

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 29,30

Kursziel: EUR 34,40 (unverändert)

Deutliche Unterbewertung des Immobilienbestands

Die heute veröffentlichten Halbjahreszahlen lagen im Rahmen der Erwartungen und der Guidance. Obwohl Ludwig Beck derzeit sowohl vom schwachen Einzelhandelsumfeld als auch von standortspezifischen Belastungen der Münchener Innenstadt belastet wird, ist es dem Unternehmen gelungen, die operative Ertragslage zu stabilisieren und ein Ergebnis auf Vorjahresniveau zu erreichen. Die Guidance für 2017e, wonach im Konzern bei Bruttoerlösen zwischen EUR 170 und 180 Mio. ein operatives Ergebnis zwischen EUR 4 und 6 Mio. erwirtschaftet werden soll, wurde dementsprechend bestätigt. Bei unveränderten Gesamtjahresprognosen bekräftigen wir unser Buy-Rating und bestätigen unser aus einem DCF-Entity-Modell (Base-Case-Szenario) abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 34,40 je Aktie. Unterstützung erhält unser Kursziel durch die aktuelle Bodenrichtwertstudie der Stadt München, die eine deutliche Unterbewertung des Immobilienbestands von Ludwig Beck impliziert. Nach unseren Berechnungen ergibt sich für das Stammhaus in der Münchener Innenstadt ein Gesamtwert von etwa EUR 180 Mio. Dieser Wert liegt deutlich über dem Buchwert des gesamten Immobilienbestands von EUR 94,0 Mio. (per 12/2016) und deutet erhebliche Stille Reserven im Immobilienbestand von Ludwig Beck an.

Konzernerlöse in H1 im Rahmen des Textilumfeldes

Im ersten Halbjahr 2017 erwirtschaftete Ludwig Beck Bruttoumsätze auf Konzernebene in Höhe von EUR 77,1 Mio. (Vj.: EUR 79,5 Mio., -3,0% YoY). Unverändert belastend wirkte sich das textile Einzelhandelsumfeld aus, das mit -3% erneut deutlich unter dem vergleichbaren Vorjahreswert lag (vgl. hierzu auch Abbildung 1). Hinzu kamen Sonderbelastungen am Hauptstandort München: So haben sich die Buchungszahlen ausländischer Touristen (insbesondere aus Russland und dem arabischen Raum) nach Reisewarnungen mehrerer ausländischer Regierungen noch nicht wieder auf dem Niveau vor dem Amoklauf im Olympia-Einkaufszentrum stabilisiert, zum anderen belastet eine ungewöhnliche Häufung von Straßenbaumaßnahmen an diversen zentralen Verkaufsknotenpunkten die Frequenzzahlen in der Münchener Innenstadt.

H1/2017		Ist-Daten	Erwartet	Δ
Nettoumsatz	EUR Mio.	64,8	66,2	-2,2%
YoY	%	-3,1%	-0,9%	-2,1pp
EBIT	EUR Mio.	-1,6	-1,7	-5,9%
EBIT-Marge	%	-2,5%	-2,6%	0,1pp
EBT	EUR Mio.	-2,1	-2,2	-3,2%
EAT	%	-2,3	-2,3	-1,9%
EPS	EUR	-0,62	-0,63	-1,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN; SPHENE CAPITAL

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 108,3 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Aktien
9M/2017: 24.10.2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016	2017e	2018e
Nettoumsatz	133,3	148,9	146,9	149,4
EBITDA	22,3	10,3	10,2	12,6
EBIT	18,3	6,3	6,1	8,4
EBT	17,3	5,2	5,0	7,3
EAT	15,2	2,9	2,0	4,7

% vom Umsatz	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	16,8	6,9	6,9	8,4
EBIT	13,7	4,3	4,2	5,6
EBT	12,9	3,5	3,4	4,9
EAT	11,4	1,9	1,4	3,2

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	4,11	0,78	0,54	1,28
Dividende	0,75	0,65	0,75	0,85
Buchwert	21,49	21,37	21,29	21,82
Cashflow	5,76	2,49	2,46	3,10

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	60,2%	58,9%	56,1%	57,3%
Gearing	44,7%	47,7%	47,3%	42,9%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	7,9	39,5	54,5	22,9
EV/Umsatz	1,17	1,02	0,99	0,96
EV/EBIT	8,5	23,9	23,8	17,0
KBV	1,5	1,4	1,4	1,3

EUR Mio.	2017e	2018e
Guidance: Bruttoumsatz	170,0-180,0	-
Guidance: EBIT	4,0-6,0	-



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

Erlösentwicklung nach Segmenten

Das Segment Ludwig Beck mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz, den beiden Filialen in der Münchener Innenstadt und dem Onlineshop konnte zum Halbjahr mit Nettoerlösen von EUR 36,4 Mio. (Vorjahr: EUR 37,4 Mio., -2,7% YoY) eine unverändert bessere Umsatzentwicklung berichten als das Segment Wormland, dessen Nettoerlöse mit EUR 28,4 Mio. (Vorjahr: EUR 29,4 Mio.) um -3,5% unter dem Vorjahreswert lagen. Im zweiten Quartal 2017 allerdings lagen die Wachstumszahlen der beiden Segmente mit -4,0% (Segment Ludwig Beck) bzw. -3,8% (Segment Wormland) auf einem nahezu identischen Niveau.

Konzernergebnis auf Vorjahresniveau

Trotz des Umsatzrückgangs konnte das **operative Ergebnis (EBIT)** mit EUR -1,6 Mio. auf dem Niveau des Vorjahres stabilisiert werden. Neben der Optimierung der Markenstruktur, die eine abermalige Verbesserung der Rohertragsmarge zur Folge hatte, wirkten sich Personalkosteneinsparungen – vor allem auf Ebene der Führungskräfte bei Wormland, aber auch bei Ludwig Beck – im Jahresvergleich positiv auf die Ertragslage aus. Während auf Segmentebene Ludwig Beck zum Halbjahr seinen operativen Gewinn auf EUR 1,4 Mio. weiter ausbauen konnte, konnte Wormland den operativen Verlust im zweiten Quartal 2017 auf EUR -0,5 Mio. gegenüber dem Vorjahreswert von EUR -0,8 Mio. verringern. Damit sehen wir unsere Einschätzung bestätigt, wonach Wormland in diesem Jahr letztmals einen operativen Verlust erwirtschaften dürfte.

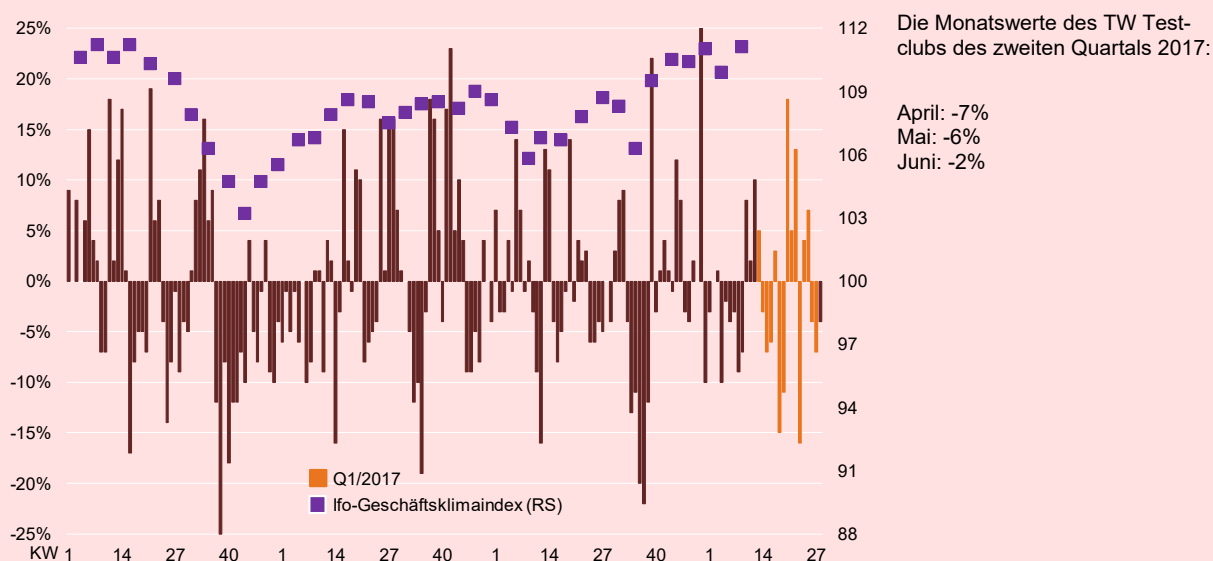
Die **Ergebnisse vor und nach Steuern** beliefen sich auf EUR -2,1 Mio. bzw. EUR -2,3 Mio. und damit ebenfalls im Rahmen unserer Erwartungen.

