

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy

Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 31,10

Kursziel: EUR 40,60 (unverändert)

Rückblick auf 2015, Ausblick auf 2016e

Gestern hat Ludwig Beck den Jahresabschluss 2015 veröffentlicht. Ertragszahlen, Integrationsfortschritte und Ausblick lagen im Rahmen der Erwartungen. Nachdem die Aktien von Ludwig Beck seit Jahresanfang die beste Performance aller Aktien des textilen Einzelhandels in Deutschland gezeigt haben, bestätigen wir unser Buy-Rating und das Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 40,60 (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 31,10 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 30,5%.

Jahresabschluss 2015 im Überblick

Nachdem die Konzernnettoumsätze (EUR 133,3 Mio., +54,5% YoY, +1,2% LFL) bereits Anfang Januar veröffentlicht worden waren, lag der Fokus der gestrigen Bilanzpressekonferenz auf der Ertragsentwicklung des Jahres 2015 und den Fortschritten in der Integration der seit Mai konsolidierten Wormland-Filialen.

EBIT erwartungsgemäß von Einmaleffekten begünstigt

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat Ludwig Beck ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 18,3 Mio. erwirtschaftet. Damit lag Ludwig Beck innerhalb der in Aussicht gestellten Bandbreite zwischen EUR 17 Mio. und EUR 19 Mio. Im Ergebnis enthalten sind einmalige Akquisitions- und Verwaltungsaufwendungen in Höhe von EUR -1,0 Mio. sowie Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung der Wormland-Akquisition in Höhe von EUR 9,8 Mio. Bereinigt um diese Positionen hätte das operative Ergebnis demnach bei rund EUR 9,5 Mio. gelegen, nachdem im Vorjahr noch ein EBIT in Höhe von EUR 10,6 Mio. erwirtschaftet worden war. Ursächlich für diesen Ergebnismrückgang waren insbesondere außertarifliche Anpassungen bei den Personalaufwendungen sowie überproportionale Steigerungen der sonstigen Aufwendungen. Trotz des Ertragsrückgangs soll eine unveränderte Dividende von EUR 0,75 je Aktie ausgeschüttet werden: Die Ausschüttungsquote steigt damit auf 96,8%, bezogen auf den gestrigen Schlusskurs von EUR 31,10 entspricht dies einer Dividendenrendite von 2,4%.

Wormland-Restrukturierung bis 2018e abgeschlossen

Bezüglich der Restrukturierung der Wormland-Filialen sieht sich das Management etwa auf halber Strecke. Angaben gemäß wurde zunächst das Lagerkonzept des Filialisten überarbeitet, indem (1) Altware deutlich schneller als zuvor abverkauft wurde und (2) Neuware vorsichtiger und nur auf Basis einer stringenten Umsatzprognose eingekauft wurde. Darüber hinaus wurden bei Wormland Sachkosten- und Finanzierungskosteneinsparungen durchgesetzt. Auf betriebsbedingte Kündigungen wurde bislang verzichtet, der Personalbestand soll auch weiterhin durch verzögerte Neueinstellungen verringert werden. Nach der Übernahme ist für alle Filialen – auch für die Problemfiliale im Oberhausener Centro – ein Restrukturierungskonzept erarbeitet worden, so dass Filialschließungen derzeit nicht erforderlich sind, im Gegenteil: Auf der Bilanzpressekonferenz wurde mitgeteilt, dass in Nürnberg sogar eine neue Wormland-Filiale eröffnet werden wird. Aufgrund der unterschiedlichen operativen Ausrichtung von Wormland ist auch eine Zusammenlegung mit der Münchener Zentrale oder eine Annäherung der beiden Marken nicht vorgesehen.

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 114,9 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien
Q1/2016: 26. April 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Nettoumsatz	86,3	133,3	157,2	164,8
EBITDA	13,4	22,3	13,5	16,3
EBIT	10,6	18,3	9,0	11,6
EBT	9,5	17,3	8,1	10,8
EAT	6,7	15,2	5,5	7,4

% vom Umsatz	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	15,6	16,8	8,6	9,9
EBIT	12,3	13,7	5,7	7,1
EBT	11,0	12,9	5,1	6,5
EAT	7,8	11,4	3,5	4,5

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	1,81	4,11	1,50	2,01
Dividende	0,75	0,75	0,85	0,95
Buchwert	18,20	21,49	23,04	24,80
Cashflow	3,33	5,76	3,41	4,18

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	60,5%	60,2%	60,7%	63,0%
Gearing	49,9%	44,7%	32,1%	20,1%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	16,1	7,9	20,8	15,4
EV/Umsatz	1,64	1,17	0,91	0,81
EV/EBIT	13,3	8,5	15,8	11,4
KBV	1,6	1,5	1,3	1,3

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Bruttoumsatz	180-190	-
Guidance: EBIT	8-9	-



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

Guidance für 2016e

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet das Management eine Steigerung des Ergebnisses aller operativen Gesellschaften, also der Ludwig Beck AG, der Wormland-Tochter sowie der Online-Tochter ludwigbeck.de GmbH. Insgesamt sollen im kommenden Jahr auf Konzernebene Erlöse von EUR 180 bis 190 Mio. und ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 8 bis 9 Mio. erzielt werden. Die Restrukturierung von Wormland soll im Jahr 2018e abgeschlossen sein. Bis zu diesem Zeitpunkt wird erwartet, dass Wormland negative operative Ergebnisbeiträge liefert.

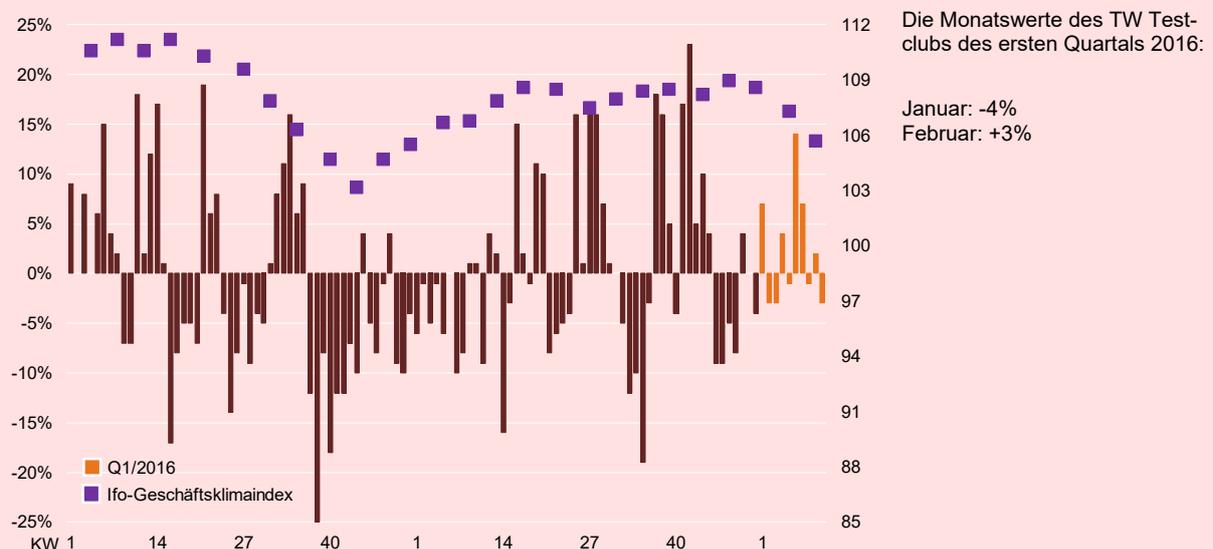
TABELLE 1: ZUSAMMENFASSUNG DER GUIDANCE FÜR 2016E

		2015	2016e	
			Untergrenze	Obergrenze
Bruttoumsatz	EUR Mio.	158,6	180,0	190,0
EBIT	EUR Mio.	18,3	8,0	9,0
EBIT-Marge	%	13,7%	4,4%	4,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres eine knapp unveränderte Entwicklung. Die März-Umsätze lagen bislang allerdings durchweg und deutlich im negativen Bereich, so dass die 2016er Umsätze im deutschen Modeeinzelhandel bislang unter ihren gedrückten Vorjahreswerten lagen.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-16



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

TW Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex

Im ersten Quartal 2016 hat sich die Stimmung in der deutschen Wirtschaft auf hohem Niveau gehalten. Der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft ist im Januar und Februar zwar jeweils deutlich zurückgegangen, konnte sich jedoch im März behaupten und erreichte schließlich einen Wert von 106,7 Punkten. Zum Vergleich: Im Dezember lag der Index noch bei 108,6 Punkten.

