

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Rückkehr des Optimismus

Auf der gestrigen Bilanzpressekonferenz hat Ludwig Beck eine erste Guidance für das laufende Geschäftsjahr ausgesprochen, die umsatzseitig deutlich über unseren bisherigen Prognosen liegt und auch ertragsseitig Luft nach oben lässt. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating und unser Kursziel von EUR 36,00 je Aktie.

2013 im Überblick

Gestern hat Ludwig Beck auf seiner Bilanzpressekonferenz den Abschluss für 2013 vorgelegt. Darin wurden die Zahlen des Anfang Januar veröffentlichten Trading Statements bestätigt. So erwirtschaftete Ludwig Beck im vergangenen Geschäftsjahr **Nettoumsätze** von EUR 102,1 Mio. (-1,0% YoY) und ein **operatives Ergebnis** von EUR 12,3 Mio. (-11,0%). Auf vergleichbarer Fläche (**LFL**) konnte Ludwig Beck im vergangenen Jahr in einem schwachen Umfeld ein Umsatz-Plus von 0,6% verbuchen und damit den deutschen Modehandel (-2,0%) deutlich outperformen. Beim **Ergebnis vor Steuern** lag Ludwig Beck mit EUR 10,8 Mio. leicht unter der Guidance, die zuletzt ein EBT von leicht über EUR 11,0 Mio. vorgesehen hatte. Als ergebnisbelastend wirkten sich dabei insbesondere die 6,5%igen Tariflohnadjustierungen aus, die für einen Anstieg der Personalaufwendungen um EUR 0,5 Mio. verantwortlich waren, sowie Anlaufverluste des Onlineshops in sechsstelliger Höhe. Die **Eigenkapitalquote** verbesserte sich auf Konzernebene auf 60,6% von 56,8% zum Ende des Geschäftsjahres 2012.

Management-Guidance für 2014e

Für 2014e rechnet das Unternehmen mit einem Umsatzwachstum (LFL) im „mittleren einstelligen Prozentbereich“ und einem Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau. Wachstumstreiber sind der Onlineshop, der seine Umsätze auf über EUR 2,0 Mio. mehr als verdoppeln sollte, und Flächenerweiterungsmaßnahmen in der Herrenabteilung. Ergebnisbelastend wirken sich dagegen verlängerte Ladenöffnungszeiten aus, die mit überproportional steigenden Personalaufwendungen einhergehen, sowie höhere Marketingaufwendungen für den Online-Shop. Das Management stellte jedoch fest, dass die EBT-Guidance auch übertroffen werden könnte.

Anpassungen unsere Prognosen für 2014e-15e

Bei unserer Prognose 2014e sind wir bislang von erheblichen Belastungen aus den dreimonatigen Umbaumaßnahmen der Herrenabteilung und der Generalsanierung der U-Bahn-Rolltreppe ausgegangen, die direkt vor dem Stammhaus endet. Offenbar gelingt es Ludwig Beck, diese wesentlich besser zu verkraften als von uns befürchtet. Wir passen daher unsere Umsatzerwartungen an die Guidance an und rechnen für 2014e und 2015e mit Nettoumsätzen von EUR 89,3 Mio. (bisher EUR 86,3 Mio.) und EUR 94,6 Mio. (bisher EUR 91,3 Mio.). Unsere Ergebnisschätzungen lassen wir dagegen unverändert bei EUR 11,0 Mio. und EUR 12,2 Mio.

Schwächen und Risiken

Wir sehen u. a. die folgenden Risiken für das Erreichen des Kurszieles: (1) Unerwarteter konjunktureller Abschwung, etwa im Gefolge eines Tapering; (2) Sensitivität gegenüber dem wirtschaftlichen Umfeld im Großraum München; (3) Abhängigkeit von Kunden aus der russischen Föderation.

