

## Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 29,28

Kursziel: EUR 36,00 (unverändert)

### In einem schwachen Umfeld gut behauptet

Mit einem Plus von 0,5% lagen die heute veröffentlichten vorläufigen Umsatzzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 noch im Rahmen der Guidance. Damit konnte sich Ludwig Beck einmal mehr vom textilen Einzelhandelsumfeld abkoppeln, das 2014 um rund -3% eingebrochen ist. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser 12-Monats-Kursziel von EUR 36,00 je Aktie.

#### 2014 im Überblick

Heute hat Ludwig Beck vorläufige Umsatzzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlicht. Demnach erwirtschaftete Ludwig Beck im Jahr 2014 Bruttoumsätze in Höhe von EUR 102,7 Mio. (Vj.: EUR 102,1 Mio.), was auf vergleichbarer Fläche (LFL) einem Umsatz-Plus von 0,5% entspricht. Damit lag Ludwig Beck gerade noch im Rahmen der revidierten Guidance, die ein Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche im unteren einstelligen Prozentbereich vorsah. Gleichzeitig konnte die Entwicklung des textilen Einzelhandels, der im vergangenen Jahr um -3% einbrach, übertroffen werden. Noch deutlicher fällt die Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt bei einer isolierten Betrachtung des vierten Quartals aus: Während der Gesamtmarkt in den letzten drei Monaten des Jahres um -10%, -9% und -4% zurückging, hat sich Ludwig Beck mit einem leichten Rückgang von lediglich -0,4% gut behauptet.

Details, etwa zur Segment- oder Ertragsentwicklung, wurden zum jetzigen Zeitpunkt erwartungsgemäß nicht veröffentlicht. Angaben gemäß konnten die Online-Aktivitäten, die dem non-textilen Bereich zuzuordnen sind, jedoch einen deutlichen Zuwachs erzielen, während sich der textile Bereich auf Gesamtjahressicht lediglich seitwärts bewegte. Besonders belastet wurde Ludwig Beck offensichtlich von deutlich rückläufigen Umsätzen mit Touristen aus Russland in nach u. E. zweistelliger Höhe.

2014		Rep.	Erw.	Δ
Bruttoumsatz	EUR Mio.	102,7	105,8	-2,9%
YoY	%	0,5%	3,6%	-3,1pp

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Bestätigung von Buy-Rating und Kursziel

Unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel liegt unverändert bei EUR 36,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 29,28 bedeutet dies ein Base-Case-Kurspotenzial von 22,9%. Aus dem Bear-Case-Szenario errechnen wir ein Kursziel von EUR 31,60, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 39,30 je Aktie. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

#### Schwächen und Risiken

Wir sehen u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen des Kurszieles: (1) Unerwarteter konjunktureller Abschwung, etwa im Gefolge eines Tapering; (2) Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; (3) Abhängigkeit von Kunden aus der russischen Föderation, die noch 2013 für einen mittleren einstelligen Prozentsatz der Konzernumsätze verantwortlich waren.

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905  
 Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share  
 Transparenzlevel: Prime Standard  
 Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.  
 Marktkapitalisierung: EUR 108,2 Mio.  
 Handelsvolumen/Tag: ~600 Aktien  
 BPK 2014: 30.03.2015

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Nettoumsatz	86,7	85,8	86,3	91,5
EBITDA	16,8	15,1	14,6	15,9
EBIT	13,9	12,3	11,7	12,9
EBT	12,1	10,8	10,5	11,5
EAT	8,4	7,4	7,4	7,8

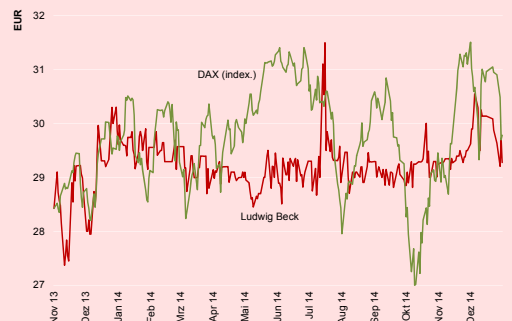
% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	19,4	17,6	16,9	17,4
EBIT	16,0	14,4	13,6	14,1
EBT	14,0	12,6	12,2	12,5
EAT	9,7	8,6	8,6	8,5

Je Aktie/EUR	2012	2013	2014e	2015e
EPS	2,27	2,00	2,01	2,10
Dividende	0,50	0,50	0,50	0,60
Buchwert	16,22	17,43	19,05	20,69
Cashflow	4,08	3,67	3,62	3,91

