

# Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

## Moderate Gewinnwarnung

Auch Ludwig Beck muss seine Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2018e nach einem verzögerten Saisonstart für die Herbst-/Wintersortimente wegen des ungewöhnlich milden Spätherbstwetters nach unten schrauben. Allerdings fallen die Anpassungen geringer aus als bei den meisten anderen textilen Einzelhändlern. So rechnet der Vorstand nunmehr mit Bruttoumsätzen von EUR 165 Mio. (zuvor: EUR 170-180 Mio.) und einer EBIT-Nettoumsatzrendite von 3,0% (bislang: 3,5%-5,0%). Da unsere Finanzprognosen bereits vor der Absenkung der Guidance tendenziell am unteren Ende der ausgegebenen Bandbreite lagen, fallen die Anpassungen unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen überschaubar aus. Aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell ergibt sich ein Zwölfmonats-Kursziel von EUR 31,30 (bislang: EUR 32,80) je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 28,00 entspricht dies einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 11,8%. Nach der Outperformance der vergangenen Monate (YTD -0,8% vs. DAX -17,9%) bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

### Rückstufung der Management-Guidance

Angesichts der jahreszeitlich zu warmen Witterung hat der Vorstand von Ludwig Beck gestern seine Umsatz- und Ertragsprognosen vergleichsweise moderat nach unten angepasst:

- ⊖ Anstelle eines **Bruttoumsatzes** aus Warenverkäufen zwischen EUR 170 und 180 Mio. wird auf Konzernebene nunmehr mit Bruttoerlösen von EUR 165 Mio. gerechnet.
- ⊖ Anstelle einer **EBIT-Marge** zwischen 3,5% und 5,0% (bezogen auf die Nettoerlöse) rechnet das Unternehmen nunmehr mit einer EBIT-Marge von 3,0%. Umgerechnet entspricht dies einem operativen Konzernergebnis von etwa EUR 4,2 Mio.

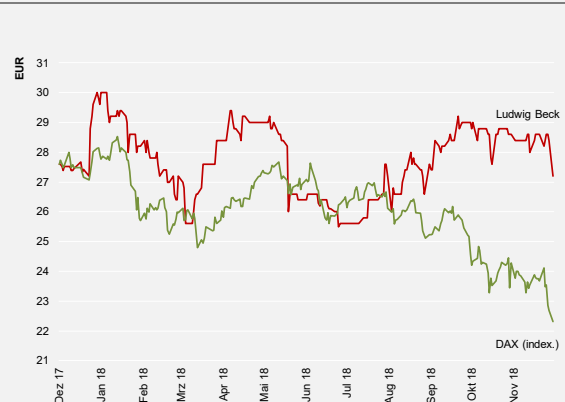
Darüber hinaus wurde die Guidance für die Ludwig Beck AG angepasst, in der die Wormland-Filialen nicht enthalten sind. Danach rechnet der Vorstand

- ⊖ anstelle eines **Bruttoumsatzes** zwischen EUR 93 und 97 Mio. nunmehr mit Bruttoerlösen zwischen EUR 90 und 91 Mio. und
- ⊖ anstelle einer **EBIT-Marge** zwischen 4,0% und 6,0% nunmehr mit einer EBIT-Marge zwischen 4,5% und 5,0%.

Aus diesen Vorgaben geht hervor, dass die gewichtigeren Anpassungen bei Wormland vorgenommen werden. Wir gehen dementsprechend davon aus, dass damit auch unsere bisherige Einschätzung, Wormland könnte im kommenden Jahr eine „schwarze Null“ erreichen, nicht länger realistisch ist und verschieben unser Ertragszenario für die Wormland-Filialen um ein Jahr nach hinten.

**Rating:** Buy **Risiko:** Mittel  
**Kurs:** EUR 28,00  
**Kursziel:** EUR 31,30 (bislang EUR 32,80)

<b>WKN/ISIN:</b> 519990/DE0005199905				
<b>Indizes:</b> C-DAX, Classic All Share, Prime All Share				
<b>Transparenzlevel:</b> Prime Standard				
<b>Gewichtete Anzahl Aktien:</b> 3,7 Mio.				
<b>Marktkapitalisierung:</b> EUR 103,5 Mio.				
<b>Handelsvolumen/Tag:</b> ~500 Stück				
<b>Eckdaten Umsatz 2018:</b> Januar 2019				
<b>EUR Mio. (31.12.)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Umsatz	145,6	138,7	136,8	136,9
EBITDA	10,9	8,8	10,2	12,5
EBIT	6,5	4,2	5,7	7,9
EBT	5,6	3,5	5,1	7,3
EAT	3,3	0,9	3,4	5,0
<b>% der Umsätze</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EBITDA	7,5	6,3	7,5	9,1
EBIT	4,4	3,0	4,2	5,7
EBT	3,8	2,5	3,7	5,4
EAT	2,2	0,6	2,5	3,6
<b>Je Aktie (EUR)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EPS	0,89	0,24	0,93	1,35
Dividende	0,65	0,75	0,85	0,95
Buchwert	21,49	21,08	21,26	21,76
Cashflow	2,71	2,18	2,62	3,22
<b>%</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EK-Quote	60,8%	60,0%	60,9%	62,1%
Gearing	42,7%	44,7%	40,3%	34,0%
<b>x</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
KGV	30,9	116,7	30,0	20,7
EV/Umsatz	0,93	1,00	0,99	0,96
EV/EBITDA	20,9	32,7	23,8	16,6
KBV	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>EUR Mio.</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	
Guidance: Umsatz	165,0	-	-	
Guidance: EBIT	~4,2	-	-	



