

## Karlie Group

Reuters: KHB1.DE

Bloomberg: KARLIE Corp

ISIN: DE000A1TNG90

WKN: A1TNG9

Credit Research

### Synergieeffekte ab 2015e vollumfänglich wirksam

Aufgrund einer Verschärfung der Wettbewerbsintensität vor allem im großvolumigen Direktgeschäft, eines überproportional gestiegenen Personalaufwands sowie höherer Sachkosten lagen die Finanzkennzahlen im abgelaufenen Geschäftsjahr überwiegend unter unseren Erwartungen sowie der Management-Guidance. Die Synergieeffekte der zwischenzeitlich angestoßenen und umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen werden im kommenden Jahr ihre Wirkung entfalten und nach unserer Einschätzung die Ertragslage ab 2015e nachhaltig verbessern.

#### Rückblick auf 2013

Im vergangenen Geschäftsjahr erzielte Karlie **Konzernerlöse** von EUR 106,9 Mio. (Vj. pro-forma: EUR 105,8 Mio., 1,1% YoY). Belastend wirkten sich der gestiegene Margendruck unter sowie eine rückläufige Entwicklung im stationären Handel bei großen Listungskunden aus.

Das **EBITDA** lag im Konzern bei EUR 1,1 Mio., das **operative Ergebnis** bei EUR -2,4 Mio. (Vj.: EUR 1,4 Mio.). Ursächlich für diesen Ergebnismrückgang waren insbesondere Kostenbelastungen, die durch die Integration der in den beiden letzten Jahren übernommenen Beteiligungen entstanden sind. Hervorzuheben sind zum einen Firmenwertabschreibungen nach HGB in Höhe von EUR 2,7 Mio. und Rechts- und Beratungskosten in Höhe von EUR 2,1 Mio.

#### Unverändert sehr solide Bilanzqualität

Ende 2013 lag die Eigenkapitalquote mit 32,5% weiterhin auf einem für ein Handelsunternehmen sehr auskömmlichen Niveau. Das Working Capital lag zum Jahresende bei EUR 34,4 Mio. nach EUR 31,6 Mio. zum Jahresende 2012.

#### Ertragsabhängige DVFA-Kennzahlen rückläufig

In 2013 haben sich die DVFA-Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung und zur Verschuldung, die jeweils auf der Ertragsentwicklung basieren, deutlich verschlechtert. Demgegenüber waren die Kennzahlen zur Kapitalstruktur in unverändert sehr auskömmlichen Regionen.

#### Anpassung unserer Prognosen

Für 2014e erwarten wir nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von EUR 109,0 Mio. (+2,0% YoY) und ein EBITDA von EUR 1,1 Mio. Für 2015e prognostizieren wir Umsätze von EUR 113,4 Mio. (+4,0% YoY) und ein EBITDA von EUR 4,8 Mio.

#### Guidance für 2014e

Das Management rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit Erlösen und einem operativen Ergebnis auf Vorjahresniveau. Die Synergieeffekte der zwischenzeitlich angestoßenen und umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen – insbesondere bei der Bereinigung der Produktpalette – werden sich nach Ansicht des Managements erst im kommenden Jahr vollumfänglich durchsetzen.

Kurs: 83,00%

Effektivverzinsung: 11,76%

Aktuelles Unternehmens-Rating: BB (watch, Scope)

Aktuelles Anleihe-Rating: n/a

Handelssegment: Entry Standard für Anleihen

Nominalzins: 6,75%

Volumen: EUR 30,0 Mio.

davon platziert: EUR 6,4 Mio.

Tag der Emission: 25.06.2013

Laufzeitende: 25.06.2018

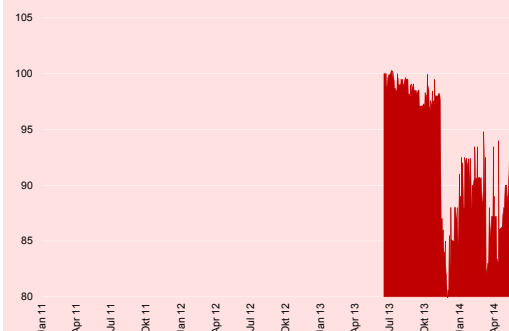
Zinszahlungen: Jährlich am 25.06.

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	105,8	106,9	109,0	113,4
Rohhertrag	41,1	40,4	41,2	45,7
EBITDA	4,5	1,1	1,1	4,8
EBITDA (adjustiert)	6,8	1,1	1,1	4,8
EBIT	1,4	-2,4	-2,3	1,4
EBT	0,4	-3,5	-4,0	-0,4
EAT	-1,0	-2,7	-3,6	-1,0

YoY (%)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	n/a	1,1%	2,0%	4,0%
Rohhertrag	n/a	-1,7%	2,2%	10,8%
EBITDA	n/a	-75,7%	0,3%	332,9%
EBITDA (adjustiert)	n/a	-83,8%	0,3%	332,9%
EBIT	n/a	n/a	-1,4%	n/a
EBT	n/a	n/a	14,5%	-89,9%
EAT	n/a	166,2%	32,1%	-72,8%

EUR Mio.	2012	2013	2014e	2015e
Eigenkapital	19,3	19,1	15,2	14,1
Zinstragende Verb.	20,3	21,4	24,4	26,2
Nettoverschuldung	18,1	19,9	20,6	24,8

x	2012	2013	2014e	2015e
EBIT ICR	1,4x	-2,1x	-1,4x	0,7x
EBITDA ICR	4,5x	1,0x	0,6x	2,5x
Total Debt/EBITDA	4,5x	19,5x	22,1x	5,5x
Net Debt/EBITDA	4,0x	18,0x	18,7x	5,2x
Risk Bearing Captl.	0,34x	0,32x	0,26x	0,24x
Total Debt/Capital	0,51x	0,53x	0,62x	0,65x



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Im vergangenen Jahr erwirtschaftete die Karlie Group Konzernumsätze in Höhe von EUR 106,9 Mio. (+1,1% YoY auf Basis der pro-forma-Zahlen 2012). Damit bewegte sich das Unternehmen im Gleichklang mit dem Gesamtmarkt für Heimtierzubehör. Aufgrund einer leicht rückläufigen Rohertragsmarge, einer höheren Wettbewerbsintensität und einer bewusst gestiegenen Lohnaufwandsquote lag das EBITDA mit EUR 1,1 Mio. deutlich unter dem pro-forma-Vorjahreswert von EUR 4,5 Mio. Bedingt durch höhere HGB-Firmenwertabschreibungen sprang das EBIT mit EUR -2,4 Mio. erstmals in den negativen Bereich. Die Eigenkapitalquote lag zum Jahresende mit 32,5% nur leicht unter dem Vorjahreswert (34,4%), die Nettoverschuldung blieb ebenfalls annähernd stabil bei EUR 19,9 Mio.

### In schwierigem Marktumfeld gut behauptet

Durch die Integration der belgischen Flamingo-Gruppe und die erstmalige ganzjährige Vollkonsolidierung der britischen Sharples & Grant konnte die Karlie Group im vergangenen Jahr ihre **Konzernumsätze** auf EUR 106,9 Mio. von berichteten EUR 58,1 Mio. nahezu verdoppeln. Bezogen auf die pro-forma-Zahlen, mit denen eine Vollkonsolidierung sämtlicher Tochtergesellschaften bereits zum Jahresbeginn 2012 unterstellt wird, lag das Wachstum im Jahresvergleich bei 1,1% und damit im Rahmen des allgemeinen Marktwachstums.