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 28,75

Kursziel: EUR 36,00

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905
 Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share
 Transparenzlevel: Prime Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.
 Marktkapitalisierung: EUR 106,2 Mio.
 Handelsvolumen/Tag: -600 Aktien
 Q1/2014: 23.04.2014

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Nettoumsatz	86,7	85,8	89,3	94,6
EBITDA	16,8	15,1	15,3	16,6
EBIT	13,9	12,3	12,4	13,7
EBT	12,1	10,8	11,0	12,2
EAT	8,4	7,4	7,5	8,2

% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	19,4	17,6	17,1	17,5
EBIT	16,0	14,4	13,9	14,5
EBT	14,0	12,6	12,3	12,9
EAT	2,3	1,7	1,7	2,1

Je Aktie/EUR	2012	2013	2014e	2015e
EPS	2,27	2,00	2,04	2,22
Dividende	0,50	0,50	0,50	0,60
Buchwert	16,22	17,43	19,07	20,83
Cashflow	4,08	3,67	3,74	4,08

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	56,8%	60,6%	61,6%	66,4%
Gearing	60,9%	50,7%	41,2%	27,5%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	9,6	14,7	14,1	13,0
EV/Umsatz	1,35	1,64	1,51	1,35
EV/EBIT	8,4	11,4	10,9	9,3
KBV	1,3	1,7	1,5	1,4

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	-107,2 (+5,0%)	-
Guidance: EBT	-10,7	-



QUELLE: ONVISTA, 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

Unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel liegt unverändert bei EUR 36,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 32,90, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 38,30 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 28,75 ergibt sich damit ein Base-Case-Kurspotenzial von 25,2%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktie der Ludwig Beck AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Wir rechnen damit, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens durch ein konsequentes Trading-Up sowie ein erfolgreiches Online-Geschäft nachhaltig verbessern wird. Wir sehen daher in einem langfristig ausgerichteten, standardisierten dreistufigen DCF-Modell das korrekte Bewertungsverfahren für die Aktien von Ludwig Beck.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ✦ dass sich die EBIT-Margen (bezogen auf die Nettoerlöse) von 14,5% in 2015e auf 17,2% in 2024e sukzessive erhöhen. Für 2024e haben wir auch Peak Margins modelliert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 16,0% unterstellt;
- ✦ eine durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,6%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 0,2% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Creditreform-Rating von aktuell BBB abgeleitet haben;
- ✦ eine im Zeitablauf leicht rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich durch rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ✦ dass sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen gewerbesteuerlichen Belastung in München und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 31,5% bewegt;
- ✦ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes beta von 1,1, das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ dass Ludwig Becks Cashflows derzeit mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 5,3% diskontiert werden. Dieser setzt sich aus dem risikolosen Zins von 1,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem Fundamental-beta von 1,1 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 4,8% zusammen. Mit einem von uns für Ludwig Beck unterstellten Creditreform-Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 5,0% als ausreichend an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Ludwig Beck eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~33,3%/66,6% anstrebt;
- ✦ dass Ludwig Beck im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von derzeit 5,3% auf dann 6,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC, 2014e**Kosten Eigenkapital (nach CAPM)**

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Fundamental-beta		1,1
Implizit erwartete Risikoprämie	%	4,8%
Kosten des Eigenkapitals	%	6,9%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	33,3%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	2,3%

Kosten Verschuldung

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	5,0%
Kosten des verzinslichen Fremdkapitals	%	6,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,5%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	4,5%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	66,7%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	3,0%
WACC basierend auf Marktwerten	%	5,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Ludwig Beck (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Unternehmenswert von EUR 36,00 je Aktie ergibt. Dabei werden 50,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 50,0% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR Mio.	82,8
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	82,9
Summe PV	EUR Mio.	165,7
Finanzschulden	EUR Mio.	-33,3
Cash	EUR Mio.	0,7
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	133,1
Anzahl Aktien	Mio.	3,7
Kursziel je Aktie	EUR	36,00