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**  
+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553  
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

TABELLE 1: ZUSAMMENFASSUNG DER MANAGEMENT-GUIDANCE 2018E

		Neu	Alt		2017	Δ
			Untergrenze	Obergrenze		
Bruttoumsatz	EUR Mio.	165	170	180	173,2	↘
EBIT-Marge (bezogen auf den Nettoumsatz)	%	3,0%	3,5%	5,0%	4,4%	↘
EBIT (abgeleitet)	EUR Mio.	4,2	5,0	7,6	6,5	↘

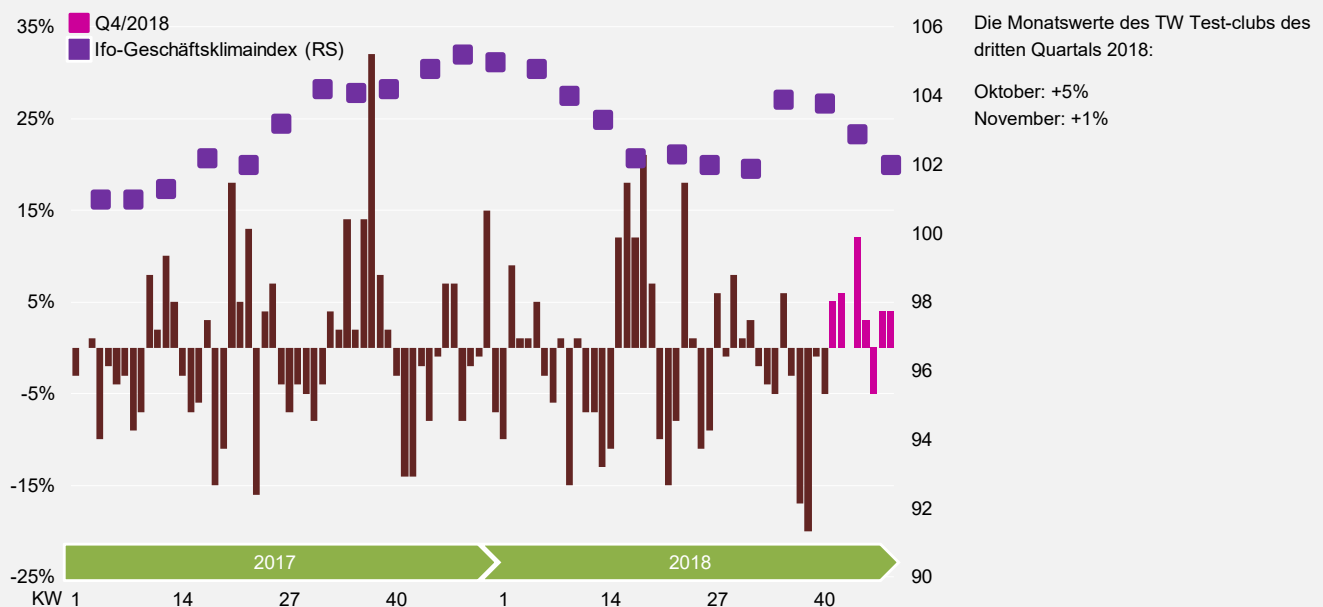
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Anpassung unserer Prognosen

Unsere Finanzprognosen lagen mit Bruttoumsätzen von EUR 169,0 Mio. und einem EBIT von EUR 6,0 Mio. – entsprechend einer EBIT-Marge (netto) von 3,5% – bereits vor der Anpassung tendenziell am unteren Ende der vom Management ausgegebenen Bandbreite. Die Anpassungen unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen im Gefolge der Gewinnwarnung fallen dementsprechend überschaubar aus.

**Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift Textil-Wirtschaft ermittelt wird, hat für das vierte Quartal bislang steigende Umsätze gemeldet. Damit dürfte der Rückgang, der nach neun Monaten noch bei knapp -3% gelegen hatte, zumindest zum Teil kompensiert worden sein.**

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB U. IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2017-18



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

### TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex im Einklang

Das vierte Quartal 2018 haben die teilnehmenden Textilunternehmen im TW-Testclub bislang trotz warmer Witterung mit einem Plus abgeschlossen: So lagen die Erlöse im Oktober im Jahresvergleich mit 5% und im November mit 1% über ihren jeweiligen Vorjahreswerten. Per Saldo konnten die Erlöse im vierten Quartal damit auch einen Teil

des für die ersten neun Monate gemeldeten Rückgangs von -2% wieder ausgleichen.