Von diesen Vorgaben konnte sich auch der stationäre textile Einzelhandel nicht abkoppeln: Nach den Werten im Januar (-4%) und Februar (+3%) sowie den

bislang sehr schwachen März-Wochen, die jeweils deutlich im negativen Bereich notierten, dürften die Umsätze YTD bislang per Saldo unter ihren Vorjahreswerten notieren.

Im Peergroup-Vergleich deutscher und ausgewählter europäischer Aktien des textilen Einzelhandels zeigten die Aktien von Ludwig Beck sowohl seit Jahresbeginn (+6,3%) als auch in den vergangenen zwölf Monaten (-8,1%) eine deutliche Outperformance gegenüber dem Sektor.

Performance der Ludwig Beck-Aktie im Peergroup-Vergleich

Seit Jahresanfang 2016 (YTD) haben die Aktien von Ludwig Beck die beste Performance unter allen Aktien des textilen Einzelhandels in Deutschland gezeigt; neben Gerry Weber ist die Ludwig Beck-Aktie zugleich die einzige Mode-Aktie mit einer positiven Jahresperformance 2016.

Auf Sicht des vergangenen Jahres (LTM) zeigte allein Inditex mit einem Kursanstieg von +2,4% eine bessere Performance als Ludwig Beck (-8,1%).

TABELLE 2: AKTIENPERFORMANCE IM TEXTILEN EINZELHANDEL

	Kurs (EUR)			Performance (%)	
	-1 Jahr	30.12.2015	heute	LTM	YTD
Ludwig Beck	33,45	28,91	30,74	-8,1%	6,3%
Gerry Weber	32,98	12,78	12,96	-60,7%	1,4%
Ahlers	11,36	7,49	7,30	-35,7%	-2,5%
Inditex	16,38	17,92	16,78	2,4%	-6,4%
Tom Tailor	12,43	5,21	4,70	-62,2%	-9,8%
Adler Modemärkte	11,90	10,10	8,85	-25,6%	-12,4%
H&M	37,70	32,95	28,70	-23,9%	-12,9%
Esprit	0,88	1,01	0,81	-7,8%	-19,7%
Hugo Boss	116,95	76,60	56,15	-52,0%	-26,7%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Nach der Veröffentlichung der Geschäftszahlen 2015 haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet und bestätigen unser Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 40,60 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 31,10 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 30,5%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 33,20, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 47,40 je Aktie. Wir bestätigen daher 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 bis zum Jahr 2018e von einem sukzessiven Turnaround der Wornland-Filialen aus; für 2019e rechnen wir erstmals mit einem positiven operativen Ergebnisbeitrag von Wornland.

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

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

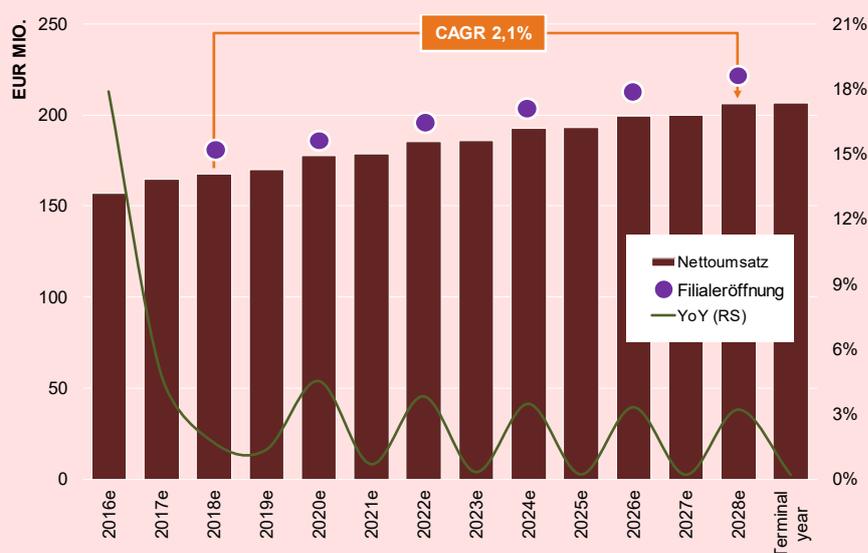
Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ☉ 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 Nettoumsätze 2015-18e in Höhe

von 7,9%.

- ⑤ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,1% 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 durchschnittlich alle zwei Jahre eine neue 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 0,2% an.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 2,1%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,2% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser DCF-Entity-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 9,0% in 2018e auf 12,0% (Peak Margins) in 2028e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management das angestrebte Wachstum durch Filialneueröffnungen gelingt. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) ebenfalls von 12,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und dem Ausmaß von Filialneueröffnungen könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ⑤ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,2%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ⑤ eine statistische **Insolvenzwahrscheinlichkeit** im Terminal Value von 0,83% pro Jahr. Diese basiert auf der EBIT-Interest Coverage Ratio des Vorjahres von 17,3x, aus der wir für Small Caps ein Rating von aktuell AAA ableiten, und einer Recovery Rate von 10,0%;
- ⑤ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ⑤ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 0,9

sehen und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊖ 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 wegen des Gesellschafterwechsels nicht modelliert;
- ⊖ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger);

TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	10,1%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,2%
Fundamental-beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	11,0%
Small Cap-Prämie	%	1,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	70,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	7,8%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	0,8%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,2%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	1,2%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	30,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,2%
WACC basierend auf Marktwerten	%	8,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊖ dass die Freien Cashflows von Ludwig Beck zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von aktuell 8,0% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,2%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 11,0% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 1,0% als

gerechtfertigt an, da der aktuelle Vorstand nach unserer Einschätzung für den erwarteten Erfolg des Unternehmens von hoher Bedeutung ist. Mit einem von uns für Ludwig Beck unterstellten synthetischen Rating von AAA (abgeleitet aus der EBIT-Interest Coverage Ratio 2015 von 17,3x) rechnen wir aktuell mit einer Risikoprämie für das Fremdkapital von 1,0%; dies deckt sich auch mit den Angaben des Managements auf der Bilanzpressekonferenz. Abschließend leiten wir aus den Peergroup-Werten für Ludwig Beck eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 70/30 ab;

- ☞ 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 sukzessiven Rückgang der WACC von derzeit 8,0% auf dann 5,2% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 40,60 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 40,60 je Aktie (unverändert) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Value von EUR 185,5 Mio. werden mit EUR 124,4 Mio. rund 67,1% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR -0,4 Mio. bzw. EUR 61,5 Mio. aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 40,60 je Aktie

TABELLE 5: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	124,4
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	-0,4
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	61,5
Summe der Barwerte	EUR Mio.	185,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-37,5
Liquidität	EUR Mio.	2,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	150,0
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	40,60

