

## Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

### Übernahme von Wormland

Die Übernahme des deutschen Herrenmodefilialisten Wormland durch Ludwig Beck ist u. E. deutlich wertsteigernd und hat eine Neubewertung der Ludwig Beck-Aktie zur Folge. Unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes 12-Monats-Kursziel erhöht sich auf EUR 40,40 von EUR 34,90 je Aktie. Nach der guten Kursentwicklung (+19,5% YTD vs. DAX +14,7%) bestätigen wir unser Buy-Rating, rechnen aber zukünftig mit einer größeren Volatilität der Ergebnisentwicklung.

#### Übernahme von Wormland

Vergangenen Mittwoch wurden auf einer Pressekonferenz und anschließenden ordentlichen Hauptversammlung die Details zum Erwerb des Herrenmodefilialisten Wormland durch Ludwig Beck bekannt gegeben. Die Übernahme erfolgt zum Stichtag 12. Mai 2015. Verkäufer des Unternehmens, das als eigenständige Marke unter dem Dach der Ludwig Beck AG erhalten bleiben soll, ist die Wormland-Stiftung.

Das 1935 von Theo Wormland gegründete Unternehmen betreibt deutschlandweit 15 Filialen und erwirtschaftete im vergangenen Jahr mit 465 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 13.600 qm einen Umsatz in Höhe von EUR 79,6 Mio. Die Marke Wormland (Men's Fashion) spricht mit acht High-Street-Filialen mit je 1.000-2.500 qm vornehmlich modeaffine kaufkräftige Männer an, das Handelskonzept Theo (Young Fashion) richtet sich demgegenüber in sieben Filialen mit je 300-500 qm mit Jeans- und Casualwear an eine eher jüngere Zielgruppe.

TABELLE 1: VERGLEICH DER OPERATIVEN ECKDATEN

2014		Ludwig Beck	Wormland
Umsatz	EUR Mio.	102,7	79,6
EBIT	EUR Mio.	10,6	<0
Mitarbeiter		478	465
Anzahl Filialen		3	15
Fläche	qm	12.800	13.600
Produktivität	EUR/qm	7.350	5.900

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Problemfiliale Oberhausen

Zur Ertragslage von Wormland wurden keine Angaben gemacht. Im letzten vorliegenden Abschluss 2013 befand sich Wormland mit EUR -1,3 Mio. in der operativen Verlustzone. Ursächlich hierfür waren vor allem die beiden (Theo- und Wormland-) Filialen im Oberhausener CentrO: Diese 2012 eröffnete Wormland-Filiale lag in ihrem ersten Jahr Angaben gemäß um -28% unter der internen Umsatzplanung, welche wiederum auf einem Quadratmeterumsatz budgetiert worden war, der 50% unter den Erfahrungswerten vergleichbarer Filialen gelegen hatte. Vor dem Hintergrund eines textilen Marktumfeldes, das 2014 mit einem Minus von -3,0% abschloss, halten wir es daher für ausgeschlossen, dass sich die Ertragslage der Wormland-Gruppe im vergangenen Jahr verbessert haben sollte; unsere Schätzung eines operativen Verlustes (EBIT) in der Größenordnung von EUR -2 Mio. dürfte daher nicht zu pessimistisch sein.

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 34,60

Kursziel: EUR 40,40 (bislang EUR 34,90)

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905

Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share

Transparenzlevel: Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 127,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien

H1/2015: 21.07.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	85,8	86,3	138,1	150,3
EBITDA	15,1	13,4	21,8	12,8
EBIT	12,3	10,6	18,5	9,0
EBT	10,8	9,5	17,2	7,7
EAT	7,4	6,7	11,9	5,3

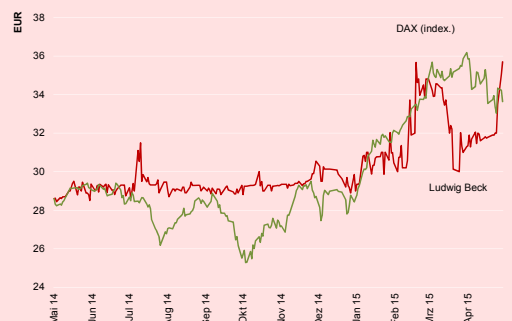
% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	17,6	15,6	15,8	8,5
EBIT	14,4	12,3	13,4	6,0
EBT	12,6	11,0	12,5	5,1
EAT	8,6	7,8	8,6	3,5

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	2,00	1,81	3,23	1,44
Dividende	0,50	0,75	0,85	0,95
Buchwert	17,43	18,20	20,79	21,38
Cashflow	3,67	3,33	5,57	3,12

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

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	14,7	16,1	10,7	24,0
EV/Umsatz	1,64	1,64	1,20	1,06
EV/EBIT	11,4	13,3	9,0	17,8
KBV	1,7	1,6	1,7	1,6

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	+60% YoY	-
Guidance: EBIT	17-19	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

## Unterschiede ...

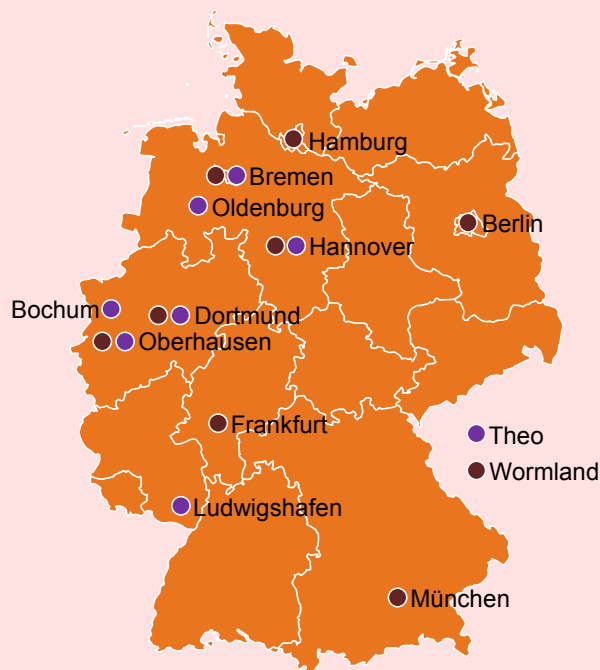
Wormland wurde zwar auf der Hauptversammlung als eine der „spitzesten Handelskonzepte im Textileinzelhandel“ präsentiert: Diesen Titel würden wir jedoch eher Ludwig Beck verleihen. Wie Ludwig Beck ist Wormland zwar auch im Premium- und Luxussegment vertreten, mit zeitgenössischen Marken jedoch auch in mittleren und unteren – und damit deutlich wettbewerbsintensiveren – Preissegmenten als Ludwig Beck. Auch die Bedeutung von Eigenmarken, die Ludwig Beck nur mit Strickwaren abdeckt, ist bei Wormland mit den Marken Theo, TW und Autark mit einem Anteil von rund 20% deutlich höher. Beim Online-Auftritt schließlich, den Ludwig Beck zunächst vorsichtig und nur im Parfümeriebereich vollzogen hat, ist Wormland einen Schritt weiter und hat sich im vergangenen Jahr mit einem eigenen Online-Shop positioniert.