### Sinkende Bedeutung des TW-Testclubs

Allerdings haben wir mehr und mehr den Eindruck, dass die von TextilWirtschaft befragten Unternehmen nicht immer repräsentativ für den deutschen Einzelhandel sind.

**Wir rechnen unvermindert damit, dass es dem Ludwig Beck-Management gelingen wird, die operative Ertragslage von Wormland in den kommenden Jahren deutlich zu verbessern. Angesichts der langfristigen Gewinndynamik sehen wir in einem dreistufigen Discounted Cashflow-Modell das geeignete Bewertungsverfahren. Dieses haben wir nach der Veröffentlichung der Gewinnwarnung überarbeitet und errechnen nunmehr ein Kursziel von EUR 31,30 je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs von EUR 28,00 entspricht dies auf Sicht von zwölf Monaten einem Kurssteigerungspotenzial von 11,8%. Wir bekräftigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.**

### Wir bestätigen unser Buy-Rating

Nach der Veröffentlichung der Gewinnwarnung haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet. Aus diesem leitet sich nun ein Enterprise Value von EUR 157,5 Mio. ab. Aus diesem werden 45,7% über den Terminal Value abgeleitet, 15,0% bzw. 39,3% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Abzüglich der Nettoverschuldung von EUR 42,0 Mio. (per Ende 2017) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 115,5 Mio. Bei 3,7 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 31,30 je Aktie.

**TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	0,8%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	71,9
in % des Enterprise Value	%	45,7%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	23,7
in % des Enterprise Value	%	15,0%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	62,0
in % des Enterprise Value	%	39,3%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>157,5</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-43,6
Liquidität	EUR Mio.	1,6
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>115,5</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>31,30</b>

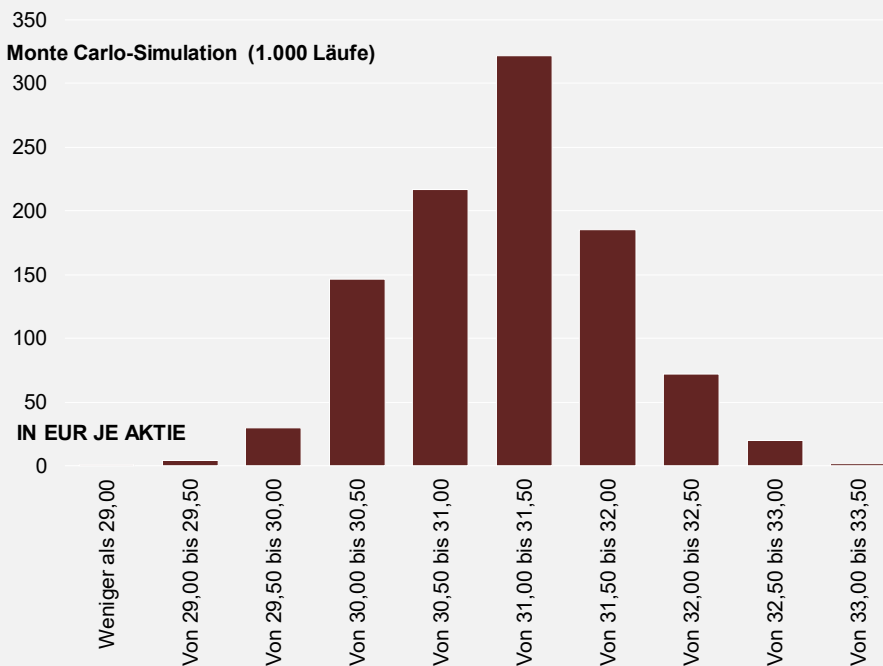
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 2 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 114,2 Mio. bzw. über EUR 139,3 Mio. bzw. von unter EUR 30,90

und über EUR 37,70 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

ABBILDUNG 2: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



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.

Zu sehen ist ein linkssteiles-rechtsschiefes Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 31,00 und EUR 31,50 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bestätigung unseres Buy-Ratings

Vor dem Hintergrund der Outperformance der Ludwig Beck-Aktie (-0,8% YoY) gegenüber dem DAX (-17,9% YTD) und des von uns erwarteten Kurspotenzials von 11,8% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

TABELLE 3: PERFORMANCE DER TEXTIL-PEERGROUP (YTD)

		Kurs (EUR) 31.12.17	Kurs (EUR) heute	Performance (%) YTD
<b>Ludwig Beck</b>	<b>EUR</b>	<b>27,43</b>	<b>27,20</b>	<b>-0,8%</b>
H&M	SEK	162,90	158,10	-2,9%
Inditex	EUR	29,10	26,61	-8,6%
Marks & Spencer	GBP	313,70	275,80	-12,1%
Hugo Boss	EUR	72,28	58,86	-18,6%
Adler Modemärkte	EUR	5,82	3,10	-46,7%
Ahlers	EUR	5,90	3,02	-48,8%
Gerry Weber	EUR	9,22	2,53	-72,6%
Tom Tailor	EUR	11,19	2,45	-78,1%
<b>Median</b>				<b>-32,7%</b>

