

Ludwig Beck

Reuters: ECKG.DE

Bloomberg: ECK:GR

Ludwig Beck beschließt Verkauf von Wormland

Vier Jahre nach der Übernahme hat sich Ludwig Beck dazu entschlossen, seine Beteiligung an dem anhaltend defizitären Herrenmodefilialisten Wormland zu verkaufen. Das Unternehmen reagiert damit auf das schwierige Marktumfeld im stationären Einzelhandel, durch das die erhofften Synergieeffekte nicht wie erwartet realisiert werden konnten. Nach dem Verkauf wird sich Ludwig Beck auf sein Kerngeschäft konzentrieren: Dem profitablen Münchener Stammhaus und dem Online-Handel, der zuletzt mit zweistelligen Wachstumsraten zulegen konnte.

Sollte der Verkauf wie erwartet zum ersten Halbjahr 2019 umgesetzt werden und sollten sich daraus keine weiteren Belastungen ergeben, rechnen wir für dieses Jahr mit Gesamtjahresnettoumsätzen von EUR 106,9 Mio. (bislang EUR 138,3 Mio., +1,5% LFL) und einem operativen Ergebnis in Höhe von EUR 6,6 Mio. (bislang EUR 5,9 Mio.). Auch für die Folgejahre heben wir unter der Annahme eines Verkaufs der defizitären Beteiligung die Gewinnerwartungen an. Nach Anpassung aller bewertungsrelevanter Parameter errechnet sich unter Verwendung eines dreistufigen DCF-Entity-Modells auf Sicht von zwölf Monaten ein Kursziel von EUR 34,50 (bislang: EUR 32,50) je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 28,00 entspricht dies einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 23,2%. Nach der Outperformance der vergangenen zwölf Monate gegenüber dem DAX (LTM -2,5% vs. DAX -12,5%) sowie einem Großteil der Peergroup bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

Angestrebt wird ein Verkauf noch im ersten Halbjahr 2019

Mit dem Verkauf des 2015 erworbenen Herrenmodefilialisten Wormland zieht Ludwig Beck die Reißleine, nachdem bei der Sanierung von Wormland zwar Fortschritte gemacht, die ursprünglich avisierten Synergieeffekte vor dem Hintergrund des schwachen Umfelds im textilen Einzelhandel jedoch nicht in dem erwarteten Umfang gehoben werden konnten. So dürften sich bei Wormland im vergangenen Jahr in deutschlandweit 15 Filialen die operativen Verluste bei Nettoumsätzen in Höhe von EUR 59,2 Mio. (-5,0% YoY) auf EUR -4,1 Mio. (Vorjahr: EUR -2,4 Mio.) nahezu verdoppelt haben. Seit der Übernahme im Mai 2015 summierten sich die betrieblichen Verluste damit nach unseren Schätzungen auf rund EUR -8,7 Mio. – mit steigender Tendenz.

Obwohl in den vergangenen Monaten Angabe gemäß mehrere Investoren an Ludwig Beck herangetreten und ein Interesse am Erwerb der Wormland-Anteile bekundet haben, dürfte angesichts dieser Vorgaben das Ziel, Wormland nur zu einem „angemessenen Preis“ abzustoßen, nicht einfach zu realisieren sein. Sollten die Kaufangebote zu niedrig liegen, soll die Sanierung von Wormland in eigener Regie fortgeführt werden.

Rating: Buy **Risiko:** Mittel
Kurs: EUR 28,00
Kursziel: EUR 34,50 (bislang EUR 32,50)