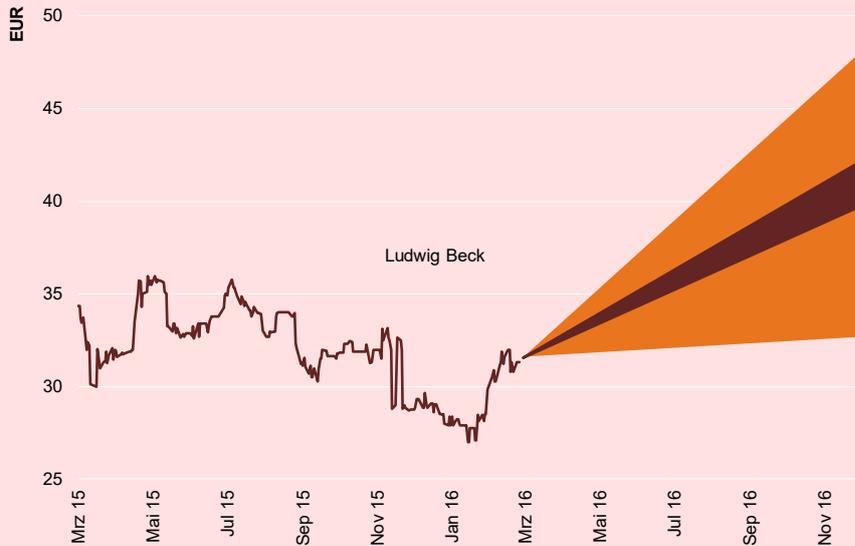
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ☞ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 12,0% um 300 Basispunkte auf 9,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,1% von 0,2%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen und dem Unternehmen die Umsetzung der Filialisierungsstrategie nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Equity Value von Ludwig Beck um EUR -7,40 bis auf EUR 33,20 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 den Erfolgen des Online-Shops von Ludwig Beck oder aus noch größeren Filialisierungserfolgen ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 0,5% sowie eine Verbesserung der operativen Marge um 3 Prozentpunkte auf 15,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 6,80 auf EUR 47,40 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 33,20 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 47,40 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 40,60 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 33,20) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 47,40) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch die Erfolge des Online-Shops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 40,60 je Aktie

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

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 40,60	
	2016e	2017e	2016e	2017e
KGV	20,8x	15,4x	27,1x	20,2x
EV/Umsatz	0,91x	0,81x	1,17x	1,07x
EV/EBIT	15,8x	11,4x	20,4x	15,2x
KBV	1,3x	1,3x	1,8x	1,6x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 im textilen Einzelhandel, **(2)** eine Lösung des Ukraine-Konflikts, verbunden mit einer Stärkung des Rubels gegenüber dem Euro, **(3)** die Erreichung des Break-Even im Online-Shop früher als angekündigt (2018e), **(4)** Meldungen über eine anhaltende Verbesserung der Ertragsentwicklung im Zuge der Wormland-Übernahme, und (langfristig) **(5)** ein anhaltender Bevölkerungszuzug in den Großraum München.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

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 12.400 qm (per Ende 2015) 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 Shop-

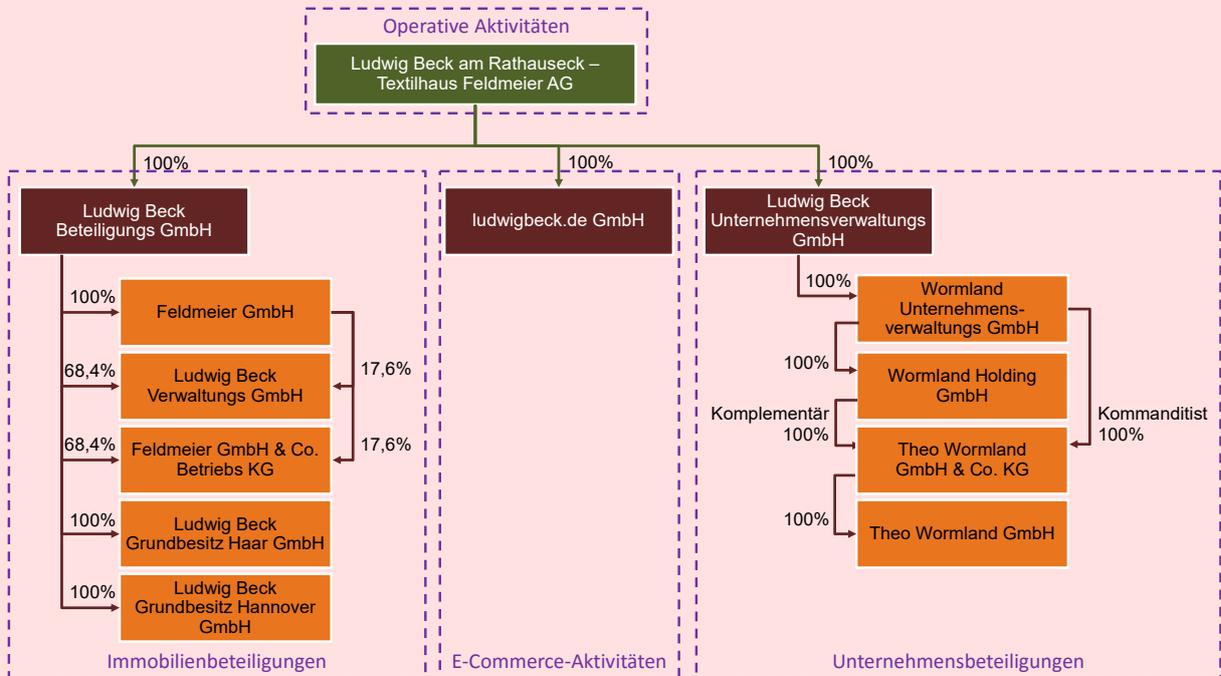
Die Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG ist Eigentümerin der Immobilie des Stammhauses am Münchener Marienplatz. In der Ludwig Beck Grundbesitz Haar GmbH befindet sich ein 2008 erworbenes betriebsnotwendiges Grundstück in Haar (nahe München), auf dem sich die Logistikkzentrale der Ludwig Beck AG befindet.

ping 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 2015 mit 467 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 14.800 qm einen Bruttoumsatz in Höhe von ca. EUR 80 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.

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Schwächen und Risiken

Auf Konzernebene sehen wir aus dem Geschäftsmodell von Ludwig Beck u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen unseres 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.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ludwig Beck in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** in Meldungen über eine ver-

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

besserte Stimmung des textilen Einzelhandelsumfelds, **(2)** in weiteren strategischen Übernahmen; **(3)** in einer anhaltend hohen Run-Rate an Neueröffnungen, **(4)** in der Erreichung bzw. dem Übertreffen der aktuellen Guidance.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bruttoumsatz	EUR Mio.	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7	107,2
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-13,9	-14,0	-13,9	-16,5	-16,4	-16,5	-17,1
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,7	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1
YoY	%	7,9%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-46,5	-46,7	-46,1	-46,0	-44,8	-44,2	-44,6
in % der Nettoerlöse	%	-53,6%	-53,3%	-52,7%	-52,9%	-52,0%	-50,7%	-49,5%
Rohhertrag	EUR Mio.	40,2	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0	45,5
in % der Nettoerlöse	%	46,4%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%	50,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	2,7	2,6	3,0	2,6	3,3	3,0	3,5
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	3,0%	3,4%	3,0%	3,8%	3,4%	3,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-18,7	-17,6	-17,4	-17,2	-16,9	-16,8	-17,0
in % der Nettoerlöse	%	-21,6%	-20,0%	-20,0%	-19,7%	-19,7%	-19,3%	-18,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,8	-3,8	-3,4	-3,8	-4,1	-3,5	-3,1
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-4,3%	-3,9%	-4,4%	-4,7%	-4,1%	-3,5%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-17,2	-16,5	-16,8	-15,7	-15,7	-15,9	-15,1
in % der Nettoerlöse	%	-19,8%	-18,8%	-19,2%	-18,0%	-18,3%	-18,3%	-16,7%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	3,3	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8	13,7
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%	15,2%
YoY	%	68,6%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%	40,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-3,2
Minderheiten	EUR Mio.	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9
YoY	%	-44,1%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%	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.	0,4	-0,6	-1,1	-0,5	-1,7	-4,1	-3,5
in % des EBT	%	-35,5%	-47,3%	-44,7%	-16,9%	-38,9%	-64,9%	-35,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-0,8	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2	6,4
YoY	%	-45,7%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%	187,8%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,9	1,2	2,2	6,4
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	0,0	-1,3
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,8	-0,2	-0,6	-1,7	-0,8	-0,1	-0,3
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	0,0	0,5	0,9	1,2	1,9	4,3	11,2
Anzahl Aktien	Mio.	3,360	3,360	3,360	3,388	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,24	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61	1,74