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 31,30 je Aktie wären die Aktien von Ludwig Beck mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER LUDWIG BECK-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel von EUR 31,30		
		2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	x	116,7x	30,0x	20,7x	130,4x	33,6x	23,2x
EV/Umsatz	x	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA	x	32,7x	23,8x	16,6x	35,6x	25,9x	18,2x
KBV	x	1,3x	1,3x	1,3x	1,5x	1,5x	1,4x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Katalysatoren für die Wertentwicklung

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 **(5)** (langfristig) ein anhaltender Bevölkerungszug in die Metropolregion München.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

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 vor allem in der ertragsrelevanten Vorweihnachtszeit; **(4)** eine anhaltende Tendenz des stationären Textileinzelhandels zum Mid-Season-Sale mit entsprechendem Preiskampf; **(5)** sinkende Tourismuszahlen in City-Lagen im Gefolge möglicher Terroranschläge; **(6)** Belastungen aus den Umbaumaßnahmen im Zuge des Baus der zweiten S-Bahn-Stammstrecke im nahe gelegenen Marienhof.

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.

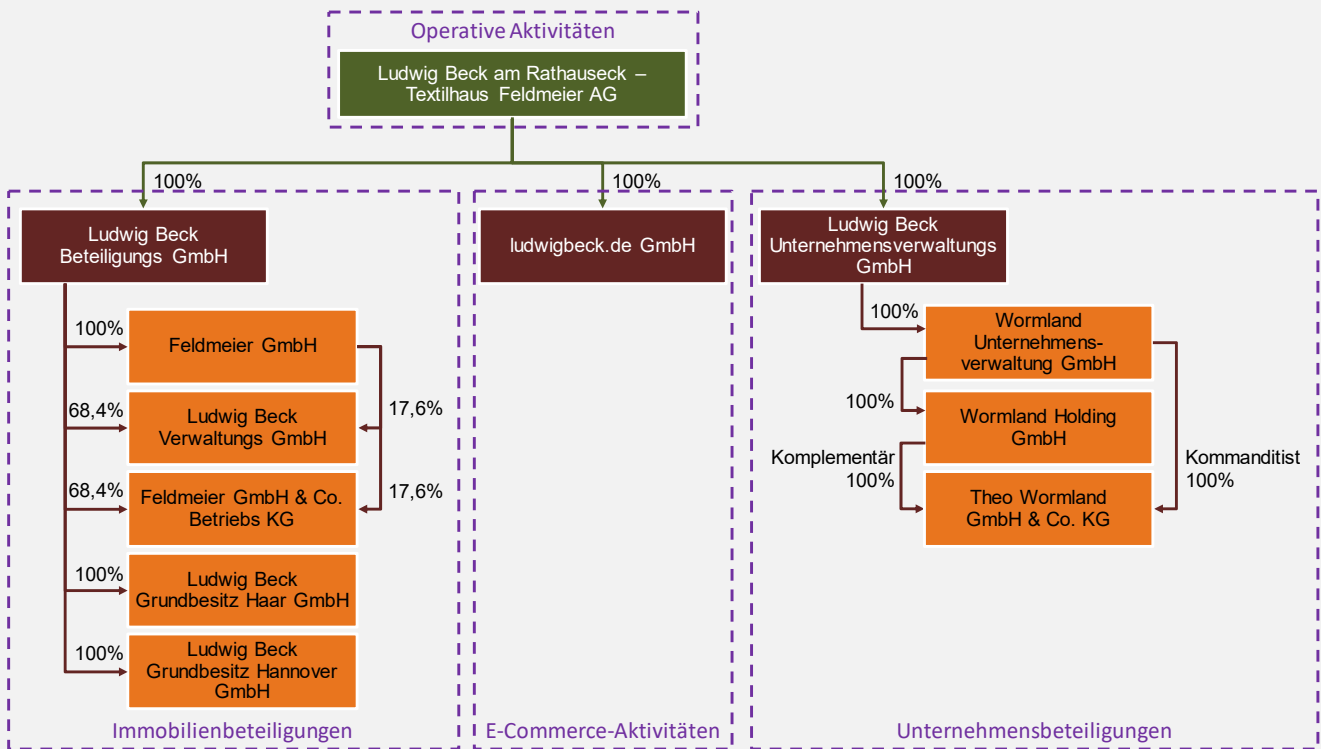
Ludwig Beck setzt sich aus dem Stammhaus am Münchener Marienplatz, zwei kleineren Filialen in unmittelbarer Nähe und einem Onlineshop (Segment „Ludwig Beck“) sowie dem 2015 übernommenen Herrenmodefilialisten Wormland mit derzeit 15 Filialen in zwölf Niederlassungen (Segment „Wormland“) zusammen. Im vergangenen Geschäftsjahr wurden bei einem Nettoumsatz von EUR 145,6 Mio. ein operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von EUR 6,5 Mio. erwirtschaftet. Die im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notierte Aktie hat seit 2005 regelmäßig und meist steigende Dividenden ausgeschüttet.