Beibehaltung der Guidance 2017e

Die Guidance, nach der der Vorstand mit Konzern Erlösen zwischen EUR 170 und 180 Mio. sowie einem operativen Ergebnis (EBIT) zwischen EUR 4 und 6 Mio. rechnet, wurde erwartungsgemäß beibehalten. Bis auf geringfügige Änderungen belassen wir dementsprechend unsere Prognosen unverändert.

Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete für das erste Halbjahr 2017 eine um -3% unter dem Vorjahr liegende Entwicklung.

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



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Abkoppelung von TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex hält an

Im ersten Halbjahr 2017 haben die Unternehmen im TW-Testclub mit einem deutlichen Minus abgeschlossen. Nach einem Minus von -2,3% im ersten Quartal lagen die Erlöse im textilen Einzelhandel auch im zweiten Quartal deutlich im Minus, so dass sie per Saldo zum Halbjahr um -3,0% unter den vergleichbaren Vorjahreswerten lagen.

Davon abgekoppelt scheint sich die Stimmung in der deutschen Wirtschaft zu haben. So ist der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft im Juli 2017 auf ein neues Rekordhoch von 116,0 (Vormonat 115,2) Punkte angestiegen. Seit der Wiedervereinigung waren deutsche Unternehmen noch nie zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Auch der Ausblick auf die kommenden Monate verbesserte sich.

Die aktuelle Bodenrichtwertstudie der Stadt München zu den Immobilienpreisen impliziert eine starke Unterbewertung des Immobilienbestands von Ludwig Beck. Wir errechnen einen Wert des Immobilienvermögens von rund EUR 180 Mio.

Aktuelle Bodenrichtwerte verdeutlicht ...

Bodenrichtwerte sind durchschnittliche, aus Verkäufen abgeleitete und auf die jeweilige Lage spezifisch abgeglichene Werte un bebauter Grundstücke, also ohne Berücksichtigung der Wertanteile für die jeweiligen Gebäude. Sie werden von der Stadt München in zweijährigem Turnus veröffentlicht.

Die Bodenrichtwerte sind durchschnittliche, auf einen Quadratmeter Grundstücksfläche bezogene Lagewerte, wobei sie auf ein bestimmtes Maß der baulichen Nutzung, die wertrelevante Geschossflächenzahl, bezogen ist. Weicht die tatsächliche Nutzung davon ab, etwa weil eine andere Geschossflächenzahl (Quadratmeter Geschossfläche je Quadratmeter Grundstücksfläche) angesetzt wurde, ergeben sich in der Einzelbewertung abweichende Werte.

Für die im Besitz von Ludwig Beck befindlichen Lagen wurden folgende Bodenrichtwerte veröffentlicht:

TABELLE 1: WERTERMITTLUNG DER LUDWIG BECK-IMMOBILIEN

Fläche	qm	1.769
Marienplatz	qm	861
Burgstraße	qm	644
Dienersstraße	qm	264
Bodenrichtwerte		
Marienplatz	EUR/qm	125.000
Burgstraße	EUR/qm	22.500
Dienersstraße	EUR/qm	42.000
Wertermittlung		
	EUR Mio.	133,2
Marienplatz	EUR Mio.	107,6
Burgstraße	EUR Mio.	14,5
Dienersstraße	EUR Mio.	11,1

QUELLE: LANDESHAUPTSTADT MÜNCHEN, SPHENE CAPITAL SCHÄTZUNGEN

... deutliche Unterbewertung der Immobilienbestände

In Summe ergibt sich aus den neuesten Bodenrichtwerten ein Wert der Ludwig Beck-Grundstücke von EUR 133,2 Mio. Dieser Wert ist als Untergrenze zu verstehen, da die tatsächliche Bebauung deutlich über der Geschossflächenzahl liegt. So ist das Stammhaus am Marienplatz mit sieben Stockwerken bebaut, während in der Berechnung der Stadt München lediglich von einer Geschossflächenzahl von 5,5 ausgegangen wird. Hinzu kommen erhebliche Werte aus den Gebäuden. In Summe ergibt sich nach unseren Berechnungen für den Immo-

lienbestand ein Gesamtwert von etwa EUR 180 Mio. Dieser Wert liegt deutlich über dem Buchwert des gesamten Immobilienbestands von EUR 94,0 Mio. (per 12/2016) und deutet erhebliche Stille Reserven im Immobilienbestand von Ludwig Beck an.

Nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2017 haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet und errechnen ein unverändertes Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 34,40 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 29,30 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 17,4%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

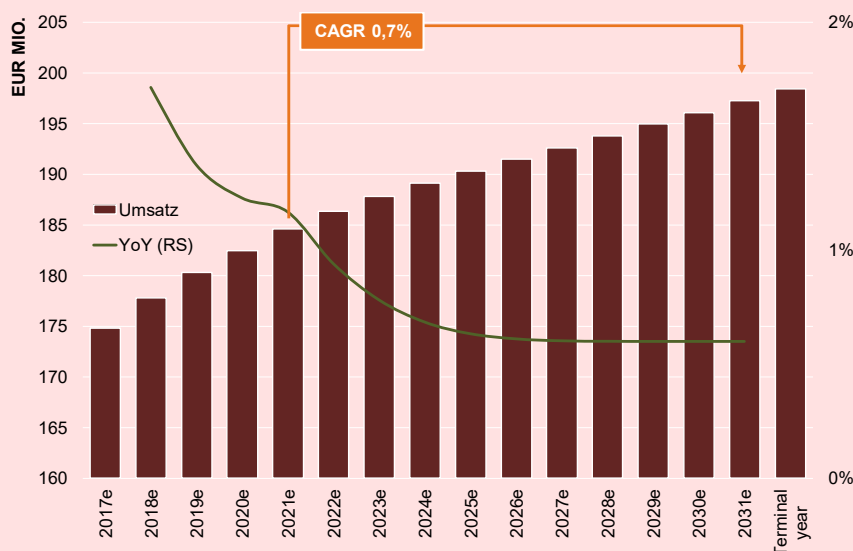
Begründung unserer Methodologie

In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens nach der erfolgreichen Restrukturierung von Wormland im laufenden Geschäftsjahr im Rahmen der Guidance weiter verbessern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das adäquate Bewertungsverfahren 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 eine konsequente Restrukturierung von Wormland und den erfolgreichen Einstieg in das Online-Geschäft sukzessive steigern wird. Dabei gehen wir bis zum Jahr 2018e von einem Turnaround der Wormland-Filialen aus und rechnen ab 2019e mit einem positiven operativen Ergebnisbeitrag von Wormland.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 0,7%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,6% veranschlagt, der aktuellen Verzinsung einer 30-jährigen Bundesanleihe.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Nettoumsätze 2016-21e in Höhe von 0,8%.
- ⑤ In der anschließenden zehnjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 0,7% veran-

schlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Bruttoerlöse) von 7,1% in 2021e auf 8,2% (Peak Margins) in 2031e 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) von 8,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und dem Ausmaß von Filialneueröffnungen könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ☉ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,6%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer 30-jährigen Bundesanleihe entspricht;
- ☉ eine statistische **Insolvenzwahrscheinlichkeit** im Terminal Value von 0,8% pro Jahr;
- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 0,9 sehen und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 2: 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 nur sukzessive verringert und letztlich einem einheitlichen Niveau von 29,0% annähert; 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);
- ☉ dass die Freien Cashflows von Ludwig Beck zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von aktuell 3,5% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 4,0% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 0,5% 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 rechnen wir aktuell mit einer Risikoprämie für das Fremdkapital von 1,0%. Abschließend leiten wir aus den Peergroup-Werten für Ludwig Beck eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 66,6-33,4 ab;

- ⑤ 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 Anstieg der WACC von derzeit 3,5% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

