,9 Mio. und EUR 40,6 Mio. Obwohl das vierte Quartal von entscheidender Bedeutung für die Gesamtjahresperformance eines Textileinzelhändler ist, bieten die guten Neunmonatszahlen aus unserer Sicht gute Chancen, die Guidance zu übertreffen.

Anpassung der Prognosen

Nach der Veröffentlichung der Neunmonatszahlen haben wir unsere Prognosen für das laufende und folgende Geschäftsjahr leicht angepasst und rechnen zukünftig mit folgender Entwicklung:

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2014e			2015e		
		Neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Umsatz	EUR Mio.	542,6	541,5	0,2%	562,1	562,4	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	296,8	303,1	-2,1%	309,3	303,1	2,1%
Rohertragsmarge	%	54,7%	56,0%	-1,3pp	55,0%	53,9%	1,1pp
EBITDA	EUR Mio.	41,3	41,1	0,6%	46,6	46,4	0,4%
EBITDA-Marge	%	7,6%	7,6%	0,0pp	8,3%	8,3%	0,0pp
Nettoergebnis	EUR Mio.	14,6	14,5	0,4%	19,0	18,9	0,6%
EPS	EUR	0,79	0,78	1,0%	1,03	1,02	0,7%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

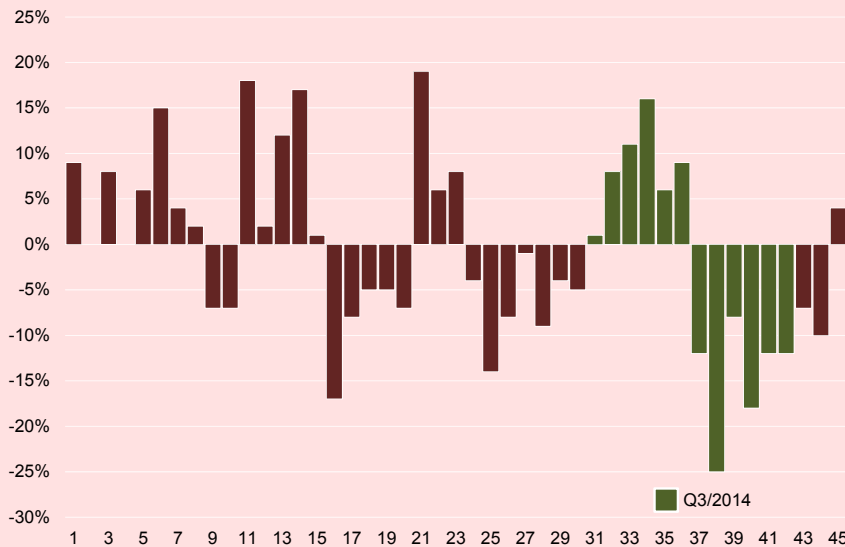
Bislang verlief 2014 für den textilen Einzelhandel deutlich unter den Erwartungen, und auch für den Rest des Jahres rechnet laut der Branchenzeitschrift TextilWirtschaft die Hälfte der deutschen Modehändler nicht mehr damit, die für die Herbstsaison wichtigen Umsätze mit Großteilen (Mäntel und Winterjacken) aufzuholen. Ursächlich hierfür sind die aktuellen spätsommerlichen Temperaturen, die bereits jetzt deutliche Rabattierungen zur Folge haben. Auf Gesamtjahressicht dürften die Umsätze des textilen Einzelhandels damit zum dritten Mal in Folge rückläufig sein.

Textiler Einzelhandel nach neun Monaten unter Vorjahr

Die Absatzzahlen des dritten Quartals waren weitgehend desaströs. Mit einem Minus von -25%, gemeldet in der 38. Kalenderwoche, wurden inzwischen Größenordnungen erreicht, wie sie im textilen Einzelhandel in Deutschland in den vergangenen zehn Jahren unbekannt waren. Auf Monatsbasis konnte nur im August ein Plus von 7% verbucht werden, was vor allem auf verregnete Feiertage zurückzuführen ist, an denen bereits Herbstmode verkauft wurde. Die Monate Juli und September lagen dagegen mit -7% bzw. -9% deutlich unter den Vorjahreswerten. Insgesamt belief sich das Minus im dritten Quartal auf -4,0%, in den gesamten ersten neun Monaten lagen die Umsätze um -1,0% unter dem Vorjahr.