**Münchener Stammhaus in attraktiver Lage**

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 2017) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationalen Beauty-Artikeln, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren. Zusätzlich können seit 2012 Beauty- und Kosmetikartikel in Deutschland, Österreich, der Schweiz und den Benelux-Ländern auch online unter ludwigbeck.de bestellt werden.

**Geschäftsmodell:** 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 Logistik-zentrale der Ludwig Beck AG befindet.

ABBILDUNG 3: 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 2017 mit 417 Mitarbeitern auf einer Verkaufsfläche von 16.200 qm einen Bruttoumsatz in Höhe von EUR 74,2 Mio.

Kernelement der Unternehmensstrategie von Ludwig Beck – nicht jedoch 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.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	158,6	177,1	173,2	165,0	162,8	162,9	164,1
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-25,3	-28,3	-27,6	-26,3	-26,0	-26,0	-26,2
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>133,3</b>	<b>148,9</b>	<b>145,6</b>	<b>138,7</b>	<b>136,8</b>	<b>136,9</b>	<b>137,9</b>
YoY	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,7%	-1,4%	0,1%	0,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-68,8	-77,6	-75,9	-72,5	-70,7	-69,4	-68,5
in % der Nettoerlöse	%	-51,6%	-52,1%	-52,2%	-52,2%	-51,7%	-50,7%	-49,7%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>64,5</b>	<b>71,3</b>	<b>69,6</b>	<b>66,3</b>	<b>66,1</b>	<b>67,6</b>	<b>69,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	48,4%	47,9%	47,8%	47,8%	48,3%	49,3%	50,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	13,3	4,2	4,8	4,9	5,1	5,2	5,4
in % der Nettoerlöse	%	10,0%	2,8%	3,3%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-26,4	-30,4	-29,3	-29,0	-28,3	-28,0	-27,9
in % der Nettoerlöse	%	-19,8%	-20,4%	-20,2%	-20,9%	-20,7%	-20,5%	-20,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,7%	-3,1%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,4%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-29,1	-34,9	-34,3	-33,5	-32,6	-32,3	-32,2
in % der Nettoerlöse	%	-21,8%	-23,5%	-23,5%	-24,1%	-23,9%	-23,6%	-23,4%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>10,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	13,7%	4,3%	4,4%	3,0%	4,2%	5,7%	7,3%
YoY	%	72,3%	-65,4%	1,8%	-34,6%	34,7%	38,4%	27,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>
YoY	%	81,2%	-69,8%	6,3%	-36,9%	46,1%	43,3%	30,1%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	-2,1	-2,3	-2,3	-2,6	-1,7	-2,3	-3,0
in % des EBT	%	-12,1%	-44,8%	-41,3%	-75,1%	-32,9%	-32,0%	-31,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>15,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,6</b>
YoY	%	126,7%	-81,0%	13,6%	-72,9%	288,6%	45,0%	31,9%
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>4,11</b>	<b>0,78</b>	<b>0,89</b>	<b>0,24</b>	<b>0,93</b>	<b>1,35</b>	<b>1,78</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Erlösentwicklung nach Segmenten, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>133,3</b>	<b>148,9</b>	<b>145,6</b>	<b>138,7</b>	<b>136,8</b>	<b>136,9</b>	<b>137,9</b>
Ludwig Beck	EUR Mio.	87,4	85,0	83,2	78,1	79,3	80,5	81,7
Wormland	EUR Mio.	45,9	63,9	62,4	60,6	57,5	56,4	56,2
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>54,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,7%</b>
Ludwig Beck	%	1,3%	-2,7%	-2,1%	-6,1%	1,5%	1,5%	1,5%
Wormland	%	n/a	39,1%	-2,3%	-2,8%	-5,1%	-1,9%	-0,4%
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Ludwig Beck	%	65,6%	57,1%	57,2%	56,3%	58,0%	58,8%	59,2%
Wormland	%	34,4%	42,9%	42,8%	43,7%	42,0%	41,2%	40,8%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>10,0</b>
Ludwig Beck	EUR Mio.	8,2	8,6	8,8	7,0	4,1	4,7	6,5
Wormland	EUR Mio.	10,2	-2,3	-2,4	-2,8	1,6	3,2	3,5
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>72,3%</b>	<b>-65,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-34,6%</b>	<b>34,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>27,6%</b>
Ludwig Beck	%	-23,2%	5,5%	2,7%	-20,5%	-41,8%	14,3%	39,7%
Wormland	%	n/a	-122,3%	4,9%	17,6%	-157,1%	100,0%	10,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>105,2</b>	<b>106,5</b>	<b>104,6</b>	<b>102,8</b>	<b>101,1</b>	<b>99,4</b>	<b>97,7</b>
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	4,7	5,2	5,1	4,8	4,7	4,6	4,5
Sachanlagen	EUR Mio.	100,4	101,2	99,3	97,8	96,2	94,6	93,0
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	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,7</b>	<b>27,5</b>	<b>25,9</b>	<b>27,0</b>	<b>28,0</b>	<b>30,1</b>	<b>33,5</b>
Vorräte	EUR Mio.	20,4	21,3	20,7	20,9	20,7	20,5	20,3