TABELLE 3: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	4,2%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Fundamental-beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	4,0%
Small Cap-Prämie	%	0,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	66,6%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	3,1%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,1%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	1,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	33,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	33,4%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,4%
WACC basierend auf Marktwerten	%	3,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 34,40 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Ludwig Beck (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 34,40 je Aktie ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Value von EUR 180,9 Mio. werden mit EUR 94,7 Mio. rund 52,4% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 15,7 Mio. bzw. EUR 70,5 Mio. aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 29,30 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 17,4%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 34,40 je Aktie

TABELLE 4: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

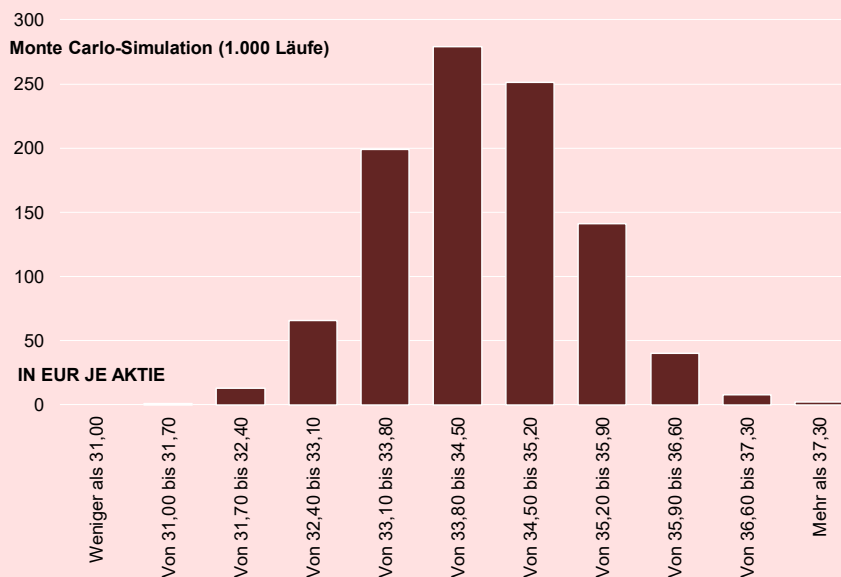
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	0,8%
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	94,7
in % des Enterprise Value	%	52,4%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	15,7
in % des Enterprise Value	%	8,7%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	70,5
in % des Enterprise Value	%	39,0%
Enterprise Value	EUR Mio.	180,88
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-55,2
Liquidität	EUR Mio.	1,6
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	127,2
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	34,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte-Carlo-Simulation

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

ABBILDUNG 3: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 116,0 Mio. bzw. über EUR 141,13 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 31,40 und EUR 38,20 (vgl. vorstehende Abbildung 3).

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

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

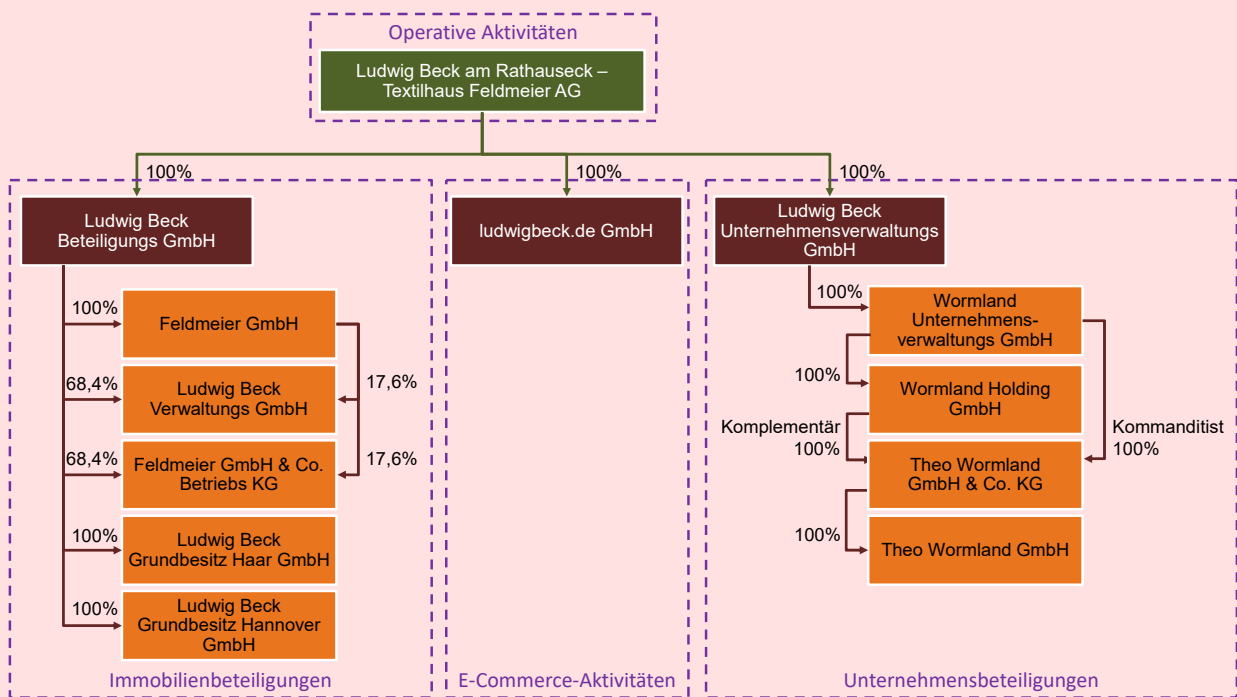
	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 34,40	
	2017e	2018e	2017e	2018e
KGV	54,5x	22,9x	64,0x	26,8x
EV/Umsatz	1,0x	1,0x	1,1x	1,1x
EV/EBIT	23,8x	17,0x	26,9x	19,2x
KBV	1,4x	1,3x	1,6x	1,6x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 in Europa, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von rund 12.400 qm (per Ende 2016) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren.

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

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.

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 2,1% pro Jahr zu steigern.

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 politische Annäherung der westlichen Industriestaaten an die russische Regierung unter Putin, verbunden mit einer Stärkung des Rubels gegenüber dem Euro, **(3)** die Erreichung des Break-Even im Online-Shop früher als angekündigt (2019/20e), **(4)** Meldungen über eine anhaltende Verbesserung der Ertragsentwicklung im Zuge der Wormland-Übernahme, und (langfristig) **(5)** ein anhaltender Bevölkerungszug in die Metropolregion München.

Katalysatoren ...

Schwächen und Risiken

Wir sehen 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 stationären Textileinzelhandels zum Mid-Season-Sale (Preiskampf); **(5)** sinkende Tourismuszahlen im Gefolge von Terroranschlägen; **(6)** Belastungen aus den Umbaumaßnahmen im Zuge des Baus der zweiten S-Bahn-Stammstrecke im nahe gelegenen Marienhof.

... und Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

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

Gewinn- und Verlustrechnung, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bruttoumsatz	EUR Mio.	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7	107,2	103,3
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-14,0	-13,9	-16,5	-16,4	-16,5	-17,1	-16,5
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1	86,8
YoY	%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%	-3,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-46,7	-46,1	-46,0	-44,8	-44,2	-44,6	-42,5
in % der Nettoerlöse	%	-53,3%	-52,7%	-52,9%	-52,0%	-50,7%	-49,5%	-48,9%
Rohhertrag	EUR Mio.	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0	45,5	44,3
in % der Nettoerlöse	%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%	50,5%	51,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	2,6	3,0	2,6	3,3	3,0	3,5	3,1
in % der Nettoerlöse	%	3,0%	3,4%	3,0%	3,8%	3,4%	3,9%	3,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-17,6	-17,4	-17,2	-16,9	-16,8	-17,0	-16,7
in % der Nettoerlöse	%	-20,0%	-20,0%	-19,7%	-19,7%	-19,3%	-18,9%	-19,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,8	-3,4	-3,8	-4,1	-3,5	-3,1	-2,8
in % der Nettoerlöse	%	-4,3%	-3,9%	-4,4%	-4,7%	-4,1%	-3,5%	-3,2%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%	0,0%	0,1%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-16,5	-16,8	-15,7	-15,7	-15,9	-15,1	-15,1
in % der Nettoerlöse	%	-18,8%	-19,2%	-18,0%	-18,3%	-18,3%	-16,7%	-17,4%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8	13,7	12,9
in % der Nettoerlöse	%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%	15,2%	14,8%
YoY	%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%	40,5%	-6,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-3,2	-1,6
Minderheiten	EUR Mio.	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9	11,3
YoY	%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%	55,2%	13,9%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,6	-1,1	-0,5	-1,7	-4,1	-3,5	-2,5
in % des EBT	%	-47,3%	-44,7%	-16,9%	-38,9%	-64,9%	-35,0%	-22,2%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2	6,4	8,8
YoY	%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%	187,8%	36,2%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,5	0,9	1,2	2,2	6,4	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	0,0	-1,3	-1,7
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,2	-0,6	-1,7	-0,8	-0,1	-0,3	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	0,5	0,9	1,2	1,9	4,3	11,2	9,3
Anzahl Aktien	Mio.	3,360	3,360	3,388	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61	1,74	2,37