WKN/ISIN: 519990/DE0005199905				
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share				
Transparenzlevel: Prime Standard				
Gewichtete Anzahl Aktien: 3,7 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 103,5 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ~500 Stück				
Bilanzpressekonferenz: 28.03.2019				
EUR Mio. (31.12.)	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	139,5	106,9	82,7	83,9
EBITDA	8,9	10,2	14,2	14,8
EBIT	1,6	6,6	11,5	12,1
EBT	0,9	6,1	11,1	11,7
EAT	-0,8	4,3	7,8	8,2
% der Umsätze	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA	6,4	9,5	17,2	17,7
EBIT	1,2	6,2	13,9	14,4
EBT	0,6	5,7	13,4	14,0
EAT	-0,6	4,0	9,4	9,8
Je Aktie (EUR)	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,22	1,16	2,10	2,22
Dividende	0,00	0,80	0,90	1,00
Buchwert	20,62	21,78	23,08	24,40
Cashflow	2,20	2,61	3,73	3,92
%	2018e	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	59,5%	68,0%	70,7%	73,2%
Gearing	44,3%	27,9%	19,0%	10,6%
x	2018e	2019e	2020e	2021e
KGV	-128,3	24,2	13,3	12,6
EV/Umsatz	0,98	1,18	1,45	1,35
EV/EBITDA	84,0	19,0	10,4	9,3
KBV	1,3	1,3	1,2	1,1
EUR Mio.	2018e	2019e	2020e	
Guidance: Umsatz	165,0	-	-	
Guidance: EBIT	↻	-	-	



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

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

Verarbeitung im Jahresabschluss 2018e

Die bilanziellen Folgen des beabsichtigten Verkaufs wird Ludwig Beck bereits im Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2018e berücksichtigen. In diesem soll der Beteiligungsbuchwert von Wormland abgeschrieben werden. Demzufolge werden auch die Gewinnerwartungen für das abgelaufene Geschäftsjahr nach unten angepasst. Nunmehr rechnet der Vorstand für 2018e mit einem Jahresfehlbetrag von EUR -0,8 Mio. Damit wird die Verwaltung der Hauptversammlung vorschlagen, die Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2018 zu streichen.

Anpassung unserer Prognosen

Abgesehen von einem nun unter unseren Prognosen liegenden Ergebnis 2018e werden der Verkauf der defizitären Wormland-Beteiligung und die Fokussierung auf das Kerngeschäft die Ertragslage von Ludwig Beck auf absehbare Zeit verbessern. Wir haben die Anpassung unserer Prognosen in der folgenden Tabelle 1 zusammengefasst:

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN 2019E-21E

		2019e			2020e			2021e		
		neu	alt	Δ	neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Nettoumsatz	EUR Mio.	106,9	138,0	-22,5%	82,7	138,3	-40,2%	83,9	139,4	-39,8%
YoY	%	-23,4%	-1,1%	-22,3pp	-22,7%	0,2%	-22,9pp	1,5%	0,8%	0,7pp
EBIT	EUR Mio.	6,6	5,9	12,1%	11,5	8,1	41,9%	12,1	10,3	17,5%
EBIT-Marge	%	6,2%	4,3%	1,9pp	13,9%	5,9%	8,0pp	14,4%	7,4%	7,0pp
EBT	EUR Mio.	6,1	5,3	15,0%	11,1	7,5	47,6%	11,7	9,8	19,6%
EAT	%	4,3	3,6	18,8%	7,8	5,1	52,2%	8,2	8,6	-4,5%
EPS	EUR	1,16	0,96	20,6%	2,10	1,39	51,1%	2,22	1,83	21,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Nach dem überraschenden, aus unserer Sicht gleichwohl sinnvollen Strategiewechsel bei der Lösung der Frage, wie Wormland nachhaltig profitabel aufgestellt werden kann, haben wir unser Bewertungsmodell grundlegend überarbeitet. Angesichts einer kurz- und mittelfristig besser als erwarteten operativen Ertragslage heben wir unser Kursziel auf EUR 34,50 von bislang EUR 32,50 je Aktie an. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 28,00 entspricht dies auf Sicht von zwölf Monaten einem Kurssteigerungspotenzial von 23,2%. Wir bekräftigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

Wir heben unser Kursziel auf EUR 34,50 an und bestätigen unser Buy-Rating

Wir haben unser dreistufiges Discounted Cashflow-Entity-Modell um die Effekte aus dem Verkauf von Wormland angepasst. Da unsere kurz- und mittelfristigen Prognosen auf Konzernebene durchweg höher ausfallen als bislang, errechnet sich mit EUR 154,2 Mio. auch ein Enterprise Value, der über dem bisherigen Unternehmenswert liegt. Abzüglich der zum Ende dieses Jahres erwarteten Nettoverschuldung von EUR 26,7 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 127,6 Mio. Bei insgesamt 3,7 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 34,50 je Aktie.

TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

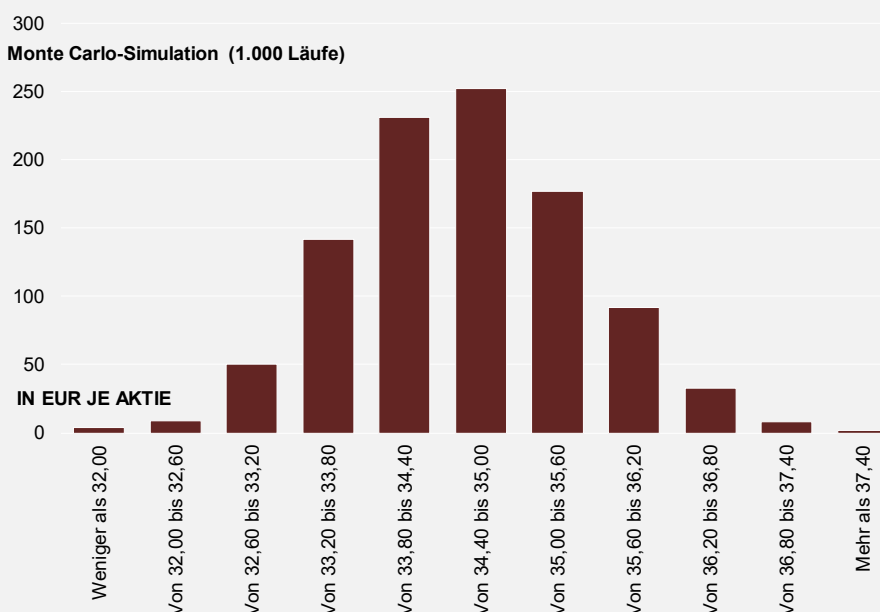
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	1,6%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	57,2
in % des Enterprise Value	%	37,1%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	31,3
in % des Enterprise Value	%	20,3%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	65,7
in % des Enterprise Value	%	42,6%
Enterprise Value	EUR Mio.	154,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-31,1
Liquidität	EUR Mio.	4,5
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	127,6
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,7
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	34,50

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 1 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.

ABBILDUNG 1: 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 34,40 und EUR 35,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Aus der Monte-Carlo-Simulation wird ersichtlich, dass Equity Values von unter EUR 116,4 Mio. bzw. über EUR 141,5 Mio. bzw. von unter EUR 31,50 und über EUR 38,30 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

Bestätigung unseres Buy-Ratings

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Outperformance der Ludwig Beck-Aktie (-2,5% LTM) gegenüber dem DAX (-12,5% LTM) sowie gegenüber der Peergroup (vgl. nachstehende Tabelle 3) und des von uns erwarteten Kurspotenzials von 23,2% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Ludwig Beck AG.

TABELLE 3: PERFORMANCE DER TEXTIL-PEERGROUP (YTD)

		Kurs (EUR)		Performance (%)
		31.12.2018	aktuell	YTD
Marks & Spencer	GBp	2,47	2,91	17,8%
Inditex	EUR	22,35	24,47	9,5%
Ludwig Beck	EUR	30,00	28,00	-6,7%
Hugo Boss	EUR	72,96	64,12	-12,1%
H&M	SEK	16,63	13,50	-18,8%
Adler Modemärkte	EUR	5,96	3,41	-42,8%
Ahlers	EUR	5,80	2,86	-50,7%
Asos	GBp	68,64	32,26	-53,0%
Tom Tailor	EUR	10,98	2,12	-80,7%
Gerry Weber	EUR	9,25	0,68	-92,6%

QUELLE: ONVISTA, BLOOMBERG, 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 34,50 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 34,50		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	24,2x	13,3x	12,6x	29,8x	16,4x	15,5x
EV/Umsatz	x	1,2x	1,4x	1,3x	1,4x	1,7x	1,6x
EV/EBITDA	x	19,0x	10,4x	9,3x	22,7x	12,5x	11,3x
KBV	x	1,3x	1,2x	1,1x	1,6x	1,5x	1,4x
Dividendenrendite	%	2,9%	3,2%	3,6%	2,3%	2,6%	2,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ludwig

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Beck in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über den erfolgreichen Verkauf der Wormland-Beteiligung, **(2)** Meldungen über Verbesserungen der allgemeinen Konsumentenstimmung, insbesondere im textilen Einzelhandel, **(3)** eine politische Annäherung der westlichen Industriestaaten an die russische Regierung, verbunden mit verstärkten Reiseaktivitäten russischer Touristen, **(4)** die Erreichung des Break-Even im Online-Shop wie angekündigt (2019/20e), und **(5)** (langfristig) ein anhaltender Bevölkerungszug in die Metropolregion München.