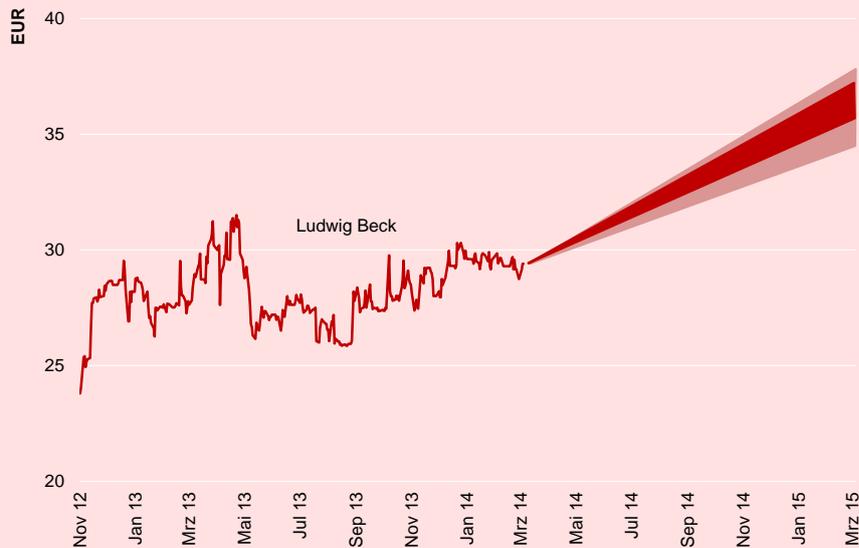
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ✦ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 16,0% um 300 Basispunkte auf 13,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 1,0% von 1,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung des Trading-Up nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monate erwartete Unternehmenswert von Ludwig Beck bis auf EUR 32,90 je Aktie zurückgehen.
- ✦ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben; dieses Szenario könnte sich beispielsweise aus einer Ausweitung des Onlineshops, beispielsweise um Textilien, oder durch einen Ausbau des Eigenmarkenanteils ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 2,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 19,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 2,30 auf EUR 38,30 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 32,90 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 38,30 je Aktie.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 36,00 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 32,90) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 38,30) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch eine Erweiterung des Onlineshops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 36,00 je Aktie

Bei Erreichung unseres Kurszieles wäre die Ludwig Beck-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 36,00	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	14,1x	13,0x	17,7x	16,2x
EV/Umsatz	1,51x	1,35x	1,79x	1,61x
EV/EBIT	10,9x	9,3x	12,9x	11,1x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ludwig Beck in den kommenden Monaten sehen wir (1) in Meldungen über eine anhaltend positive Konsumentenstimmung, (2) in einem im Jahresvergleich verbesserten Ergebnis im ersten und zweiten Quartal.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Unternehmensprofil

Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen Europas, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von etwa 11.500 qm (per Ende 2013) eine außergewöhnliche Auswahl von Mode- und Designermarken sowie internationaler Beauty-Artikel, eine Sammlung von Klassik- und Jazzmusik sowie exklusive Dessous- und Kurzwaren. Mit dieser Kombination vereint Ludwig Beck die jeweiligen Stärken eines Kaufhauses und eines Fachgeschäfts: Von ersterem übernimmt Ludwig Beck das umfassende Sortiment, von letzterem die individuelle Beratung, die bis hin zum Personal Shopping durch ausgebildete Design-Berater reicht. Das Warenangebot liegt im mittleren und gehobenen Preissegment, auf untere Preislagen wird weitgehend verzichtet.

Kernelement der Unternehmensstrategie ist das sogenannte Trading-Up, also das Umschichten des Sortiments zugunsten höherwertiger Produkte und eine Verstärkung der mittleren und höheren Preislagen. Marken, bei denen sich herausstellt, dass sie weniger nachgefragt werden als erwartet, werden konsequent