DIO	d	46	43	43	46	46	45	44
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	4,2	4,6	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5
DSO	d	11	11	9	9	10	9	9
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	2,0	1,6	1,6	2,5	3,7	6,1	9,7
in % der Bilanzsumme	%	1,5%	1,2%	1,2%	1,9%	2,9%	4,7%	7,4%
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
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>131,9</b>	<b>134,0</b>	<b>130,5</b>	<b>129,7</b>	<b>129,1</b>	<b>129,6</b>	<b>131,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>79,4</b>	<b>79,0</b>	<b>79,4</b>	<b>77,9</b>	<b>78,6</b>	<b>80,4</b>	<b>83,5</b>
Eigenkapitalquote	%	60,2%	58,9%	60,8%	60,0%	60,9%	62,1%	63,6%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	66,8	66,6	67,0	65,5	66,2	68,0	71,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>36,9</b>	<b>32,4</b>	<b>30,7</b>	<b>29,8</b>	<b>28,9</b>	<b>28,0</b>	<b>27,2</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	32,0	27,6	26,2	25,2	24,2	23,2	22,2
Rückstellungen	EUR Mio.	3,9	4,0	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1
Latente Steuern	EUR Mio.	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige Schulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>15,7</b>	<b>22,7</b>	<b>20,4</b>	<b>22,0</b>	<b>21,6</b>	<b>21,1</b>	<b>20,6</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,5	11,7	9,2	12,0	11,1	10,2	9,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	2,6	2,6	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0
in % der Erlöse	%	1,9%	1,7%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	7,5	8,3	8,1	6,9	7,3	7,7	8,1
Steuerschulden	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>131,9</b>	<b>134,0</b>	<b>130,5</b>	<b>129,7</b>	<b>129,1</b>	<b>129,6</b>	<b>131,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>79,8%</b>	<b>79,5%</b>	<b>80,1%</b>	<b>79,2%</b>	<b>78,3%</b>	<b>76,7%</b>	<b>74,5%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	3,6%	3,9%	3,9%	3,7%	3,6%	3,6%	3,4%
Sachanlagen	%	76,1%	75,5%	76,1%	75,3%	74,5%	73,0%	70,9%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>20,2%</b>	<b>20,5%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,7%</b>	<b>23,3%</b>	<b>25,5%</b>
Vorräte	%	15,5%	15,9%	15,8%	16,1%	16,0%	15,8%	15,4%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	3,2%	3,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	1,5%	1,2%	1,2%	1,9%	2,9%	4,7%	7,4%
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%
<b>Summa Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>60,2%</b>	<b>58,9%</b>	<b>60,8%</b>	<b>60,0%</b>	<b>60,9%</b>	<b>62,1%</b>	<b>63,6%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	7,2%	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%
Kapitalrücklage	%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	50,7%	49,7%	51,3%	50,5%	51,3%	52,5%	54,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	%	<b>27,9%</b>	<b>24,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,0%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,6%</b>	<b>20,7%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	24,3%	20,6%	20,1%	19,5%	18,8%	17,9%	16,9%
Rückstellungen	%	2,9%	3,0%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%
Latente Steuern	%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Sonstige Schulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	%	<b>11,9%</b>	<b>16,9%</b>	<b>15,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,3%</b>	<b>15,7%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,1%	8,7%	7,1%	9,2%	8,6%	7,9%	7,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	1,9%	1,9%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	5,7%	6,2%	6,2%	5,3%	5,7%	5,9%	6,2%
Steuerschulden	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	17,3	5,2	5,6	3,5	5,1	7,3	9,5
Abschreibungen	EUR Mio.	4,0	4,0	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	1,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	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.	-9,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	12,6	9,3	9,7	8,1	9,8	12,0	14,3
Δ Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	-10,1	-1,3	1,6	-0,2	0,2	0,2	0,2
Δ Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	4,4	0,8	0,2	-1,1	0,4	0,4	0,4
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	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.	-2,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,1	-1,8	-2,4
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>	<b>4,2</b>	<b>8,8</b>	<b>10,4</b>	<b>12,0</b>
YoY	%	-57,2%	87,2%	45,6%	-51,1%	106,8%	17,9%	15,9%
Einzahlungen aus Abgängen von SAV	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-2,1	-5,4	-2,4	-2,7	-2,9	-2,9	-2,9