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,3	103,2	102,1	102,7	158,6	184,7	193,6
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-16,5	-16,5	-16,3	-16,4	-25,3	-27,5	-28,8
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,8	86,7	85,8	86,3	133,3	157,2	164,8
YoY	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	17,9%	4,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-42,5	-42,9	-42,4	-43,6	-68,8	-80,2	-83,3
in % der Nettoerlöse	%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-51,6%	-51,1%	-50,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	44,3	43,8	43,4	42,7	64,5	76,9	81,5
in % der Nettoerlöse	%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	48,4%	48,9%	49,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,1	3,5	3,4	3,8	13,3	3,7	3,8
in % der Nettoerlöse	%	3,6%	4,1%	3,9%	4,4%	10,0%	2,3%	2,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,7	-16,4	-17,0	-17,7	-26,4	-32,3	-33,6
in % der Nettoerlöse	%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-19,8%	-20,6%	-20,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-4,0	-4,5	-4,6
in % der Nettoerlöse	%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-3,0%	-2,9%	-2,8%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,1	-14,3	-14,8	-15,6	-29,1	-34,8	-35,4
in % der Nettoerlöse	%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-21,8%	-22,1%	-21,5%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	12,9	13,9	12,3	10,6	18,3	9,0	11,6
in % der Nettoerlöse	%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,7%	5,7%	7,1%
YoY	%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	72,3%	-50,9%	29,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	11,3	12,1	10,8	9,5	17,3	8,1	10,8
YoY	%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	81,2%	-53,2%	33,5%
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.	-2,5	-3,5	-3,4	-2,8	-2,1	-2,5	-3,3
in % des EBT	%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-12,1%	-31,5%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	8,8	8,4	7,4	6,7	15,2	5,5	7,4
YoY	%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-63,5%	34,5%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-2,8	-2,8	-3,1
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	9,3	8,8	7,8	7,1	14,6	5,0	6,5
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	2,37	2,27	2,00	1,81	4,11	1,50	2,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2015 (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15	H1/15	Q3/15	9M/15	Q4/15	2015
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	-9,1	-25,3
Nettoumsatz	EUR Mio.	18,3	29,4	47,7	37,0	84,7	48,6	133,3
YoY	%	0,0%	51,5%	26,5%	80,8%	45,6%	72,7%	54,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,8	-14,6	-24,4	-21,4	-45,8	-23,0	-68,8
in % der Nettoerlöse	%	-53,7%	-49,6%	-51,2%	-57,8%	-54,1%	-47,4%	-51,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	8,5	14,8	23,3	15,6	38,9	25,6	64,5
in % der Nettoerlöse	%	46,3%	50,4%	48,8%	42,2%	45,9%	52,6%	48,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	10,6	11,3	0,9	12,2	1,1	13,3
in % der Nettoerlöse	%	3,7%	36,1%	23,7%	2,4%	14,4%	2,4%	10,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-6,1	-10,6	-7,8	-18,4	-8,0	-26,4
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-20,9%	-22,1%	-21,2%	-21,7%	-16,5%	-19,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-1,7	-1,0	-2,7	-1,3	-4,0
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-3,1%	-3,6%	-2,7%	-3,2%	-2,7%	-3,0%
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%	0,1%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-7,2	-11,1	-9,0	-20,1	-9,0	-29,1
in % der Nettoerlöse	%	-21,3%	-24,4%	-23,2%	-24,4%	-23,7%	-18,5%	-21,8%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	0,0	11,2	11,3	-1,4	9,9	8,4	18,3
in % der Nettoerlöse	%	0,2%	38,1%	23,6%	-3,7%	11,7%	17,3%	13,7%
YoY	%	-92,0%	544,4%	402,5%	n/a	112,4%	41,0%	72,3%
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	8,2	17,3
YoY	%	-210,2%	641,4%	540,2%	-177,3%	138,2%	43,0%	81,2%
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.	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-1,6	-2,1
in % des EBT	%	-45,5%	-1,9%	-1,0%	21,8%	-5,2%	-19,8%	-12,1%
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	6,5	15,2
YoY	%	n/a	812,1%	671,4%	n/a	201,7%	70,8%	126,7%
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	8,8	14,6
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	1,77	4,11

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung 2016e (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/16e	Q2/16e	H1/16e	Q3/16e	9M/16e	Q4/16e	2016e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	40,9	42,9	83,8	42,8	126,6	58,1	184,7
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-6,1	-6,4	-12,5	-6,4	-18,9	-8,6	-27,5
Nettoumsatz	EUR Mio.	34,8	36,5	71,3	36,4	107,7	49,4	157,2
YoY	%	90,0%	24,3%	49,5%	-1,6%	27,2%	1,7%	17,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-18,5	-17,9	-36,4	-20,8	-57,3	-23,0	-80,2
in % der Nettoerlöse	%	-53,1%	-49,1%	-51,1%	-57,3%	-53,2%	-46,5%	-51,1%
Rohhertrag	EUR Mio.	16,3	18,6	34,9	15,6	50,5	26,5	76,9
in % der Nettoerlöse	%	46,9%	50,9%	48,9%	42,7%	46,8%	53,5%	48,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,8	1,5	0,9	2,5	1,2	3,7
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	2,3%	2,2%	2,5%	2,3%	2,4%	2,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-8,5	-7,7	-16,2	-7,8	-24,0	-8,3	-32,3
in % der Nettoerlöse	%	-24,4%	-21,1%	-22,7%	-21,4%	-22,3%	-16,8%	-20,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,2	-0,9	-2,1	-1,0	-3,2	-1,4	-4,5
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-2,5%	-3,0%	-2,8%	-2,9%	-2,7%	-2,9%
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.	-7,5	-9,0	-16,5	-9,0	-25,5	-9,3	-34,8
in % der Nettoerlöse	%	-21,5%	-24,7%	-23,1%	-24,6%	-23,6%	-18,8%	-22,1%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	-0,2	1,8	1,6	-1,3	0,3	8,7	9,0
in % der Nettoerlöse	%	-0,5%	4,9%	2,3%	-3,6%	0,3%	17,5%	5,7%
YoY	%	n/a	-84,0%	-85,6%	-4,6%	-96,7%	2,8%	-50,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2	-0,9
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,4	1,6	1,2	-1,5	-0,4	8,4	8,1
YoY	%	78,8%	-85,8%	-89,2%	-8,2%	-103,9%	3,3%	-53,2%
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.	0,1	-0,5	-0,4	0,5	0,1	-2,7	-2,5
in % des EBT	%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-0,3	1,1	0,8	-1,0	-0,2	5,8	5,5
YoY	%	124,5%	-90,1%	-92,5%	-48,3%	n/a	-11,7%	-63,5%
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.	-0,3	-1,7	-2,0	-1,0	-3,0	8,0	5,0
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,07	0,29	0,22	-0,28	-0,07	1,56	1,50