Umsatzentwicklung im Rahmen des Gesamtmarktwachstums

### Operative Belastungen führen zu einem rückläufigen EBITDA

Bedingt durch eine deutliche Verschärfung der Wettbewerbsintensität vor allem im großvolumigen Direktgeschäft verringerte sich die **Rohertragsmarge** im Geschäftsjahr 2013 um 100 Basispunkte auf 37,8%. Vor dem Hintergrund einer rückläufigen Rohertragsmarge, einem überproportional gestiegenen Personalaufwand und höheren Sachkosten verschlechterte sich das **EBITDA** auf EUR 1,1 Mio. von EUR 4,5 Mio. im Vorjahr.

Ertragskennzahlen unter den Vorjahreswerten

Da auch die Firmenwertabschreibungen – die Karlie Group bilanziert nach HGB – aufgrund weiterer Beteiligungskäufe um EUR 0,4 Mio. über dem Vorjahresniveau lagen, lag das **operative Ergebnis** mit EUR -2,4 Mio. nach EUR 1,4 Mio. in 2012 erstmals im negativen Bereich. Nach Abzug eines leicht erhöhten Zinsaufwands verschlechterte sich auch das **Vorsteuerergebnis** auf EUR -3,5 Mio. von EUR 0,5 Mio. (pro forma), während sich der **Nachsteuerverlust** infolge einer negativen Steuerlast auf EUR -2,7 Mio. begrenzte.

TABELLE 1: 2013 VS. 2012

EUR Mio.	2012	2013	Δ
Umsatz	105,8	106,9	1,1%
Rohertrag	41,1	40,4	-1,7%
EBITDA	4,5	1,1	-75,7%
EBIT	1,4	-2,4	n/a
EBT	0,4	-3,5	n/a
Nettoergebnis	-1,0	-2,7	166,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Auskömmliche Eigenkapitalquote

Seit der Übernahme durch Perusa hat die Karlie Group keine Dividende an die Anteilseigner ausgeschüttet. Angesichts einer weiter auf Buy and Build ausgerichteten Unternehmensstrategie und der angestrebten Entschuldung der Gesellschaft gehen wir auch für den mittelfristigen Prognosezeitraum nicht von Ausschüttungen aus, so dass sich die Eigenkapitalquote durch die Thesaurierung der erwarteten Gewinne tendenziell verbessern sollte. Im vergangenen Jahr wies die Eigenkapitalquote mit 32,5% auch nach der Begebung der Anleihe einen für ein Handelsunternehmen auskömmlichen Wert auf.

Unverändert attraktive Bilanzkennzahlen

### Erstmalige Guidance für 2014e

In einer erstmals veröffentlichten Guidance für 2014e rechnet das Unternehmen mit Erlösen und einem operativen Ergebnis auf Vorjahresniveau. Die Synergieeffekte der zwischenzeitlich angestoßenen und umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen – insbesondere einer Bereinigung der Produktpalette – werden sich nach Ansicht des Managements erst im kommenden Jahr 2015e vollumfänglich durchsetzen.

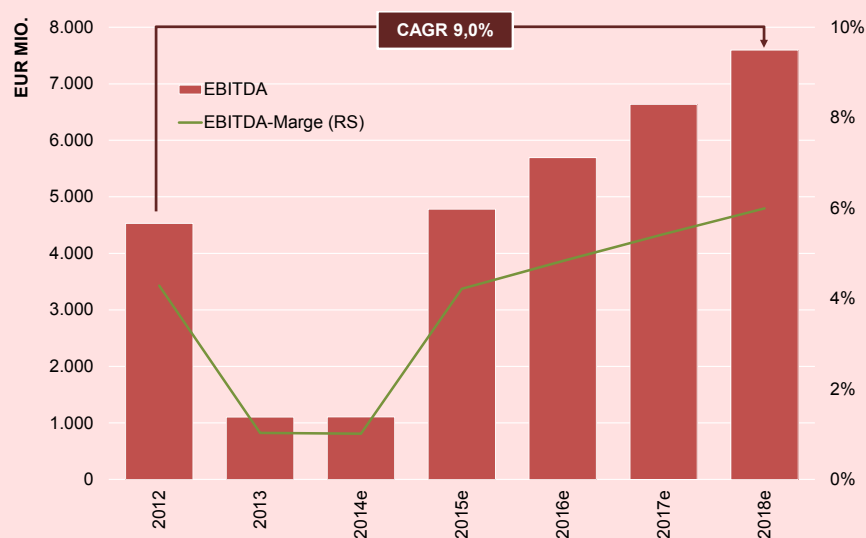
## Anpassung unserer Umsatz- und Ertragsprognosen

Vor dem Hintergrund der veröffentlichten Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 adjustieren wir unsere Gesamtjahresprognosen 2014e und 2015e für Umsatz und Ertrag, zumal wir darin bereits die Übernahme von Best Quality rückwirkend zum 01.01.2013 modelliert hatten. Für 2014e rechnen wir nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von EUR 109,0 Mio. (+2,0% YoY) und einem EBITDA von EUR 1,1 Mio. Für 2015e erwarten wir Umsätze von EUR 113,4 Mio. (+4,0% YoY) und ein EBITDA von EUR 4,8 Mio.

Sämtliche angepassten Prognosen sind ohne die Übernahme des chinesischen Hauptzulieferers Best Quality. Sollte Karlie die Übernahme von Best Quality wie geplant kurzfristig gelingen, wird dies nach unserer Einschätzung positive Auswirkungen auf die operative Ergebnisentwicklung haben, da hierdurch eine weitere Wertschöpfungsstufe vereinnahmt wird. In diesem Fall werden wir unsere Prognosen anpassen.

Wir passen unsere 2014e-Prognosen der Guidance an, die zugleich Basis für unsere Erwartungen 2015e ist.

**ABBILDUNG 1: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2012-2018E**



Für den Zeitraum 2012-2018e rechnen wir mit einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg des EBITDA um 9,0%. In dieser Prognose haben wir keine weiteren Übernahmen modelliert.

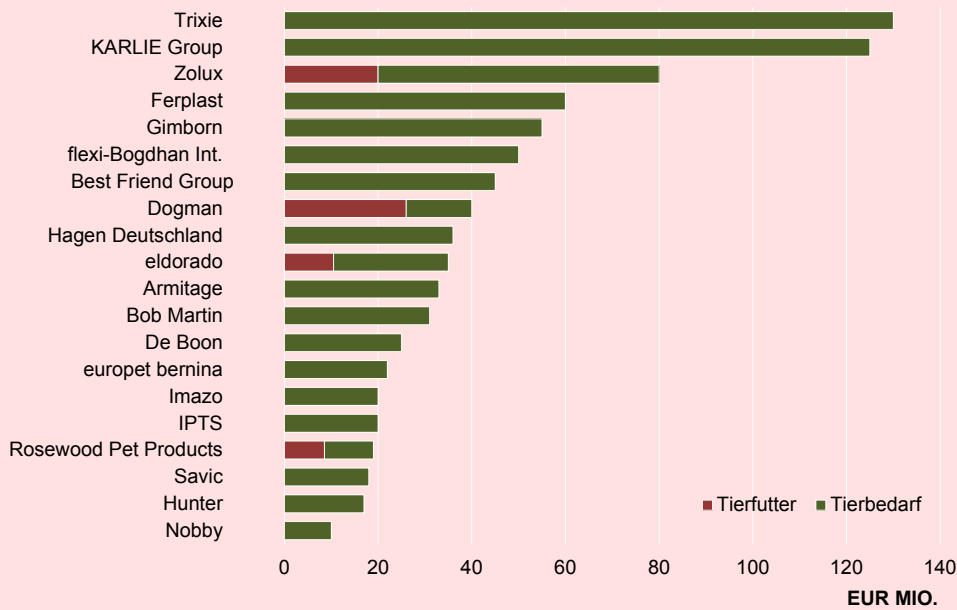
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Im vergangenen Jahr dürfte das weltweite Marktvolumen für Heimtierartikel (Heimtierfertignahrung sowie Tierbedarfsartikel und -zubehör) bei knapp EUR 70,0 Mrd. gelegen haben. Das Marktvolumen in Deutschland lag 2013 bei etwa EUR 3,9 Mrd. (+1,1% YoY). Größter Anbieter von Tierzubehör in Europa ist Trixie, knapp gefolgt von der Karlie Group und der französischen Zolux.**