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,2	102,1	102,7	158,6	177,1	174,8	177,8
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-16,5	-16,3	-16,4	-25,3	-28,3	-27,9	-28,4
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,7	85,8	86,3	133,3	148,9	146,9	149,4
YoY	%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	11,7%	-1,3%	1,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-42,9	-42,4	-43,6	-68,8	-77,6	-76,3	-76,0
in % der Nettoerlöse	%	-49,4%	-49,4%	-50,5%	-51,6%	-52,1%	-51,9%	-50,9%
Rohhertrag	EUR Mio.	43,8	43,4	42,7	64,5	71,3	70,6	73,4
in % der Nettoerlöse	%	50,6%	50,6%	49,5%	48,4%	47,9%	48,1%	49,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,5	3,4	3,8	13,3	4,2	3,8	3,9
in % der Nettoerlöse	%	4,1%	3,9%	4,4%	10,0%	2,8%	2,6%	2,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,4	-17,0	-17,7	-26,4	-30,4	-29,9	-30,1
in % der Nettoerlöse	%	-18,9%	-19,8%	-20,5%	-19,8%	-20,4%	-20,3%	-20,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-2,9	-2,7	-2,8	-4,0	-4,0	-4,1	-4,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-3,0%	-2,7%	-2,8%	-2,8%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-14,3	-14,8	-15,6	-29,1	-34,9	-34,4	-34,6
in % der Nettoerlöse	%	-16,5%	-17,3%	-18,1%	-21,8%	-23,5%	-23,4%	-23,2%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	13,9	12,3	10,6	18,3	6,3	6,1	8,4
in % der Nettoerlöse	%	16,0%	14,4%	12,3%	13,7%	4,3%	4,2%	5,6%
YoY	%	7,8%	-11,0%	-13,8%	72,3%	-65,4%	-3,8%	37,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	12,1	10,8	9,5	17,3	5,2	5,0	7,3
YoY	%	7,7%	-11,0%	-11,8%	81,2%	-69,8%	-3,4%	44,5%
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.	-3,5	-3,4	-2,8	-2,1	-2,3	-3,1	-2,5
in % des EBT	%	-28,8%	-31,6%	-29,7%	-12,1%	-44,8%	-60,6%	-35,0%
Minderheiten	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	8,4	7,4	6,7	15,2	2,9	2,0	4,7
YoY	%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-81,0%	-31,1%	138,5%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,8	-1,8	-1,8	-2,8	-2,8	-2,4	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	8,8	7,8	7,1	14,6	2,3	1,8	4,2
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	2,27	2,00	1,81	4,11	0,78	0,54	1,28

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2016 (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/16	Q2/16	H1/16	Q3/16	9M/16	Q4/16	2016
Bruttoumsatz	EUR Mio.	37,3	42,2	79,5	38,7	118,2	58,9	177,1
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-5,9	-6,8	-12,7	-6,2	-18,8	-9,4	-28,3
Nettoumsatz	EUR Mio.	31,4	35,4	66,8	32,6	99,4	49,5	148,9
YoY	%	71,6%	20,5%	40,1%	-15,3%	15,4%	4,9%	11,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-17,1	-18,5	-35,6	-17,8	-53,4	-24,2	-77,6
in % der Nettoerlöse	%	-54,5%	-52,3%	-53,3%	-54,5%	-53,7%	-48,9%	-52,1%
Rohhertrag	EUR Mio.	14,3	16,9	31,2	14,8	46,0	25,3	71,3
in % der Nettoerlöse	%	45,5%	47,7%	46,7%	45,5%	46,3%	51,1%	47,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,2	0,9	2,1	0,9	3,0	1,2	4,2
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	2,7%	3,2%	2,6%	3,0%	2,4%	2,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-7,7	-7,7	-15,4	-7,6	-22,9	-7,5	-30,4
in % der Nettoerlöse	%	-24,4%	-21,8%	-23,0%	-23,3%	-23,1%	-15,1%	-20,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-2,2	-1,0	-3,2	-0,8	-4,0
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-3,0%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-1,6%	-2,7%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-9,2	-8,3	-17,4	-7,9	-25,3	-9,6	-34,9
in % der Nettoerlöse	%	-29,1%	-23,3%	-26,1%	-24,3%	-25,5%	-19,4%	-23,5%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	-2,4	0,8	-1,6	-0,8	-2,4	8,7	6,3
in % der Nettoerlöse	%	-7,6%	2,3%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	17,6%	4,3%
YoY	%	n/a	-92,9%	n/a	n/a	n/a	24,8%	-65,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	-0,7	-0,4	-1,1
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-2,7	0,5	-2,1	-0,9	-3,1	8,3	5,2
YoY	%	n/a	-95,3%	-119,9%	330,8%	-129,1%	23,3%	-69,8%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-1,8	-2,3
in % des EBT	%	-4,9%	-71,2%	11,2%	32,3%	17,6%	-21,7%	-44,8%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-2,5	0,2	-2,4	-1,2	-3,6	6,5	2,9
YoY	%	n/a	-98,6%	n/a	113,6%	n/a	27,1%	-81,0%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-2,8	-2,8	0,0	-2,8	0,0	-2,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	-2,5	-2,6	-5,2	-1,2	-6,4	8,7	2,3
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,68	0,04	-0,64	-0,33	-0,98	1,76	0,78

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung 2017 (Quartale)

IFRS (31.12.)		Q1/17	Q2/17	H1/17	Q3/17e	9M/17e	Q4/17e	2017e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	36,6	40,5	77,1	38,8	115,9	58,9	174,8
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-5,8	-6,5	-12,3	-6,2	-18,5	-9,4	-27,9
Nettoumsatz	EUR Mio.	30,8	34,0	64,8	32,6	97,4	49,5	146,9
YoY	%	-2,0%	-3,9%	-3,1%	0,1%	-2,0%	0,1%	-1,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-17,0	-17,0	-34,1	-18,0	-52,0	-24,3	-76,3
in % der Nettoerlöse	%	-55,4%	-50,0%	-52,6%	-55,1%	-53,4%	-49,0%	-51,9%
Rohhertrag	EUR Mio.	13,7	17,0	30,7	14,6	45,4	25,3	70,6
in % der Nettoerlöse	%	44,6%	50,0%	47,4%	44,9%	46,6%	51,0%	48,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,9	0,8	1,7	0,9	2,6	1,1	3,8
in % der Nettoerlöse	%	2,9%	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,3%	2,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-7,2	-7,5	-14,7	-7,7	-22,3	-7,5	-29,9
in % der Nettoerlöse	%	-23,5%	-21,9%	-22,6%	-23,5%	-22,9%	-15,2%	-20,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-2,2	-1,1	-3,3	-0,8	-4,1
in % der Nettoerlöse	%	-3,6%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-1,6%	-2,8%
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.	-8,7	-8,5	-17,2	-7,8	-25,0	-9,4	-34,4
in % der Nettoerlöse	%	-28,4%	-24,9%	-26,5%	-23,8%	-25,6%	-19,0%	-23,4%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	-2,4	0,8	-1,6	-1,0	-2,6	8,7	6,1
in % der Nettoerlöse	%	-7,9%	2,4%	-2,5%	-3,0%	-2,6%	17,5%	4,2%
YoY	%	0,8%	2,5%	0,0%	26,1%	8,5%	-0,5%	-3,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-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.	-2,7	0,6	-2,1	-1,2	-3,3	8,4	5,0
YoY	%	0,0%	7,6%	-1,9%	34,2%	9,0%	1,2%	-3,4%
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.	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,3	-3,4	-3,1
in % des EBT	%	-0,8%	-39,3%	9,5%	-40,0%	-8,9%	-40,0%	-60,6%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	-2,6	0,3	-2,3	-0,7	-3,0	5,0	2,0
YoY	%	4,3%	126,5%	-3,4%	-39,1%	-15,6%	-22,5%	-31,1%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-2,4	-2,4	0,0	-2,4	0,0	-2,4
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	-2,6	-2,1	-4,7	-0,7	-5,5	7,3	1,8
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	-0,71	0,09	-0,62	-0,20	-0,83	1,36	0,54