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	100,2	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2	93,9
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,6	2,8	2,8	3,3	3,2	3,0	3,0
Sachanlagen	EUR Mio.	92,1	88,9	87,8	88,9	93,3	92,0	90,7
Latente Steuern	EUR Mio.	5,4	4,9	4,0	2,2	1,1	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	12,4	11,4	11,7	12,8	15,1	14,1	14,9
Vorräte	EUR Mio.	10,2	9,3	9,2	9,1	9,1	8,3	8,8
DIO	D	36	33	33	32	32	29	29
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,6	1,5	1,7	2,0	5,5	1,4	1,3
DSO	d	7	6	7	8	23	6	5
Bankguthaben	EUR Mio.	0,6	0,5	0,8	1,7	0,6	4,4	4,8
in % der Bilanzsumme	%	0,5%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%	4,4%
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.	112,6	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3	108,8
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	41,3	32,8	33,8	40,2	41,8	42,8	47,6
Eigenkapitalquote	%	36,6%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	8,6	8,6	8,6	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	8,2	8,3	8,9	14,0	14,8	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.	0,0	0,5	0,9	1,2	1,9	14,4	19,6
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	24,5	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4	15,1
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	48,9	47,3	46,4	43,7	43,7	45,6	37,5
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	37,6	35,1	34,4	36,2	36,5	37,0	29,9
Rückstellungen	EUR Mio.	1,0	1,2	1,0	0,5	0,6	1,5	0,6
Latente Steuern	EUR Mio.	4,6	4,5	4,5	4,3	2,7	3,7	3,5
Sonstige Schulden	EUR Mio.	5,7	6,6	6,5	2,7	4,0	3,4	3,4
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	22,5	19,1	17,4	14,7	18,6	12,0	14,5
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	16,0	12,2	11,0	3,1	8,2	3,5	3,4
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	2,3	2,1	1,8	1,9	5,2	1,3	1,6
in % der Erlöse	%	2,6%	2,4%	2,1%	2,2%	6,0%	1,5%	1,8%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,2	4,7	4,3	9,1	4,8	5,2	5,7
Steuerschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,6	0,4	2,1	3,8
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	0,0	8,9	8,9	8,8	8,8	9,0	9,3
Summe Passiva	EUR Mio.	112,6	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3	108,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	92,5	91,8	92,2	95,7	105,2	106,4	103,7
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,2	3,1	3,0	2,8	4,7	4,8	4,8
Sachanlagen	EUR Mio.	89,1	88,6	89,0	92,8	100,4	101,4	98,7
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	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	15,2	13,8	14,1	15,4	26,7	33,8	41,7
Vorräte	EUR Mio.	9,5	10,2	10,4	11,5	20,4	21,3	22,1
DIO	D	33	36	37	40	46	41	41
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,7	2,6	3,0	3,1	4,2	4,3	4,4
DSO	d	7	11	12	13	11	10	10
Bankguthaben	EUR Mio.	3,9	1,0	0,7	0,8	2,0	8,3	15,2
in % der Bilanzsumme	%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	1,5%	5,9%	10,5%
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.	107,6	105,6	106,3	111,1	131,9	140,2	145,4
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	53,7	59,9	64,4	67,2	79,4	85,1	91,6
Eigenkapitalquote	%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	60,7%	63,0%
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.	31,9	39,0	51,9	54,8	66,8	72,6	79,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	33,5	32,7	26,6	24,2	36,9	35,8	35,0
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	27,6	30,8	24,3	20,5	32,0	31,0	30,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	0,6	1,2	2,7	3,9	4,0	4,1
Latente Steuern	EUR Mio.	1,2	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8
Sonstige Schulden	EUR Mio.	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	20,4	12,9	15,3	19,7	15,7	19,2	18,9
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	10,4	6,6	9,0	13,9	5,5	4,6	3,7
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,4	1,1	1,8	1,3	2,6	2,7	2,9
in % der Erlöse	%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,9%	1,7%	1,7%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,0	4,7	4,4	4,4	7,5	7,9	8,3
Steuerschulden	EUR Mio.	3,6	0,5	0,0	0,1	0,1	4,0	4,0
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	107,6	105,6	106,3	111,1	131,9	140,2	145,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	89,0%	89,5%	89,0%	88,1%	86,6%	87,1%	86,3%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,3%	2,6%	2,6%	3,1%	2,9%	2,8%	2,8%
Sachanlagen	%	81,8%	82,2%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%	83,4%
Latente Steuern	%	4,8%	4,5%	3,7%	2,0%	1,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	11,0%	10,5%	11,0%	11,9%	13,4%	12,9%	13,7%
Vorräte	%	9,1%	8,6%	8,7%	8,5%	8,0%	7,6%	8,1%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%	4,9%	1,3%	1,2%
Bankguthaben	%	0,5%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%	4,4%
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%						
Passiva								
Eigenkapital	%	36,6%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	7,9%	8,1%	8,8%	8,4%	8,6%	8,7%
Kapitalrücklage	%	7,3%	7,7%	8,3%	13,0%	13,1%	3,2%	3,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	0,4%	0,9%	1,1%	1,7%	13,2%	18,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	21,7%	14,3%	14,5%	14,5%	13,8%	14,1%	13,9%
Summe Langfristige Schulden	%	43,4%	43,7%	43,6%	40,7%	38,7%	41,7%	34,4%
Bankverbindlichkeiten	%	33,4%	32,4%	32,3%	33,7%	32,3%	33,9%	27,5%
Rückstellungen	%	0,9%	1,1%	0,9%	0,5%	0,5%	1,3%	0,6%
Latente Steuern	%	4,0%	4,2%	4,2%	4,0%	2,4%	3,4%	3,2%
Sonstige Schulden	%	5,1%	6,1%	6,1%	2,5%	3,5%	3,1%	3,2%
Summe kurzfristige Schulden	%	20,0%	17,7%	16,3%	13,7%	16,5%	11,0%	13,3%
Bankverbindlichkeiten	%	14,2%	11,3%	10,3%	2,9%	7,3%	3,2%	3,2%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	2,0%	2,0%	1,7%	1,8%	4,6%	1,2%	1,5%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3,8%	4,4%	4,0%	8,5%	4,3%	4,7%	5,2%
Steuerschulden	%	0,0%	0,0%	0,3%	0,5%	0,4%	1,9%	3,5%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	0,0%	8,3%	8,3%	8,2%	7,8%	8,2%	8,5%
Summe Passiva	%	100,0%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	85,9%	87,0%	86,7%	86,1%	79,8%	75,9%	71,3%
Immaterielle Vermögenswerte	%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	3,6%	3,4%	3,3%
Sachanlagen	%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	76,1%	72,3%	67,9%
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%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	14,1%	13,0%	13,3%	13,9%	20,2%	24,1%	28,7%
Vorräte	%	8,9%	9,6%	9,8%	10,3%	15,5%	15,2%	15,2%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,6%	2,4%	2,8%	2,8%	3,2%	3,1%	3,0%
Bankguthaben	%	3,7%	0,9%	0,7%	0,7%	1,5%	5,9%	10,5%
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%						
Passiva								
Eigenkapital	%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	60,7%	63,0%
Gezeichnetes Kapital	%	8,8%	8,9%	8,9%	8,5%	7,2%	6,7%	6,5%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%	2,5%	2,4%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	29,7%	36,9%	48,8%	49,3%	50,7%	51,8%	54,4%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	31,1%	31,0%	25,0%	21,8%	27,9%	25,6%	24,0%
Bankverbindlichkeiten	%	25,7%	29,2%	22,9%	18,4%	24,3%	22,1%	20,7%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	1,1%	2,5%	2,9%	2,9%	2,8%
Latente Steuern	%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%
Sonstige Schulden	%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	18,9%	12,3%	14,4%	17,7%	11,9%	13,7%	13,0%
Bankverbindlichkeiten	%	9,7%	6,3%	8,5%	12,5%	4,1%	3,3%	2,5%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,3%	1,1%	1,7%	1,2%	1,9%	1,9%	2,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,7%	4,4%	4,1%	4,0%	5,7%	5,7%	5,7%
Steuerschulden	%	3,3%	0,5%	0,0%	0,1%	0,1%	2,9%	2,8%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9
Abschreibungen	EUR Mio.	3,8	3,8	3,4	3,8	4,1	3,5	3,1
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	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.	2,5	5,2	5,5	6,4	8,5	9,9	13,0
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,3	1,0	-0,2	-0,1	-3,4	4,9	-0,3
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	2,2	1,2	-0,8	1,1	0,3	-4,2	0,9
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-3,2
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,2	3,9	4,9	4,2	5,5	3,8	0,8
CFO	EUR Mio.	3,8	7,2	5,8	8,2	7,7	11,6	11,2
YoY	%	50,4%	90,2%	-19,0%	41,0%	-6,0%	50,6%	-3,5%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,7	0,8	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-4,7	-1,6	-2,5	-5,7	-8,6	-2,1	-1,9
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-4,0	-0,9	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2	-1,9
YoY	%	32,9%	-76,4%	166,6%	131,4%	47,3%	-74,7%	-10,3%
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,2	6,3	3,3	2,4	-0,8	9,5	9,3
YoY	%	-57,1%	n/a	-47,0%	-27,4%	n/a	n/a	-2,0%
Reinvestment Rate	%	-3013,3%	16,1%	-8,6%	-16,5%	92,6%	10,5%	31,3%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	-1,1	-1,3
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,9	-6,3	-1,9	-6,1	5,3	-4,2	-7,1
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.	1,5	1,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-0,2	-0,9	-0,5	-0,6	0,0	0,0	-0,5
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	-0,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	6,3	-3,7	0,4	0,7
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-0,3	-6,3	-3,1	-2,3	0,6	-5,6	-8,9
YoY	%	n/a	n/a	-50,7%	-24,8%	n/a	n/a	58,1%
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	-0,5	0,0	0,2	0,1	-0,3	3,8	0,4
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	1,1	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	4,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	4,4	4,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	11,3	12,1	10,8	9,5	17,3	8,1	10,8
Abschreibungen	EUR Mio.	2,8	2,9	2,7	2,8	4,0	4,5	4,6
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	0,6	1,6	1,1	0,1	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	-9,8	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	14,1	15,1	14,1	13,9	12,6	12,7	15,6
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-1,2	-1,5	-0,6	-1,2	-10,1	-1,0	-0,9
