

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Umsatzziel erreicht

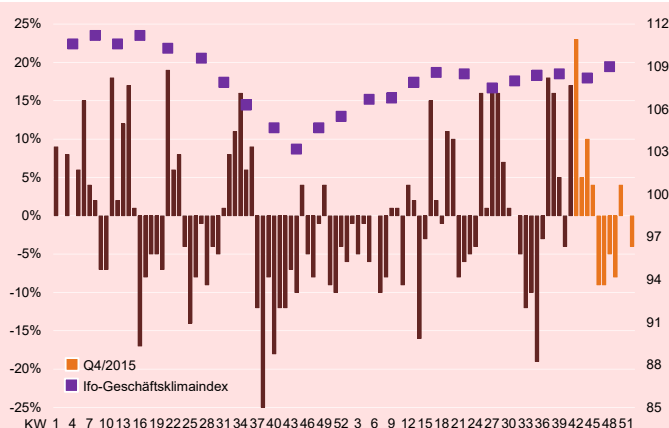
Mit einer LFL-Wachstumsrate von 1,2% konnte sich Ludwig Beck von den Vorgaben des deutschen Textileinzelhandels, der das Jahr 2015 beeinträchtigt durch das warme Wetter in der zweiten Jahreshälfte mit einem pari abschloss, deutlich abheben. Wir bestätigen angesichts dieser operativen Stärke unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG und unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes 12-Monats-Kursziel von EUR 40,60 je Aktie.

Eckdaten des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015

Heute hat Ludwig Beck vorläufige Umsatzzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlicht. Demnach erwirtschaftete Ludwig Beck im Jahr 2015 Bruttoumsätze in Höhe von EUR 158,6 Mio. (Vj.: EUR 102,7 Mio.). Der Großteil des Umsatzanstiegs ist auf die seit Mai konsolidierten Wormland-Filialen zurückzuführen, auf vergleichbarer Fläche (LFL) erreichte Ludwig Beck ein Umsatz-Plus von 1,2%. Damit bewegte sich Ludwig Beck zum einen im Rahmen der Guidance, die Gesamtjahresumsätze zwischen EUR 158 und 163 Mio. vorsah, zum anderen konnte das Unternehmen die Entwicklung des textilen Einzelhandels, der das vergangene Jahr gerade noch mit einem pari abschloss und im vierten Quartal unter heftigen Rabattschlachten insbesondere der Herrenkonfektionäre zu leiden hatte, erneut deutlich übertreffen.

Details, etwa zur Segment- oder Ertragsentwicklung, werden zum jetzigen Zeitpunkt traditionell nicht veröffentlicht.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB 2014-15



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Wir bestätigen unser Buy-Rating und das Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 40,60 für die Aktien der Ludwig Beck AG (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 29,00 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 40,0%.

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 29,00

Kursziel: EUR 40,60

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905

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

Transparenzlevel: Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 107,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien

Bilanzpressekonferenz: 22. März 2016

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	85,8	86,3	136,7	160,5
EBITDA	15,1	13,4	20,3	12,5
EBIT	12,3	10,6	17,1	8,8
EBT	10,8	9,5	15,9	7,8
EAT	7,4	6,7	13,4	5,4

% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	17,6	15,6	14,8	7,8
EBIT	14,4	12,3	12,5	5,5
EBT	12,6	11,0	11,7	4,8
EAT	8,6	7,8	9,8	3,4

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	2,00	1,81	3,63	1,47
Dividende	0,50	0,75	0,75	0,85
Buchwert	17,43	18,20	21,09	20,95
Cashflow	3,67	3,33	5,18	3,10

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	60,6%	60,5%	57,9%	57,0%
Gearing	50,7%	49,9%	50,4%	45,8%

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	14,7	16,1	8,9	19,7
EV/Umsatz	1,64	1,64	1,16	0,89
EV/EBIT	11,4	13,3	9,3	16,2
KBV	1,7	1,6	1,5	1,4