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	56,8%	60,6%	59,2%	61,3%
Gearing	60,9%	50,7%	40,8%	27,9%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	9,6	14,7	14,6	13,9
EV/Umsatz	1,35	1,64	1,59	1,42
EV/EBIT	8,4	11,4	11,7	10,0
KBV	1,3	1,7	1,5	1,4

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	+0,5% YoY	-
Guidance: EAT	↔	-



QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

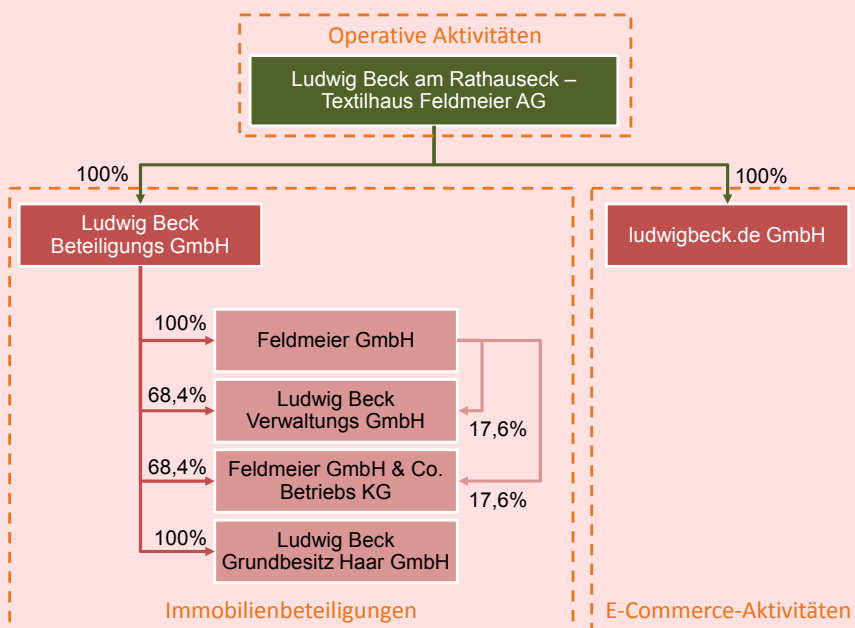
susanne.hasler@sphene-capital.de

## Unternehmensprofil

Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 11.500 qm (per Ende 2013) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren. Mit dieser Kombination vereint Ludwig Beck die jeweiligen Stärken eines Kaufhauses und eines Fachgeschäfts: Von ersterem übernimmt Ludwig Beck das umfassende Sortiment, von letzterem die individuelle Beratung, die bis hin zum Personal Shopping durch ausgebildete Design-Berater reicht. Das Warenangebot liegt im mittleren und gehobenen Preissegment, auf untere Preislagen wird weitgehend verzichtet.