## Der europäische Markt wird von deutschen Anbietern dominiert

Unter den 20 größten europäischen Anbietern von Tierbedarfsartikeln finden sich mit Trixie Heimtierbedarf, der Karlie Group, Gimborn, flexi-Bogdhan, Hagen Deutschland, Hunter und Nobby nicht weniger als sieben Anbieter aus Deutschland. Da zu Trixie, die als Familienstiftung geführt wird, keine belastbaren Daten verfügbar sind, können wir nur grobe Schätzungen aufstellen. Danach sind Trixie und Karlie Group in etwa gleichauf auf Platz eins der Rangliste der größten Anbieter von Tierbedarfsartikeln in Europa. Nach eigener Einschätzung ist die Karlie Gruppe in Deutschland zweitgrößter Anbieter von Zubehör für den Heimtierbedarf, in Belgien mit einem Marktanteil von etwa 70% der mit Abstand größte Anbieter und zählt seit der Übernahme von Sharples & Grant zu den führenden Branchenunternehmen in Großbritannien.

ABBILDUNG 2: DIE TOP 20-ANBIETER VON HEIMTIERARTIKEL IN EUROPA, 2012

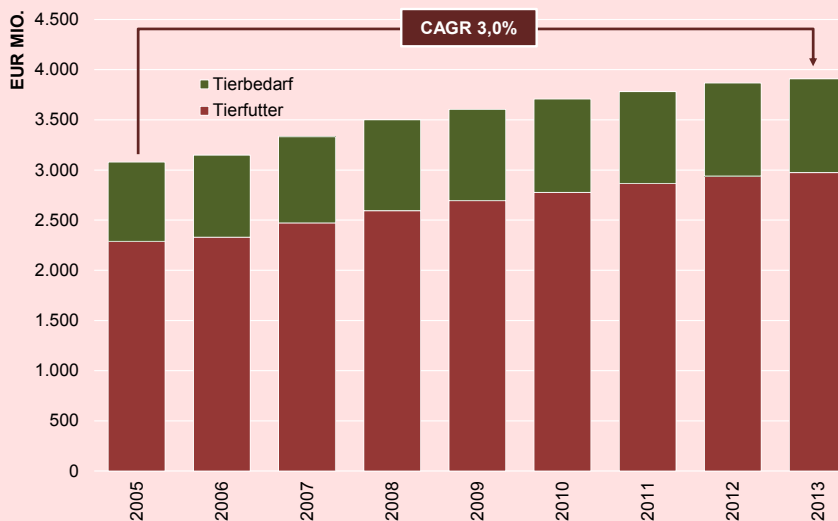


QUELLE: SPHENE CAPITAL SCHÄTZUNGEN (OHNE INTERNETUMSÄTZE)

**Der Gesamtmarkt für Tierzubehör in Deutschland ...**

Der deutsche Heimtiermarkt belief sich im vergangenen Jahr auf EUR 3.909 Mio. (+1,1% YoY). Der Gesamtmarkt unterteilt sich auf die beiden Warengruppen Heimtier-Fertignahrung (EUR 2.974,0 Mio., +1,2% YoY) und Tierbedarfsartikel und -zubehör (EUR 935,0 Mio., +0,8 YoY).

ABBILDUNG 3: DER MARKT FÜR HEIMTIERBEDARF IN DEUTSCHLAND



Der Gesamtmarkt für Heimtierbedarf konnte im Zeitraum 2005-2013 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,0% zulegen, die Teilmärkte für Heimtier-Fertignahrung und Tierbedarfsartikel stiegen um durchschnittlich 3,3% bzw. 2,1% pro Jahr an.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**... und die Entwicklung nach Segmenten**

Im Gesamtmarkt für Tierbedarfsartikel und -zubehör entwickelten sich im vergangenen Jahr die Teilsegmente Katzenstreu (EUR 253,0 Mio., +4,1% YoY), Kleintiere (EUR 105,0 Mio., +1,9% YoY) und Zierfische (EUR 195,0 Mio., +1,6%

YoY) positiv gegenüber dem Vorjahr, während die Bedarfsartikelmärkte für Katzen (EUR 180,0 Mio., -2,7%), Ziervögel (EUR 40,0 Mio., -2,4% YoY) und Hunde (EUR 162,0 Mio., -1,2% YoY) Umsatzeinbußen zu verzeichnen hatten. Ohne jemals Einbußen zu haben, ist der der Gesamtmarkt seit 2005 jährlich um durchschnittlich 3,0% (CAGR 2005 bis 2013) gewachsen.

## Markttreiber

Für das Wachstum des Heimtiermarktes sind aus unserer Sicht folgende Treiber maßgeblich:

- ✦ **Demographische Entwicklung:** Als Daumenregel gilt, dass ältere Menschen mehr Haustiere haben als jüngere. Gemäß einer viel beachteten Studie des DIW wird sich der Anteil der Unter 20-Jährigen von derzeit 20,5% bis 2050 auf 16,0% und der Anteil der 20- bis 59-Jährigen von 55,0% auf 47,0% verringern. Ansteigen wird dagegen der Anteil der Über 60-Jährigen, und zwar von 24,0% auf 37,0% und der Anteil der Über 80-Jährigen von 4,2% auf 13,8%. Entsprechend wird sich bis 2050 auch das mittlere Alter verschieben, das die Bevölkerung in zwei zahlenmäßig gleich große Gruppen teilt. Gegenwärtig liegt es bei rund 41 Jahren; 2050 werden dagegen 50% der Bevölkerung älter als 48 Jahre sein. Auch in absoluten Zahlen wird die Altersgruppe der Über 50-Jährigen ihre Bedeutung ausbauen: Waren 2003 noch 30,3 Mio. Menschen älter als 50 Jahre, werden 2050e bereits 38,1 Mio. Menschen über als 50 Jahre alt sein.
- ✦ **Vermenschlichung:** Vor dem Hintergrund eines Anstiegs der Ohne-Kind- und Einpersonen-Haushalte sowie der fortschreitenden Urbanisierung betrachten immer mehr Menschen ihre Heimtiere als vollwertige Familienmitglieder. Die damit einhergehenden Veränderungen in der Nachhaltigkeit der Tierhaltung und steigende Ausstattungsansprüche haben Konsequenzen auf das Ausgabeverhalten der Tierhalter.
- ✦ **Verstärktes Gesundheitsbewusstsein:** Das wachsende Gesundheitsbewusstsein innerhalb der Bevölkerung – insbesondere eine bewusstere Ernährung und eine zunehmende Wellnessorientierung – wird immer häufiger auch auf die Heimtiere übertragen. Damit steigt deren Lebenserwartung und führt zu insgesamt höheren durchschnittlichen Ausgaben.
- ✦ **Verändertes Rollenverhalten:** Heimtiere werden nicht länger als domestizierte Tiere wahrgenommen, sondern spielen für viele Menschen eine immer wichtigere Rolle im Alltag. In der Folge entsteht ein Trend zugunsten größerer Heimtiere wie Hunde und Katzen, wodurch die Ausgaben für Tierbedarfsartikel tendenziell steigen.