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



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Unternehmensprofil

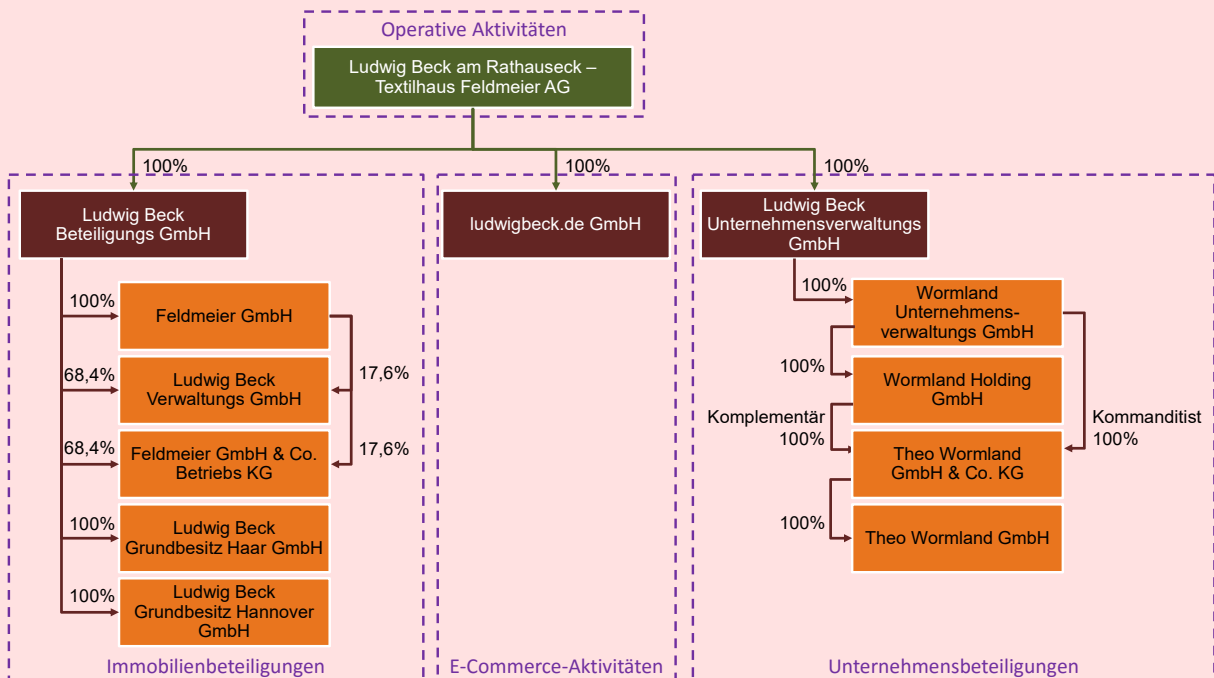
Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 12.415 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 Herrenmodefilialisten Wormland übernommen. Das 1935 von Theo Wormland gegründete Unternehmen ist deutschlandweit mit 15 Filialen vertreten und erwirtschaftete 2014 mit 465 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 13.600 qm einen Bruttoumsatz in Höhe von EUR 79,6 Mio.

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

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 Logistikkzentrale der Ludwig Beck AG befindet.

ABBILDUNG 2: 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.

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	158,6	188,6
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-21,9	-28,1
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,7	160,5
YoY	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,4%	17,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-43,6	-71,9	-83,2
in % der Nettoerlöse	%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-52,6%	-51,8%
Rohhertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	64,8	77,3
in % der Nettoerlöse	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	47,4%	48,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,5	3,1	3,5	3,4	3,8	13,1	3,4
in % der Nettoerlöse	%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	4,4%	9,6%	2,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-17,7	-27,8	-33,4
in % der Nettoerlöse	%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-20,3%	-20,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-3,2	-3,7
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-2,3%	-2,3%
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	-29,9	-34,8
in % der Nettoerlöse	%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-21,9%	-21,7%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	17,1	8,8
in % der Nettoerlöse	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	12,5%	5,5%
YoY	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	60,5%	-48,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,0
Minderheiten	EUR Mio.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	15,9	7,8
YoY	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	67,4%	-51,2%
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	-2,5	-2,3
in % des EBT	%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-15,8%	-30,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	13,4	5,4
YoY	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	100,5%	-59,4%
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	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	11,2	9,3	8,8	7,8	7,1	12,9	4,9
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	3,63	1,47