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>
YoY	%	-66,1%	144,5%	-53,3%	6,1%	8,3%	0,8%	1,1%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>5,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,0</b>
YoY	%	3,8%	-41,5%	974,0%	-74,5%	274,0%	26,3%	21,6%
Reinvestment Rate	%	4781,4%	2707,0%	-53,4%	-434,5%	-32,7%	1,7%	10,8%
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-2,8	-2,8	-2,4	-2,4	-2,8	-3,1	-3,5
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,1	1,7	-3,8	1,8	-1,9	-1,9	-1,9
Tilgung von unverzinslichen Verbindlichkeiten	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,4</b>
YoY	%	-91,6%	n/a	480,6%	-89,9%	650,6%	7,9%	7,3%
Zahlungsunwirksame Umrechnung der Cashflows	EUR Mio.	0,9	-0,5	0,0	1,0	1,2	2,4	3,6
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	0,8	2,0	1,6	1,6	2,5	3,7	6,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>9,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	158,6	177,1	173,2	165,0	162,8	162,9	164,1
Nettoumsatz	EUR Mio.	133,3	148,9	145,6	138,7	136,8	136,9	137,9
Rohhertrag	EUR Mio.	64,5	71,3	69,6	66,3	66,1	67,6	69,4
EBITDA	EUR Mio.	22,3	10,3	10,9	8,8	10,2	12,5	14,7
EBIT	EUR Mio.	18,3	6,3	6,5	4,2	5,7	7,9	10,0
EBT	EUR Mio.	17,3	5,2	5,6	3,5	5,1	7,3	9,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	15,2	2,9	3,3	0,9	3,4	5,0	6,6
Anzahl Mitarbeiter		920	892	862	869	886	904	922
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	35,95	35,02	32,20	30,00			
Kurs Tief	EUR	28,70	27,01	27,09	25,50			
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	32,43	30,78	27,43	28,00	28,00	28,00	28,00
EPS	EUR	4,11	0,78	0,89	0,24	0,93	1,35	1,78
CFPS	EUR	5,76	2,49	2,71	2,18	2,62	3,22	3,83
BVPS	EUR	21,49	21,37	21,49	21,08	21,26	21,76	22,59
Dividende	EUR	0,75	0,65	0,65	0,75	0,85	0,95	1,05
Kursziel	EUR							<b>31,30</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>11,8%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	48,4%	47,9%	47,8%	47,8%	48,3%	49,3%	50,3%
EBITDA-Marge	%	16,8%	6,9%	7,5%	6,3%	7,5%	9,1%	10,6%
EBIT-Marge	%	13,7%	4,3%	4,4%	3,0%	4,2%	5,7%	7,3%
EBT-Marge	%	12,9%	3,5%	3,8%	2,5%	3,7%	5,4%	6,9%
Netto-Marge	%	11,4%	1,9%	2,2%	0,6%	2,5%	3,6%	4,8%
FCF-Marge	%	0,7%	0,4%	4,2%	1,1%	4,3%	5,4%	6,6%
ROE	%	20,7%	3,6%	4,1%	1,1%	4,4%	6,3%	8,0%
ROCE	%	12,1%	5,5%	6,0%	4,9%	5,8%	7,2%	8,6%
CE/Umsatz	%	93,8%	85,6%	85,2%	88,1%	88,0%	86,5%	84,5%
NWC/Umsatz	%	14,9%	14,1%	13,4%	14,2%	14,2%	14,0%	13,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	144,9	166,9	168,9	159,6	154,3	151,5	149,5
Pro-Kopf-EBIT	EURk	19,9	7,1	7,5	4,9	6,4	8,7	10,9
DSO	d	11	11	9	9	10	9	9
Inventory days	d	46	43	43	46	46	45	44
Capex/Umsatz	%	1,6%	3,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%
Fixkosten-Deckung	x	5,9	2,0	2,2	1,6	2,3	3,3	4,3
<b>Wachstumsraten</b>								
Bruttoumsatz	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,7%	-1,3%	0,1%	0,7%
Nettoumsatz	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,7%	-1,4%	0,1%	0,7%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,3%	70,3%	-2,2%	-4,7%	-1,3%	0,1%	0,7%
Rohhertrag	%	51,0%	10,6%	-2,3%	-4,9%	-0,3%	2,2%	2,8%
EBITDA	%	66,4%	-53,8%	6,0%	-19,9%	17,0%	21,5%	17,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	105,2	106,5	104,6	102,8	101,1	99,4	97,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	26,7	27,5	25,9	27,0	28,0	30,1	33,5
Eigenkapital	EUR Mio.	79,4	79,0	79,4	77,9	78,6	80,4	83,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	52,5	55,1	51,1	51,9	50,5	49,1	47,8
Anlagenintensität	%	76,1%	75,5%	76,1%	75,3%	74,5%	73,0%	70,9%
Capex	EUR Mio.	2,1	5,4	2,4	2,7	2,9	2,9	2,9
Substanzerhaltungsgrad	x	0,53	1,36	0,54	0,59	0,63	0,64	0,64
EK-Quote	%	60,2%	58,9%	60,8%	60,0%	60,9%	62,1%	63,6%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	44,7%	47,7%	42,7%	44,7%	40,3%	34,0%	26,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,0	6,2	5,5	8,8	6,2	4,2	3,1
Working Capital	EUR Mio.	19,9	21,0	19,5	19,7	19,4	19,2	18,9
Capital Employed	EUR Mio.	125,0	127,4	124,0	122,2	120,3	118,4	116,5
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	119,8	113,7	101,4	103,5	103,5	103,5	103,5
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	132,8	129,4	119,0	110,9			
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	106,0	99,8	100,1	94,2			
Nettoverschuldung	EUR Mio.	35,5	37,7	33,9	34,8	31,7	27,3	21,8
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.	155,3	151,4	135,2	138,2	135,1	130,8	125,3
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	168,3	167,1	152,9	145,6			
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	141,5	137,5	134,0	129,0			
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,17	1,02	0,93	1,00	0,99	0,96	0,91