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)** eine negative wirtschaftliche Entwicklung im Großraum München; **(3)** ungünstige Witterungsbedingungen; **(4)** eine anhaltende Tendenz des stationären Textileinzelhandels zum Mid-Season-Sale mit entsprechenden Preiskämpfen; **(5)** sinkende Tourismuszahlen in City-Lagen im Gefolge von Handelskonflikten mit wichtigen Handelspartnern; **(6)** Belastungen aus den Umbaumaßnahmen im Zuge des Baus der zweiten S-Bahn-Stammstrecke im nahe gelegenen Marienhof.

Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

Nach dem beschlossenen Verkauf des 2015 übernommenen Herrenmodefilialisten Wormland wird sich Ludwig Beck aus dem Stammhaus am Münchener Marienplatz, zwei kleineren Filialen in unmittelbarer Nähe und einem stark wachsenden Onlineshop zusammensetzen. Für das Geschäftsjahr 2018e rechnen wir mit adjustierten Nettoumsätzen von EUR 80,3 Mio. und einem operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von etwa EUR 8,4 Mio. Mit Ausnahme von 2018e wird die im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notierte Aktie seit 2005 regelmäßig und meist steigende Dividenden ausgeschüttet haben.

Münchener Stammhaus in attraktiver Lage

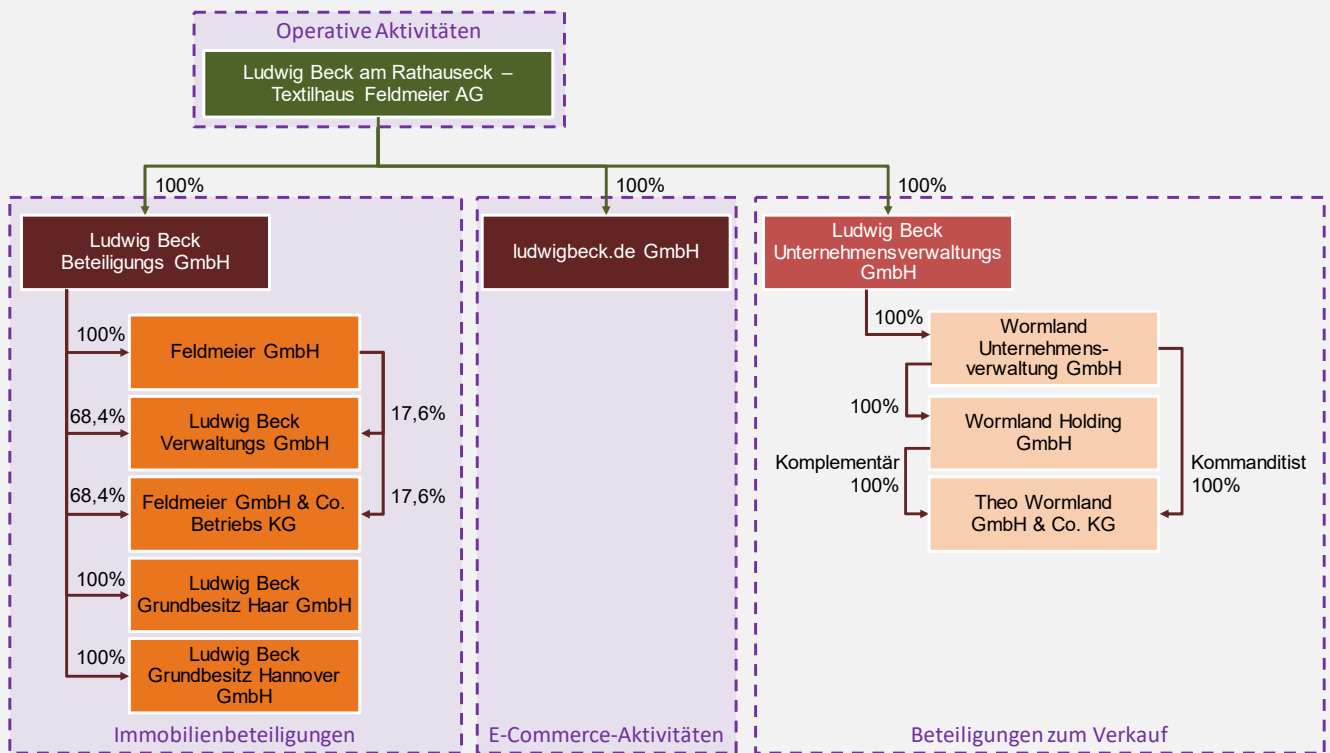
Mit einer mehr als 150-jährigen Unternehmensgeschichte zählt Ludwig Beck zu den ältesten deutschen Unternehmen. Im traditionsreichen Stammhaus am Münchener Marienplatz, einer der attraktivsten Einzelhandelslagen in Europa, bietet Ludwig Beck auf sieben Etagen und einer Bruttoverkaufsfläche von rund 12.400 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 ludwig-beck.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.