durch solche ersetzt, die sonst kein Kaufhaus vor Ort anbietet. Ausdrückliches Ziel des Trading-Up ist eine Steigerung von Umsatz und Profitabilität auf vergleichbarer Fläche. Damit ist es Ludwig Beck in den vergangenen zehn Jahren gelungen, die LFL-Umsätze um durchschnittlich 2,5% pro Jahr auf zuletzt brutto EUR 102,1 Mio. bzw. rund EUR 8.900 je qm zu steigern.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	106,3	112,5
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-16,5	-17,1	-16,5	-16,5	-16,3	-17,0	-18,0
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,2	90,1	86,8	86,7	85,8	89,3	94,6
YoY	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	4,1%	5,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-44,2	-44,6	-42,5	-42,9	-42,4	-44,0	-46,1
in % der Nettoerlöse	%	-50,7%	-49,5%	-48,9%	-49,4%	-49,4%	-49,2%	-48,7%
Rohrertrag	EUR Mio.	43,0	45,5	44,3	43,8	43,4	45,4	48,5
in % der Nettoerlöse	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,8%	51,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,0	3,5	3,1	3,5	3,4	3,5	3,6
in % der Nettoerlöse	%	3,4%	3,9%	3,6%	4,1%	3,9%	3,9%	3,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,8	-17,0	-16,7	-16,4	-17,0	-18,2	-19,6
in % der Nettoerlöse	%	-19,3%	-18,9%	-19,2%	-18,9%	-19,8%	-20,4%	-20,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,9
in % der Nettoerlöse	%	-4,1%	-3,5%	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-3,2%	-3,1%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-15,9	-15,1	-15,1	-14,3	-14,8	-15,3	-15,9
in % der Nettoerlöse	%	-18,3%	-16,7%	-17,4%	-16,5%	-17,3%	-17,1%	-16,8%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	9,8	13,7	12,9	13,9	12,3	12,4	13,7
in % der Nettoerlöse	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,9%	14,5%
YoY	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	0,9%	9,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
Minderheiten	EUR Mio.	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	11,0	12,2
YoY	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	1,6%	10,9%
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.	-4,1	-3,5	-2,5	-3,5	-3,4	-3,5	-3,8
in % des EBT	%	-64,9%	-35,0%	-22,2%	-28,8%	-31,6%	-31,5%	-31,5%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,2
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	2,2	6,4	8,8	8,4	7,4	7,5	8,2
YoY	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	1,9%	8,9%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	2,2	6,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	0,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	3,2	11,2	11,0	9,0	7,8	7,9	8,6
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	0,61	1,74	2,37	2,27	2,00	2,04	2,22

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2014e (Quartale)

		Q1/14e	Q2/14e	H1/14e	Q3/14e	9M/14e	Q4/14e	2014e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	22,6	22,8	45,4	26,0	71,4	34,9	106,3
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-3,6	-3,6	-7,2	-4,1	-11,4	-5,6	-17,0
Nettoumsatz	EUR Mio.	19,0	19,1	38,1	21,9	60,0	29,3	89,3
YoY	%	6,1%	0,7%	3,3%	5,8%	4,2%	3,8%	4,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,6	-9,6	-19,1	-11,0	-30,1	-13,9	-44,0
in % der Nettoerlöse	%	-50,3%	-49,9%	-50,1%	-50,2%	-50,2%	-47,3%	-49,2%
Rohrertrag	EUR Mio.	9,4	9,6	19,0	10,9	29,9	15,4	45,4
in % der Nettoerlöse	%	49,7%	50,1%	49,9%	49,8%	49,8%	52,7%	50,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,6	1,3	0,8	2,2	1,3	3,5
in % der Nettoerlöse	%	3,8%	3,2%	3,5%	3,8%	3,6%	4,4%	3,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,4	-4,4	-8,8	-4,7	-13,5	-4,7	-18,2
in % der Nettoerlöse	%	-23,4%	-23,0%	-23,2%	-21,4%	-22,5%	-16,1%	-20,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-1,4	-0,7	-2,2	-0,7	-2,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,7%	-3,9%	-3,8%	-3,3%	-3,6%	-2,3%	-3,2%
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-3,4	-7,4	-3,8	-11,2	-4,2	-15,3
in % der Nettoerlöse	%	-20,8%	-17,9%	-19,4%	-17,2%	-18,6%	-14,2%	-17,1%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	1,1	1,6	2,7	2,5	5,2	7,2	12,4
in % der Nettoerlöse	%	5,6%	8,5%	7,1%	11,6%	8,7%	24,5%	13,9%
YoY	%	6,7%	-18,5%	-10,1%	6,2%	-2,8%	3,8%	0,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,7	-0,4	-1,1	-0,3	-1,5
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,7	1,3	2,0	2,2	4,1	6,8	11,0
YoY	%	18,9%	-16,5%	-6,4%	8,6%	0,9%	2,1%	1,6%
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.	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-1,3	-2,2	-3,5
in % des EBT	%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%	-31,5%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	EUR Mio.	0,5	0,9	1,3	1,5	2,8	4,7	7,5
YoY	%	52,7%	-12,5%	3,6%	14,4%	9,0%	-2,0%	1,9%
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,2
Dividendenzahlung	EUR Mio.	0,0	-1,8	-1,8	0,0	-1,8	0,0	-1,8
Rücklagenveränderung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernbilanzgewinn	EUR Mio.	0,5	-1,0	-0,5	1,5	1,0	6,9	7,9
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	0,13	0,23	0,36	0,40	0,77	1,27	2,04