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

ABBILDUNG 1: ORGANIGRAMM



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	108,9
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-16,5	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-17,4
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>87,2</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>91,5</b>
YoY	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	6,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,2	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-42,9	-45,1
in % der Nettoerlöse	%	-50,7%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-49,8%	-49,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>43,0</b>	<b>45,5</b>	<b>44,3</b>	<b>43,8</b>	<b>43,4</b>	<b>43,3</b>	<b>46,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,2%	50,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,0	3,5	3,1	3,5	3,4	4,2	4,3
in % der Nettoerlöse	%	3,4%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,8%	4,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,8	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-17,6	-18,7
in % der Nettoerlöse	%	-19,3%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,4%	-20,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,9	-3,0
in % der Nettoerlöse	%	-4,1%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,4%	-3,3%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,9	-15,1	-15,1	-14,3	-14,8	-15,4	-16,0
in % der Nettoerlöse	%	-18,3%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-17,9%	-17,5%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,8</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>11,7</b>	<b>12,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,6%	14,1%
YoY	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-5,0%	10,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,2	-1,5
Minderheiten	EUR Mio.	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,4</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>
YoY	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-2,9%	9,3%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-4,1	-3,5	-2,5	-3,5	-3,4	-3,1	-3,6
in % des EBT	%	-64,9%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,2%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,2
<b>Ergebnis nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>
YoY	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	0,6%	4,5%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	2,2	6,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	0,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,61</b>	<b>1,74</b>	<b>2,37</b>	<b>2,27</b>	<b>2,00</b>	<b>2,01</b>	<b>2,10</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung 2014e (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14	9M/14	Q4/14e	2014e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,8	23,1	44,8	24,3	69,2	33,5	102,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,5	-3,7	-7,1	-3,9	-11,0	-5,4	-16,4
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,3</b>	<b>19,4</b>	<b>37,7</b>	<b>20,5</b>	<b>58,2</b>	<b>28,1</b>	<b>86,3</b>
YoY	%	2,2%	2,1%	2,2%	-1,2%	1,0%	-0,4%	0,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,5	-9,9	-19,4	-10,3	-29,6	-13,3	-42,9
in % der Nettoerlöse	%	-51,9%	-50,8%	-51,4%	-50,2%	-51,0%	-47,3%	-49,8%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>18,3</b>	<b>10,2</b>	<b>28,5</b>	<b>14,8</b>	<b>43,3</b>
in % der Nettoerlöse	%	48,1%	49,2%	48,6%	49,8%	49,0%	52,7%	50,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,9	1,6	1,3	2,9	1,3	4,2
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	4,6%	4,2%	6,2%	4,9%	4,6%	4,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-4,4	-8,8	-4,4	-13,1	-4,4	-17,6
in % der Nettoerlöse	%	-24,0%	-22,5%	-23,2%	-21,4%	-22,6%	-15,8%	-20,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,7	-2,2	-0,7	-2,9
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-4,0%	-4,2%	-3,2%	-3,9%	-2,4%	-3,4%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,2%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,8	-3,7	-7,5	-4,0	-11,5	-3,9	-15,4
in % der Nettoerlöse	%	-20,8%	-18,9%	-19,8%	-19,7%	-19,8%	-14,0%	-17,9%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>4,7</b>	<b>7,1</b>	<b>11,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	2,7%	9,0%	5,9%	11,8%	8,0%	25,1%	13,6%
YoY	%	-50,0%	-13,0%	-25,3%	0,8%	-13,7%	1,8%	-5,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	-0,4	-1,2
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>10,5</b>
YoY	%	-66,7%	-1,3%	-20,0%	7,0%	-6,8%	-0,5%	-2,9%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	-2,1	-3,1
in % des EBT	%	0,0%	-20,3%	-17,9%	-30,8%	-25,1%	-31,5%	-29,2%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>7,4</b>
YoY	%	-37,6%	20,4%	6,2%	13,8%	10,0%	-4,6%	0,6%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-1,8	-1,8	0,0	-1,8	0,0	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,05</b>	<b>0,32</b>	<b>0,37</b>	<b>0,40</b>	<b>0,77</b>	<b>1,24</b>	<b>2,01</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>95,2</b>	<b>93,9</b>	<b>92,5</b>	<b>91,8</b>	<b>92,2</b>	<b>96,7</b>	<b>96,8</b>
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,0	3,2	3,1	3,0	3,5	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	92,0	90,7	89,1	88,6	89,0	93,0	93,1
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,1</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>22,1</b>	<b>27,8</b>
Vorräte	EUR Mio.	8,3	8,8	9,5	10,2	10,4	10,9	11,3
DIO	D	29	29	33	36	37	38	37
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,4	1,3	1,7	2,6	3,0	3,0	3,1
DSO	d	6	5	7	11	12	13	12
Bankguthaben	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	8,3	13,5
in % der Bilanzsumme	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	6,9%	10,8%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>109,3</b>	<b>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>118,8</b>	<b>124,6</b>
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,8</b>	<b>47,6</b>	<b>53,7</b>	<b>59,9</b>	<b>64,4</b>	<b>70,4</b>	<b>76,4</b>
Eigenkapitalquote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	59,2%	61,3%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	14,4	19,6	31,9	39,0	51,9	57,5	63,5
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>45,6</b>	<b>37,5</b>	<b>33,5</b>	<b>32,7</b>	<b>26,6</b>	<b>26,3</b>	<b>26,2</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	37,0	29,9	27,6	30,8	24,3	22,0	21,0
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	0,6	0,6	0,6	1,2	1,0	1,0
Latente Steuern	EUR Mio.	3,7	3,5	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2
Sonstige Schulden	EUR Mio.	3,4	3,4	4,1	0,0	0,0	2,0	3,0
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,0</b>	<b>14,5</b>	<b>20,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,3</b>	<b>22,2</b>	<b>21,9</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,5	3,4	10,4	6,6	9,0	15,0	13,8
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,9	2,0
in % der Erlöse	%	1,5%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	2,2%	2,2%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,2	5,7	5,0	4,7	4,4	5,2	5,6
Steuerschulden	EUR Mio.	2,1	3,8	3,6	0,5	0,0	0,0	0,5
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,0	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>109,3</b>	<b>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>118,8</b>	<b>124,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