Profitieren konnten in den ersten drei Quartalen insbesondere der Online- und Nichtfachhandel sowie preisaggressive Filialisten. Dagegen klagten vor allem innerstädtische Händler, zu denen Adler Modemärkte nicht zu zählen ist, über rückläufige Kundenfrequenzen.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB



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

QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT

Unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel erhöht sich aufgrund der über unseren Erwartungen liegenden Q3-Zahlen und der daraus vorgenommenen Anpassung unserer Ergebnisschätzungen auf EUR 15,80 (bislang EUR 15,70) je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 11,00 (bislang EUR 11,40), aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 19,60 (bislang EUR 19,20) je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 11,41 errechnet sich damit auf Sicht von zwölf Monaten ein Base-Case-Kurspotenzial von 38,5%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Wir gehen davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens durch die Positionierung des Unternehmens bzw. dem Fokus auf die sogenannten „Best Ager“ und das „Value for Money“-Segment sowie durch interne Optimierungsmaßnahmen weiter verbessern wird. Weitere Ertragspotenziale könnten sich aus der strategischen Zusammenarbeit mit dem Großaktionär Steilmann-Boecker und den daraus resultierenden Synergieeffekten im Einkauf und im Vertrieb ergeben. Wir sehen daher in einem langfristig ausgerichteten, standardisierten dreistufigen DCF-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien von Adler Modemärkte.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Modellannahmen im Überblick

- Ⓢ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 5,5% in 2015e auf 6,4% in 2024e sukzessive erhöhen. Für die danach beginnende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 6,0% unterstellt;
- Ⓢ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,8%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- Ⓢ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,4% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Creditreform-Unternehmensrating von BBB abgeleitet haben;
- Ⓢ eine im Zeitablauf leicht rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- Ⓢ dass sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der hohen gewerbsteuerlichen Belastung am Standort der Konzernzentrale und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von

30,0% bewegt;

- ⑤ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 0,9, das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ dass die Freien Cashflows von Adler Modemärkte mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von derzeit 6,3% diskontiert werden. Dieser setzt sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,8%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich adjustierten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrisches Mittel) von derzeit 9,0% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 1,0% als gerechtfertigt an, da dieses aus unserer Sicht für den erwarteten Erfolg des Unternehmens von derzeit hoher Bedeutung ist. Mit einem von uns für Adler Modemärkte unterstellten Investment Grade-Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 3,0% als ausreichend an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Adler Modemärkte eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~50,0%/50,0% anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2014e

Kosten des Eigenkapitals		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,8%
beta		0,90
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	%	8,9%
Small Cap-Prämie	%	1,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	5,0%
Kosten Verschuldung		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,8%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	3,8%
Steuerquote (normalisiert)	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,7%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,3%
WACC basierend auf Marktwerten	%	6,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☞ dass Adler Modemärkte im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen im Zeitablauf stetigen Rückgang der WACC von derzeit 6,3% auf dann 5,8% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 15,80 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Adler Modemärkte (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Unternehmenswert von EUR 15,80 (bislang EUR 15,70) je Aktie ergibt. Dabei werden 68,2 des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 31,8% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 15,80 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR Mio.	208,1
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	97,1
Summe PV	EUR Mio.	305,3
Finanzschulden	EUR Mio.	67,9
Cash	EUR Mio.	54,5
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	291,9
Anzahl Aktien	Mio.	18,5
Kursziel je Aktie	EUR	15,80

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 6,0% um 300 Basispunkte auf 3,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,2%. Damit unterstellen wir, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung weiterer Kostensenkungsmaßnahmen nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monate erwartete Unternehmenswert von Adler Modemärkte bis auf EUR 11,00 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 einem noch erfolgreicherem Ausbau des Filialgeschäfts 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 9,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 3,80 auf EUR 19,60 je Aktie anheben.