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,26	1,12	1,05	1,05			
EV/Umsatz (Tief)	x	1,06	0,92	0,92	0,93			
EV/EBITDA	x	7,0	14,7	12,4	15,8	13,2	10,5	8,5
EV/EBIT	x	8,5	23,9	20,9	32,7	23,8	16,6	12,5
KGV	x	7,9	39,5	30,9	116,7	30,0	20,7	15,7
KCF	x	5,6	12,4	10,1	12,9	10,7	8,7	7,3
KBV	x	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
FCF-Yield	%	0,3	0,2	1,7	0,4	1,6	2,0	2,4
Ausschüttungsquote	%	18,3%	83,3%	73,3%	312,5%	91,1%	70,3%	58,9%
Dividendenrendite	%	2,3%	2,1%	2,4%	2,7%	3,0%	3,4%	3,8%
<b>Economic Value Added</b>								
WACC	%	3,6%	2,5%	2,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
ROCE/WACC	x	3,38	2,19	2,46	1,07	1,27	1,56	1,87
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	%	<b>165,0</b>	<b>162,8</b>	<b>162,9</b>	<b>164,1</b>	<b>165,5</b>	<b>167,0</b>	<b>168,6</b>	<b>170,3</b>	<b>172,0</b>	<b>173,7</b>	<b>175,4</b>	<b>177,2</b>	<b>179,0</b>	<b>180,8</b>	<b>182,6</b>	<b>182,6</b>
YoY	EUR Mio.	-4,7%	-1,3%	0,1%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>	<b>13,6</b>	<b>14,2</b>	<b>14,7</b>	<b>15,3</b>	<b>15,9</b>	<b>14,6</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	2,6%	3,5%	4,8%	6,1%	6,4%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%	7,5%	7,8%	8,0%	8,2%	8,5%	8,7%	8,0%
Steuern	EUR Mio.	-2,6	-1,7	-2,3	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-4,4	-4,6	-4,2
Steuerquote ( $\tau$ )	%	62,3%	29,6%	29,8%	29,4%	29,0%	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- $\tau$ )	EUR Mio.	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>
Reinvestment	EUR Mio.	1,7	1,9	1,9	1,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-1,7
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>3,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>8,6</b>
WACC	%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	95,6%	91,4%	87,5%	83,5%	79,6%	75,9%	72,1%	68,5%	65,0%	61,6%	58,2%	55,0%	51,9%	49,0%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	0,8%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	71,9															
in % des Enterprise Value	%	45,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	23,7															
in % des Enterprise Value	%	15,0%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	62,0															
in % des Enterprise Value	%	39,3%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>157,5</b>															
Anteile Dritter	EUR Mio.	-43,6															
		1,6															
Finanzschulden	EUR Mio.	<b>115,5</b>															
Excess Cash	EUR Mio.	3,7															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>31,30</b>															
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																	

Diese Studie wurde erstellt durch die



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 oder 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. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung 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 über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen 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%.

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

Unter der Risikoinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital 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 § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 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 für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende 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 Provisions-einnahmen 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)
11.12.2018/08:30 Uhr	EUR 31,30/EUR 28,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
24.10.2018/14:35 Uhr	EUR 32,80/EUR 28,60	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
26.07.2018/12:10 Uhr	EUR 32,80/EUR 25,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
25.04.2018/11:25 Uhr	EUR 33,10/EUR 29,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
22.03.2018/07:45 Uhr	EUR 33,10/EUR 26,40	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
08.01.2018/16:12 Uhr	EUR 34,40/EUR 29,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
24.10.2017/16:00 Uhr	EUR 34,40/EUR 28,20	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
25.07.2017/16:15 Uhr	EUR 34,40/EUR 29,50	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 § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

##### 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, Multiplikatorenmodelle 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 Interessenskonflikte 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](mailto: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 10.12.2018 um 20:10 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: 28,00.