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 von Ludwig Beck 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.

ABBILDUNG 2: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoumsatz	EUR Mio.	158,6	177,1	173,2	166,0	127,2	98,4	99,9
Mehrwertsteuer	EUR Mio.	-25,3	-28,3	-27,6	-26,5	-20,3	-15,7	-15,9
Nettoumsatz	EUR Mio.	133,3	148,9	145,6	139,5	106,9	82,7	83,9
YoY	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,2%	-23,4%	-22,7%	1,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-68,8	-77,6	-75,9	-72,9	-54,3	-40,6	-41,2
in % der Nettoerlöse	%	-51,6%	-52,1%	-52,2%	-52,2%	-50,8%	-49,1%	-49,1%
Rohrertrag	EUR Mio.	64,5	71,3	69,6	66,6	52,6	42,1	42,7
in % der Nettoerlöse	%	48,4%	47,9%	47,8%	47,8%	49,2%	50,9%	50,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	13,3	4,2	4,8	4,9	3,7	3,8	3,9
in % der Nettoerlöse	%	10,0%	2,8%	3,3%	3,5%	3,4%	4,6%	4,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-26,4	-30,4	-29,3	-29,1	-22,8	-17,9	-18,0
in % der Nettoerlöse	%	-19,8%	-20,4%	-20,2%	-20,9%	-21,3%	-21,6%	-21,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-4,5	-7,2	-3,6	-2,7	-2,7
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,7%	-3,1%	-5,2%	-3,3%	-3,3%	-3,3%
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	-33,6	-23,3	-13,8	-13,8
in % der Nettoerlöse	%	-21,8%	-23,5%	-23,5%	-24,1%	-21,8%	-16,6%	-16,5%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	18,3	6,3	6,5	1,6	6,6	11,5	12,1
in % der Nettoerlöse	%	13,7%	4,3%	4,4%	1,2%	6,2%	13,9%	14,4%
YoY	%	72,3%	-65,4%	1,8%	-74,8%	306,7%	73,9%	5,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	17,3	5,2	5,6	0,9	6,1	11,1	11,7
YoY	%	81,2%	-69,8%	6,3%	-83,7%	573,2%	81,7%	5,9%
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	-1,7	-1,8	-3,3	-3,5
in % des EBT	%	-12,1%	-44,8%	-41,3%	-190,2%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Minderheiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	15,2	2,9	3,3	-0,8	4,3	7,8	8,2
YoY	%	126,7%	-81,0%	13,6%	n/a	n/a	81,4%	5,8%
Anzahl Aktien	Mio.	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
EPS	EUR	4,11	0,78	0,89	-0,22	1,16	2,10	2,22
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Erlösentwicklung nach Segmenten, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	133,3	148,9	145,6	139,5	106,9	82,7	83,9
Ludwig Beck	EUR Mio.	87,4	85,0	83,2	80,3	81,5	82,7	83,9
Wormland	EUR Mio.	45,9	63,9	62,4	59,2	25,4	0,0	0,0
YoY	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,2%	-23,4%	-22,7%	1,5%
Ludwig Beck	%	1,3%	-2,7%	-2,1%	-3,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Wormland	%	n/a	39,1%	-2,3%	-5,0%	-57,1%	-100,0%	n/a
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ludwig Beck	%	65,6%	57,1%	57,2%	57,5%	76,2%	100,0%	100,0%
Wormland	%	34,4%	42,9%	42,8%	42,5%	23,8%	0,0%	0,0%
EBIT	EUR Mio.	18,3	6,3	6,5	1,6	6,6	11,5	12,1
Ludwig Beck	EUR Mio.	8,2	8,6	8,8	8,4	9,2	11,5	12,1
Wormland	EUR Mio.	10,2	-2,3	-2,4	-6,8	-2,6	0,0	0,0
YoY	%	72,3%	-65,4%	1,9%	-74,8%	306,7%	73,9%	5,3%