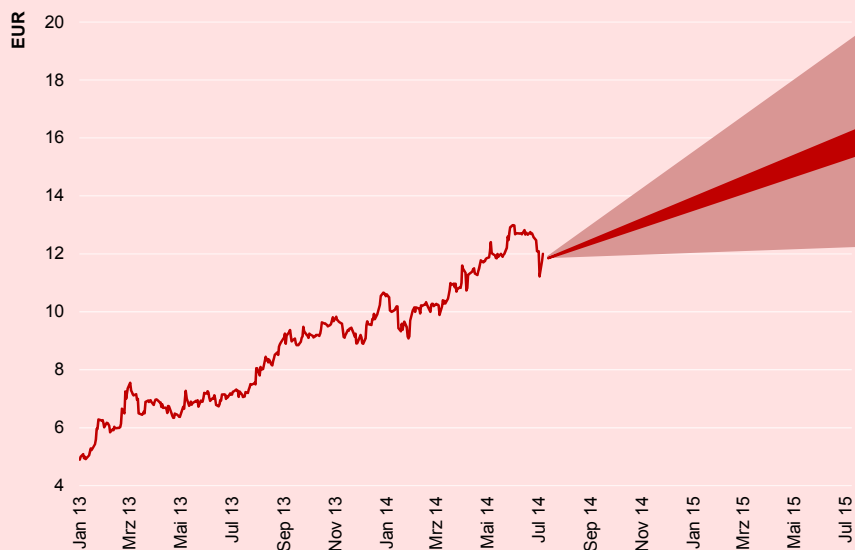
Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 11,00 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 19,60 je Aktie.

Bestätigung des Buy-Ratings, Anhebung des Kursziels auf EUR 15,80 von EUR 15,70 je Aktie

In den vergangenen zwölf Monaten hat die Aktie der Adler Modemärkte mit einem Plus von 17,6% DAX (+3,1% YoY) und SDAX (2,7%) deutlich outperfornt. Vor dem Hintergrund der im Peergroup-Vergleich nach wie vor attraktiven Bewertung und angesichts einer 4,4%-igen Dividendenrendite (auf Basis unserer Ausschüttungserwartungen für das laufende Geschäftsjahr) sehen wir noch erhebliches weiteres Kurspotenzial und bestätigen daher unser Buy-Rating.

Eine Dividendenrendite von aktuell 4,4% (2014e) unterstützt unser Buy-Rating

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 15,80 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 11,00) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 19,60) gelingt die Ertragsverbesserung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bewertung zum Kursziel von EUR 15,80 je Aktie

Bei Erreichung unseres Kurszieles wäre die Adler Modemärkte-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 15,80	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	14,5x	11,1x	20,1x	15,4x
EV/Umsatz	0,42x	0,41x	0,57x	0,56x
EV/EBIT	8,7x	7,6x	11,8x	10,2x
KBV	2,0x	1,8x	2,7x	2,5x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Adler Modemärkte in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** in Meldungen über eine anhaltend positive Konsumentenstimmung, **(2)** in einer im Jahresvergleich weiter verbesserten Rohertragsmarge.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles: **(1)** Abhängigkeit des Konsumverhaltens von Kunden mit unterdurchschnittlichen Einkommen von der konjunkturellen Entwicklung; **(2)** Währungsrisiken durch Sourcing im CHY und USD-Raum; **(3)** mögliche, wenngleich unwahrscheinliche Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen der Adler-Kundenkarte.

Unternehmensprofil

Mit derzeit 168 Modemärkten (davon 142 in Deutschland, 23 in Österreich, zwei in Luxemburg und einem in der Schweiz) zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über 45-Jährigen im deutschsprachigen Raum. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnete Rolle spielen. Darüber hinaus bewegt sich Adler Modemärkte in einer demographisch äußerst attraktiven Nische, deren Bedeutung, gemessen an den textilen Gesamtausgaben, in den kommenden Jahrzehnten deutlich zunehmen wird. Rund 90% der Umsätze erwirtschaftet Adler Modemärkte mit Eigenmar-

ken, insbesondere Bexleys. Über Fremdmarken sollen jedoch zukünftig vermehrt Neukunden gewonnen werden, die sukzessive in die Hauptzielgruppe hineinwachsen. Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die mit rund 6,2 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Karten zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

Seit der Übernahme durch Steilmann-Boecker hat Adler einen stabilen, auf langfristiges Wachstum ausgerichteten und zugleich bonitätsstarken Ankeraktionär, der sich durch die Ausgabe einer Mittelstandsanleihe refinanziert hat. Durch die zu erwartende strategische Zusammenarbeit könnten mittelfristig Synergieeffekte im Einkauf und im Vertrieb erzielt werden.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2015e