Immer mehr werden Tiere als Ausdruck des eigenen Lebensstils angesehen. Passend zur Luxusküche erfolgt dann auch eine Kaufentscheidung zu Gunsten von Designer-Fressnapfen etc.

Bedingt durch die rückläufige Profitabilität haben sich die DVFA-Entry Standard-Kennzahlen im vergangenen Jahr verschlechtert. Von einem kritischen Niveau ist Karlie jedoch weit entfernt, zudem rechnen wir ab 2015e wieder mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage und damit auch der DVFA-Kennzahlen. Das Risk Bearing Capital liegt zum Jahresende 2013 bei einem (nicht nur für ein Handelsunternehmen) sehr auskömmlichen Wert von 0,32x und hat sich damit gegenüber dem Jahresschlusswert 2012 (0,34x) nicht nennenswert verschlechtert. Deutlich rückläufig entwickelten sich dagegen die Kennzahlen zur Verschuldung und zur Kapitaldienstdeckung, allerdings dürften sich diese bereits am dem kommenden Jahr 2015e wieder deutlich verbessern.

### Analyse der Kapitaldienstdeckung

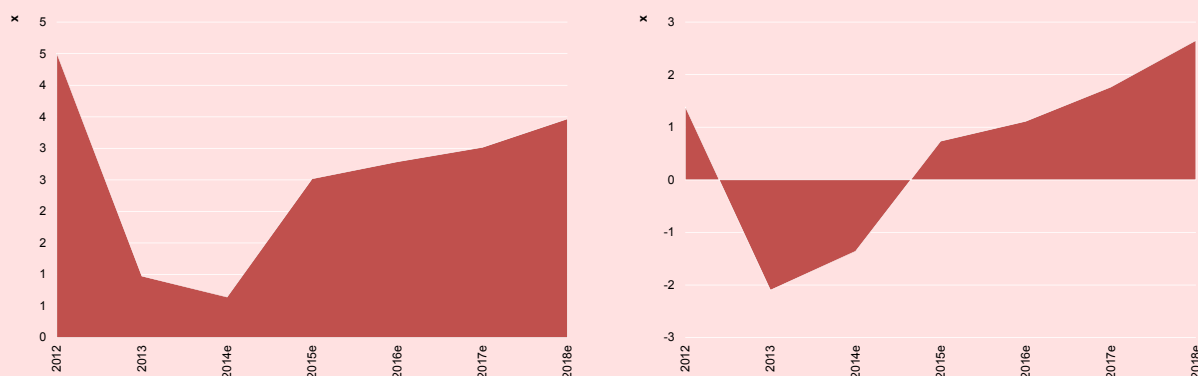
Die Kennzahlen EBIT(DA)/Zinsaufwand, auch bekannt als Zinsdeckungsgrad oder Interest Coverage Ratio (ICR), geben an, inwieweit das Ergebnis vor Zinsen auf Finanzverbindlichkeiten und Steuern (sowie Abschreibungen) die jährlichen Zinsaufwendungen übersteigt.

**2013**  
**EBITDA-ICR 0,97x**  
**EBIT-ICR -2,10x**

Zum Jahresende 2013 hatte Karlie zinstragende Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 21,4 Mio., die sich aus Bankverbindlichkeiten (EUR 15,1 Mio.) und die Mittelstandsanleihe (EUR 6,4 Mio.) zusammensetzten. Die Zinszahlungen beliefen sich im Gesamtjahr 2013 auf EUR 1,1 Mio. Zum Jahresende lagen die beiden, für die DVFA relevanten Zinsdeckungsgrade bei 0,97x (EBITDA-ICR) bzw. -2,10x (EBIT-ICR). Beide Kennzahlen haben sich damit gegenüber ihren Vorjahreswerten von 4,51x bzw. 1,39x verschlechtert. Zumindest bei der EBIT-ICR wird die Karlie Group durch die HGB-Bilanzierung gegenüber nach IFRS bilanzierenden Unternehmen benachteiligt, da Karlie von Firmenwertabschreibungen in Höhe von EUR 2,7 Mio. belastet war.

Für 2014e rechnen wir mit einer vergleichbaren Entwicklung wie in 2013, ehe wir ab 2015e eine deutliche Verbesserung beider Kennzahlen erwarten.

**ABBILDUNG 4: EBITDA ICR (LS) UND EBIT ICR (RS)**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

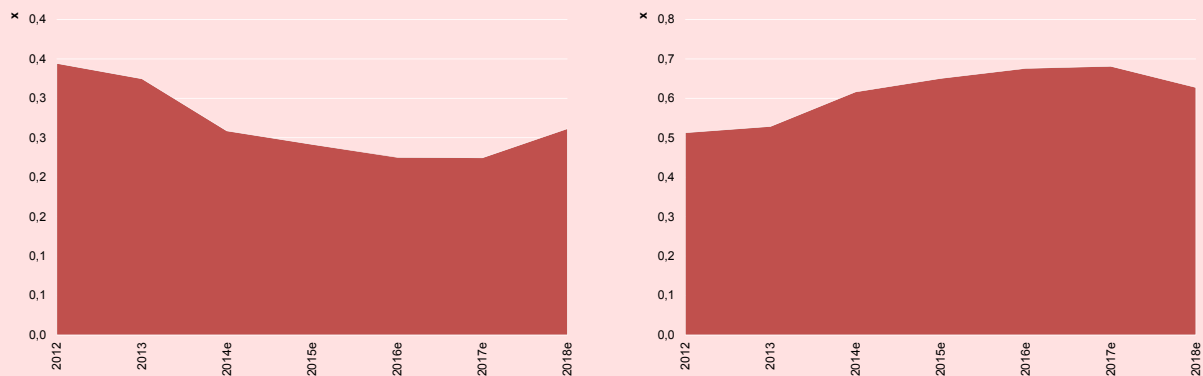
### Analyse der Kapitalstruktur

Kennzahlen zur Kapitalstruktur bilden die Zusammensetzung der Passivseite einer Unternehmensbilanz ab. Sie beschreiben den finanziellen Leverage eines Unternehmens bzw. in welchem Umfang ein Unternehmen Quellen der Fremdfinanzierung in Anspruch genommen hat. Aus der Sicht eines Anleiheinvestors zählt dabei vor allem die Fähigkeit eines Unternehmens, mögliche Verluste (durch genügend Eigenkapital) auffangen zu können, so dass die Erfüllung der Forderungen und Zahlungsansprüche zu jeder Zeit sichergestellt ist. Von den zahlreichen Darstellungsformen werden in den DVFA-Mindeststandards das Risk Bearing Capital als Verhältnis von Haftmitteln zu modifizierter Bilanzsumme und die Total Debt zu Capital-Ratio als das Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu Finanzverbindlichkeiten plus Eigenkapital genannt.