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2015e (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15	H1/15	Q3/15	9M/15	Q4/15e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	21,7	35,1	56,8	44,1	100,9	57,7	158,6
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,4	-5,7	-9,1	-7,1	-16,2	-5,7	-21,9
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	29,4	47,7	37,0	84,7	52,0	136,7
YoY	%	0,0%	51,5%	26,5%	80,8%	45,6%	84,9%	58,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,8	-14,6	-24,4	-21,4	-45,8	-26,1	-71,9
in % der Nettoerlöse	%	-53,7%	-49,6%	-51,2%	-57,8%	-54,1%	-50,2%	-52,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	8,5	14,8	23,3	15,6	38,9	25,9	64,8
in % der Nettoerlöse	%	46,3%	50,4%	48,8%	42,2%	45,9%	49,8%	47,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	10,6	11,3	0,9	12,2	0,9	13,1
in % der Nettoerlöse	%	3,7%	36,1%	23,7%	2,4%	14,4%	1,8%	9,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-6,1	-10,6	-7,8	-18,4	-9,4	-27,8
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-20,9%	-22,1%	-21,2%	-21,7%	-18,0%	-20,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-1,7	-1,0	-2,7	-0,5	-3,2
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-3,1%	-3,6%	-2,7%	-3,2%	-1,0%	-2,3%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-7,2	-11,1	-9,0	-20,1	-9,8	-29,9
in % der Nettoerlöse	%	-21,3%	-24,4%	-23,2%	-24,4%	-23,7%	-18,9%	-21,9%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	0,0	11,2	11,3	-1,4	9,9	7,2	17,1
in % der Nettoerlöse	%	0,2%	38,1%	23,6%	-3,7%	11,7%	13,8%	12,5%
YoY	%	-92,0%	544,4%	402,5%	n/a	112,4%	19,9%	60,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,8	-0,3	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,2	11,0	10,8	-1,7	9,1	6,8	15,9
YoY	%	-210,2%	641,4%	540,2%	-177,3%	138,2%	19,9%	67,4%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-2,1	-2,5
in % des EBT	%	-45,5%	-1,9%	-1,0%	21,8%	-5,2%	-30,0%	-15,8%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-0,1	10,8	10,6	-2,0	8,6	4,8	13,4
YoY	%	n/a	812,1%	671,4%	n/a	201,7%	25,0%	100,5%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-2,8	-2,8	0,0	-2,8	0,0	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	-0,1	8,0	7,9	-2,0	5,9	7,0	12,9
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,03	2,91	2,88	-0,55	2,34	1,30	3,63