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	95,2	93,9	92,5	91,8	92,2	96,7	96,7
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,0	3,0	3,2	3,1	3,0	3,5	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	92,0	90,7	89,1	88,6	89,0	93,0	93,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	14,1	14,9	15,2	13,8	14,1	17,8	19,2
Vorräte	EUR Mio.	8,3	8,8	9,5	10,2	10,4	10,9	11,3
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	EUR Mio.	1,4	1,3	1,7	2,6	3,0	3,0	3,1
Bankguthaben	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	4,0	4,8
in % der Bilanzsumme	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	3,5%	4,2%
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.	109,3	108,8	107,6	105,6	106,3	114,5	115,9
Passiva								
Eigenkapital	EUR Mio.	42,8	47,6	53,7	59,9	64,4	70,5	77,0
Eigenkapitalquote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	61,6%	66,4%
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.	14,4	19,6	31,9	39,0	51,9	57,6	64,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	45,6	37,5	33,5	32,7	26,6	29,3	23,2
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	37,0	29,9	27,6	30,8	24,3	25,0	18,0
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	0,6	0,6	0,6	1,2	1,0	1,0
Latente Steuern	EUR Mio.	3,7	3,5	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2
Sonstige Schulden	EUR Mio.	3,4	3,4	4,1	0,0	0,0	2,0	3,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	12,0	14,5	20,4	12,9	15,3	14,7	15,7
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,5	3,4	10,4	6,6	9,0	8,0	8,0
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,9	2,0
in % der Erlöse	%	1,5%	1,8%	1,6%	1,3%	2,1%	2,1%	2,1%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,2	5,7	5,0	4,7	4,4	4,8	5,2
Steuerschulden	EUR Mio.	2,1	3,8	3,6	0,5	0,0	0,0	0,5
Potenzieller Abfindungsanspruch	EUR Mio.	9,0	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	109,3	108,8	107,6	105,6	106,3	114,5	115,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Aktiva								
Langfristige Vermögenswerte	%	87,1%	86,3%	85,9%	87,0%	86,7%	84,4%	83,4%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	3,0%	2,9%	2,9%	3,1%	3,0%
Sachanlagen	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	81,2%	80,3%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	12,9%	13,7%	14,1%	13,0%	13,3%	15,6%	16,6%
Vorräte	%	7,6%	8,1%	8,9%	9,6%	9,8%	9,5%	9,7%
Forderungen & sonstige Vermögensggst.	%	1,3%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	2,6%	2,7%
Bankguthaben	%	4,0%	4,4%	3,7%	0,9%	0,7%	3,5%	4,2%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%						
Passiva								
Eigenkapital	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	61,6%	66,4%
Gezeichnetes Kapital	%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,3%	8,1%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,0%	3,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	13,2%	18,0%	29,7%	36,9%	48,8%	50,3%	55,3%
Anteile anderer Gesellschafter	%	14,1%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	41,7%	34,4%	31,1%	31,0%	25,0%	25,6%	20,0%
Bankverbindlichkeiten	%	33,9%	27,5%	25,7%	29,2%	22,9%	21,8%	15,5%
Rückstellungen	%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	1,1%	0,9%	0,9%
Latente Steuern	%	3,4%	3,2%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,1%
Sonstige Schulden	%	3,1%	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%	1,7%	2,6%
Summe kurzfristige Schulden	%	11,0%	13,3%	18,9%	12,3%	14,4%	12,9%	13,6%
Bankverbindlichkeiten	%	3,2%	3,2%	9,7%	6,3%	8,5%	7,0%	6,9%
Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	%	1,2%	1,5%	1,3%	1,1%	1,7%	1,7%	1,7%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4,7%	5,2%	4,7%	4,4%	4,1%	4,2%	4,5%