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-0,2	-4,7	0,4	-0,5	4,4	0,6	0,6
Finanzerträge	EUR Mio.	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-1,6	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9
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.	-2,8	0,0	-3,2	-3,6	-2,7	2,1	-2,5
CFO	EUR Mio.	7,3	6,2	9,2	7,5	3,2	13,5	11,8
YoY	%	-34,6%	-16,1%	49,4%	-18,8%	-57,2%	323,1%	-12,3%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-1,4	-2,3	-3,1	-6,4	-2,1	-5,5	-2,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-2,2	-5,5	-2,0
YoY	%	495,5%	-79,1%	32,1%	103,8%	-66,1%	149,2%	-63,6%
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,2	3,7	6,0	0,9	1,0	8,0	9,8
YoY	%	n/a	n/a	60,6%	-84,2%	3,8%	713,5%	23,0%
Reinvestment Rate	%	78,0%	-2,6%	-14,4%	48,8%	4781,4%	298,2%	77,3%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-2,8	-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.	4,7	-0,6	-4,1	1,0	3,1	-1,9	-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.	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-3,2	-0,3	0,0	-0,4	2,9	2,2
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	-0,1	-1,8	-2,8
YoY	%	n/a	n/a	-6,3%	-86,9%	-91,6%	n/a	60,3%
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	-0,9	-3,0	-0,3	0,1	0,9	6,2	7,0
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,8	3,9	1,0	0,7	0,8	2,0	8,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	3,9	1,0	0,7	0,8	2,0	8,3	15,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bruttoumsatz	EUR Mio.	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7	107,2
Monolabel-Stores	EUR Mio.	9,6	8,1	7,9	8,0	0,0	0,0	0,0
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	EUR Mio.	77,9	81,8	82,1	83,8	89,0	91,1	95,1
Multilabel-Stores	EUR Mio.	9,3	8,6	8,0	8,3	0,0	0,0	0,0
Fashion-Outletlager	EUR Mio.	3,7	3,2	3,3	3,4	0,0	0,0	0,0
PEP	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	13,6	12,6	12,1
OEZ (Esprit)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	8,0%	1,1%	-0,4%	2,2%	-0,9%	1,1%	3,3%
Monolabel-Stores	%	n/a	-15,7%	-2,9%	1,3%	-100,0%	n/a	n/a
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	%	n/a	5,0%	0,4%	2,2%	6,2%	2,4%	4,4%
Multilabel-Stores	%	n/a	-7,5%	-6,9%	2,7%	-100,0%	n/a	n/a
Fashion-Outletlager	%	n/a	-15,2%	4,7%	3,0%	-100,0%	n/a	n/a
PEP	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,0%	-4,0%
OEZ (Esprit)	%	n/a						
Andere	%	n/a						
Anteil	%	100,0%						
Monolabel-Stores	%	9,6%	8,0%	7,8%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Marienplatz, Fünf Höfe, Geknüpft & Zugenäht	%	77,4%	80,4%	81,0%	81,0%	86,8%	87,9%	88,7%
Multilabel-Stores	%	9,3%	8,5%	7,9%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fashion-Outletlager	%	3,7%	3,1%	3,3%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%
PEP	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,2%	12,1%	11,3%
OEZ (Esprit)	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz (brutto)	EUR Mio.	103,2	103,2	102,1	102,7	158,6	184,7	193,6
Textil	EUR Mio.	78,3	78,0	75,3	75,2	129,6	153,9	161,1
Nontextil	EUR Mio.	24,9	25,2	26,9	27,4	29,1	30,7	32,5
Anteil	%	100,0%						
Textil	%	75,9%	75,6%	73,7%	73,3%	81,7%	83,3%	83,2%
Nontextil	%	24,1%	24,4%	26,3%	26,7%	18,3%	16,7%	16,8%
YoY	%	-3,7%	0,0%	-1,0%	0,5%	54,5%	16,4%	4,8%
Textil	%	-5,1%	-0,4%	-3,5%	0,0%	72,2%	18,8%	4,7%
Nontextil	%	0,7%	1,2%	6,7%	2,1%	5,9%	5,8%	5,8%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	86,8	86,7	85,8	86,3	133,3	157,2	164,8
Textil	EUR Mio.	65,8	65,5	63,2	63,2	108,9	131,3	137,4
Nontextil	EUR Mio.	21,0	21,2	22,6	23,1	24,4	25,9	27,3
Anteil	%	100,0%						
Textil	%	75,8%	75,5%	73,7%	73,3%	81,7%	83,5%	83,4%
Nontextil	%	24,2%	24,5%	26,3%	26,7%	18,3%	16,5%	16,6%
YoY	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	17,9%	4,8%
Textil	%	-5,1%	-0,5%	-3,4%	0,0%	72,2%	20,6%	4,7%
Nontextil	%	1,0%	1,0%	6,6%	2,1%	5,9%	5,8%	5,8%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	86,8	86,7	85,8	86,3	133,3	157,2	164,8
Ludwig Beck	EUR Mio.	86,8	86,7	85,8	86,3	87,4	88,3	89,2
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	45,9	68,9	75,6
Anteil	%	100,0%						
Ludwig Beck	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	65,6%	56,2%	54,1%
Wormland	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	34,4%	43,8%	45,9%
YoY	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	17,9%	4,8%
Ludwig Beck	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	1,3%	1,0%	1,0%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	50,1%	9,8%
EBIT vor Overhead-Kosten	EUR Mio.	12,9	13,9	12,3	10,6	18,3	9,0	11,6
Textil	EUR Mio.	16,3	17,0	15,8	14,8	35,6	28,9	30,5
Nontextil	EUR Mio.	4,2	4,1	4,3	4,3	4,6	4,9	5,3
Nicht zurechenbare Kosten	EUR Mio.	-7,6	-7,2	-7,8	-8,5	-21,9	-24,9	-24,1
EBIT-Marge (brutto)	%	12,5%	13,4%	12,1%	10,4%	11,5%	4,9%	6,0%
Textil	%	20,8%	21,8%	21,0%	19,7%	27,5%	18,8%	18,9%
Nontextil	%	16,9%	16,3%	16,0%	15,7%	15,9%	16,0%	16,2%
EBIT-Marge (netto)	%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,7%	5,7%	7,1%
Textil	%	24,8%	26,0%	25,0%	23,5%	32,7%	22,0%	22,2%
Nontextil	%	20,0%	19,3%	19,0%	18,7%	18,9%	19,1%	19,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	100,6	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7	107,2
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,7	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1
Rohhertrag	EUR Mio.	40,2	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0	45,5
EBITDA	EUR Mio.	7,0	9,5	10,2	11,0	12,2	13,3	16,9
EBIT	EUR Mio.	3,3	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8	13,7
EBT	EUR Mio.	-1,2	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,8	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2	6,4
Anzahl Mitarbeiter		587	540	543	544	524	529	509
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	5,50	6,24	9,18	14,70	13,62	12,95	19,10
Kurs Tief	EUR	4,52	4,65	5,96	7,80	6,30	8,90	11,80
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	4,87	5,38	7,27	11,35	10,47	11,20	14,39
EPS	EUR	-0,24	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61	1,74
CFPS	EUR	0,76	1,48	1,77	2,04	2,31	2,69	3,53
BVPS	EUR	5,00	5,15	5,47	7,26	7,09	7,39	8,79
Dividende	EUR	0,00	0,10	0,10	0,20	0,30	0,35	0,35
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	46,4%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%	50,5%
EBITDA-Marge	%	8,1%	10,9%	11,7%	12,6%	14,2%	15,3%	18,7%
EBIT-Marge	%	3,8%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%	15,2%
EBT-Marge	%	-1,4%	1,4%	2,9%	3,6%	5,2%	7,3%	11,0%
Netto-Marge	%	-0,9%	0,7%	1,6%	3,0%	3,1%	2,6%	7,1%
FCF-Marge	%	-0,2%	7,1%	3,8%	2,8%	-1,0%	10,9%	10,3%
ROE	%	-1,9%	1,7%	4,2%	7,0%	6,6%	5,3%	14,3%
ROCE	%	4,5%	6,3%	6,8%	7,2%	8,2%	8,8%	11,3%
CE/Umsatz	%	119,5%	113,8%	113,6%	115,9%	117,6%	117,9%	112,8%
NWC/Umsatz	%	10,2%	9,2%	9,9%	9,9%	5,5%	9,0%	8,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	147,6	162,3	160,9	159,9	164,5	164,8	177,0
Pro-Kopf-EBIT	EURk	5,6	10,6	12,5	13,2	15,5	18,5	27,0
DSO	d	7	6	7	8	23	6	5
Inventory days	d	36	33	33	32	32	29	29
Capex/Umsatz	%	5,4%	1,8%	2,9%	6,6%	9,9%	2,4%	2,1%
Fixkosten-Deckung	x	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	8,0%	1,1%	-0,4%	2,2%	-0,9%	1,1%	3,3%
Nettoumsatz	%	7,9%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%
Flächenbereinigter Umsatz	%	2,4%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%	5,3%
EBITDA	%	29,0%	35,5%	6,7%	7,8%	11,3%	9,0%	26,8%
EBIT	%	68,6%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%	40,5%
EBT	%	-44,1%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%	55,2%
Nettoergebnis	%	-45,7%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%	187,8%
EPS	%	-45,7%	n/a	121,7%	83,7%	-3,8%	-17,6%	187,8%
CFPS	%	92,2%	95,8%	19,1%	15,5%	13,0%	16,4%	31,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,3	103,2	102,1	102,7	158,6	184,7	193,6
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,8	86,7	85,8	86,3	133,3	157,2	164,8
Rohertrag	EUR Mio.	44,3	43,8	43,4	42,7	64,5	76,9	81,5
EBITDA	EUR Mio.	15,6	16,8	15,1	13,4	22,3	13,5	16,3
EBIT	EUR Mio.	12,9	13,9	12,3	10,6	18,3	9,0	11,6
EBT	EUR Mio.	11,3	12,1	10,8	9,5	17,3	8,1	10,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	8,8	8,4	7,4	6,7	15,2	5,5	7,4
Anzahl Mitarbeiter		500	451	461	478	920	925	934
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	21,35	28,95	31,50	31,58	35,95	32,00	
Kurs Tief	EUR	18,29	19,15	25,85	28,45	28,70	27,01	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	19,56	21,77	29,33	29,20	32,43	31,10	31,10
EPS	EUR	2,37	2,27	2,00	1,81	4,11	1,50	2,01
CFPS	EUR	3,81	4,08	3,67	3,33	5,76	3,41	4,18
BVPS	EUR	14,54	16,22	17,43	18,20	21,49	23,04	24,80
Dividende	EUR	0,45	0,50	0,50	0,75	0,75	0,85	0,95
Kursziel	EUR							40,60
Performance bis Kursziel	%							30,5%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	51,1%	50,6%	50,6%	49,5%	48,4%	48,9%	49,4%
EBITDA-Marge	%	18,0%	19,4%	17,6%	15,6%	16,8%	8,6%	9,9%
EBIT-Marge	%	14,8%	16,0%	14,4%	12,3%	13,7%	5,7%	7,1%
EBT-Marge	%	13,0%	14,0%	12,6%	11,0%	12,9%	5,1%	6,5%
Netto-Marge	%	10,1%	9,7%	8,6%	7,8%	11,4%	3,5%	4,5%
FCF-Marge	%	-4,9%	4,3%	7,0%	1,1%	0,7%	5,1%	6,0%
ROE	%	17,3%	14,8%	11,9%	10,2%	20,7%	6,7%	8,4%
ROCE	%	10,5%	11,2%	10,1%	8,5%	12,1%	7,2%	8,9%
CE/Umsatz	%	116,7%	118,2%	118,7%	124,1%	93,8%	80,7%	75,8%
NWC/Umsatz	%	10,3%	12,4%	11,5%	13,3%	14,9%	13,1%	13,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	173,6	192,2	186,2	180,5	144,9	170,0	176,4
Pro-Kopf-EBIT	EURk	25,7	30,7	26,8	22,2	19,9	9,7	12,5
DSO	d	7	11	12	13	11	10	10
Inventory days	d	33	36	37	40	46	41	41
Capex/Umsatz	%	1,6%	2,7%	3,6%	7,4%	1,6%	3,5%	1,2%
Fixkosten-Deckung	x	1,6	1,7	3,4	3,3	5,9	3,1	4,1
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	16,4%	4,8%
Nettoumsatz	%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	17,9%	4,8%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	1,3%	77,6%	4,8%
EBITDA	%	-7,3%	7,4%	-10,3%	-11,0%	66,4%	-39,6%	20,7%
EBIT	%	-6,4%	7,8%	-11,0%	-13,8%	72,3%	-50,9%	29,6%
EBT	%	13,9%	7,7%	-11,0%	-11,8%	81,2%	-53,2%	33,5%
Nettoergebnis	%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-63,5%	34,5%
EPS	%	36,2%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-63,5%	34,5%
CFPS	%	7,8%	7,2%	-10,1%	-9,1%	72,7%	-40,8%	22,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2004-10