		2012	2013	2014e	2015e
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	542,6	562,1
YoY	%	6,2%	4,5%	2,6%	3,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-234,9	-245,8	-252,8
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,4%	-45,3%	-45,0%
Rohertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	296,8	309,3
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,6%	54,7%	55,0%
YoY	%	9,1%	9,6%	1,1%	4,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	7,7	10,4	10,9
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,9%	1,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-92,0	-95,7	-100,4
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-17,4%	-17,6%	-17,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,0	-15,2	-15,9
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,6%	-2,8%	-2,8%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-154,8	-166,5	-170,2	-173,2
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,5%	-31,4%	-30,8%
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,3	46,6
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	8,1%	7,6%	8,3%
YoY	%	13,8%	20,8%	-3,6%	12,8%
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,1	30,7
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	5,5%	4,8%	5,5%
YoY	%	25,0%	41,1%	-9,5%	17,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-4,5	-3,2
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,4	-4,6	-3,4
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,6	27,4
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	4,7%	4,0%	4,9%
YoY	%	25,4%	52,3%	-12,0%	26,7%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-6,1	-6,0	-7,1	-8,4
in % des EBT	%	-37,6%	-24,5%	-32,8%	-30,6%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	10,1	18,6	14,6	19,0
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	3,5%	2,7%	3,4%
YoY	%	18,5%	84,4%	-21,6%	30,7%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5
EPS	EUR	0,54	1,05	0,79	1,03

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014e)

		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14	9M/14	Q4/14e	2014e
Nettoumsatz	EUR Mio.	113,2	142,7	255,9	122,0	377,9	164,7	542,6
YoY	%	8,4%	-0,5%	3,3%	2,2%	2,9%	2,0%	2,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-54,9	-60,8	-115,7	-57,3	-173,0	-72,7	-245,8
in % der Nettoerlöse	%	-48,5%	-42,6%	-45,2%	-47,0%	-45,8%	-44,2%	-45,3%
Rohertrag	EUR Mio.	58,3	81,9	140,2	64,7	204,8	92,0	296,8
in % der Nettoerlöse	%	51,5%	57,4%	54,8%	53,0%	54,2%	55,8%	54,7%
YoY	%	12,7%	0,0%	4,9%	2,0%	4,0%	-4,9%	1,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,8	2,6	4,4	2,9	7,3	3,1	10,4
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	1,8%	1,7%	2,4%	1,9%	1,9%	1,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,2	-24,0	-48,3	-22,6	-70,9	-24,8	-95,7
in % der Nettoerlöse	%	-21,4%	-16,8%	-18,9%	-18,6%	-18,8%	-15,0%	-17,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,7	-3,9	-7,6	-3,9	-11,5	-3,7	-15,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,2%	-2,7%	-3,0%	-3,2%	-3,0%	-2,3%	-2,8%
Andere aktivierte 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 betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-41,4	-42,0	-83,4	-39,5	-122,9	-47,3	-170,2
in % der Nettoerlöse	%	-36,6%	-29,4%	-32,6%	-32,4%	-32,5%	-28,7%	-31,4%
EBITDA	EUR Mio.	-5,6	18,5	12,9	5,4	18,3	23,0	41,3
in % der Nettoerlöse	%	-4,9%	12,9%	5,0%	4,4%	4,8%	14,0%	7,6%
YoY	%	-38,7%	-1,8%	32,7%	300,4%	65,4%	-27,6%	-3,6%
EBIT	EUR Mio.	-9,2	14,6	5,3	1,5	6,8	19,3	26,1
in % der Nettoerlöse	%	-8,2%	10,2%	2,1%	1,2%	1,8%	11,7%	4,8%
YoY	%	-26,4%	-5,0%	91,5%	n/a	937,5%	-31,6%	-9,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-2,5	-1,2	-3,7	-0,8	-4,5
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-2,5	-1,3	-3,8	-0,8	-4,6
EBT	EUR Mio.	-10,5	13,3	2,9	0,2	3,1	18,5	21,6
in % der Nettoerlöse	%	-9,2%	9,3%	1,1%	0,2%	0,8%	11,3%	4,0%
YoY	%	-23,3%	-6,8%	342,9%	n/a	n/a	-31,7%	-12,0%
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.	2,3	-3,7	-1,5	-0,2	-1,7	-5,4	-7,1
in % des EBT	%	-21,7%	-28,1%	-51,6%	-98,0%	-55,3%	-29,0%	-32,8%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-8,2	9,6	1,4	0,0	1,4	13,2	14,6
in % der Nettoerlöse	%	-7,2%	6,7%	0,5%	0,0%	0,4%	8,0%	2,7%
YoY	%	-22,3%	-10,2%	982,0%	n/a	n/a	-36,7%	-21,6%
Anzahl Aktien	Mio.	18,4	18,4	18,4	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,45	0,52	0,08	0,00	0,08	0,71	0,79