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	93,9	92,5	91,8	92,2	95,7	104,6	102,9
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8	4,8	4,8
Sachanlagen	EUR Mio.	90,7	89,1	88,6	89,0	92,8	99,6	97,9
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	30,1	33,0
Vorräte	EUR Mio.	8,8	9,5	10,2	10,4	11,5	22,9	23,9
DIO	D	29	33	36	37	40	52	46
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	2,9	4,8
in % der Bilanzsumme	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	2,2%	3,6%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	108,8	107,6	105,6	106,3	111,1	134,7	135,9
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	77,9	77,4
Eigenkapitalquote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	57,9%	57,0%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	19,6	31,9	39,0	51,9	54,8	65,4	64,9
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	37,5	33,5	32,7	26,6	24,2	36,8	35,5
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	29,9	27,6	30,8	24,3	20,5	31,4	30,4
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
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	14,5	20,4	12,9	15,3	19,7	20,0	23,1
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,4	10,4	6,6	9,0	13,9	10,8	9,9
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,6	1,4	1,1	1,8	1,3	1,4	1,5
in % der Erlöse	%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,0%	0,9%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,7	5,0	4,7	4,4	4,4	7,3	7,7
Steuerschulden	EUR Mio.	3,8	3,6	0,5	0,0	0,1	0,5	4,0
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	108,8	107,6	105,6	106,3	111,1	134,7	135,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	86,3%	85,9%	87,0%	86,7%	86,1%	77,7%	75,7%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	3,6%	3,5%
Sachanlagen	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	74,0%	72,1%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	13,7%	14,1%	13,0%	13,3%	13,9%	22,3%	24,3%
Vorräte	%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	10,3%	17,0%	17,6%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,8%	3,1%	3,1%
Bankguthaben	%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	2,2%	3,6%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva								
Eigenkapital	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	57,9%	57,0%
Gezeichnetes Kapital	%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,5%	7,0%	7,0%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%	2,5%
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%	48,6%	47,8%
Anteile anderer Gesellschafter	%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	34,4%	31,1%	31,0%	25,0%	21,8%	27,3%	26,1%
Bankverbindlichkeiten	%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	18,4%	23,3%	22,4%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	2,5%	3,1%	3,1%
Latente Steuern	%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,6%
Sonstige Schulden	%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	13,3%	18,9%	12,3%	14,4%	17,7%	14,8%	17,0%
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	12,5%	8,0%	7,3%
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%	5,4%	5,7%
Steuerschulden	%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,1%	0,4%	2,9%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 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	15,9	7,8
Abschreibungen	EUR Mio.	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8	3,2	3,7
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	-9,8	0,0
Cashflow	EUR Mio.	13,0	14,1	15,1	14,1	13,9	10,7	11,6
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	3,0	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	-1,1	-1,0
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	-0,8	1,8
CFO	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	-0,8	11,8
YoY	%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	-18,8%	n/a	n/a
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	-1,0	-2,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-1,0	-2,0
YoY	%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	103,8%	-84,6%	100,0%
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	-1,8	9,8
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%	n/a	n/a
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	-2,8
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	7,8	-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	-1,2	-3,2
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	3,9	-7,9
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	2,1	1,9
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	2,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	2,9	4,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	107,2	103,2	103,2	102,1	102,7	158,6	188,6
Textil	EUR Mio.	82,5	78,3	78,0	75,3	75,2	129,5	157,9
Nontextil	EUR Mio.	24,7	24,9	25,2	26,9	27,4	29,1	30,7
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Textil	%	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	81,7%	83,7%
Nontextil	%	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	18,3%	16,3%
YoY	%	n/a	-3,7%	0,0%	-1,0%	0,5%	54,5%	18,9%
Textil	%	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	72,2%	21,9%
Nontextil	%	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	2,1%	5,9%	5,8%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,7	160,5
Ludwig Beck	EUR Mio.	69,3	65,8	65,5	63,2	63,2	112,3	134,7
Wormland	EUR Mio.	20,8	21,0	21,2	22,6	23,1	24,4	25,9
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ludwig Beck	%	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	82,1%	83,9%
Wormland	%	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	17,9%	16,1%
YoY	%	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,4%	17,4%
Ludwig Beck	%	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	77,6%	19,9%
Wormland	%	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	5,9%	5,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	107,2	103,3	103,2	102,1	102,7	158,6	188,6
Nettoumsatz	EUR Mio.	90,1	86,8	86,7	85,8	86,3	136,7	160,5
Rohrertrag	EUR Mio.	45,5	44,3	43,8	43,4	42,7	64,8	77,3
EBITDA	EUR Mio.	16,9	15,6	16,8	15,1	13,4	20,3	12,5
EBIT	EUR Mio.	13,7	12,9	13,9	12,3	10,6	17,1	8,8
EBT	EUR Mio.	9,9	11,3	12,1	10,8	9,5	15,9	7,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,4	8,8	8,4	7,4	6,7	13,4	5,4
Anzahl Mitarbeiter		509	500	451	461	478	920	925
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	19,10	21,35	28,95	31,50	31,58	35,95	
Kurs Tief	EUR	11,80	18,29	19,15	25,85	28,45	28,55	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	14,39	19,56	21,77	29,33	29,20	32,41	29,00
EPS	EUR	1,74	2,37	2,27	2,00	1,81	3,63	1,47
CFPS	EUR	3,53	3,81	4,08	3,67	3,33	5,18	3,10
BVPS	EUR	8,79	14,54	16,22	17,43	18,20	21,09	20,95
Dividende	EUR	0,35	0,45	0,50	0,50	0,75	0,75	0,85
Kursziel	EUR							40,60
Performance bis Kursziel	%							40,0%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	47,4%	48,2%
EBITDA-Marge	%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	15,6%	14,8%	7,8%
EBIT-Marge	%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	12,5%	5,5%
EBT-Marge	%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	11,0%	11,7%	4,8%
Netto-Marge	%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	7,8%	9,8%	3,4%
FCF-Marge	%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	1,1%	-1,3%	6,1%
ROE	%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	10,2%	18,5%	7,0%
ROCE	%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	8,5%	10,8%	6,7%
CE/Umsatz	%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	124,1%	93,4%	79,1%
NWC/Umsatz	%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	13,3%	17,1%	15,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	177,0	173,6	192,2	186,2	180,5	148,6	173,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	27,0	25,7	30,7	26,8	22,2	18,5	9,5
DSO	d	5	7	11	12	13	11	10
Inventory days	d	29	33	36	37	40	52	46
Capex/Umsatz	%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,4%	0,7%	1,2%
Fixkosten-Deckung	x	1,2	1,6	1,7	3,4	3,3	5,4	2,9
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	18,9%
Nettoumsatz	%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	58,4%	17,4%
Flächenbereinigter Umsatz	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	54,5%	18,9%
EBITDA	%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-11,0%	50,9%	-38,4%
EBIT	%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	60,5%	-48,4%
EBT	%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	67,4%	-51,2%
Nettoergebnis	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	100,5%	-59,4%
EPS	%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	100,5%	-59,4%
CFPS	%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	-9,1%	55,4%	-40,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2010-2016e