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

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>87,1%</b>	<b>86,3%</b>	<b>85,9%</b>	<b>87,0%</b>	<b>86,7%</b>	<b>81,4%</b>	<b>77,7%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%
Sachanlagen	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	78,3%	74,7%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>12,9%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,3%</b>	<b>18,6%</b>	<b>22,3%</b>
Vorräte	%	7,6%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	9,1%	9,1%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,3%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,5%	2,5%
Bankguthaben	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	6,9%	10,8%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summa Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Passiva</b>	%							
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>39,1%</b>	<b>43,7%</b>	<b>49,9%</b>	<b>56,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>59,2%</b>	<b>61,3%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,0%	7,6%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	2,9%	2,8%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	13,2%	18,0%	29,7%	36,9%	48,8%	48,4%	51,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	14,1%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	%	<b>41,7%</b>	<b>34,4%</b>	<b>31,1%</b>	<b>31,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>22,1%</b>	<b>21,0%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	33,9%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,5%	16,9%
Rückstellungen	%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	0,8%	0,8%
Latente Steuern	%	3,4%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%
Sonstige Schulden	%	3,1%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	1,7%	2,4%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	%	<b>11,0%</b>	<b>13,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>17,6%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,6%	11,1%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,2%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,6%	1,6%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,7%	5,2%	4,7%	4,4%	4,1%	4,4%	4,5%
Steuerschulden	%	1,9%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,4%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,2%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	10,5	11,5
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	3,1	2,8	2,9	2,7	2,9	3,0
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,2	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	9,9	13,0	14,1	15,1	14,1	13,2	14,5
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	4,9	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-0,5	-0,5
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-4,2	0,9	-0,2	-4,7	0,4	2,9	1,5
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,2	-1,5
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,8	0,8	-2,8	0,0	-3,2	-1,7	-1,6
<b>CFO</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>	<b>12,3</b>
YoY	%	50,6%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	37,5%	-2,3%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-2,1	-1,9	-1,4	-2,3	-3,1	-6,8	-3,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,1</b>
YoY	%	-74,7%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	115,7%	-55,1%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>9,3</b>
YoY	%	n/a	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-4,2%	61,2%
Reinvestment Rate	%	10,5%	31,3%	78,0%	-2,6%	-14,4%	7,7%	56,7%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-4,2	-7,1	4,7	-0,6	-4,1	3,7	-2,2
Tilgung unverzinslichen Verb.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme von verzinslichen Darlehen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	0,7	0,0	-3,2	-0,3	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-4,0</b>
YoY	%	n/a	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	3,8	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	7,6	5,2
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,6	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	8,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>8,3</b>	<b>13,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Segmente, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatz (brutto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>107,2</b>	<b>103,2</b>	<b>103,2</b>	<b>102,1</b>	<b>102,7</b>	<b>108,9</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	82,5	78,3	78,0	75,3	75,3	79,7
Nontextil	EUR Mio.	n/a	24,7	24,9	25,2	26,9	27,4	29,2
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Textil	%	n/a	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	73,2%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	26,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>6,1%</b>
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	5,9%
Nontextil	%	n/a	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	1,9%	6,6%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>91,5</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	69,3	65,8	65,5	63,2	63,2	66,9
Nontextil	EUR Mio.	n/a	20,8	21,0	21,2	22,6	23,1	24,6
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Textil	%	n/a	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	73,1%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	26,9%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>6,1%</b>
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	5,9%
Nontextil	%	n/a	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	6,7%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>8,8</b>	<b>20,5</b>	<b>21,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,1</b>	<b>21,6</b>
Textil	EUR Mio.	n/a	5,6	16,3	17,0	15,8	15,6	16,7
Nontextil	EUR Mio.	n/a	3,2	4,2	4,1	4,3	4,5	4,9
<b>EBIT-Marge (brutto)</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>8,2%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,7%</b>	<b>19,6%</b>	<b>19,8%</b>
Textil	%	n/a	6,8%	20,8%	21,8%	21,0%	20,7%	21,0%
Nontextil	%	n/a	12,8%	16,9%	16,3%	16,0%	16,6%	16,7%
<b>EBIT-Marge (netto)</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>9,7%</b>	<b>23,6%</b>	<b>24,3%</b>	<b>23,4%</b>	<b>23,3%</b>	<b>23,6%</b>
Textil	%	n/a	8,1%	24,8%	26,0%	25,0%	24,7%	25,0%
Nontextil	%	n/a	15,3%	20,0%	19,3%	19,0%	19,7%	19,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Key Data</b>								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	108,9
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,2	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	91,5
Rohertrag	EUR Mio.	43,0	45,5	44,3	43,8	43,4	43,3	46,4
EBITDA	EUR Mio.	13,3	16,9	15,6	16,8	15,1	14,6	15,9
EBIT	EUR Mio.	9,8	13,7	12,9	13,9	12,3	11,7	12,9
EBT	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	10,5	11,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,2	6,4	8,8	8,4	7,4	7,4	7,8
Anzahl Mitarbeiter		529	509	500	451	461	466	475
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	12,95	19,10	21,35	28,95	31,50	31,50	
Kurs Tief	EUR	8,90	11,80	18,29	19,15	25,85	28,45	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,20	14,39	19,56	21,77	29,33	29,30	29,28
EPS	EUR	0,61	1,74	2,37	2,27	2,00	2,01	2,10
CFPS	EUR	2,69	3,53	3,81	4,08	3,67	3,62	3,91
BVPS	EUR	7,39	8,79	14,54	16,22	17,43	19,05	20,69
Dividende	EUR	0,35	0,35	0,45	0,50	0,50	0,50	0,60
Kursziel	EUR							36,00
Performance bis Kursziel	%							22,9%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,2%	50,7%
EBITDA-Marge	%	15,3%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	16,9%	17,4%
EBIT-Marge	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,6%	14,1%
EBT-Marge	%	7,3%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	12,2%	12,5%
Netto-Marge	%	2,6%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	8,6%	8,5%
FCF-Marge	%	10,9%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	6,7%	10,1%
ROE	%	5,3%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	11,0%	10,6%
ROCE	%	8,8%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	9,3%	10,1%
CE/Umsatz	%	117,9%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	123,7%	117,1%
NWC/Umsatz	%	9,0%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	11,8%	11,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	164,8	177,0	173,6	192,2	186,2	185,2	192,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	18,5	27,0	25,7	30,7	26,8	25,1	27,2
DSO	d	6	5	7	11	12	13	12
Inventory days	d	29	29	33	36	37	38	37
Capex/Umsatz	%	2,4%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,9%	3,3%
Fixkosten-Deckung	x	0,9	1,2	1,6	1,7	3,4	3,5	3,7
<b>Wachstumsraten</b>								
Bruttoumsatz	%	1,1%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	6,1%
Nettoumsatz	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	6,1%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,5%	6,1%
EBITDA	%	9,0%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-3,0%	9,0%
EBIT	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-5,0%	10,4%
EBT	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-2,9%	9,3%
Nettoergebnis	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	0,6%	4,5%
EPS	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	0,6%	4,5%
CFPS	%	16,4%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	-1,2%	7,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick II, 2009-2015e