Steuerschulden	%	1,9%	3,5%	3,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,4%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	8,2%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	11,0	12,2
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8	2,9
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,2	0,0
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	9,9	13,0	14,1	15,1	14,1	13,6	15,1
Δ Vorräte, Forderungen Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	4,9	-0,3	-1,2	-1,5	-0,6	-0,5	-0,5
Δ Verbindlichkeiten aus Liefg. & Leistg.	EUR Mio.	-4,2	0,9	-0,2	-4,7	0,4	2,5	1,5
Finanzerträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-2,7	-3,2	-1,6	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
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.	3,8	0,8	-2,8	0,0	-3,2	-1,8	-1,8
CFO	EUR Mio.	11,6	11,2	7,3	6,2	9,2	12,3	12,8
YoY	%	50,6%	-3,5%	-34,6%	-16,1%	49,4%	34,4%	3,7%
Einzahlungen aus Abgängen des SAV	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV/IAV	EUR Mio.	-2,1	-1,9	-1,4	-2,3	-3,1	-6,8	-3,0
Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,9	-3,1
YoY	%	-74,7%	-10,3%	495,5%	-79,1%	32,1%	115,7%	-55,1%
Free Cashflow	EUR Mio.	9,5	9,3	-4,2	3,7	6,0	5,5	9,7
YoY	%	n/a	-2,0%	n/a	n/a	60,6%	-9,0%	78,0%
Einzahlungen Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-1,1	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-4,2	-7,1	4,7	-0,6	-4,1	-0,3	-7,0
Tilgung unverzinslichen Verb.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme von verzinslichen Darlehen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Auszahlung Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	0,7	0,0	-3,2	-0,3	0,0	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-5,6	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-2,2	-8,8
YoY	%	n/a	58,1%	n/a	n/a	-6,3%	-65,2%	304,5%
Zahlungsunwirksame Umrechnung	EUR Mio.	3,8	0,4	-0,9	-3,0	-0,3	3,3	0,9
Zahlungsmittel Beginn Geschäftsjahr	EUR Mio.	0,6	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	4,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel Ende Geschäftsjahr	EUR Mio.	4,4	4,8	3,9	1,0	0,7	4,0	4,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz (brutto)	EUR Mio.	n/a	107,2	103,2	103,2	102,1	106,3	112,5
Textil	EUR Mio.	n/a	82,5	78,3	78,0	75,3	76,6	80,9
Nontextil	EUR Mio.	n/a	24,7	24,9	25,2	26,9	29,7	31,6
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Textil	%	n/a	76,9%	75,9%	75,6%	73,7%	72,1%	71,9%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,1%	24,4%	26,3%	27,9%	28,1%
YoY	%	n/a	n/a	-3,7%	0,0%	-1,0%	4,1%	5,9%
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,4%	-3,5%	1,8%	5,7%
Nontextil	%	n/a	n/a	0,7%	1,2%	6,7%	10,4%	6,4%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	n/a	90,1	86,8	86,7	85,8	89,3	94,6
Textil	EUR Mio.	n/a	69,3	65,8	65,5	63,2	64,4	68,0
Nontextil	EUR Mio.	n/a	20,8	21,0	21,2	22,6	25,0	26,5
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Textil	%	n/a	76,9%	75,8%	75,5%	73,7%	72,1%	71,9%
Nontextil	%	n/a	23,1%	24,2%	24,5%	26,3%	27,9%	28,1%
YoY	%	n/a	n/a	-3,7%	-0,1%	-1,0%	4,1%	5,9%
Textil	%	n/a	n/a	-5,1%	-0,5%	-3,4%	1,8%	5,7%
Nontextil	%	n/a	n/a	1,0%	1,0%	6,6%	10,4%	6,4%
EBIT	EUR Mio.	n/a	8,8	20,5	21,1	20,1	21,4	23,0
Textil	EUR Mio.	n/a	5,6	16,3	17,0	15,8	16,6	17,8
Nontextil	EUR Mio.	n/a	3,2	4,2	4,1	4,3	4,9	5,2
EBIT-Marge (brutto)	%	n/a	8,2%	19,9%	20,4%	19,7%	20,2%	20,4%
Textil	%	n/a	6,8%	20,8%	21,8%	21,0%	21,6%	21,9%
Nontextil	%	n/a	12,8%	16,9%	16,3%	16,0%	16,4%	16,5%
EBIT-Marge (netto)	%	n/a	9,7%	23,6%	24,3%	23,4%	24,0%	24,3%
Textil	%	n/a	8,1%	24,8%	26,0%	25,0%	25,8%	26,1%
Nontextil	%	n/a	15,3%	20,0%	19,3%	19,0%	19,5%	19,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2009-2015e