Durch die Übernahme wird Ludwig Beck sein Know-how und Standing im Herrenbereich nach unserer Einschätzung deutlich ausbauen.

## ... und Gemeinsamkeiten der Geschäftsmodelle

Ähnlichkeiten sehen wir im Personalmanagement: Ludwig Beck wie Wormland legen seit jeher großen Wert auf eine hohe Mitarbeitertreue, die durch flache Hierarchien und Mitbestimmung belegt wird. Dass diese Strategie sinnvoll ist, ist allein aus demographischen Gründen naheliegend, da sich der Wettbewerb um gute Fachkräfte in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung deutlich intensivieren wird. Synergien sieht das Management vor allem in den Einkaufskonditionen: So ist Wormland u. a. einer der größten Kunden von Hugo Boss und Diesel und wird wiederum von den guten Einkaufsbedingungen Ludwig Becks bei höheren Preispunkten profitieren.

## ABBILDUNG 1: WORMLAND STANDORTE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Erhebliche Erträge aus Bargain Purchase

Über den Kaufpreis des netto unverschuldeten Unternehmens wurde zwischen den Parteien Stillschweigen vereinbart. Während der Hauptversammlung wurde angedeutet, dass dieser angesichts der operativen Verlustsituation von Wormland auf einem „attraktiven Niveau“ gelegen hat. Hierfür spricht auch die Anpassung der Management-Guidance: Rechnete das Management bislang mit einem Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche zwischen 2% und 4% und einem operativen Ergebnis von etwa EUR 10 Mio., erwartet das Unternehmen nach der Wormland-Übernahme ein Umsatzwachstum von etwa 60% und ein EBIT zwischen EUR 17 Mio. und EUR 19 Mio.

Bezogen auf einen Basiswert von EUR 102,7 Mio. entspricht die neue Guidance einem Bruttoumsatz in Höhe von EUR 164,0 Mio.

Den Unternehmensangaben zufolge soll dieser Ertragsanstieg im Wesentlichen auf Einmaleffekte zurückzuführen sein. Da diese auf der Pressekonferenz nicht näher spezifiziert wurden, gehen wir davon aus, dass es sich dabei um Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung handelt. Hierunter versteht das Regelwerk der IFRS die Differenz aus Net Asset Value, also der Summe aller Vermögenswerte abzüglich Schulden, und einem niedrigeren zu zahlenden Kaufpreis. Dieser Unterschiedsbetrag entsteht also dann, wenn die erworbenen Vermögenswerte abzüglich der übernommenen Verbindlichkeiten den Kaufpreis übersteigen.

Unterstellen wir, dass das operative Ergebnis des Ludwig Beck-Konzerns durch die Übernahme von Wormland in Form von operativen Verlusten und Kaufpreisnebenkosten in diesem Jahr um EUR 3,0 Mio. belastet wird, lassen sich daraus Bargain Purchase-Erträge in einer Größenordnung von EUR 10-12 Mio. ableiten.

**TABELLE 2: GUIDANCE FÜR 2015 VOR UND NACH DER ÜBERNAHME VON WORMLAND**

		Neu	Alt
Wachstum der Bruttoumsätze		60%	2-4%
Bruttoumsätze	EUR Mio.	~164,0	104,7-106,8
EBIT	EUR Mio.	17,0-19,0	10,0
EBIT-Marge	%	10,3-11,6	9,4-9,6

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Schätzung des Kaufpreises

Angesichts der operativen Verlustsituation können ertragsbasierte Multiples für eine Unternehmensbewertung von Wormland naturgemäß nicht herangezogen werden. Die externe Unternehmensbewertung reduziert sich demnach auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Unterstellen wir, dass Ludwig Beck bei Wormland dasselbe KBV angelegt hat, mit dem das Ludwig Beck zum Zeitpunkt der Übernahme selbst an der Börse bewertet worden war, errechnet sich ein Kaufpreis (cash free/debt free) in einer Größenordnung von knapp EUR 5 Mio. Im Einklang mit dem Management würden wir einen Kaufpreis dieser Größenordnung als attraktiv einstufen, zumal dieser Wert bereits durch zwei übernommene Grundstücke abgedeckt ist.

### Übernahme größtenteils fremdfinanziert

Auf der Hauptversammlung wurde ferner erklärt, dass die Übernahme zu 90% fremdfinanziert wurde, und zwar zu einem Zinssatz für ein zehnjähriges Bankdarlehen in Höhe von 1,15%. Die zusätzlichen Zinsbelastungen aus der Übernahme liegen daher mit deutlich unter EUR 0,1 Mio. pro Jahr im vernachlässigbaren Bereich.

### Anpassung unserer Prognosen

Ebenfalls wurde auf der Hauptversammlung bekannt gegeben, dass Ludwig Beck seine Erlöse seit Jahresbeginn um insgesamt rund 2% verbessern konnte, nachdem die Umsätze nach dem ersten Quartal noch um -0,3% rückläufig waren. Darüber hinaus konnte das Management zum Stadtgründungsfest am 14. Juni einen verkaufsoffenen Sonntag durchsetzen, an dem das Stammhaus für fünf Stunden geöffnet sein wird. Auf Gesamtjahressicht sollte damit das avisierte organische Umsatzwachstum von 1,5% erreichbar sein.

Nach der Wormland-Übernahme passen wir unsere **Umsatzprognosen** für die kommenden beiden Jahre wie folgt an:

- ☉ Für das laufende Geschäftsjahr **2015e** rechnen wir nunmehr mit Bruttoerlösen von EUR 164,3 Mio. (bislang EUR 105,7 Mio.) und Nettoerlösen von EUR 138,1 Mio. (bislang EUR 88,9 Mio.).
- ☉ Für **2016e**, wenn die Wormland-Gruppe erstmals ganzjährig konsolidiert werden wird, passen wir unsere Prognosen für die Brutto- und Nettoumsätze auf EUR 178,7 Mio. (bislang EUR 108,7 Mio.) bzw. EUR 150,3 Mio. (bislang EUR 91,4 Mio.) an. Gegenüber 2015e errechnet sich damit ein Wachstum von 8,8%.