**2013**  
**Risk Bearing Capital 0,32x**  
**Total Debt/Capital 0,53x**

Zum Jahresende 2013 lag das Risk Bearing Capital bei 0,32x (nach 0,34x zum Jahresende 2012) und die Total Debt zu Capital-Ratio bei 0,53x (nach 0,51x). Damit bewegten sich beide Kennzahlen auf dem Vorjahresniveau.

**ABBILDUNG 5: RISK BEARING CAPITAL (LS) UND TOTAL DEBT/CAPITAL (RS)**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Kennzahlen zum Verschuldungsgrad

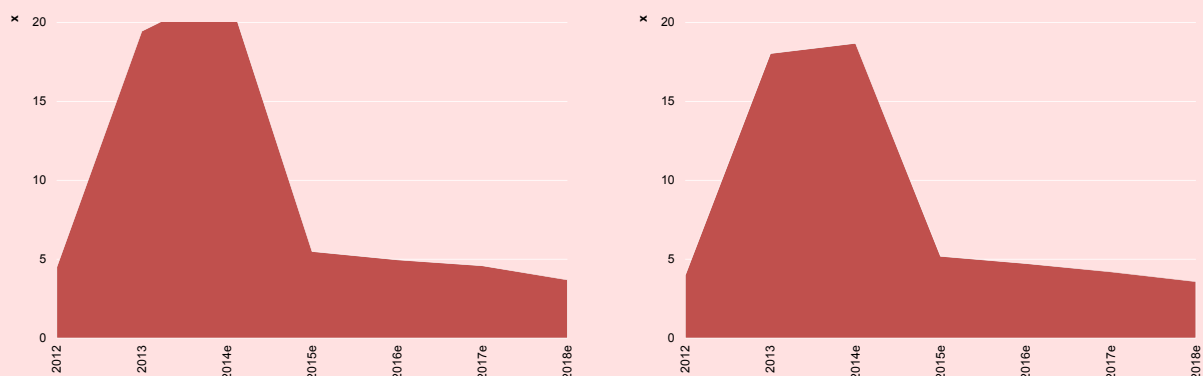
Während mit Hilfe der Kennzahlen zur Kapitalstruktur eine Risikobewertung vor dem Hintergrund der Finanzierungspolitik eines Unternehmens erfolgen soll, beantworten dynamische Verschuldungsgrad-Kennzahlen die Frage: wie lange benötigt ein Unternehmen, um bei gleichbleibenden Cashflows – auf historischer Basis oder prognostiziert – seine gesamten Finanzverbindlichkeiten zurück zu zahlen? In diese Kennzahlengruppe fließen damit sowohl Strom- als auch Bestandsgrößen aus GuV, Cashflow-Statement und Bilanz mit ein. Generell sind die beiden nachfolgenden Kennzahlen zum Verschuldungsgrad umso günstiger, je kleiner sie ausfallen; sie beziehen sich entweder auf die Gesamtverschuldung eines Unternehmens oder seine Nettoverschuldung.

2013

**Total Debt/EBITDA 19,45x**  
**Total Net Debt/EBITDA 18,04x**

Zum Jahresende 2013 haben sich die Verschuldungskennzahlen nach der Platzierung der Anleihe deutlich verschlechtert, was auf die rückläufige Profitabilität zurückzuführen ist. Ab 2015e rechnen wir bei beiden Kennzahlen jedoch wieder mit einer deutlichen Verbesserung der Entwicklung.

**ABBILDUNG 6: TOTAL DEBT/EBITDA (LS) UND TOTAL NET DEBT/EBITDA (RS)**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mit 11,76% bei einem Scope-Rating von BB (watch) weist die Karlie Group-Anleihe im Peergroup-Vergleich mit Mittelstandsanleihen anderer Consumer Brands eine sehr attraktive Effektivverzinsung auf. Die Effektivverzinsungen unserer Vergleichsgruppe aus Verbrauchsgüterherstellern liegt derzeit bei durchschnittlich 5,98%, keine der betrachteten Anleihen weist eine höhere Effektivverzinsung als Karlie auf. Mit einer Ausschüttungssperre, die bei einer Eigenkapitalquote von unter 20% zum Tragen kommt, einem Change of Control mit Rückzahlung zu bis zu 103,00%, Cross Default und einer Negativverpflichtung hat sich die Karlie Group überdies zur Einhaltung umfangreicher Covenants verpflichtet. Jedoch ist mit einem bisher platzierten Anleihevolumen von EUR 6,4 Mio. die geringe Liquidität der Anleihe zu beachten.

### Die aktuelle Effektivverzinsung der Karlie-Anleihe liegt deutlich über dem Durchschnitt der Peergroup

Unsere Peergroup besteht aus einer Reihe von Consumer Brands. Dabei haben wir uns auf die Hersteller von Verbrauchsgütern beschränkt, die wir als die besten Comparables für Karlie ansehen. Die Nominalverzinsungen der Anleihen von Verbrauchsgüterherstellern liegen über alle Laufzeiten zwischen 6,50% und 7,50%, der Durchschnittswert liegt über alle Ratingklassen bei 7,11%, der Median bei 7,125%. Die Mehrheit der Mittelstandsanleihen notiert deutlich über pari, die aktuellen Effektivverzinsungen liegen dementsprechend zwischen 3,22% für die Karlsberg Brauerei (Rating BB) und 8,38% für die aktuell mit BB-geratete Anleihe von Valensina.

Bezogen auf die laufende Verzinsung liegt die Karlie Group-Anleihe mit einem Yield von 11,76% deutlich über den Effektivverzinsungen aller, sogar derzeit schwächer gerateter Vergleichsanleihen. Dass die Anleihe der Karlie Group mit einem Abschlag gehandelt wird, ist aus unserer Sicht nicht nur auf den aktuellen Ratingstatus BB (watch) zurückzuführen sondern auch auf die geringe Reife des Marktes für Mittelstandsanleihen sowie auf das aktuell niedrige Platzierungsvolumen der Karlie-Anleihe. Sollte die Nachplatzierung in den kommenden Wochen gelingen, gehen wir von steigenden Anleihe-Kursen aus.

**TABELLE 2: PEERGROUP-VERGLEICH VON VERBRAUCHSGÜTERHERSTELLERN**

Emittent	Kupon (%)	Kurs (%)	Yield (%)	Laufzeit	Platzierungsvol. (EUR Mio./%)	Issuer-/Bond-Rating
Karlie Group	6,75%	83,00%	11,76%	25.06.2018	6,4 / 21,3%	BB (watch) / -
Semper Idem Underberg	7,13%	104,00%	4,91%	19.04.2016	50,0 / 100,0%	B+ / -
Valensina	7,38%	98,25%	8,38%	27.04.2016	10,0 / 100,0%	BB- / -
Katjes International	7,13%	106,30%	4,09%	18.07.2016	10,0 / 100,0%	BB+ / -
Karlsberg Brauerei	7,38%	114,00%	3,22%	28.09.2017	10,0 / 100,0%	BB / -
Berentzen-Gruppe	6,50%	107,00%	4,39%	18.10.2017	50,0 / 100,0%	n. r. / n. r.
Jacob Stauder	7,50%	105,00%	6,00%	23.11.2017	30,0 / 100,0%	B+ / -

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL

### Bemerkenswerte Ausstattung mit Covenants

Die Anleihe der Karlie Group ist im Peergroup-Vergleich der Hersteller von Verbrauchsgütern überdurchschnittlich gläubigerfreundlich ausgestattet. Sonderkündigungsrechte für die Anleihegläubiger ergeben sich aus folgenden vier Punkten:

- Ⓢ **Change of Control bei gleichzeitigem Rating-Downgrade:** Sollte die Mehrheit der Karlie Group verkauft werden und dies eine Verschlechterung des Ratings der Emittentin um wenigstens zwei Notches zur Folge haben, wird den Anleihegläubigern ein Sonderkündigungsrecht zugestanden. Der anzulegende Rückzahlungsbetrag ergibt sich im Fall des Kontrollwechsels aus dem aktuellen Xetra-Schlusskurs am Tag der Unterzeichnung des Kaufvertrags, mindestens jedoch 100% des Nennbetrags und maximal 103% des Nennbetrags zuzüglich aufgelaufener Zinsen.
- Ⓢ **Cross Default:** Ein Drittverzug liegt vor, wenn eine andere Finanzverbindlichkeit mit einem Betrag von mehr als EUR 1,0 Mio. vorzeitig fällig gestellt oder nicht bezahlt wird.
- Ⓢ **Unzulässige Ausschüttung:** Ausschüttungen an Gesellschafter der Emittentin sind nur zulässig, sofern die Eigenkapitalquote zum Stichtag des letz-

Kontrollwechsel, Cross Default, Ausschüttungssperre, Bevorrechtigte Zeichnung bei IPO, Negativverpflichtung



ten Jahresabschlusses nach erfolgter Ausschüttung 20% nicht unterschreitet.

- Negative Pledge:** Schließlich ist die Anleihe mit einer Negativverpflichtung versehen, wonach sich die Emittentin verpflichtet, nur unter bestimmten Voraussetzungen weitere Verbindlichkeiten einzugehen und anderen Gläubigern keine oder nur unter bestimmten Bedingungen Sicherheiten zu gewähren, um eine Gleichbehandlung der Anleihegläubiger mit den anderen Gläubigern sicherzustellen. Ein Verstoß gegen die Negativverpflichtung lässt zwar die Wirksamkeit der Vereinbarungen mit den anderen Gläubigern grundsätzlich unberührt, zieht aber gegebenenfalls Kündigungsrechte und Schadensersatzansprüche der Anleihegläubiger nach sich.

Darüber hinaus ist die Anleihe mit einem Sonderrecht ausgestattet, das am Markt für Mittelstandsanleihen bislang einmalig ist:

- Bevorrechtigte Zeichnung im Fall eines IPOs:** Die Erstzeichner der Anleihe erhalten im Fall eines eventuellen Börsengangs der Emittentin eine bevorrechtigte Zuteilung von Aktien: Für je eine Teilschuldverschreibung wird jeder Erstzeichner berechtigt, Aktien für eine Zeichnungssumme von bis zu EUR 1.000 zu zeichnen.

**TABELLE 3: VERGLEICH DER COVENANTS DER BRANDNAME-PEERGROUP**

Emittent	Negative pledge	Change of control	Unzul. Ausschüttung	Zeichnung bei IPO	Cross Default	Asset Sales	Max. Debt
Karlie Group	✓	✓	✓	✓	✓		
Semper Idem Underberg GmbH	✓	✓				✓	
Valensina GmbH	✓	✓				✓	
Katjes International GmbH & Co. KG	✓	✓			✓		
Karlsberg Brauerei GmbH	✓	✓	✓				✓
Berentzen-Gruppe AG	✓				✓		
Jacob Stauder GmbH & Co. KG	✓	✓					

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Schwächen und Risiken

Schwächen und Risiken sehen wir in möglichen Interessenskonflikten aus der geplanten Übernahme von Best Quality. Zudem ist vor dem Hintergrund des Pro-forma-Abschlusses 2012 und der kurzen Konzerngeschichte ein historischer Vergleich der Kennzahlen nicht möglich. Aus der Holdingstruktur besteht eine strukturelle Nachrangigkeit der formal rechtlich gleichrangigen Karlie Group-Anleihe gegenüber den unbesicherten Verbindlichkeiten der operativen Töchter. Darüber hinaus rechnen wir beim bevorstehenden obligatorischen Rating-Event mit einem Downgrade, was wir aber im aktuellen Kurs der Anleihe bereits eskomptiert sehen.

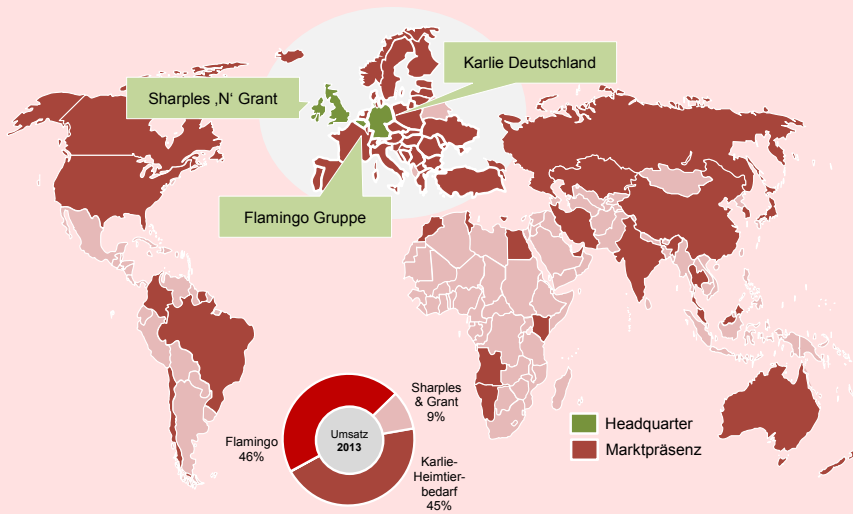
### Unternehmensprofil

Mit Erlösen von EUR 106,69 Mio. (2013) und 412 Mitarbeitern ist die Karlie Group einer der führenden Entwickler, Hersteller und Großhändler von Produkten des Heimtierbedarfs in Europa. Das Sortiment der Karlie Gruppe besteht aus rund 15.000 Einzelartikeln für Hunde, Katzen, Kleintiere, Vögel und Fische. Die Produktpalette umfasst neben einer Vielzahl von Artikeln für den Heimtierbedarf auch Snacks und Kauartikel, nicht jedoch Fertigfutter für den täglichen Nahrungsbedarf. Im Detail finden sich im Sortiment jegliche Form von Leinen und Halsbändern, Spielzeug, Trainingsartikeln, Körben und Kissen, Kleintierhäusern, Näpfen und Pflegeprodukten, Bekleidung für den Tierhalter sowie für das Tier, Büchern und DVDs, Kratzbäumen, Transportboxen und -zubehör, Käfigen und Aquarien mit Zubehör. Von immer größerer Bedeutung werden Snacks wie Kauknoten oder Ochsenziemer.

Die umsatzrelevantesten Produktgruppen sind Spielzeuge, Snacks, Halsbänder/Leinen/Geschirr, Kissen und Ruheplätze.

Organisatorisch setzt sich die Karlie Group aus einer nicht operativen Holding, die lediglich gruppeninterne Dienstleistungen für ihre Tochtergesellschaften erbringt, und aus drei Teilkonzernen sowie deren operativen Tochtergesellschaften zusammen: die Karlie Deutschland, die Flamingo-Gruppe sowie Sharples ,N' Grant, die in ihren jeweiligen Kernmärkten Deutschland, Belgien und Großbritannien eine jeweils führende Markstellung innehaben.