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2	93,9	92,5
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,8	2,8	3,3	3,2	3,0	3,0	3,2
Sachanlagen	EUR Mio.	88,9	87,8	88,9	93,3	92,0	90,7	89,1
Latente Steuern	EUR Mio.	4,9	4,0	2,2	1,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	11,4	11,7	12,8	15,1	14,1	14,9	15,2
Vorräte	EUR Mio.	9,3	9,2	9,1	9,1	8,3	8,8	9,5
DIO	D	33	33	32	32	29	29	33
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,5	1,7	2,0	5,5	1,4	1,3	1,7
DSO	d	6	7	8	23	6	5	7
Bankguthaben	EUR Mio.	0,5	0,8	1,7	0,6	4,4	4,8	3,9
in % der Bilanzsumme	%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%	4,4%	3,7%
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.	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3	108,8	107,6
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	32,8	33,8	40,2	41,8	42,8	47,6	53,7
Eigenkapitalquote	%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%	49,9%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	8,6	8,6	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	8,3	8,9	14,0	14,8	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.	0,5	0,9	1,2	1,9	14,4	19,6	31,9
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4	15,1	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	47,3	46,4	43,7	43,7	45,6	37,5	33,5
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	35,1	34,4	36,2	36,5	37,0	29,9	27,6
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,0	0,5	0,6	1,5	0,6	0,6
Latente Steuern	EUR Mio.	4,5	4,5	4,3	2,7	3,7	3,5	1,2
Sonstige Schulden	EUR Mio.	6,6	6,5	2,7	4,0	3,4	3,4	4,1
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	19,1	17,4	14,7	18,6	12,0	14,5	20,4
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	12,2	11,0	3,1	8,2	3,5	3,4	10,4
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	2,1	1,8	1,9	5,2	1,3	1,6	1,4
in % der Erlöse	%	2,4%	2,1%	2,2%	6,0%	1,5%	1,8%	1,6%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,7	4,3	9,1	4,8	5,2	5,7	5,0
Steuerschulden	EUR Mio.	0,0	0,3	0,6	0,4	2,1	3,8	3,6
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	8,9	8,9	8,8	8,8	9,0	9,3	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	108,1	106,5	107,4	112,9	109,3	108,8	107,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	91,8	92,2	95,7	105,2	106,5	106,1	105,5
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,1	3,0	2,8	4,7	5,2	4,8	4,8
Sachanlagen	EUR Mio.	88,6	89,0	92,8	100,4	101,2	101,1	100,5
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	13,8	14,1	15,4	26,7	27,5	34,2	35,1
Vorräte	EUR Mio.	10,2	10,4	11,5	20,4	21,3	21,5	21,7
DIO	D	36	37	40	46	43	44	44
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	2,6	3,0	3,1	4,2	4,6	4,6	4,5
DSO	d	11	12	13	11	11	11	11
Bankguthaben	EUR Mio.	1,0	0,7	0,8	2,0	1,6	8,1	8,8
in % der Bilanzsumme	%	0,9%	0,7%	0,7%	1,5%	1,2%	5,8%	6,3%
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.	105,6	106,3	111,1	131,9	134,0	140,3	140,6
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	59,9	64,4	67,2	79,4	79,0	78,7	80,6
Eigenkapitalquote	%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	58,9%	56,1%	57,3%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	39,0	51,9	54,8	66,8	66,6	66,1	68,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	32,7	26,6	24,2	36,9	32,4	31,2	30,0
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	30,8	24,3	20,5	32,0	27,6	24,9	23,9
Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	1,2	2,7	3,9	4,0	5,1	5,3
Latente Steuern	EUR Mio.	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	1,1	0,8
Sonstige Schulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	12,9	15,3	19,7	15,7	22,7	30,4	29,9
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	6,6	9,0	13,9	5,5	11,7	20,3	19,4
Verbindlichkeiten aus Lieferg. & Leistg.	EUR Mio.	1,1	1,8	1,3	2,6	2,6	2,6	2,6
in % der Erlöse	%	1,3%	2,1%	1,5%	1,9%	1,7%	1,8%	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.	4,7	4,4	4,4	7,5	8,3	7,3	7,7
Steuerschulden	EUR Mio.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	105,6	106,3	111,1	131,9	134,0	140,3	140,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	89,5%	89,0%	88,1%	86,6%	87,1%	86,3%	85,9%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,6%	2,6%	3,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,0%
Sachanlagen	%	82,2%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%	83,4%	82,8%
Latente Steuern	%	4,5%	3,7%	2,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	10,5%	11,0%	11,9%	13,4%	12,9%	13,7%	14,1%
Vorräte	%	8,6%	8,7%	8,5%	8,0%	7,6%	8,1%	8,9%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,4%	1,6%	1,9%	4,9%	1,3%	1,2%	1,6%
Bankguthaben	%	0,5%	0,7%	1,6%	0,5%	4,0%	4,4%	3,7%
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	%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%	49,9%
Gezeichnetes Kapital	%	7,9%	8,1%	8,8%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%
Kapitalrücklage	%	7,7%	8,3%	13,0%	13,1%	3,2%	3,2%	3,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,4%	0,9%	1,1%	1,7%	13,2%	18,0%	29,7%
Anteile anderer Gesellschafter	%	14,3%	14,5%	14,5%	13,8%	14,1%	13,9%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	43,7%	43,6%	40,7%	38,7%	41,7%	34,4%	31,1%
Bankverbindlichkeiten	%	32,4%	32,3%	33,7%	32,3%	33,9%	27,5%	25,7%
Rückstellungen	%	1,1%	0,9%	0,5%	0,5%	1,3%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	4,2%	4,2%	4,0%	2,4%	3,4%	3,2%	1,1%
Sonstige Schulden	%	6,1%	6,1%	2,5%	3,5%	3,1%	3,2%	3,8%
Summe kurzfristige Schulden	%	17,7%	16,3%	13,7%	16,5%	11,0%	13,3%	18,9%
Bankverbindlichkeiten	%	11,3%	10,3%	2,9%	7,3%	3,2%	3,2%	9,7%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	2,0%	1,7%	1,8%	4,6%	1,2%	1,5%	1,3%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,4%	4,0%	8,5%	4,3%	4,7%	5,2%	4,7%
Steuerschulden	%	0,0%	0,3%	0,5%	0,4%	1,9%	3,5%	3,3%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,3%	8,3%	8,2%	7,8%	8,2%	8,5%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	87,0%	86,7%	86,1%	79,8%	79,5%	75,6%	75,0%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,9%	2,9%	2,5%	3,6%	3,9%	3,4%	3,4%