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	95,2	93,9	92,5	91,8	92,2	96,7	96,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,1	14,9	15,2	13,8	14,1	22,1	27,8
Eigenkapital	EUR Mio.	42,8	47,6	53,7	59,9	64,4	70,4	76,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	57,6	51,9	53,9	45,6	41,9	48,4	48,2
Anlagenintensität	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	78,3%	74,7%
EK-Quote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	59,2%	61,3%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	84,4%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	40,8%	27,9%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	4,1	2,4	3,0	2,7	2,7	3,2	2,7
Working Capital	EUR Mio.	7,8	7,8	9,0	10,8	9,9	10,2	10,6
Capital Employed	EUR Mio.	102,8	101,6	101,3	102,5	101,9	106,7	107,1
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	41,4	53,2	72,3	80,4	108,4	108,3	108,2
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	47,9	70,6	78,9	107,0	116,4		
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	32,9	43,6	67,6	70,8	95,5		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	36,1	28,6	34,1	36,5	32,6	28,7	21,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	92,9	96,8	106,4	116,9	141,0	137,0	129,5
Enterprise Value	EUR Mio.	99,4	114,2	113,0	143,5	149,0		
Enterprise Value	EUR Mio.	84,4	87,2	101,7	107,3	128,2		
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,07	1,23	1,35	1,64	1,59	1,42
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,14	1,27	1,30	1,65	1,74		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,97	0,97	1,17	1,24	1,49		
EV/EBITDA	x	7,0	5,7	6,8	7,0	9,4	9,4	8,1
EV/EBIT	x	9,5	7,0	8,3	8,4	11,4	11,7	10,0
KGV	x	18,5	8,3	8,2	9,6	14,7	14,6	13,9
KCF	x	4,2	4,1	5,1	5,3	8,0	8,1	7,5
KBV	x	1,5	1,6	1,3	1,3	1,7	1,5	1,4
FCF-Yield	%	2,6	2,5	-1,1	1,0	1,6	1,6	2,5
Ausschüttungsquote	%	13,7%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	32,2%	24,0%
Dividendenrendite	%	3,1%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	1,7%	2,0%
<b>Economic Value Added</b>								
WACC	%	7,2%	6,2%	6,3%	6,3%	7,6%	6,1%	5,8%
ROCE/WACC	x	1,23	1,81	1,66	1,78	1,32	1,52	1,74
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,6	11,2	7,3	6,2	9,2	12,6	12,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,9	-3,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,5	9,3	-4,2	3,7	6,0	5,7	9,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-5,6	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	1,8	-4,0
<b>Sonstige Angaben</b>								
LFL Umsatz YoY	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,5%	6,1%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,3%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-0,4%	0,5%
Anzahl Shops zum Jahresende		9	5	4	4	4	4	4
LFL Kosten YoY	%	-1,2%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	3,8%	5,1%

## DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
<b>Nettoumsatz</b>	EUR Mio.	91,5	96,8	102,6	106,0	108,3	109,7	110,6	111,3	111,9	112,5	113,0	113,0
Umsatzwachstum	%	6,1%	5,5%	4,5%	3,3%	2,2%	1,3%	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	12,9	14,0	15,2	15,7	16,1	16,3	16,5	16,6	16,6	16,7	16,8	12,8
EBIT-Marge (bezogen auf Nettoumsatz)	%	14,1%	14,5%	14,8%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	11,3%
Steuerquote ( $\tau$ )	%	31,0%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
<b>EBIT(1-<math>\tau</math>)</b>	EUR Mio.	8,9	9,6	10,4	10,8	11,0	11,2	11,3	11,3	11,4	11,5	11,5	8,7
Reinvestment	EUR Mio.	-2,1	-3,1	-3,1	-2,1	-1,7	-1,2	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	6,9	6,5	7,3	8,7	9,3	9,9	10,4	10,7	10,8	10,9	11,0	8,0
WACC	%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
Diskontierungssatz	%	100,0%	94,5%	89,4%	84,5%	79,9%	75,7%	71,6%	67,8%	64,2%	60,9%	57,7%	
<b>PV FCFF</b>	EUR Mio.	6,9	6,2	6,6	7,3	7,4	7,5	7,5	7,3	7,0	6,6	6,3	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	8,0											
Terminal Cost of Capital	%	5,5%											
Terminal Value	EUR Mio.	140,1											
PV Terminal Value	EUR Mio.	85,3											
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	76,5											
<b>Summe der Barwerte</b>	EUR Mio.	161,8											
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-37,0											
Liquidität	EUR Mio.	8,3											
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	133,0											
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7											
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	EUR	36,00											
		<b>TV-Wachstumsrate</b>											
		<b>EUR</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>				
		<b>8,3%</b>	31,60	31,00	30,50	29,90	29,30	28,70	28,00				
		<b>9,3%</b>	33,80	33,20	32,60	31,90	31,30	30,60	29,90				
		<b>10,3%</b>	36,00	35,30	34,60	34,00	33,20	32,50	31,80				
	<b>TV EBIT-Marge</b>	<b>11,3%</b>	38,20	37,50	36,70	<b>36,00</b>	35,20	34,40	33,60				
		<b>12,3%</b>	40,40	39,60	38,80	38,00	37,20	36,40	35,50				
		<b>13,3%</b>	42,50	41,80	40,90	40,10	39,20	38,30	37,40				
		<b>14,3%</b>	44,70	43,90	43,00	42,10	41,20	40,20	39,30				

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

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

#### Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
08.01.2015	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.10.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
17.07.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
23.04.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
20.03.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.01.2014	EUR 36,00	Buy	1; 2; 8

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

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

##### Informationsquellen

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

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

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

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

##### Erklärung des Erstellers dieser Studie

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