IFRS (31.12.)		2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,9	92,5	91,8	92,2	95,7	104,6	102,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,9	15,2	13,8	14,1	15,4	30,1	33,0
Eigenkapital	EUR Mio.	47,6	53,7	59,9	64,4	67,2	77,9	77,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	51,9	53,9	45,6	41,9	43,9	56,7	58,5
Anlagenintensität	%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	74,0%	72,1%
Capex	EUR Mio.	1,9	1,4	2,3	3,1	6,4	1,0	2,0
Substanzerhaltungsgrad	x	0,61	0,50	0,78	1,13	2,30	0,31	0,55
EK-Quote	%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	57,9%	57,0%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	49,9%	50,4%	45,8%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,4	3,0	2,7	2,7	3,2	2,5	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	127,7	126,9
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	53,2	72,3	80,4	108,4	107,9	119,8	107,2
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	39,3	35,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	96,8	106,4	116,9	141,0	141,4	159,0	142,6
Enterprise Value	EUR Mio.	114,2	113,0	143,5	149,0			
Enterprise Value	EUR Mio.	87,2	101,7	107,3	128,2			
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,23	1,35	1,64	1,64	1,16	0,89
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	7,9	11,4
EV/EBIT	x	7,0	8,3	8,4	11,4	13,3	9,3	16,2
KGV	x	8,3	8,2	9,6	14,7	16,1	8,9	19,7
KCF	x	4,1	5,1	5,3	8,0	8,8	6,3	9,4
KBV	x	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4
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%	-157,5%	32,1%
Dividendenrendite	%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	2,6%	2,3%	2,9%
Economic Value Added								
WACC	%	6,1%	6,1%	5,9%	7,4%	5,8%	3,8%	3,8%
ROCE/WACC	x	1,86	1,72	1,88	1,35	1,47	2,80	1,74
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,2	7,3	6,2	9,2	7,5	-0,8	11,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-1,0	-2,0
Free Cashflow	EUR Mio.	9,3	-4,2	3,7	6,0	0,9	-1,8	9,8
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	3,9	-7,9
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	54,5%	18,9%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-2,0%	0,7%
Anzahl Shops zum Jahresende		5	4	3	3	3	17	17
LFL Kosten YoY	%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,2%	68,9%	18,1%
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)
08.01.2016	EUR 40,60	Buy	1; 8
21.10.2015	EUR 40,60	Buy	1; 8
22.07.2015	EUR 40,60	Buy	1; 8
18.05.2015	EUR 40,40	Buy	1; 8
24.04.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
31.03.2015	EUR 34,90	Buy	1; 8
08.01.2015	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.10.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
17.07.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
23.04.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
20.03.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.01.2014	EUR 36,00	Buy	1; 2; 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung des Erstellers dieser Studie

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