ABBILDUNG 7: ORGANIGRAMM



Die Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit liegen in Deutschland (193 Mitarbeiter) und Belgien (194 Mitarbeiter), in Großbritannien werden ca. 25 Mitarbeiter beschäftigt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>105,8</b>	<b>106,9</b>	<b>109,0</b>	<b>113,4</b>	<b>117,8</b>	<b>122,3</b>	<b>126,8</b>
YoY	%	n/a	1,1%	2,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materialaufwand	EUR Mio.	-64,7	-66,5	-67,8	-67,7	-70,0	-72,2	-74,5
Rohertrag	EUR Mio.	41,1	40,4	41,2	45,7	47,8	50,0	52,2
Rohertragsmarge	%	38,8%	37,8%	37,8%	40,3%	40,6%	40,9%	41,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-15,7	-18,2	-18,7	-19,1	-19,5	-19,8	-20,2
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	2,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-23,1	-22,3	-22,7	-23,2	-24,0	-24,9	-25,8
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>
EBITDA-Marge	%	4,3%	1,0%	1,0%	4,2%	4,8%	5,4%	6,0%
YoY	%	n/a	-75,7%	0,3%	332,9%	19,0%	16,5%	14,6%
<b>EBITDA reported</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>
EBITDA-Marge	%	6,4%	1,0%	1,0%	4,2%	4,8%	5,4%	6,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Amortisationen	EUR Mio.	-2,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,0	-1,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>
EBIT-Marge	%	1,3%	-2,2%	-2,1%	1,2%	1,9%	3,2%	4,6%
YoY	%	n/a	-269,9%	-1,4%	-160,0%	62,5%	70,4%	49,7%
<b>EBIT reported</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>
EBIT-Marge	%	3,7%	-2,2%	-2,1%	1,2%	1,9%	3,2%	4,6%
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,2
Außerordentliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Außerordentliche Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,7</b>
EBT-Marge	%	0,4%	-3,2%	-3,6%	-0,4%	0,3%	1,5%	2,9%
YoY	%	n/a	-873,4%	14,5%	-89,9%	-184,2%	431,3%	108,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	-1,4	0,8	0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,2
Steuerquote	%	308,3%	23,2%	9,5%	-144,5%	226,3%	53,1%	31,7%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-87,0	-55,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz 2012-2018e (Aktiva)

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,9</b>	<b>14,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,1</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,2</b>	<b>12,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>
Konzessionen und Schutzrechte	EUR Mio.	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- oder Firmenwert	EUR Mio.	11,0	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Technische Anlagen und Maschinen	EUR Mio.	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
Andere Anlagen, BGA	EUR Mio.	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6
Geleistete Anzahlungen, Anlagen im Bau	EUR Mio.	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>40,1</b>	<b>41,1</b>	<b>42,0</b>	<b>43,6</b>	<b>45,3</b>	<b>47,1</b>	<b>48,9</b>
<b>Vorräte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,7</b>	<b>25,8</b>	<b>26,3</b>	<b>27,3</b>	<b>28,4</b>	<b>29,4</b>	<b>30,4</b>
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	EUR Mio.	0,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
Unfertige Erzeugnisse	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	23,8	22,9	23,4	24,3	25,3	26,2	27,2
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7
<b>Forderungen und sonstige Vgg.</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,7</b>	<b>16,3</b>	<b>16,9</b>	<b>17,7</b>	<b>18,4</b>
Forderungen aus L&L	EUR Mio.	12,1	14,7	15,0	15,6	16,2	17,0	17,7
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	2,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kassenbestand	EUR Mio.	2,2	1,6	3,8	1,5	1,3	2,6	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Summe Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>55,9</b>	<b>58,7</b>	<b>58,8</b>	<b>58,4</b>	<b>60,1</b>	<b>63,4</b>	<b>63,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz 2012-2018e (Passiva)

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>19,3</b>	<b>19,1</b>	<b>15,2</b>	<b>14,1</b>	<b>13,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,6</b>
Eigenkapitalquote	%	34,4%	32,5%	25,9%	24,2%	22,5%	22,5%	26,1%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Anteile Dritter	EUR Mio.	-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
Differenz aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnisvortrag	EUR Mio.	6,2	6,7	4,1	0,6	-0,4	-0,8	0,0
Konzernjahresabschluss vor Dritten	EUR Mio.	-1,1	-2,6	-3,6	-1,0	-0,4	0,8	2,5
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,7	-1,2	-1,6	-2,0	-2,5
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	5,0	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7	3,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,9</b>	<b>36,0</b>	<b>39,3</b>	<b>41,7</b>	<b>44,3</b>	<b>47,1</b>	<b>45,4</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	16,0	15,1	18,1	19,9	21,9	24,1	21,7
davon unter ein Jahr	EUR Mio.	2,7	15,1	18,1	19,9	21,9	24,1	21,7
davon über ein Jahr	EUR Mio.	13,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus L&L	EUR Mio.	6,1	6,1	6,3	6,5	6,8	7,0	7,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,8	8,5	8,6	9,0	9,3	9,7	10,0
davon Vendor Loan	EUR Mio.	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>55,9</b>	<b>58,7</b>	<b>58,8</b>	<b>58,4</b>	<b>60,1</b>	<b>63,4</b>	<b>63,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Normalisierte Fassung) 2012-2018e (Aktiva)

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>23,1%</b>	<b>24,9%</b>	<b>21,7%</b>	<b>22,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,3%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>20,0%</b>	<b>21,9%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,8%</b>
Konzessionen und Schutzrechte	%	0,3%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geschäfts- oder Firmenwert	%	19,7%	18,2%	18,1%	18,3%	17,8%	16,9%	16,8%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>
Grundstücke	%	0,6%	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Technische Anlagen und Maschinen	%	0,4%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
Andere Anlagen, BGA	%	1,3%	1,3%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%
Geleistete Anzahlungen, Anlagen im Bau	%	0,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>71,7%</b>	<b>70,0%</b>	<b>71,3%</b>	<b>74,8%</b>	<b>75,4%</b>	<b>74,3%</b>	<b>76,8%</b>
<b>Vorräte</b>	%	<b>45,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>44,7%</b>	<b>46,8%</b>	<b>47,2%</b>	<b>46,4%</b>	<b>47,8%</b>
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	%	0,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%
Unfertige Erzeugnisse	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	42,6%	39,0%	39,7%	41,6%	42,0%	41,4%	42,7%
Geleistete Anzahlungen	%	2,5%	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%
<b>Forderungen und sonstige Vgg.</b>	%	<b>25,8%</b>	<b>26,2%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,9%</b>	<b>28,2%</b>	<b>27,9%</b>	<b>29,0%</b>
Forderungen aus L&L	%	21,6%	25,1%	25,5%	26,8%	27,0%	26,8%	27,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Kassenbestand	%	4,0%	2,6%	6,4%	2,5%	2,2%	4,1%	1,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,3%	1,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>Summe Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung) 2012-2018e (Passiva)