Darüber hinaus passen wir unsere **Ertragsprognosen** für die kommenden beiden Jahre an:

- Ⓢ Beim operativen Ergebnis orientieren wir uns **2015e** an der Management-Guidance und rechnen mit einem EBIT von EUR 18,5 Mio. (bislang EUR 10,0 Mio.). In diese Prognose gehen von uns erwartete Erträge aus Bargain Purchase in Höhe von EUR 11,5 Mio. ein, die die operativen Belastungen aus den Wormland-Filialen sowie die Kaufpreisnebenkosten überkompensieren sollten.
- Ⓢ Diese werden aus unserer Sicht auch die Ertragslage in **2016e** – wenn auch in deutlich geringerem Ausmaß – belasten, so dass wir im nächsten Jahr ein EBIT von EUR 9,0 Mio. (bislang EUR 11,3 Mio.) erwarten.
- Ⓢ Für das Jahr **2017e** rechnen wir für Wormland mit dem Break-Even, ab **2018e** mit einem positiven Ergebnisbeitrag.

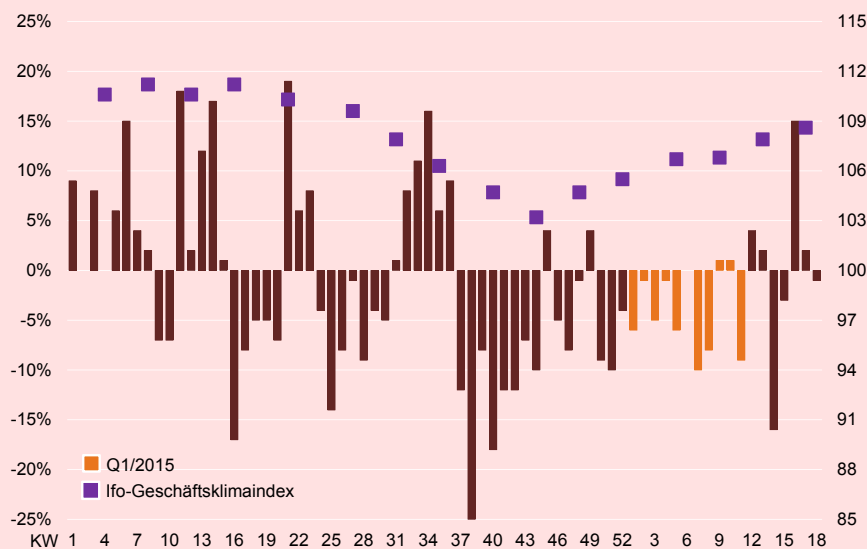
**TABELLE 3: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN**

		2015e			2016e		
		Neu	alt	Δ	neu	Alt	Δ
Nettoumsatz	EUR Mio.	138,1	88,9	55,4%	150,3	91,4	64,4%
YoY	%	60,0%	3,0%	57,0pp	8,8%	2,8%	6,0pp
EBIT	EUR Mio.	18,5	10,0	84,8%	9,0	11,3	-20,6%
EBIT-Marge	%	13,4%	11,2%	2,1pp	6,0%	12,4%	-6,4pp
Erg. vor Steuern	EUR Mio.	17,3	8,9	94,5%	7,7	10,2	-24,4%
Erg. nach Steuern	%	12,0	6,2	93,2%	5,3	7,1	-25,1%
EPS	EUR	3,24	1,67	94,1%	1,44	1,91	-24,6%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft erstellt wird, erreichte im ersten Quartal mit -5% rekordverdächtige Minuswerte. Erst im April waren erste nennenswerte Impulse festzustellen.**

**ABBILDUNG 2: TW-TESTCLUB 2014/15 UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX**



QUELLE: SPHENE CAPITAL, TEXTILWIRTSCHAFT, IFO INSTITUT

**TW Testclub im Kontrast zum Ifo-Geschäftsklimaindex**  
Während der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft im ersten

Textiles Einzelhandelsumfeld erst im April mit ersten Impulsen

Quartal dieses Jahres sukzessive auf den höchsten Stand seit Juli 2014 gestiegen ist, war das erste Quartal für den stationären textilen Einzelhandel unverändert von massiven Einbrüchen gekennzeichnet: Mit -3%, -7% und -4% lagen alle drei Monate des Auftaktquartals im negativen Bereich; per Saldo schloss das erste Quartal 2015 mit einem Rückgang von -5% ab.

Ursächlich für diese Entwicklung war ein Mix aus (1) Wettereinflüssen, (2) fehlenden innovativen Modetrends und (3) einer tendenziell steigenden Bedeutung von Alternativangeboten wie Smartphones. Die häufig ebenfalls als Ursache für die schwache Entwicklung im stationären Einzelhandel genannten Online-Marktplätze konnten sich dagegen im ersten Quartal nicht von der schwachen Branchenkonjunktur abheben: So meldete der Bundesverband E-Commerce und Versandhandel (bevh) auch für den textilen Distanzhandel im ersten Quartal 2015 ein Umsatzminus, das mit -3% nur geringfügig besser als im stationären Handel ausfiel.