Sachanlagen	%	83,9%	83,7%	83,5%	76,1%	75,5%	72,1%	71,5%
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	%	13,0%	13,3%	13,9%	20,2%	20,5%	24,4%	25,0%
Vorräte	%	9,6%	9,8%	10,3%	15,5%	15,9%	15,3%	15,4%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	2,4%	2,8%	2,8%	3,2%	3,5%	3,3%	3,2%
Bankguthaben	%	0,9%	0,7%	0,7%	1,5%	1,2%	5,8%	6,3%
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	%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	58,9%	56,1%	57,3%
Gezeichnetes Kapital	%	8,9%	8,9%	8,5%	7,2%	7,0%	6,7%	6,7%
Kapitalrücklage	%	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	36,9%	48,8%	49,3%	50,7%	49,7%	47,2%	48,4%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	31,0%	25,0%	21,8%	27,9%	24,2%	22,2%	21,4%
Bankverbindlichkeiten	%	29,2%	22,9%	18,4%	24,3%	20,6%	17,8%	17,0%
Rückstellungen	%	0,6%	1,1%	2,5%	2,9%	3,0%	3,7%	3,8%
Latente Steuern	%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,8%	0,6%
Sonstige Schulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	12,3%	14,4%	17,7%	11,9%	16,9%	21,7%	21,3%
Bankverbindlichkeiten	%	6,3%	8,5%	12,5%	4,1%	8,7%	14,5%	13,8%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,1%	1,7%	1,2%	1,9%	1,9%	1,8%	1,9%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,4%	4,1%	4,0%	5,7%	6,2%	5,2%	5,5%
Steuerschulden	%	0,5%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	0,0%	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, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9	11,3
Abschreibungen	EUR Mio.	3,8	3,4	3,8	4,1	3,5	3,1	2,8
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	5,2	5,5	6,4	8,5	9,9	13,0	14,1
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	1,0	-0,2	-0,1	-3,4	4,9	-0,3	-1,2
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	1,2	-0,8	1,1	0,3	-4,2	0,9	-0,2
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-3,2	-1,6
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,9	4,9	4,2	5,5	3,8	0,8	-2,8
CFO	EUR Mio.	7,2	5,8	8,2	7,7	11,6	11,2	7,3
YoY	%	90,2%	-19,0%	41,0%	-6,0%	50,6%	-3,5%	-34,6%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,8	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-1,6	-2,5	-5,7	-8,6	-2,1	-1,9	-1,4
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2	-1,9	-11,6
YoY	%	-76,4%	166,6%	131,4%	47,3%	-74,7%	-10,3%	495,5%
Free Cashflow	EUR Mio.	6,3	3,3	2,4	-0,8	9,5	9,3	-4,2
YoY	%	n/a	-47,0%	-27,4%	n/a	n/a	-2,0%	n/a
Reinvestment Rate	%	16,1%	-8,6%	-16,5%	92,6%	10,5%	31,3%	78,0%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	-1,1	-1,3	-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.	-6,3	-1,9	-6,1	5,3	-4,2	-7,1	4,7
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	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-0,9	-0,5	-0,6	0,0	0,0	-0,5	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	-0,7	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	6,3	-3,7	0,4	0,7	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-6,3	-3,1	-2,3	0,6	-5,6	-8,9	3,4
YoY	%	n/a	-50,7%	-24,8%	n/a	n/a	58,1%	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	-0,3	3,8	0,4	-0,9
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	4,4	4,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,5	0,8	0,8	0,6	4,4	4,8	3,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	12,1	10,8	9,5	17,3	5,2	5,0	7,3
Abschreibungen	EUR Mio.	2,9	2,7	2,8	4,0	4,0	4,1	4,2
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,6	1,6	1,1	0,1	1,1	0,2
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	-9,8	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	15,1	14,1	13,9	12,6	9,3	10,2	11,6
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-1,5	-0,6	-1,2	-10,1	-1,3	-0,2	-0,2
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-4,7	0,4	-0,5	4,4	0,8	-1,0	0,4
Finanzerträge	EUR Mio.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
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.	0,0	-3,2	-3,6	-2,7	-1,7	-1,7	-1,7
CFO	EUR Mio.	6,2	9,2	7,5	3,2	6,0	6,3	9,0
YoY	%	-16,1%	49,4%	-18,8%	-57,2%	87,2%	5,5%	43,4%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-2,3	-3,1	-6,4	-2,1	-5,4	-4,0	-3,6
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,4	-3,2	-6,5	-2,2	-5,4	-4,0	-3,6
YoY	%	-79,1%	32,1%	103,8%	-66,1%	144,5%	-25,9%	-10,0%
Free Cashflow	EUR Mio.	3,7	6,0	0,9	1,0	0,6	2,3	5,4
YoY	%	n/a	60,6%	-84,2%	3,8%	-41,5%	299,6%	136,4%
Reinvestment Rate	%	-2,6%	-14,4%	48,8%	4781,4%	2707,0%	-85,2%	46,4%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,7	-1,8	-1,8	-2,8	-2,8	-2,4	-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.	-0,6	-4,1	1,0	3,1	1,7	6,1	-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.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-3,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	0,6	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-6,7	-6,3	-0,8	-0,1	-1,1	4,2	-4,7
YoY	%	n/a	-6,3%	-86,9%	-91,6%	n/a	n/a	n/a
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	-3,0	-0,3	0,1	0,9	-0,5	6,5	0,8
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	3,9	1,0	0,7	0,8	2,0	1,6	8,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	1,0	0,7	0,8	2,0	1,6	8,1	8,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz (netto)	EUR Mio.	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1	86,8
Ludwig Beck	EUR Mio.	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1	86,8
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%	-3,7%
Ludwig Beck	%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%	-3,7%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ludwig Beck	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Wormland	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	EUR Mio.	5,8	6,8	7,2	16,6	19,0	22,3	12,9
Ludwig Beck	EUR Mio.	5,8	6,8	7,2	16,6	19,0	22,3	12,9
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	76,0%	17,7%	6,0%	132,1%	14,0%	17,3%	-42,2%
Ludwig Beck	%	76,0%	17,7%	6,0%	132,1%	14,0%	17,3%	-42,2%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-Marge	%	6,6%	7,7%	8,2%	19,3%	21,8%	24,7%	14,8%