IFRS (31.12.)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	100,2	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2	93,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,4	11,4	11,7	12,8	15,1	14,1	14,9
Eigenkapital	EUR Mio.	41,3	32,8	33,8	40,2	41,8	42,8	47,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	71,4	66,4	63,8	58,4	62,4	57,6	51,9
Anlagenintensität	%	81,8%	82,2%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%	83,4%
Capex	EUR Mio.	4,7	1,6	2,5	5,7	8,6	2,1	1,9
Substanzerhaltungsgrad	x	1,24	0,42	0,73	1,51	2,10	0,59	0,61
EK-Quote	%	36,6%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	128,5%	142,7%	132,0%	93,6%	105,7%	84,4%	60,0%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	16,4	8,2	6,7	5,5	5,5	4,1	2,4
Working Capital	EUR Mio.	8,8	8,0	8,7	8,6	4,8	7,8	7,8
Capital Employed	EUR Mio.	103,5	99,7	99,3	100,8	101,3	102,8	101,6
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	16,4	18,1	24,4	38,5	38,7	41,4	53,2
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	18,5	21,0	30,8	49,8	50,3	47,9	70,6
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	15,2	15,6	20,0	26,4	23,3	32,9	43,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	53,0	46,8	44,6	37,7	44,1	36,1	28,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	24,5	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4	15,1
Enterprise Value	EUR Mio.	93,8	80,3	84,5	91,7	98,3	92,9	96,8
Enterprise Value	EUR Mio.	95,9	83,2	90,9	103,1	110,0	99,4	114,2
Enterprise Value	EUR Mio.	92,7	77,9	80,1	79,7	82,9	84,4	87,2
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,08	0,92	0,97	1,05	1,14	1,07	1,07
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,11	0,95	1,04	1,19	1,28	1,14	1,27
EV/Umsatz (Tief)	x	1,07	0,89	0,92	0,92	0,96	0,97	0,97
EV/EBITDA	x	13,3	8,4	8,3	8,4	8,0	7,0	5,7
EV/EBIT	x	28,7	14,0	12,5	12,8	12,1	9,5	7,0
KGV	x	-20,7	28,7	17,5	14,9	14,2	18,5	8,3
KCF	x	6,4	3,6	4,1	5,6	4,5	4,2	4,1
KBV	x	1,0	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5	1,6
FCF-Yield	%	-0,1	1,9	1,0	0,7	-0,2	2,6	2,5
Ausschüttungsquote	%	0,0%	5,4%	10,1%	28,1%	-132,0%	13,7%	13,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	1,9%	1,4%	1,8%	2,9%	3,1%	2,4%
Economic Value Added								
WACC	%	7,1%	6,8%	6,4%	6,2%	7,2%	7,0%	6,1%
ROCE/WACC	x	0,63	0,93	1,05	1,16	1,14	1,26	1,86
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	3,8	7,2	5,8	8,2	7,7	11,6	11,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-4,0	-0,9	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2	-1,9
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,2	6,3	3,3	2,4	-0,8	9,5	9,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,3	-6,3	-3,1	-2,3	0,6	-5,6	-8,9
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	2,4%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%	5,3%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	0,5%	0,3%	0,6%	-0,1%	0,9%	1,3%	1,1%
Anzahl Shops zum Jahresende		11	11	11	11	9	9	5
LFL Kosten YoY	%	7,0%	-4,6%	-0,6%	-2,6%	0,4%	-1,2%	-3,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2011-17e