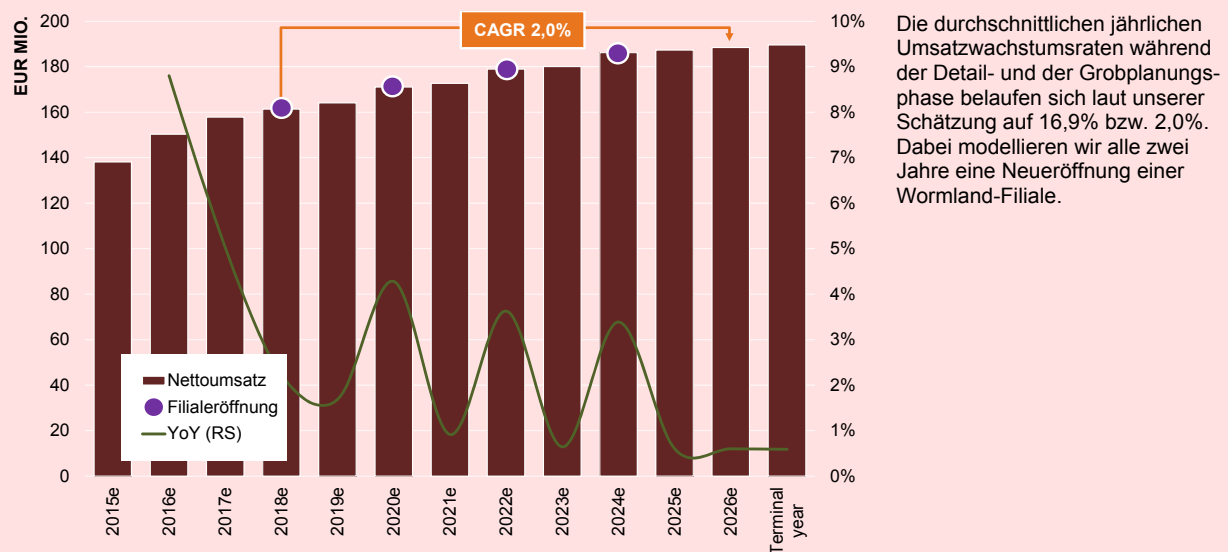
**Nach der Wormland-Übernahme und der Anpassung der Guidance haben wir unser DCF-Modell von Grund auf überarbeitet. Nun lässt sich ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 40,40 (bislang EUR 34,90) je Aktie (Base-Case-Szenario) ableiten. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 34,60 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 16,8%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 32,40, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 46,10 je Aktie. Allerdings dürfte die Erreichung unseres Kursziels mit einer größeren Volatilität verbunden sein; daher stufen wir das Risiko der Aktie auf Mittel von Niedrig hoch. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.**

### Basisannahmen für das DCF-Modell

In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass Ludwig Beck die operative Ertragslage durch ein konsequentes Trading-Up und den erfolgreichen Einstieg in das Online-Geschäft sukzessive steigern wird. Zudem gehen wir von einem sukzessiven Turnaround der Wormland-Tochter aus, ohne dass diese jedoch an die im deutschen Einzelhandel einzigartige Ertragslage der Konzernmutter heranreichen wird.

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

**ABBILDUNG 3: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM**



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten akquisitionsgetriebene durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-18e in Höhe von 16,9%.
- ⑤ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden. Zudem gehen wir davon aus, dass während der Detail- und der Grobplanungsphase durchschnittliche alle zwei Jahre eine Wormland-Filiale eröffnet werden wird.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 8,2% in 2018e auf 11,5% in 2026e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management der operative Turnaround von Wormland gelingt. Für 2026e haben wir auch die Peak Margins modelliert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 10,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und der Geschwindigkeit des Turnarounds könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ⑤ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,6%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ⑤ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,1% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Investment Grade Rating von aktuell A- abgeleitet haben;
- ⑤ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir aufgrund des höheren, mit dem Wormland-Geschäftsmodell verbundenen Risiken auf 1,0 von bislang 0,9 anheben und sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

**TABELLE 4: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,05
Wettbewerbsintensität	0,05
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	-0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,00</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ⑤ dass sich der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens aufgrund der hohen gewerbesteuerlichen Belastung in München und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 31,0% bewegt; eine Nutzung der Verlustvorträge von Wormland haben wir

durch den Gesellschafterwechsel nicht modelliert.

- Ⓢ dass Ludwig Becks Freie Cashflows zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 3,2% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,0 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 10,1% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, den wir aus einer Management-Prämie ableiten. Mit einem von uns für die Gesellschaft unterstellten Investment Grade-Rating von A- modellieren wir vor dem Hintergrund der hohen Eigenkapitalquote der Gesellschaft eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit 100 Basispunkten, was sich auch aus den Bankverbindlichkeiten aus der Wormland-Übernahme ableiten lässt. Schließlich haben wir für Ludwig Beck eine für den Einzelhandel industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~20,0%/80,0% angesetzt;
- Ⓢ dass Ludwig Beck im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir während der Grobplanungsphase einen Anstieg der WACC von derzeit 3,2% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

**TABELLE 5: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

<b>Kosten des Eigenkapitals</b>		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Beta		1,0
Erwartete Risikoprämie	%	10,1%
<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>10,7%</b>
<b>Small Cap-Prämie</b>		
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>2,3%</b>
<b>Kosten Verschuldung</b>		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	1,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,1%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>0,9%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

QUELLE: SPHENE CAPITAL

**Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 40,40 je Aktie**

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Ludwig Beck (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 40,40 je Aktie ergibt. Dabei werden 64,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 36,0% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

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

**TABELLE 6: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG**

PV des Terminal Value	EUR	131,7
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR	51,0
<b>Summe PV</b>	<b>EUR</b>	<b>182,7</b>
Finanzschulden	EUR	-34,4
Cash	EUR	0,8
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>149,2</b>
Anzahl Aktien	Mio.	3,7
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>40,40</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

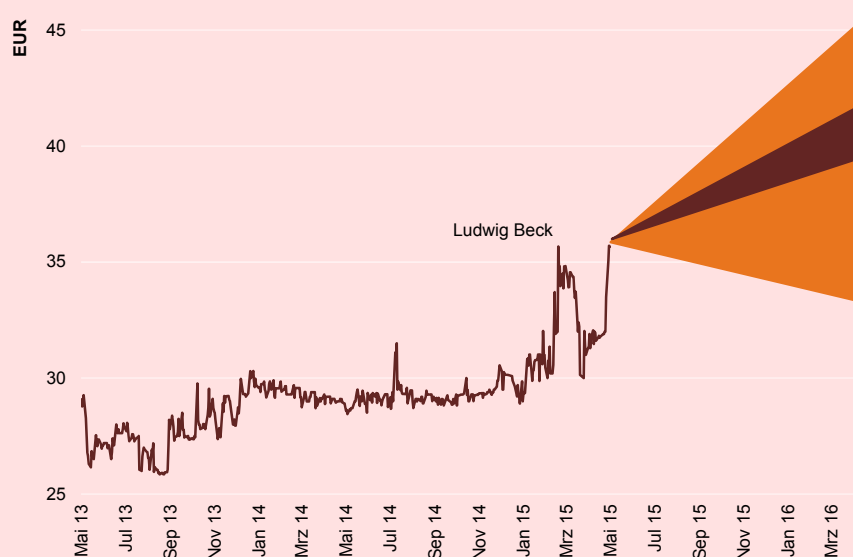
QUELLE: SPHENE CAPITAL

**In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:**

- Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,0% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung des Trading-Up nicht länger gelingen würde. Auch ein Scheitern des Turnaround könnte in diesem Szenario widerspiegelt werden. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Equity Value von Ludwig Beck bis auf EUR 32,40 je Aktie zurückgehen.
- Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben; dieses Szenario könnte sich beispielsweise aus einer Ausweitung des Online-Shops von Ludwig Beck, beispielsweise um Textilien, oder durch einen Ausbau des Eigenmarkenanteils ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 5,70 auf EUR 46,10 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 32,40 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 46,10 je Aktie.