		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	103,7	107,2	103,3	103,2	102,1	106,3	112,5
Nettoumsatz	EUR Mio.	87,2	90,1	86,8	86,7	85,8	89,3	94,6
Rohertrag	EUR Mio.	43,0	45,5	44,3	43,8	43,4	45,4	48,5
EBITDA	EUR Mio.	13,3	16,9	15,6	16,8	15,1	15,3	16,6
EBIT	EUR Mio.	9,8	13,7	12,9	13,9	12,3	12,4	13,7
EBT	EUR Mio.	6,4	9,9	11,3	12,1	10,8	11,0	12,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,2	6,4	8,8	8,4	7,4	7,5	8,2
Anzahl Mitarbeiter		529	509	500	451	461	470	480
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	12,95	19,10	21,35	28,95	31,50		
Kurs Tief	EUR	8,90	11,80	18,29	19,15	25,85		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,20	14,39	19,56	21,77	29,33	28,75	28,75
EPS	EUR	0,61	1,74	2,37	2,27	2,00	2,04	2,22
CFPS	EUR	2,69	3,53	3,81	4,08	3,67	3,74	4,08
BVPS	EUR	7,39	8,79	14,54	16,22	17,43	19,07	20,83
Dividende	EUR	0,35	0,35	0,45	0,50	0,50	0,50	0,60
Kursziel	EUR							36,00
Performance bis Kursziel	%							25,2%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	49,3%	50,5%	51,1%	50,6%	50,6%	50,8%	51,3%
EBITDA-Marge	%	15,3%	18,7%	18,0%	19,4%	17,6%	17,1%	17,5%
EBIT-Marge	%	11,2%	15,2%	14,8%	16,0%	14,4%	13,9%	14,5%
EBT-Marge	%	7,3%	11,0%	13,0%	14,0%	12,6%	12,3%	12,9%
Netto-Marge	%	2,6%	7,1%	10,1%	9,7%	8,6%	8,4%	8,7%
FCF-Marge	%	10,9%	10,3%	-4,9%	4,3%	7,0%	6,1%	10,3%
ROE	%	5,3%	14,3%	17,3%	14,8%	11,9%	11,2%	11,1%
ROCE	%	8,8%	11,3%	10,5%	11,2%	10,1%	9,7%	10,5%
CE/Umsatz	%	117,9%	112,8%	116,7%	118,2%	118,7%	119,4%	113,3%
NWC/Umsatz	%	9,0%	8,7%	10,3%	12,4%	11,5%	11,4%	11,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	164,8	177,0	173,6	192,2	186,2	190,0	197,2
Pro-Kopf-EBIT	EURk	18,5	27,0	25,7	30,7	26,8	26,5	28,5
DSO	d	6	5	7	11	12	12	12
Inventory days	d	29	29	33	36	37	37	36
Capex/Umsatz	%	2,4%	2,1%	1,6%	2,7%	3,6%	7,6%	3,2%
Fixkosten-Deckung	x	0,9	1,2	1,6	1,7	3,4	3,5	3,8
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	1,1%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	4,1%	5,9%
Nettoumsatz	%	1,2%	3,3%	-3,7%	-0,1%	-1,0%	4,1%	5,9%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	4,1%	5,9%
EBITDA	%	9,0%	26,8%	-7,3%	7,4%	-10,3%	1,3%	8,6%
EBIT	%	20,1%	40,5%	-6,4%	7,8%	-11,0%	0,9%	9,9%
EBT	%	43,5%	55,2%	13,9%	7,7%	-11,0%	1,6%	10,9%
Nettoergebnis	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	1,9%	8,9%
EPS	%	-17,6%	187,8%	36,2%	-4,3%	-12,0%	1,9%	8,9%
CFPS	%	16,4%	31,5%	7,8%	7,2%	-10,1%	1,9%	9,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2009-2015e