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2012-2015e

		2012	2013	2014e	2015e
Aktiva					
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	6,2	7,3	8,4
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	72,2	74,9	78,9
Grundstücke	EUR Mio.	2,0	1,5	3,4	3,4
Latente Steuern	EUR Mio.	7,8	8,6	8,7	8,8
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	80,9	89,1	94,7	99,9
Vorräte	EUR Mio.	78,2	77,5	85,3	93,8
DIO	d	56	53	57	60
Lagerumschlag	x	1,7	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	9,0	7,1	7,8	8,6
DSO	d	6	5	5	5
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,1	54,5	57,4	57,5
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	23,9%	23,4%	22,1%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	129,5	139,1	150,4	159,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,3	0,3	0,3
Summa Aktiva	EUR Mio.	210,5	228,4	245,4	260,0
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	17,6	17,6	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	119,4	119,4	127,4	127,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	-1,6	-1,6	-1,6
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-57,1	-43,4	-36,8	-27,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	107,5	117,3
Eigenkapitalquote	%	38,0%	40,3%	43,8%	45,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,8	3,5	3,2	3,5
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,5	1,6	1,8
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	2,5	2,8	3,1
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	41,1	48,6	53,4	58,8
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	4,1	5,9	6,5	7,2
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	51,8	62,1	67,6	74,4
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,3	6,6	4,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	34,2	34,9	35,6
in % der Erlöse	%	6,7%	6,5%	6,4%	6,3%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	3,6	3,6	3,7
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	19,3	19,1
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	1,3	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	5,4	5,3	5,1
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	78,8	74,3	70,2	68,3
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	210,5	228,4	245,4	260,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2015e

		2012	2013	2014e	2015e
Aktiva					
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,7%	3,0%	3,2%
Sachanlagen	%	30,8%	31,6%	30,5%	30,3%
Grundstücke	%	1,0%	0,7%	1,4%	1,3%
Latente Steuern	%	3,7%	3,8%	3,5%	3,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,5%	39,0%	38,6%	38,4%
Vorräte	%	37,1%	33,9%	34,8%	36,1%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	3,1%	3,2%	3,3%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	23,9%	23,4%	22,1%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,5%	60,9%	61,3%	61,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	7,7%	7,5%	7,1%
Kapitalrücklage	%	56,7%	52,3%	51,9%	49,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-19,0%	-15,0%	-10,4%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	38,0%	40,3%	43,8%	45,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,8%	1,5%	1,3%	1,3%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	1,1%	1,1%	1,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	21,3%	21,8%	22,6%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,6%	2,7%	2,8%
Summe Langfristige Schulden	%	24,6%	27,2%	27,6%	28,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,5%	2,7%	1,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	14,9%	14,2%	13,7%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,6%	1,5%	1,4%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,5%	7,9%	7,4%
Steuerschulden	%	0,7%	0,6%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,4%	2,1%	2,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	37,4%	32,5%	28,6%	26,3%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-15e