**ABBILDUNG 4: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNA>OSE**



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

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Anhebung des Risikoerwartung auf Mittel von Niedrig**

Die sich aus der Szenarioanalyse ergebende Bandbreite zwischen Bear- und Bull-Case-Szenario ist wesentlich größer als vor der Wormland-Übernahme. Dies verdeutlicht, dass das Geschäftsmodell von Ludwig Beck durch die Über-



nahme riskanter geworden ist. Insbesondere die Prognose der Finanzkennzahlen dürfte zukünftig größeren Schwankungen unterworfen sein. Wir heben daher unsere Risikoeurwartung auf Mittel von Niedrig an.

#### Kursziel EUR 40,40 je Aktie

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

**TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 40,40	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	10,7x	24,0x	12,5x	28,1x
EV/Umsatz	1,20x	1,06x	1,36x	1,20x
EV/EBIT	9,0x	17,8x	10,1x	20,1x
KBV	1,7x	1,6x	1,9x	1,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL

#### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ludwig Beck in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über Verbesserungen der allgemeinen Konsumentenstimmung, insbesondere für den textilen Einzelhandel, **(2)** eine Lösung des Ukraine-Konflikts, verbunden mit einer Stärkung des Rubels im Vergleich zum Euro, **(3)** die Erreichung des Break-Even im Online-Shop früher als angekündigt (2018), **(4)** eine Konkretisierung der Ertragsentwicklung im Zuge der Wormland-Übernahme, und **(5)** ein anhaltender Bevölkerungszuzug in den Großraum München.

#### Unternehmensprofil

Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 12.415 qm (per Ende 2014) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren. Mit dieser Kombination vereint Ludwig Beck die jeweiligen Stärken eines Kaufhauses und eines Fachgeschäfts: Von ersterem übernimmt Ludwig Beck das umfassende Sortiment, von letzterem die individuelle Beratung, die bis hin zum Personal Shopping durch ausgebildete Design-Berater reicht. Das Warenangebot liegt im mittleren und gehobenen Preissegment, auf untere Preislagen wird weitgehend verzichtet.

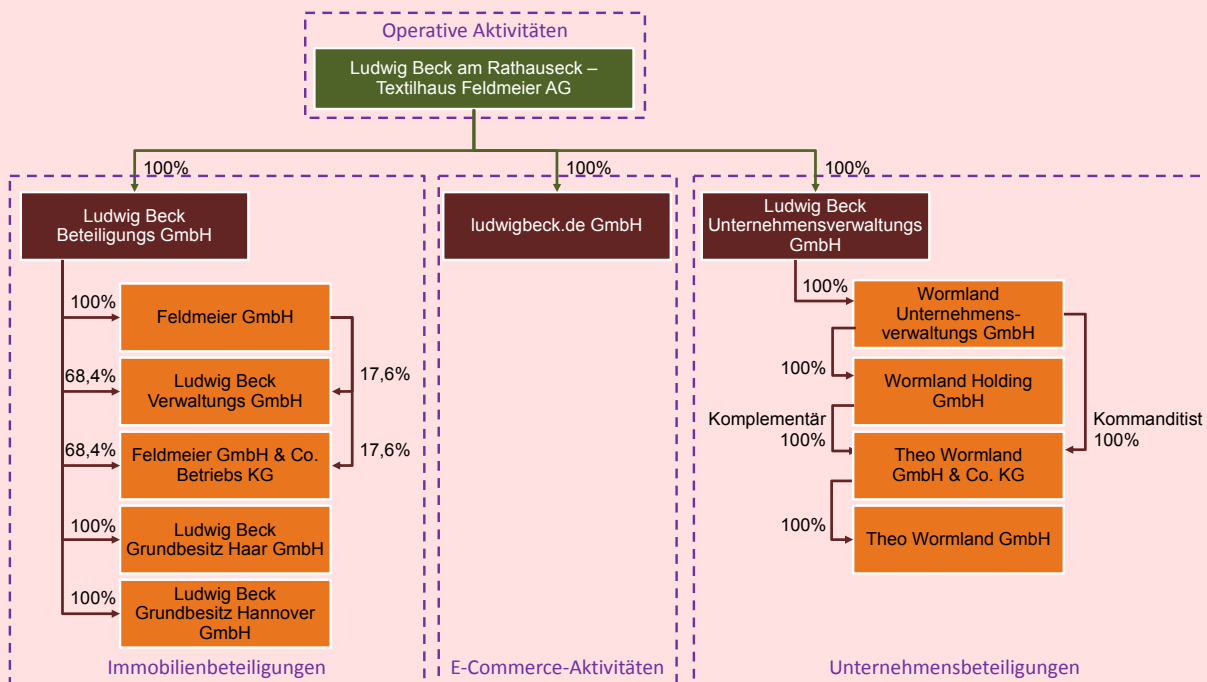
Zum 12. Mai 2015 hat Ludwig Beck den Herrenmodelfilialisten Wormland übernommen. Das 1935 von Theo Wormland gegründete Unternehmen ist deutschlandweit mit 15 Filialen vertreten und erwirtschaftete im vergangenen Jahr mit 465 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 13.600 qm einen Umsatz in Höhe von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

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

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

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

ABBILDUNG 5: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Schwächen und Risiken

Die Hauptschwäche in unserer Equity Story sehen wir in der Abhängigkeit von Kunden aus der russischen Föderation, die im vergangenen Jahr für etwa 4,5% der Konzernumsätze verantwortlich waren. Darüber hinaus sehen wir u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen des Kurszieles: **(1)** anhaltende Tendenz der Verbraucher, Textilien und Accessoires online zu erwerben; **(2)** Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; **(3)** ungünstige Witterungsbedingungen; **(4)** eine anhaltende Tendenz des stationäre Textileinzelhandels zum Mid-Season-Sale (Preiskampf).