Bilanzkennzahlen		2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	95,2	93,9	92,5	91,8	92,2	96,7	96,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,1	14,9	15,2	13,8	14,1	17,8	19,2
Eigenkapital	EUR Mio.	42,8	47,6	53,7	59,9	64,4	70,5	77,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	57,6	51,9	53,9	45,6	41,9	44,0	39,0
Anlagenintensität	%	84,2%	83,4%	82,8%	83,9%	83,7%	81,2%	80,3%
EK-Quote	%	39,1%	43,7%	49,9%	56,8%	60,6%	61,6%	66,4%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	84,4%	60,0%	63,5%	60,9%	50,7%	41,2%	27,5%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	4,1	2,4	3,0	2,7	2,7	2,7	1,9
Working Capital	EUR Mio.	7,8	7,8	9,0	10,8	9,9	10,2	10,6
Capital Employed	EUR Mio.	102,8	101,6	101,3	102,5	101,9	106,7	107,1
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	41,4	53,2	72,3	80,4	108,4	106,2	106,2
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	47,9	70,6	78,9	107,0	116,4		
Marktkapitalisierung	EUR Mio.	32,9	43,6	67,6	70,8	95,5		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	36,1	28,6	34,1	36,5	32,6	29,0	21,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	15,4	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	EUR Mio.	92,9	96,8	106,4	116,9	141,0	135,3	127,4
Enterprise Value	EUR Mio.	99,4	114,2	113,0	143,5	149,0		
Enterprise Value	EUR Mio.	84,4	87,2	101,7	107,3	128,2		
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,07	1,07	1,23	1,35	1,64	1,51	1,35
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,14	1,27	1,30	1,65	1,74		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,97	0,97	1,17	1,24	1,49		
EV/EBITDA	x	7,0	5,7	6,8	7,0	9,4	8,9	7,7
EV/EBIT	x	9,5	7,0	8,3	8,4	11,4	10,9	9,3
KGV	x	18,5	8,3	8,2	9,6	14,7	14,1	13,0
KCF	x	4,2	4,1	5,1	5,3	8,0	7,7	7,0
KBV	x	1,5	1,6	1,3	1,3	1,7	1,5	1,4
FCF-Yield	%	2,6	2,5	-1,1	1,0	1,6	1,5	2,6
Ausschüttungsquote	%	13,7%	13,9%	-39,2%	49,5%	30,8%	33,9%	22,8%
Dividendenrendite	%	3,1%	2,4%	2,3%	2,3%	1,7%	1,7%	2,1%
Economic Value Added								
WACC	%	7,5%	6,4%	6,3%	5,7%	5,8%	5,3%	5,3%
ROCE/WACC	x	1,18	1,76	1,68	1,96	1,74	1,83	1,98
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	11,6	11,2	7,3	6,2	9,2	12,3	12,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-1,9	-11,6	-2,4	-3,2	-6,9	-3,1
Free Cashflow	EUR Mio.	9,5	9,3	-4,2	3,7	6,0	5,5	9,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-5,6	-8,9	3,4	-6,7	-6,3	-2,2	-8,8
Sonstige Angaben								
LFL Umsatz YoY	%	1,8%	5,3%	1,7%	2,9%	0,6%	4,1%	5,9%
Veränderung der Bruttomarge YoY	%	1,3%	1,1%	0,6%	-0,5%	0,1%	0,2%	0,5%
Anzahl Shops zum Jahresende		9	5	4	4	4	4	4
LFL Kosten YoY	%	-1,2%	-3,0%	-1,9%	-2,9%	3,0%	5,1%	5,5%

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

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

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
20.03.2014	EUR 36,00	Buy	1; 8
21.01.2014	EUR 36,00	Buy	1; 2; 8

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

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

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von 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 des Erstellers dieser Studie

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