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>34,4%</b>	<b>32,5%</b>	<b>25,9%</b>	<b>24,2%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>26,1%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage	%	25,9%	24,6%	24,6%	24,8%	24,1%	22,8%	22,8%
Anteile Dritter	%	-0,6%	0,5%	0,3%	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,6%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzernergebnisvortrag	%	11,0%	11,4%	7,0%	1,0%	-0,7%	-1,3%	0,0%
Konzernjahresabschluss vor Dritten	%	-1,9%	-4,3%	-6,1%	-1,7%	-0,7%	1,3%	4,0%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>9,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,1%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,7%	0,7%	1,1%	-2,1%	-2,7%	-3,2%	-4,0%
Sonstige Rückstellungen	%	8,9%	5,5%	5,6%	5,9%	5,9%	5,8%	6,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>55,2%</b>	<b>61,3%</b>	<b>66,9%</b>	<b>71,5%</b>	<b>73,7%</b>	<b>74,4%</b>	<b>71,3%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	28,6%	25,6%	30,7%	34,1%	36,4%	38,0%	34,0%
davon unter ein Jahr	%	4,7%	25,6%	30,7%	34,1%	36,4%	38,0%	34,0%
davon über ein Jahr	%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	10,8%	10,8%	10,9%	10,6%	10,0%	10,0%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus L&L	%	10,9%	10,4%	10,6%	11,1%	11,2%	11,1%	11,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	15,7%	14,4%	14,7%	15,4%	15,5%	15,3%	15,8%
davon Vendor Loan	%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,7%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>Summe Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Cashflow-Statement 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,1	-2,6	-3,7	-1,1	-0,6	0,7	2,4
Abschreibungen	EUR Mio.	3,1	3,5	3,4	3,4	3,4	2,8	1,8
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,7	-0,1	-0,5	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,8	-2,7	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-1,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-2,2	-1,8	0,3	-1,8	-0,3	-0,3	-0,4
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	1,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Δ passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	12,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles AV	EUR Mio.	-0,8	-4,4	-0,5	-2,7	-2,7	-2,0	-1,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,7	-0,9	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-14,2	-10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,9</b>	<b>-17,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,3</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	-12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,9	-0,9	3,0	1,8	2,0	2,2	-2,4
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,4	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Abzüglich Dividende Vorjahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	13,6	12,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,3</b>	<b>17,2</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,3	-0,8	2,4	-2,3	-0,1	1,3	-1,8
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	1,9	2,2	1,4	3,8	1,5	1,3	2,6
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	105,8	106,9	109,0	113,4	117,8	122,3	126,8
Rohhertrag	EUR Mio.	41,1	40,4	41,2	45,7	47,8	50,0	52,2
EBITDA	EUR Mio.	4,5	1,1	1,1	4,8	5,7	6,6	7,6
EBIT	EUR Mio.	1,4	-2,4	-2,3	1,4	2,3	3,9	5,8
EBT	EUR Mio.	0,4	-3,5	-4,0	-0,4	0,3	1,8	3,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,0	-2,7	-3,6	-1,0	-0,4	0,8	2,5
Anzahl Mitarbeiter		450	412	416	420	424	428	433
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	4,3%	1,0%	1,0%	4,2%	4,8%	5,4%	6,0%
EBIT-Marge	%	1,3%	-2,2%	-2,1%	1,2%	1,9%	3,2%	4,6%
EBT-Marge	%	0,4%	-3,2%	-3,6%	-0,4%	0,3%	1,5%	2,9%
Netto-Marge	%	-1,0%	-2,5%	-3,3%	-0,9%	-0,4%	0,7%	2,0%
FCF-Marge	%	-3,7%	-16,8%	-1,4%	-4,0%	-2,1%	-1,0%	0,2%
ROE	%	-5,3%	-14,2%	-23,5%	-6,9%	-3,1%	5,9%	15,3%
NWC/Umsatz	%	245,2%	234,8%	273,9%	281,2%	288,2%	295,2%	301,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	235	259	262	270	278	285	293
Pro-Kopf-EBIT	EURk	3,1	-5,8	-5,6	3,3	5,4	9,1	13,4
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	1,1%	2,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%
Rohhertrag	%	n/a	-1,7%	2,2%	10,8%	4,7%	4,6%	4,4%
EBITDA	%	n/a	-75,7%	0,3%	332,9%	19,0%	16,5%	14,6%
EBIT	%	n/a	n/a	-1,4%	n/a	62,5%	70,4%	49,7%
EBT	%	n/a	n/a	14,5%	-89,9%	n/a	431,3%	108,7%
Nettoergebnis	%	n/a	166,2%	32,1%	-72,8%	-56,5%	n/a	203,6%
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	12,9	14,6	12,8	13,0	13,1	13,3	13,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	40,1	41,1	42,0	43,6	45,3	47,1	48,9
Eigenkapital	EUR Mio.	19,3	19,1	15,2	14,1	13,5	14,2	16,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	36,3	39,7	43,3	43,9	46,3	48,8	46,7
EK-Quote	%	34,4%	32,5%	25,9%	24,2%	22,5%	22,5%	26,1%
Gearing	%	0,9	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,8
Working Capital	EUR Mio.	31,6	34,4	35,0	36,4	37,9	39,3	40,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	18,1	19,9	20,6	24,8	26,9	27,8	27,2
Acid Test	x	2,4	2,7	3,0	2,6	2,6	2,8	2,6
Current ratio	x	6,2	6,7	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DVFA-Kennzahlen 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>								
EBITDA Interest Coverage	x	4,51	0,97	0,64	2,52	2,79	3,02	3,47
EBIT Interest Coverage	x	1,39	-2,10	-1,36	0,74	1,12	1,76	2,65
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>								
Total Debt/EBITDA	x	4,48	19,45	22,11	5,49	4,96	4,59	3,69
Total Net Debt/EBITDA	x	3,99	18,04	18,69	5,18	4,72	4,19	3,57
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>								
Risk Bearing Capital	x	0,34	0,32	0,26	0,24	0,23	0,22	0,26
Total Debt/Capital	x	0,51	0,53	0,62	0,65	0,68	0,68	0,63
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Überblick über die Anleihebedingungen

Emittentin	Karlie Group GmbH (GER)	
Kupon	6,75%	
Kurs	83,00%	
Effektivverzinsung	11,76%	
Emissionsvolumen	EUR 30,0 Mio.	
davon platziert	EUR 6,4 Mio.	
Stückelung	EUR 1.000,00	
Laufzeit	25.06.2013-25.06.2018	
Rating (Scope)	BB (watch, seit 09.04.2014)	
Besicherung	-	
Mittelverwendung	Restrukturierung der Passivseite Verlängerung der Wertschöpfungskette durch Akquisition von Zulieferern Finanzierung internen Wachstums	
Covenants	Ausschüttungssperre bei Eigenkapitalquote < 20,0% Change of Control mit Rückzahlung zu bis zu 103,0% Cross Default, falls Drittverzug > EUR 1,0 Mio.	
Negativverpflichtung	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten	
Sonderrechte der Anleihegläubiger	Bevorrechtigte Zuteilung von Aktien für Erstzeichner dieser Anleihe im Fall eines eventuellen Börsengangs der Emittentin	
Zinszahlungstermin	Jährlich am 25.06.	
Ausgabekurs	100,00%	
Rückzahlungskurs	100,00%	
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	25. Juni 2016: 102,75% des Nennbetrags 25. Juni 2017: 102,00% des Nennbetrags	
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Bei Verletzung der Covenants	
Börsenplatz	Entry Standard für Anleihen, Frankfurter Wertpapierbörse	
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg	
Privatplatzierung	EU	
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Japan	
ISIN	DE000A1TNG90	
WKN	A1TNG9	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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%.

## 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:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
03.06.2014	7, 8
02.10.2013	1, 2, 7, 8
06.06.2013	1, 2, 7, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>  
**Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**

### Informationsquellen

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

### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

### Erklärung des Erstellers dieser Studie

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