Ludwig Beck	%	6,6%	7,7%	8,2%	19,3%	21,8%	24,7%	14,8%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	86,7	85,8	86,3	133,3	148,9	146,9	149,4
Ludwig Beck	EUR Mio.	86,7	85,8	86,3	87,4	85,0	84,0	85,3
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	45,9	63,9	62,9	64,1
YoY	%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	11,7%	-1,3%	1,7%
Ludwig Beck	%	-0,1%	-1,0%	0,5%	1,3%	-2,7%	-1,1%	1,5%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	39,1%	-1,5%	2,0%
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ludwig Beck	%	100,0%	100,0%	100,0%	65,6%	57,1%	57,2%	57,1%
Wormland	%	0,0%	0,0%	0,0%	34,4%	42,9%	42,8%	42,9%
EBIT	EUR Mio.	13,8	12,3	10,6	18,3	6,3	6,1	8,4
Ludwig Beck	EUR Mio.	13,8	12,3	10,6	8,2	8,6	8,9	8,0
Wormland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,2	-2,3	-2,8	0,4
YoY	%	7,5%	-10,7%	-13,8%	72,3%	-65,4%	-4,0%	38,2%
Ludwig Beck	%	7,5%	-10,7%	-13,8%	-23,2%	5,5%	3,5%	-10,1%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-122,3%	24,6%	-114,1%
EBIT-Marge	%	15,9%	14,4%	12,3%	13,7%	4,3%	4,1%	5,6%
Ludwig Beck	%	15,9%	14,4%	12,3%	9,3%	10,1%	10,6%	9,4%
Wormland	%	n/a	n/a	n/a	22,1%	-3,6%	-4,5%	0,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	101,7	101,3	103,5	102,6	103,7	107,2	103,3
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,7	87,4	87,0	86,2	87,2	90,1	86,8
Rohhertrag	EUR Mio.	41,0	41,3	41,0	41,4	43,0	45,5	44,3
EBITDA	EUR Mio.	9,5	10,2	11,0	12,2	13,3	16,9	15,6
EBIT	EUR Mio.	5,8	6,8	7,2	8,1	9,8	13,7	12,9
EBT	EUR Mio.	1,2	2,5	3,1	4,4	6,4	9,9	11,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,6	1,4	2,6	2,7	2,2	6,4	8,8
Anzahl Mitarbeiter		540	543	544	524	529	509	500
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	6,24	9,18	14,70	13,62	12,95	19,10	21,35
Kurs Tief	EUR	4,65	5,96	7,80	6,30	8,90	11,80	18,29
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,38	7,27	11,35	10,47	11,20	14,39	19,56
EPS	EUR	0,19	0,42	0,76	0,73	0,61	1,74	2,37
CFPS	EUR	1,48	1,77	2,04	2,31	2,69	3,53	3,81
BVPS	EUR	5,15	5,47	7,26	7,09	7,39	8,79	14,54
Dividende	EUR	0,10	0,10	0,20	0,30	0,35	0,35	0,45
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	46,7%	47,3%	47,1%	48,0%	49,3%	50,5%	51,1%
EBITDA-Marge	%	10,9%	11,7%	12,6%	14,2%	15,3%	18,7%	18,0%
EBIT-Marge	%	6,6%	7,7%	8,2%	9,4%	11,2%	15,2%	14,8%
EBT-Marge	%	1,4%	2,9%	3,6%	5,2%	7,3%	11,0%	13,0%
Netto-Marge	%	0,7%	1,6%	3,0%	3,1%	2,6%	7,1%	10,1%
FCF-Marge	%	7,1%	3,8%	2,8%	-1,0%	10,9%	10,3%	-4,9%
ROE	%	1,7%	4,2%	7,0%	6,6%	5,3%	14,3%	17,3%
ROCE	%	6,3%	6,8%	7,2%	8,2%	8,8%	11,3%	10,5%
CE/Umsatz	%	113,8%	113,6%	115,9%	117,6%	117,9%	112,8%	116,7%
NWC/Umsatz	%	9,2%	9,9%	9,9%	5,5%	9,0%	8,7%	10,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	162,3	160,9	159,9	164,5	164,8	177,0	173,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	10,6	12,5	13,2	15,5	18,5	27,0	25,7
DSO	d	6	7	8	23	6	5	7
Inventory days	d	33	33	32	32	29	29	33
Capex/Umsatz	%	1,8%	2,9%	6,6%	9,9%	2,4%	2,1%	1,6%
Fixkosten-Deckung	x	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	1,6
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	1,1%	-0,4%	2,2%	-0,9%	1,1%	3,3%	-3,7%
Nettoumsatz	%	1,2%	-0,3%	-0,5%	-0,9%	1,2%	3,3%	-3,7%
Flächenbereinigter Umsatz	%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%	5,3%	1,7%
EBITDA	%	35,5%	6,7%	7,8%	11,3%	9,0%	26,8%	-7,3%
EBIT	%	76,0%	17,7%	6,0%	13,5%	20,1%	40,5%	-6,4%
EBT	%	n/a	111,2%	23,4%	42,8%	43,5%	55,2%	13,9%
Nettoergebnis	%	n/a	121,7%	85,3%	4,9%	-17,6%	187,8%	36,2%
EPS	%	n/a	121,7%	83,7%	-3,8%	-17,6%	187,8%	36,2%
CFPS	%	95,8%	19,1%	15,5%	13,0%	16,4%	31,5%	7,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,2	102,1	102,7	158,6	177,1	174,8	177,8
Nettoumsatz	EUR Mio.	86,7	85,8	86,3	133,3	148,9	146,9	149,4
Rohhertrag	EUR Mio.	43,8	43,4	42,7	64,5	71,3	70,6	73,4
EBITDA	EUR Mio.	16,8	15,1	13,4	22,3	10,3	10,2	12,6
EBIT	EUR Mio.	13,9	12,3	10,6	18,3	6,3	6,1	8,4
EBT	EUR Mio.	12,1	10,8	9,5	17,3	5,2	5,0	7,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	8,4	7,4	6,7	15,2	2,9	2,0	4,7
Anzahl Mitarbeiter		451	461	478	920	892	849	866
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	28,95	31,50	31,58	35,95	35,02	32,20	
Kurs Tief	EUR	19,15	25,85	28,45	28,70	27,01	27,85	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	21,77	29,33	29,20	32,43	30,78	29,30	29,30
EPS	EUR	2,27	2,00	1,81	4,11	0,78	0,54	1,28
CFPS	EUR	4,08	3,67	3,33	5,76	2,49	2,46	3,10
BVPS	EUR	16,22	17,43	18,20	21,49	21,37	21,29	21,82
Dividende	EUR	0,50	0,50	0,75	0,75	0,65	0,75	0,85
Kursziel	EUR							34,40
Performance bis Kursziel	%							17,4%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	50,6%	50,6%	49,5%	48,4%	47,9%	48,1%	49,1%
EBITDA-Marge	%	19,4%	17,6%	15,6%	16,8%	6,9%	6,9%	8,4%
EBIT-Marge	%	16,0%	14,4%	12,3%	13,7%	4,3%	4,2%	5,6%
EBT-Marge	%	14,0%	12,6%	11,0%	12,9%	3,5%	3,4%	4,9%
Netto-Marge	%	9,7%	8,6%	7,8%	11,4%	1,9%	1,4%	3,2%
FCF-Marge	%	4,3%	7,0%	1,1%	0,7%	0,4%	1,6%	3,6%
ROE	%	14,8%	11,9%	10,2%	20,7%	3,6%	2,5%	5,9%
ROCE	%	11,2%	10,1%	8,5%	12,1%	5,5%	5,4%	6,8%
CE/Umsatz	%	118,2%	118,7%	124,1%	93,8%	85,6%	86,5%	84,7%
NWC/Umsatz	%	12,4%	11,5%	13,3%	14,9%	14,1%	14,4%	14,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	192,2	186,2	180,5	144,9	166,9	173,0	172,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	30,7	26,8	22,2	19,9	7,1	7,2	9,7
DSO	d	11	12	13	11	11	11	11
Inventory days	d	36	37	40	46	43	44	44
Capex/Umsatz	%	2,7%	3,6%	7,4%	1,6%	3,6%	2,7%	2,4%
Fixkosten-Deckung	x	1,7	3,4	3,3	5,9	2,0	2,0	2,7
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	11,7%	-1,3%	1,7%
Nettoumsatz	%	-0,1%	-1,0%	0,5%	54,5%	11,7%	-1,3%	1,7%
Flächenbereinigter Umsatz	%	2,9%	0,6%	0,6%	1,3%	70,3%	-1,3%	1,7%
EBITDA	%	7,4%	-10,3%	-11,0%	66,4%	-53,8%	-1,4%	23,9%
EBIT	%	7,8%	-11,0%	-13,8%	72,3%	-65,4%	-3,8%	37,8%
EBT	%	7,7%	-11,0%	-11,8%	81,2%	-69,8%	-3,4%	44,5%
Nettoergebnis	%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-81,0%	-31,1%	138,5%
EPS	%	-4,3%	-12,0%	-9,4%	126,7%	-81,0%	-31,1%	138,5%
CFPS	%	7,2%	-10,1%	-9,1%	72,7%	-56,8%	-0,9%	26,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2005-11