		2012	2013	2014e	2015e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	16,2	24,6	21,6	27,4
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,0	15,2	15,9
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	2,0	0,7	0,8
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,5	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	31,5	40,6	37,6	44,2
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,6	2,5	-8,5	-9,3
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	4,2	0,4	0,7	0,8
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	1,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,3	4,5	3,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-4,3	-7,0	-8,0	-8,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	30,7	40,9	26,4	30,4
YoY	%	247,4%	33,4%	-35,4%	15,1%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	1,9	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-30,1	-21,3	-20,7	-21,1
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	18,6	10,2	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-20,7	-21,1
YoY	%	-26,5%	-5,7%	126,5%	1,7%
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	5,7	9,3
YoY	%	-578,4%	51,6%	-82,1%	64,1%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	8,9	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	-7,4	-7,9	-9,2
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	-5,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	-2,6	-4,0	-2,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	5,3	4,7	5,2
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-26,6	-14,6	-4,5	-3,2
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-2,8	-9,3
YoY	%	-264,8%	2,5%	-85,3%	225,9%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	12,4	2,8	0,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	54,5	57,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	42,1	54,5	57,4	57,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV	
Nettoumsatz	EUR Mio.	542,6	562,1	579,2	593,0	603,3	611,0	617,0	622,3	627,3	632,4	637,4	642,5	
Umsatzwachstum	%	2,6%	3,6%	3,0%	2,4%	1,7%	1,3%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
EBIT	EUR Mio.	26,1	30,7	32,2	33,5	34,7	35,8	36,7	37,7	38,6	39,5	40,5	38,5	
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,8%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,0%	
Steuerquote (τ)	%	32,8%	30,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	17,6	21,3	22,5	23,5	24,3	25,0	25,7	26,4	27,0	27,7	28,4	27,0	
Reinvestment	EUR Mio.	-28,5	-29,6	-19,3	-11,8	-7,3	-4,8	-3,5	-3,0	-2,8	-2,8	-2,8	-3,7	
FCFF	EUR Mio.	-10,9	-8,4	3,2	11,6	17,0	20,3	22,2	23,4	24,2	24,9	25,5	23,3	
WACC	%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	94,1%	88,6%	83,4%	78,6%	74,1%	69,9%	66,0%	62,3%	58,9%	55,6%		
PV FCFF	EUR Mio.	-10,9	-7,9	2,9	9,7	13,4	15,0	15,5	15,4	15,1	14,7	14,2		
									Langfristige Wachstumsrate					
PV Terminal Value	EUR Mio.	208,1							0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,2%	1,4%
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	97,1							3,0%	11,00	10,70	10,40	10,10	9,90
Summe der Barwerte	EUR Mio.	305,3							4,0%	13,00	12,70	12,30	12,00	11,70
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	67,9							5,0%	15,00	14,60	14,30	13,90	13,50
Liquidität	EUR Mio.	54,5							6,0%	17,00	16,60	16,20	15,80	15,30
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	291,9							7,0%	19,00	18,50	18,10	17,60	17,20
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5							8,0%	21,00	20,50	20,00	19,50	19,00
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	15,80							9,0%	23,00	22,50	21,90	21,40	20,80