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

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	164,3	178,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-26,2	-28,4
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>138,1</b>	<b>150,3</b>
YoY	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	60,0%	8,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-43,6	-71,7	-80,4
in % der Nettoerlöse	%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-51,9%	-53,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>45,5</b>	<b>44,3</b>	<b>43,8</b>	<b>43,4</b>	<b>42,7</b>	<b>66,4</b>	<b>69,8</b>
in % der Nettoerlöse	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	48,1%	46,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,5	3,1	3,5	3,4	3,8	11,7	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,4%	8,5%	2,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-17,7	-29,1	-32,1
in % der Nettoerlöse	%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-21,1%	-21,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-3,4	-3,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-2,4%	-2,6%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,1	-15,1	-14,3	-14,8	-15,6	-27,2	-28,8
in % der Nettoerlöse	%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-19,7%	-19,1%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>10,6</b>	<b>18,5</b>	<b>9,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,4%	6,0%
YoY	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	73,9%	-51,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,3	-1,3
Minderheiten	EUR Mio.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>17,2</b>	<b>7,7</b>
YoY	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	80,8%	-55,2%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-3,5	-2,5	-3,5	-3,4	-2,8	-5,3	-2,4
in % des EBT	%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-30,8%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>11,9</b>	<b>5,3</b>
YoY	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	78,0%	-55,4%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	6,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-2,8	-3,1
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>11,4</b>	<b>4,4</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>1,74</b>	<b>2,37</b>	<b>2,27</b>	<b>2,00</b>	<b>1,81</b>	<b>3,23</b>	<b>1,44</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung 2014 (Quartale)

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung 2015e (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15e	H1/15e	Q3/15e	9M/15e	Q4/15e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,7	32,9	54,6	45,5	100,0	64,2	164,3
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,4	-5,2	-8,6	-7,3	-15,9	-10,2	-26,2
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,3</b>	<b>27,7</b>	<b>46,0</b>	<b>38,2</b>	<b>84,1</b>	<b>54,0</b>	<b>138,1</b>
YoY	%	0,0%	42,5%	21,9%	86,6%	44,7%	91,8%	60,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,8	-14,5	-24,3	-19,8	-44,1	-27,6	-71,7
in % der Nettoerlöse	%	-53,7%	-52,3%	-52,9%	-51,8%	-52,4%	-51,2%	-51,9%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,5</b>	<b>13,2</b>	<b>21,7</b>	<b>18,4</b>	<b>40,1</b>	<b>26,4</b>	<b>66,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	46,3%	47,7%	47,1%	48,2%	47,6%	48,8%	48,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	8,9	9,6	1,2	10,8	0,9	11,7
in % der Nettoerlöse	%	3,7%	32,2%	20,8%	3,3%	12,9%	1,7%	8,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-6,7	-11,1	-8,7	-19,8	-9,3	-29,1
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-24,0%	-24,1%	-22,9%	-23,6%	-17,2%	-21,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,7	-1,5	-1,0	-2,5	-0,8	-3,4
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-2,7%	-3,4%	-2,6%	-3,0%	-1,5%	-2,4%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-6,9	-10,8	-8,1	-18,8	-8,4	-27,2
in % der Nettoerlöse	%	-21,3%	-24,9%	-23,5%	-21,1%	-22,4%	-15,5%	-19,7%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>1,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,8</b>	<b>18,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	0,2%	28,2%	17,0%	4,9%	11,5%	16,3%	13,4%
YoY	%	-92,0%	347,9%	249,8%	-22,9%	108,2%	47,1%	73,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,9	-0,3	-1,3
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>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>1,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	<b>17,2</b>
YoY	%	-210,2%	403,5%	330,5%	-28,3%	129,5%	48,2%	80,8%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-2,3	-2,2	-0,5	-2,7	-2,6	-5,3
in % des EBT	%	-45,5%	-31,0%	-30,6%	-31,0%	-30,6%	-31,0%	-30,8%
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>-0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>11,9</b>
YoY	%	n/a	335,7%	264,0%	-28,5%	112,6%	52,2%	78,0%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-2,8	-2,8	0,0	-2,8	0,0	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernbilanzgewinn</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>8,1</b>	<b>11,4</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>-0,03</b>	<b>1,39</b>	<b>1,36</b>	<b>0,29</b>	<b>1,65</b>	<b>1,58</b>	<b>3,23</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Bilanz, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>93,9</b>	<b>92,5</b>	<b>91,8</b>	<b>92,2</b>	<b>95,7</b>	<b>99,0</b>	<b>97,3</b>
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8	2,8	2,8
Sachanlagen	EUR Mio.	90,7	89,1	88,6	89,0	92,8	96,0	94,3
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>15,4</b>	<b>32,0</b>	<b>37,7</b>
Vorräte	EUR Mio.	8,8	9,5	10,2	10,4	11,5	22,9	23,9
DIO	D	29	33	36	37	40	50	48
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,3	1,7	2,6	3,0	3,1	4,2	4,3
DSO	d	5	7	11	12	13	11	10
Bankguthaben	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	4,9	9,5
in % der Bilanzsumme	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	3,7%	7,1%
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>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>111,1</b>	<b>131,0</b>	<b>134,9</b>
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>47,6</b>	<b>53,7</b>	<b>59,9</b>	<b>64,4</b>	<b>67,2</b>	<b>76,8</b>	<b>79,0</b>
Eigenkapitalquote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	58,7%	58,6%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	19,6	31,9	39,0	51,9	54,8	63,9	66,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>37,5</b>	<b>33,5</b>	<b>32,7</b>	<b>26,6</b>	<b>24,2</b>	<b>31,7</b>	<b>30,4</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	29,9	27,6	30,8	24,3	20,5	26,4	25,4
Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	1,2	2,7	4,1	4,3
Latente Steuern	EUR Mio.	3,5	1,2	1,2	1,1	0,9	1,2	0,8
Sonstige Schulden	EUR Mio.	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,5</b>	<b>20,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,3</b>	<b>19,7</b>	<b>22,4</b>	<b>25,5</b>
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,4	10,4	6,6	9,0	13,9	16,6	15,7
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,6	1,4	1,1	1,8	1,3	1,4	1,5
in % der Erlöse	%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,0%	1,0%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,7	5,0	4,7	4,4	4,4	3,9	4,3
Steuerschulden	EUR Mio.	3,8	3,6	0,5	0,0	0,1	0,5	4,0
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>108,8</b>	<b>107,6</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>111,1</b>	<b>131,0</b>	<b>134,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung), 2003-09