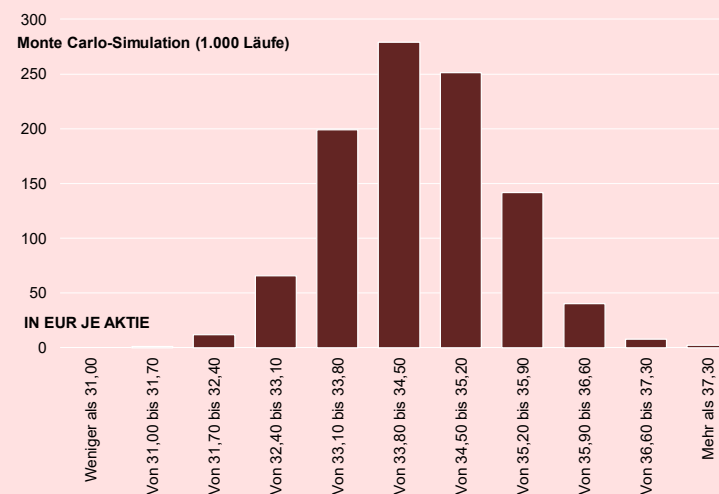
IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	96,7	94,8	94,6	97,8	95,2	93,9	92,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	11,4	11,7	12,8	15,1	14,1	14,9	15,2
Eigenkapital	EUR Mio.	32,8	33,8	40,2	41,8	42,8	47,6	53,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	66,4	63,8	58,4	62,4	57,6	51,9	53,9
Anlagenintensität	%	82,2%	82,4%	82,8%	82,6%	84,2%	83,4%	82,8%
Capex	EUR Mio.	1,6	2,5	5,7	8,6	2,1	1,9	1,4
Substanzerhaltungsgrad	x	0,42	0,73	1,51	2,10	0,59	0,61	0,50
EK-Quote	%	30,3%	31,8%	37,4%	37,0%	39,1%	43,7%	49,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	142,7%	132,0%	93,6%	105,7%	84,4%	60,0%	63,5%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	8,2	6,7	5,5	5,5	4,1	2,4	3,0
Working Capital	EUR Mio.	8,0	8,7	8,6	4,8	7,8	7,8	9,0
Capital Employed	EUR Mio.	99,7	99,3	100,8	101,3	102,8	101,6	101,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,4	3,4	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	18,1	24,4	38,5	38,7	41,4	53,2	72,3
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	21,0	30,8	49,8	50,3	47,9	70,6	78,9
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	15,6	20,0	26,4	23,3	32,9	43,6	67,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	46,8	44,6	37,7	44,1	36,1	28,6	34,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,5	15,4	15,6	15,5	15,4	15,1	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	80,3	84,5	91,7	98,3	92,9	96,8	106,4
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	83,2	90,9	103,1	110,0	99,4	114,2	113,0
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	77,9	80,1	79,7	82,9	84,4	87,2	101,7
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,92	0,97	1,05	1,14	1,07	1,07	1,23
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,95	1,04	1,19	1,28	1,14	1,27	1,30
EV/Umsatz (Tief)	x	0,89	0,92	0,92	0,96	0,97	0,97	1,17
EV/EBITDA	x	8,4	8,3	8,4	8,0	7,0	5,7	6,8
EV/EBIT	x	14,0	12,5	12,8	12,1	9,5	7,0	8,3
KGV	x	28,7	17,5	14,9	14,2	18,5	8,3	8,2
KCF	x	3,6	4,1	5,6	4,5	4,2	4,1	5,1
KBV	x	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5	1,6	1,3
FCF-Yield	%	1,9	1,0	0,7	-0,2	2,6	2,5	-1,1
Ausschüttungsquote	%	5,4%	10,1%	28,1%	-132,0%	13,7%	13,9%	-39,2%
Dividendenrendite	%	1,9%	1,4%	1,8%	2,9%	3,1%	2,4%	2,3%
Economic Value Added								
WACC	%	9,0%	8,3%	8,1%	8,6%	7,6%	6,7%	6,9%
ROCE/WACC	x	0,70	0,82	0,89	0,96	1,16	1,69	1,52
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	7,2	5,8	8,2	7,7	11,6	11,2	7,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-2,5	-5,8	-8,6	-2,2	-1,9	-11,6
Free Cashflow	EUR Mio.	6,3	3,3	2,4	-0,8	9,5	9,3	-4,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-6,3	-3,1	-2,3	0,6	-5,6	-8,9	3,4
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	3,1%	1,7%	3,2%	1,8%	1,8%	5,3%	1,7%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	0,3%	0,6%	-0,1%	0,9%	1,3%	1,1%	0,6%
Anzahl Shops zum Jahresende		11	11	11	9	9	5	4
LFL Kosten YoY	%	-4,6%	-0,6%	-2,6%	0,4%	-1,2%	-3,0%	-1,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	91,8	92,2	95,7	105,2	106,5	106,1	105,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	13,8	14,1	15,4	26,7	27,5	34,2	35,1
Eigenkapital	EUR Mio.	59,9	64,4	67,2	79,4	79,0	78,7	80,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	45,6	41,9	43,9	52,5	55,1	61,6	60,0
Anlagenintensität	%	83,9%	83,7%	83,5%	76,1%	75,5%	72,1%	71,5%
Capex	EUR Mio.	2,3	3,1	6,4	2,1	5,4	4,0	3,6
Substanzerhaltungsgrad	x	0,78	1,13	2,30	0,53	1,36	0,98	0,86
EK-Quote	%	56,8%	60,6%	60,5%	60,2%	58,9%	56,1%	57,3%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	60,9%	50,7%	49,9%	44,7%	47,7%	47,3%	42,9%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,7	2,7	3,2	2,0	6,2	7,4	5,2
Working Capital	EUR Mio.	10,8	9,9	11,5	19,9	21,0	21,1	21,3
Capital Employed	EUR Mio.	102,5	101,9	107,1	125,0	127,4	127,0	126,6
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	80,4	108,4	107,9	119,8	113,7	108,3	108,3
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	107,0	116,4	116,7	132,8	129,4		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	70,8	95,5	105,1	106,0	99,8		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	36,5	32,6	33,5	35,5	37,7	37,2	34,5
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 (Durchschnitt)	EUR Mio.	116,9	141,0	141,4	155,3	151,4	145,5	142,8
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	143,5	149,0	150,2	168,3	167,1		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	107,3	128,2	138,7	141,5	137,5		
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,35	1,64	1,64	1,17	1,02	0,99	0,96
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,65	1,74	1,74	1,26	1,12		
EV/Umsatz (Tief)	x	1,24	1,49	1,61	1,06	0,92		
EV/EBITDA	x	7,0	9,4	10,5	7,0	14,7	14,3	11,3
EV/EBIT	x	8,4	11,4	13,3	8,5	23,9	23,8	17,0
KGV	x	9,6	14,7	16,1	7,9	39,5	54,5	22,9
KCF	x	5,3	8,0	8,8	5,6	12,4	11,9	9,4
KBV	x	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
FCF-Yield	%	1,0	1,6	0,3	0,3	0,2	0,6	1,5
Ausschüttungsquote	%	22,0%	25,0%	41,4%	18,3%	83,3%	139,6%	66,3%
Dividendenrendite	%	2,3%	1,7%	2,6%	2,3%	2,1%	2,6%	2,9%
Economic Value Added								
WACC	%	7,6%	6,5%	7,3%	5,6%	3,6%	3,5%	3,5%
ROCE/WACC	x	1,47	1,54	1,17	2,18	1,53	1,56	1,94
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	6,2	9,2	7,5	3,2	6,0	6,3	9,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,4	-3,2	-6,5	-2,2	-5,4	-4,0	-3,6
Free Cashflow	EUR Mio.	3,7	6,0	0,9	1,0	0,6	2,3	5,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-6,7	-6,3	-0,8	-0,1	-1,1	4,2	-4,7
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	2,9%	0,6%	0,6%	1,3%	70,3%	-1,3%	1,7%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	-0,5%	0,1%	-1,2%	-1,1%	-0,5%	0,2%	1,0%
Anzahl Shops zum Jahresende		3	3	3	17	17	18	18
LFL Kosten YoY	%	-2,9%	3,0%	4,2%	65,1%	16,4%	-1,4%	0,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
Umsatz	EUR Mio.	174,8	177,8	180,3	182,5	184,6	186,3	187,8	189,1	190,3	191,4	192,6	193,8	194,9	196,1	197,3	198,5
YoY	%	-1,3%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	6,1	8,4	9,9	11,5	13,1	13,4	13,7	14,0	14,3	14,6	14,9	15,2	15,5	15,8	16,1	15,9
EBIT-Marge	%	3,5%	4,7%	5,5%	6,3%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,0%
Steuern	EUR Mio.	-3,1	-2,5	-2,9	-3,3	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,6
Steuerquote (τ)	%	50,1%	30,3%	29,4%	29,1%	28,7%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	3,0	5,9	7,0	8,1	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	11,4	11,3
Reinvestment	EUR Mio.	-4,2	-3,8	-3,0	-2,7	-2,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,2
FCFF	EUR Mio.	-1,1	2,1	4,0	5,5	6,9	8,9	9,4	9,7	9,9	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	10,1
WACC	%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	96,6%	93,4%	90,2%	87,2%	84,1%	80,9%	77,7%	74,5%	71,2%	68,0%	64,8%	61,6%	58,5%	55,4%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-1,1	2,0	3,8	5,0	6,1	7,5	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	6,9	6,7	6,4	6,2	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	0,8%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	94,7															
in % des Enterprise Value	%	52,4%															
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	15,7															
in % des Enterprise Value	%	8,7%															
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	70,5															
in % des Enterprise Value	%	39,0%															
Enterprise Value	EUR Mio.	180,88															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-55,2															
Liquidität	EUR Mio.	1,6															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	127,2															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	34,40															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

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 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. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlungen ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der 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.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag 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.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
25.07.2017/16:15 Uhr	EUR 34,40/EUR 29,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
26.04.2017/07:00 Uhr	EUR 34,40/EUR 30,70	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
29.03.2017/13:15 Uhr	EUR 34,40/EUR 28,15	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
03.02.2017/11:45 Uhr	EUR 38,30/EUR 31,40	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
09.01.2017/15:10 Uhr	EUR 35,30/EUR 28,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
05.10.2016/12:41 Uhr	EUR 35,30/EUR 30,12 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
27.07.2016/13:16 Uhr	EUR 40,90/EUR 32,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
27.04.2016/08:26 Uhr	EUR 42,00/EUR 34,50 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
23.03.2016/09:05 Uhr	EUR 40,60/EUR 31,10 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
08.01.2016/12:16 Uhr	EUR 40,60/EUR 29,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

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.

Diese Studie wurde am 25.07.2017 um 15:20 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 29,50.