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2007-2015e

Umsatz (netto)	EUR Mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Deutschland	EUR Mio.	473,2	394,8	332,0	356,2	382,1	410,1	432,1	444,5	462,4
Österreich	EUR Mio.	0,0	65,9	60,9	74,6	79,1	80,1	78,6	78,1	78,1
Luxemburg	EUR Mio.	0,0	13,9	13,0	14,0	15,3	15,5	16,3	17,6	19,1
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	2,4	2,5
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	100,0%	83,2%	81,8%	80,1%	80,2%	81,0%	81,7%	81,9%	82,3%
Österreich	%	0,0%	13,9%	15,0%	16,8%	16,6%	15,8%	14,9%	14,4%	13,9%
Luxemburg	%	0,0%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,4%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%
YoY	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	2,6%	3,6%
Deutschland	%	n/a	-16,6%	-15,9%	7,3%	7,3%	7,3%	5,4%	2,9%	4,0%
Österreich	%	n/a	n/a	-7,6%	22,5%	6,1%	1,2%	-1,9%	-0,6%	0,0%
Luxemburg	%	n/a	n/a	-6,8%	8,1%	9,5%	1,0%	4,9%	8,0%	8,7%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	312,5%	45,5%	5,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	n/a	563,0	486,6	534,7	564,5	506,1	528,6	542,6	562,1
Damen	EUR Mio.	n/a	290,9	246,4	260,8	279,8	242,9	253,7	260,4	269,8
Herren	EUR Mio.	n/a	166,8	146,3	150,0	154,0	136,6	142,7	146,5	151,8
Lingerie	EUR Mio.	n/a	55,5	48,8	54,1	58,8	50,6	52,9	54,3	56,2
Accessoires	EUR Mio.	n/a	49,8	45,1	69,8	71,9	75,9	79,3	81,4	84,3
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	n/a	51,7%	50,6%	48,8%	49,6%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	n/a	29,6%	30,1%	28,1%	27,3%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	n/a	9,9%	10,0%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	n/a	8,8%	9,3%	13,1%	12,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	n/a	n/a	-13,6%	9,9%	5,6%	-10,3%	4,5%	2,6%	3,6%
Damen	%	n/a	n/a	-15,3%	5,8%	7,3%	-13,2%	4,5%	2,6%	3,6%
Herren	%	n/a	n/a	-12,3%	2,5%	2,7%	-11,3%	4,5%	2,6%	3,6%
Lingerie	%	n/a	n/a	-12,0%	10,8%	8,7%	-14,0%	4,5%	2,6%	3,6%
Accessoires	%	n/a	n/a	-9,6%	54,9%	3,0%	5,7%	4,5%	2,6%	3,6%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	n/a	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	542,6	562,1
Eigenmarken	EUR Mio.	n/a	459,6	389,2	421,6	429,4	455,5	471,0	478,6	490,9
Fremdmarken	EUR Mio.	n/a	15,0	16,6	23,2	47,2	50,6	57,6	64,0	71,2
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	n/a	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%	90,0%	89,1%	88,2%	87,3%
Fremdmarken	%	n/a	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%	10,0%	10,9%	11,8%	12,7%
YoY	%	n/a	n/a	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	2,6%	3,6%
Eigenmarken	%	n/a	n/a	-15,3%	8,3%	1,8%	6,1%	3,4%	1,6%	2,6%
Fremdmarken	%	n/a	n/a	10,7%	39,8%	103,4%	7,2%	13,9%	11,0%	11,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2007-2015e

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Anzahl Modemärkte		134	162	169	171	175	177	134	162	169
YoY	%	8,9%	20,9%	4,3%	1,2%	2,3%	1,1%	8,9%	20,9%	4,3%
davon Deutschland		106	132	139	143	147	149	106	132	139
davon Österreich		26	28	27	25	25	25	26	28	27
davon Luxembourg		2	2	2	2	2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	1	1	1	1	0	0	1
Nettoveränderung		12	28	7	2	2	2	12	28	7
davon Organisches Wachstum		8	13	11	6	6	5	8	13	11
davon Akquisitionen		7	18	5	0	0	0	7	18	5
davon Schließungen/Verkäufe		-3	-3	-9	-4	-4	-3	-3	-3	-9
Durchschnittliche Storezahl		129	148	166	170	173	176	129	148	166
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,3	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9	3,0
YoY	%	0,6%	-11,4%	1,8%	3,2%	0,3%	2,4%	0,6%	-11,4%	1,8%
Verkaufsfläche	1.000 qm	213,0	259,2	270,8	274,1	277,4	280,7	213,0	259,2	270,8
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.590	1.600	1.602	1.603	1.585	1.586	1.590	1.600	1.602
Nettoumsatz je qm	EUR	2.088	1.839	1.869	1.929	1.956	2.003	2.088	1.839	1.869
Rohhertrag je qm	EUR	1.101	948	989	1.072	1.070	1.102	1.101	948	989
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	1,0%	-2,5%	3,6%	3,5%	2,6%	n/a	1,0%	-2,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I (2012-2015e)