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

## Bilanz (Normalisierte Fassung), 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>86,3%</b>	<b>85,9%</b>	<b>87,0%</b>	<b>86,7%</b>	<b>86,1%</b>	<b>75,6%</b>	<b>72,1%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	2,2%	2,1%
Sachanlagen	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	73,3%	69,9%
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%	0,1%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>13,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>24,4%</b>	<b>27,9%</b>
Vorräte	%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	10,3%	17,5%	17,7%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,8%	3,2%	3,2%
Bankguthaben	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	3,7%	7,1%
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>43,7%</b>	<b>49,9%</b>	<b>56,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>60,5%</b>	<b>58,7%</b>	<b>58,6%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,5%	7,2%	7,0%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%	2,6%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	18,0%	29,7%	36,9%	48,8%	49,3%	48,8%	49,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	%	<b>34,4%</b>	<b>31,1%</b>	<b>31,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>21,8%</b>	<b>24,2%</b>	<b>22,5%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,4%	20,1%	18,8%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	2,5%	3,2%	3,2%
Latente Steuern	%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,6%
Sonstige Schulden	%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	%	<b>13,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,4%</b>	<b>17,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>18,9%</b>
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,5%	12,7%	11,7%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,2%	1,0%	1,1%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5,2%	4,7%	4,4%	4,1%	4,0%	3,0%	3,2%
Steuerschulden	%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,1%	0,4%	3,0%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,5%	0,0%	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, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	17,2	7,7
Abschreibungen	EUR Mio.	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8	3,4	3,8
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,6	1,6	1,4	0,1
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	13,0	14,1	15,1	14,1	13,9	22,0	11,7
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-1,2	-12,6	-1,0
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	0,9	-0,2	-4,7	0,4	-0,5	-0,4	0,5
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,3	-1,3
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,8	-2,8	0,0	-3,2	-3,6	-3,0	1,9
<b>CFO</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>7,5</b>	<b>4,8</b>	<b>11,8</b>
YoY	%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	-18,8%	-36,2%	148,2%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-1,9	-1,4	-2,3	-3,1	-6,4	-6,5	-2,0
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>-1,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-2,1</b>
YoY	%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	103,8%	1,2%	-68,3%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>9,7</b>
YoY	%	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-84,2%	n/a	n/a
Reinvestment Rate	%	31,3%	78,0%	-2,6%	-14,4%	48,8%	-2828,7%	125,0%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-2,8	-3,1
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-7,1	4,7	-0,6	-4,1	1,0	8,6	-1,9
Tilgung unverzinslichen Verb.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme von verzinslichen Darlehen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,7	0,0	-3,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-5,0</b>
YoY	%	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	-86,9%	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	0,1	4,0	4,7
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	4,9
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>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>4,9</b>	<b>9,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Segmente, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Umsatz (brutto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>107,2</b>	<b>103,2</b>	<b>103,2</b>	<b>102,1</b>	<b>102,7</b>	<b>164,3</b>	<b>178,7</b>
Textil	EUR Mio.	82,5	78,3	78,0	75,3	75,2	135,2	147,9
Nontextil	EUR Mio.	24,7	24,9	25,2	26,9	27,4	29,1	30,7
<b>Anteil</b>	<b>%</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>
Textil	%	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	82,3%	82,8%
Nontextil	%	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	17,7%	17,2%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>60,0%</b>	<b>8,8%</b>
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	79,7%	9,4%
Nontextil	%	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	2,1%	5,9%	5,8%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>90,1</b>	<b>86,8</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>138,1</b>	<b>150,3</b>
Textil	EUR Mio.	69,3	65,8	65,5	63,2	63,2	113,7	124,4
Nontextil	EUR Mio.	20,8	21,0	21,2	22,6	23,1	24,4	25,9
<b>Anteil</b>	<b>%</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>
Textil	%	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	82,3%	82,8%
Nontextil	%	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	17,7%	17,2%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>60,0%</b>	<b>8,8%</b>
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	79,8%	9,4%
Nontextil	%	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	5,9%	5,8%
<b>EBIT vor Overhead-Kosten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>10,6</b>	<b>18,5</b>	<b>9,0</b>
Textil	EUR Mio.	5,6	16,3	17,0	15,8	14,8	27,6	29,9
Nontextil	EUR Mio.	3,2	4,2	4,1	4,3	4,3	4,6	4,9
Nicht zurechenbare Kosten	EUR Mio.	5,0	-7,6	-7,2	-7,8	-8,5	-13,8	-25,8
<b>EBIT-Marge (brutto)</b>	<b>%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,3%</b>	<b>5,0%</b>
Textil	%	6,8%	20,8%	21,8%	21,0%	19,7%	20,4%	20,2%
Nontextil	%	12,8%	16,9%	16,3%	16,0%	15,7%	15,9%	16,0%
<b>EBIT-Marge (netto)</b>	<b>%</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,8%</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>6,0%</b>
Textil	%	8,1%	24,8%	26,0%	25,0%	23,5%	24,3%	24,0%
Nontextil	%	15,3%	20,0%	19,3%	19,0%	18,7%	18,9%	19,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Auf einen Blick I, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Key Data</b>								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	164,3	178,7
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	138,1	150,3
Rohhertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	66,4	69,8
EBITDA	EUR Mio.	16,9	15,6	16,8	15,1	13,4	21,8	12,8
EBIT	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	18,5	9,0
EBT	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	17,2	7,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	11,9	5,3
Anzahl Mitarbeiter		509	500	451	461	478	933	942
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	19,10	21,35	28,95	31,50	31,58		
Kurs Tief	EUR	11,80	18,29	19,15	25,85	28,45		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	14,39	19,56	21,77	29,33	29,20	34,60	34,60
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	3,23	1,44
CFPS	EUR	3,53	3,81	4,08	3,67	3,33	5,57	3,12
BVPS	EUR	8,79	14,54	16,22	17,43	18,20	20,79	21,38
Dividende	EUR	0,35	0,45	0,50	0,50	0,75	0,85	0,95
Kursziel	EUR							40,40
Performance bis Kursziel	%							16,8%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	48,1%	46,5%
EBITDA-Marge	%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	15,6%	15,8%	8,5%
EBIT-Marge	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,4%	6,0%
EBT-Marge	%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	11,0%	12,5%	5,1%
Netto-Marge	%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	7,8%	8,6%	3,5%
FCF-Marge	%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	1,1%	-1,3%	6,5%
ROE	%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	10,2%	16,5%	6,8%
ROCE	%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	8,5%	12,2%	7,2%
CE/Umsatz	%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	124,1%	88,4%	80,7%
NWC/Umsatz	%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	13,3%	16,9%	16,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	177,0	173,6	192,2	186,2	180,5	148,1	159,5
Pro-Kopf-EBIT	EURk	27,0	25,7	30,7	26,8	22,2	19,8	9,5
DSO	d	5	7	11	12	13	11	10
Inventory days	d	29	33	36	37	40	50	48
Capex/Umsatz	%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,4%	4,7%	1,3%
Fixkosten-Deckung	x	1,2	1,6	1,7	3,4	3,3	5,6	2,7
<b>Wachstumsraten</b>								
Bruttoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	60,0%	8,8%
Nettoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	60,0%	8,8%
Flächenbereinigter Umsatz	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	60,0%	8,8%
EBITDA	%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-11,0%	62,7%	-41,3%
EBIT	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	73,9%	-51,4%
EBT	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	80,8%	-55,2%
Nettoergebnis	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	78,0%	-55,4%
EPS	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	78,0%	-55,4%
CFPS	%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	-9,1%	67,1%	-43,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick II, 2003-09