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	92,5	91,8	92,2	95,7	105,2	106,4	103,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	15,2	13,8	14,1	15,4	26,7	33,8	41,7
Eigenkapital	EUR Mio.	53,7	59,9	64,4	67,2	79,4	85,1	91,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	53,9	45,6	41,9	43,9	52,5	55,0	53,8
Anlagenintensität	%	82,8%	83,9%	83,7%	83,5%	76,1%	72,3%	67,9%
Capex	EUR Mio.	1,4	2,3	3,1	6,4	2,1	5,5	2,0
Substanzerhaltungsgrad	x	0,50	0,78	1,13	2,30	0,53	1,22	0,43
EK-Quote	%	49,9%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	60,7%	63,0%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	63,5%	60,9%	50,7%	49,9%	44,7%	32,1%	20,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	3,0	2,7	2,7	3,2	2,0	4,0	2,9
Working Capital	EUR Mio.	9,0	10,8	9,9	11,5	19,9	20,6	21,4
Capital Employed	EUR Mio.	101,3	102,5	101,9	107,1	125,0	126,8	124,9
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	72,3	80,4	108,4	107,9	119,8	114,9	114,9
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	78,9	107,0	116,4	116,7	132,8	118,2	
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	67,6	70,8	95,5	105,1	106,0	99,8	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	34,1	36,5	32,6	33,5	35,5	27,3	18,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	106,4	116,9	141,0	141,4	155,3	142,3	133,4
Enterprise Value	EUR Mio.	113,0	143,5	149,0	150,2	168,3	145,6	
Enterprise Value	EUR Mio.	101,7	107,3	128,2	138,7	141,5	127,2	
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,23	1,35	1,64	1,64	1,17	0,91	0,81
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,30	1,65	1,74	1,74	1,26	0,93	
EV/Umsatz (Tief)	x	1,17	1,24	1,49	1,61	1,06	0,81	
EV/EBITDA	x	6,8	7,0	9,4	10,5	7,0	10,5	8,2
EV/EBIT	x	8,3	8,4	11,4	13,3	8,5	15,8	11,4
KGV	x	8,2	9,6	14,7	16,1	7,9	20,8	15,4
KCF	x	5,1	5,3	8,0	8,8	5,6	9,1	7,4
KBV	x	1,3	1,3	1,7	1,6	1,5	1,3	1,3
FCF-Yield	%	-1,1	1,0	1,6	0,3	0,3	2,2	2,7
Ausschüttungsquote	%	-39,2%	49,5%	30,8%	292,6%	281,9%	39,3%	35,7%
Dividendenrendite	%	2,3%	2,3%	1,7%	2,6%	2,3%	2,7%	3,1%
Economic Value Added								
WACC	%	7,0%	7,3%	10,2%	9,1%	7,5%	8,0%	8,0%
ROCE/WACC	x	1,50	1,54	0,99	0,94	1,62	0,90	1,11
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	7,3	6,2	9,2	7,5	3,2	13,5	11,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,6	-2,4	-3,2	-6,5	-2,2	-5,5	-2,0
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,2	3,7	6,0	0,9	1,0	8,0	9,8
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,4	-6,7	-6,3	-0,8	-0,1	-1,8	-2,8
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	1,7%	2,9%	0,6%	0,6%	1,2%	77,6%	4,8%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	0,6%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-1,1%	0,6%	0,5%
Anzahl Shops zum Jahresende		4	3	3	3	17	17	18
LFL Kosten YoY	%	-1,9%	-2,9%	3,0%	4,2%	65,1%	20,3%	2,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphenecapital

Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei 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 weitergegeben 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)
23.03.2016	EUR 40,60	Buy	1; 8
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.