		2012	2013	2014e	2015e
Key Data					
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	542,6	562,1
Rohhertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	296,8	309,3
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,3	46,6
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,1	30,7
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,6	27,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	10,1	18,6	14,6	19,0
Anzahl Mitarbeiter		4.390	4.294	4.259	4.308
Je Aktie					
Kurs Hoch	EUR	6,60	9,93		
Kurs Tief	EUR	4,01	4,84		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,27	7,57	11,41	11,41
EPS	EUR	0,54	1,05	0,79	1,03
CFPS	EUR	1,68	2,19	1,99	2,34
BVPS	EUR	4,32	5,22	5,82	6,34
NAV	EUR	4,32	5,22	5,82	6,34
Dividende	EUR	0,40	0,45	0,50	0,55
Kursziel	EUR				15,80
Performance bis Kursziel	%				38,5%
Profitabilitätskennzahlen					
Rohertragsmarge	%	52,9%	55,6%	54,7%	55,0%
EBITDA-Marge	%	7,0%	8,1%	7,6%	8,3%
EBIT-Marge	%	4,0%	5,5%	4,8%	5,5%
EBT-Marge	%	3,2%	4,7%	4,0%	4,9%
Netto-Marge	%	2,0%	3,5%	2,7%	3,4%
FCF-Marge	%	4,1%	6,0%	1,0%	1,7%
ROE	%	13,0%	21,6%	14,6%	16,9%
ROCE	%	19,5%	22,6%	20,0%	20,6%
CE/Umsatz	%	24,5%	24,4%	25,9%	27,4%
NWC/Umsatz	%	10,5%	9,5%	10,7%	11,9%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	115,3	123,1	127,4	130,5
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	4,7	6,7	6,1	7,1
DSO	d	6	5	5	5
Inventory days	d	56	53	57	60
Capex/Umsatz	%	5,9%	4,0%	3,8%	3,8%
Wachstumsraten					
Nettoumsatz	%	6,2%	4,5%	2,6%	3,6%
EBITDA	%	13,8%	20,8%	-3,6%	12,8%
EBIT	%	25,0%	41,1%	-9,5%	17,3%
EBT	%	25,4%	52,3%	-12,0%	26,7%
Nettoergebnis	%	18,5%	84,4%	-21,6%	30,7%
EPS	%	18,5%	93,7%	-25,3%	30,5%
CFPS	%	12,5%	30,1%	-9,0%	17,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Auf einen Blick II (2012-2015e)

Bilanzkennzahlen		2012	2013	2014e	2015e
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	80,9	89,1	94,7	99,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	129,5	139,1	150,4	159,8
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	107,5	117,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	130,5	136,4	137,9	142,7
Anlagenintensität	%	30,8%	31,6%	30,5%	30,3%
EK-Quote	%	38,0%	40,3%	43,8%	45,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	32,9%	14,5%	10,3%	12,0%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	1,0	0,5	0,4	0,3
Working Capital	EUR Mio.	53,4	50,5	58,2	66,7
Capital Employed	EUR Mio.	124,0	128,9	140,3	154,0
Enterprise Value					
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	97,5	133,4	210,8	211,2
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	122,2	175,0		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	74,2	85,3		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	26,3	13,3	11,1	14,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	4,1	5,9	6,5	7,2
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	128,0	152,7	228,4	232,5
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	152,6	194,3		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6	104,6		
Free Float	%	56,6%	41,3%	46,1%	46,1%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	55,2	55,1	97,2	97,4
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,25	0,29	0,42	0,41
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,30	0,37		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,20		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	3,6	5,5	5,0
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,3	4,5		
EV/EBITDA (Tief)	x	2,9	2,4		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	6,2	5,3	8,7	7,6
EV/EBIT (Hoch)	x	7,4	6,7		
EV/EBIT (Tief)	x	5,1	3,6		
KGV (Durchschnitt)	x	9,7	7,2	14,5	11,1
KGV (Hoch)	x	12,1	9,4		
KGV (Tief)	x	7,4	4,6		
KCF (Durchschnitt)	x	3,1	3,5	5,7	4,9
KCF (Hoch)	x	3,9	4,5		
KCF (Tief)	x	2,4	2,2		
KBV (Durchschnitt)	x	1,2	1,4	2,0	1,8
KBV (Hoch)	x	1,5	1,9		
KBV (Tief)	x	0,9	0,9		
FCF-Yield	%	21,5%	23,8%	2,7%	4,4%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	73,5%	42,7%	63,5%	53,5%
Dividendenrendite	%	7,6%	5,9%	4,4%	4,8%
Cashflow					
Operativer Cashflow	EUR Mio.	30,7	40,9	26,4	30,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-20,7	-21,1
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	5,7	9,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-2,8	-9,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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)
13.11.2014	EUR 15,80	Buy	1; 8
07.08.2014	EUR 15,70	Buy	1; 8
14.05.2014	EUR 15,30	Buy	1; 8
21.03.2014	EUR 15,10	Buy	1; 8
20.02.2014	EUR 14,80	Buy	1; 8
07.02.2014	EUR 14,30	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.