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick II, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,9	92,5	91,8	92,2	95,7	99,0	97,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	32,0	37,7
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	76,8	79,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	51,9	53,9	45,6	41,9	43,9	54,2	55,9
Anlagenintensität	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	73,3%	69,9%
Capex	EUR Mio.	1,9	1,4	2,3	3,1	6,4	6,5	2,0
Substanzerhaltungsgrad	x	0,61	0,50	0,78	1,13	2,30	1,94	0,52
EK-Quote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	58,7%	58,6%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	49,9%	49,6%	39,9%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,4	3,0	2,7	2,7	3,2	2,3	4,6
Working Capital	EUR Mio.	7,8	9,0	10,8	9,9	11,5	23,3	24,2
Capital Employed	EUR Mio.	101,6	101,3	102,5	101,9	107,1	122,1	121,3
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	53,2	72,3	80,4	108,4	107,9	127,8	127,8
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	70,6	78,9	107,0	116,4			
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	43,6	67,6	70,8	95,5			
Nettoverschuldung	EUR Mio.	28,6	34,1	36,5	32,6	33,5	38,1	31,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	96,8	106,4	116,9	141,0	141,4	166,0	159,4
Enterprise Value	EUR Mio.	114,2	113,0	143,5	149,0			
Enterprise Value	EUR Mio.	87,2	101,7	107,3	128,2			
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,23	1,35	1,64	1,64	1,20	1,06
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,27	1,30	1,65	1,74			
EV/Umsatz (Tief)	x	0,97	1,17	1,24	1,49			
EV/EBITDA	x	5,7	6,8	7,0	9,4	10,5	7,6	12,4
EV/EBIT	x	7,0	8,3	8,4	11,4	13,3	9,0	17,8
KGV	x	8,3	8,2	9,6	14,7	16,1	10,7	24,0
KCF	x	4,1	5,1	5,3	8,0	8,8	6,2	11,1
KBV	x	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6	1,7	1,6
FCF-Yield	%	2,5	-1,1	1,0	1,6	0,3	-0,5	2,6
Ausschüttungsquote	%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	292,6%	-171,5%	36,1%
Dividendenrendite	%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	2,6%	2,5%	2,7%
<b>Economic Value Added</b>								
WACC	%	5,9%	5,9%	5,6%	6,8%	5,0%	3,2%	3,2%
ROCE/WACC	x	1,91	1,78	1,98	1,49	1,70	3,77	2,23
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	4,8	11,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-6,6	-2,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	-1,8	9,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	5,9	-5,0
<b>Sonstige Angaben</b>								
LFL Umsatz YoY	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	60,0%	8,8%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-1,4%	-1,6%
Anzahl Shops zum Jahresende		5	4	3	3	3	17	17
LFL Kosten YoY	%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,2%	65,6%	8,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>138,1</b>	<b>150,3</b>	<b>157,8</b>	<b>161,3</b>	<b>164,1</b>	<b>171,1</b>	<b>172,7</b>	<b>178,9</b>	<b>180,1</b>	<b>186,2</b>	<b>187,3</b>	<b>188,4</b>	<b>189,5</b>
Umsatzwachstum	%	60,0%	8,8%	5,0%	2,2%	1,7%	1,2%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,7</b>	<b>13,3</b>	<b>14,2</b>	<b>15,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,7</b>	<b>18,5</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>	<b>21,7</b>	<b>19,0</b>
EBIT-Marge (bezogen auf Nettoumsatz)	%	13,4%	6,0%	6,8%	8,2%	8,6%	9,0%	9,5%	9,9%	10,3%	10,7%	11,1%	11,5%	10,0%
Steuerquote ( $\tau$ )	%	30,8%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
<b>EBIT(1-<math>\tau</math>)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>12,2</b>	<b>12,8</b>	<b>13,7</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>13,1</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-22,9	-6,4	-6,6	-6,7	-3,2	-6,2	-1,2	-4,3	-0,8	-4,0	-0,7	-0,7	-1,5
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>10,1</b>	<b>7,9</b>	<b>12,0</b>	<b>9,7</b>	<b>13,6</b>	<b>14,2</b>	<b>11,6</b>
WACC	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%	4,2%	4,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	96,9%	93,9%	90,9%	87,9%	84,7%	81,5%	78,3%	75,0%	71,6%	68,3%	65,0%	
<b>PV FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>	<b>8,2</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>7,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	11,6												
Terminal Cost of Capital	%	5,6%												
Terminal Value	EUR Mio.	202,8												
PV Terminal Value	EUR Mio.	131,7												
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	51,0					<b>EUR</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Summe der Barwerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>182,7</b>					<b>7,0%</b>	32,40	31,50	30,60	29,70	28,70	27,70	26,70
							<b>8,0%</b>	36,30	35,30	34,30	33,20	32,20	31,10	29,90
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-34,4					<b>9,0%</b>	40,20	39,10	38,00	36,80	35,60	34,40	33,10
Liquidität	EUR Mio.	0,8					<b>TV</b>							
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	149,2					<b>EBIT-</b>	<b>10,0%</b>	44,00	42,80	41,60	<b>40,40</b>	39,10	37,70
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7					<b>Marge</b>	<b>11,0%</b>	47,90	46,60	45,30	43,90	42,50	41,10
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>40,40</b>						<b>13,0%</b>	55,60	54,20	52,60	51,10	49,50	47,80

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

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

#### Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
18.05.2015	EUR 40,40	Buy	1; 8
24.04.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
31.03.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
08.01.2015	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.10.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
17.07.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
23.04.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
20.03.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.01.2014	EUR 36,00	Buy	1; 2; 8

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

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

**Informationsquellen**

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

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

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

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

**Erklärung des Erstellers dieser Studie**

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