Ludwig Beck	%	-23,2%	5,5%	2,7%	-4,7%	9,3%	24,8%	5,3%
Wormland	%	n/a	-122,3%	4,9%	185,7%	-61,8%	-100,0%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	105,2	106,5	104,6	100,1	99,0	98,0	97,0
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	95,1	94,1	93,2	92,2
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
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	26,7	27,5	25,9	28,0	19,3	22,7	26,2
Vorräte	EUR Mio.	20,4	21,3	20,7	20,9	11,5	11,6	11,5
DIO	d	46	43	43	45	32	42	41
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	4,2	4,6	3,7	3,7	3,3	3,3	3,2
DSO	d	11	11	9	9	11	14	14
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	2,0	1,6	1,6	3,5	4,5	7,9	11,5
in % der Bilanzsumme	%	1,5%	1,2%	1,2%	2,7%	3,8%	6,5%	9,4%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	131,9	134,0	130,5	128,0	118,3	120,7	123,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	79,4	79,0	79,4	76,2	80,5	85,3	90,2
Eigenkapitalquote	%	60,2%	58,9%	60,8%	59,5%	68,0%	70,7%	73,2%
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	63,8	68,1	72,9	77,8
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	36,9	32,4	30,7	29,8	25,1	23,1	21,2
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	32,0	27,6	26,2	25,2	21,2	19,2	17,2
Rückstellungen	EUR Mio.	3,9	4,0	3,7	3,8	3,0	3,1	3,2
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
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	15,7	22,7	20,4	22,0	12,7	12,3	11,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,5	11,7	9,2	12,0	5,7	4,8	3,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	2,6	2,6	2,9	2,9	2,6	2,7	2,7
in % der Erlöse	%	1,9%	1,7%	2,0%	2,1%	2,5%	3,2%	3,2%
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	4,2	4,6	5,0
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
Summe Passiva	EUR Mio.	131,9	134,0	130,5	128,0	118,3	120,7	123,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristige Vermögenswerte	%	79,8%	79,5%	80,1%	78,1%	83,7%	81,2%	78,7%
Immaterielle Vermögenswerte	%	3,6%	3,9%	3,9%	3,7%	4,0%	3,8%	3,7%
Sachanlagen	%	76,1%	75,5%	76,1%	74,2%	79,6%	77,2%	74,9%
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%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	20,2%	20,5%	19,9%	21,9%	16,3%	18,8%	21,3%
Vorräte	%	15,5%	15,9%	15,8%	16,3%	9,7%	9,6%	9,3%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	3,2%	3,5%	2,8%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	1,5%	1,2%	1,2%	2,7%	3,8%	6,5%	9,4%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	60,2%	58,9%	60,8%	59,5%	68,0%	70,7%	73,2%
Gezeichnetes Kapital	%	7,2%	7,0%	7,2%	7,4%	8,0%	7,8%	7,7%
Kapitalrücklage	%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	2,8%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	50,7%	49,7%	51,3%	49,8%	57,6%	60,4%	63,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Langfristige Schulden	%	27,9%	24,2%	23,5%	23,3%	21,2%	19,2%	17,2%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	24,3%	20,6%	20,1%	19,7%	18,0%	15,9%	14,0%
Rückstellungen	%	2,9%	3,0%	2,8%	2,9%	2,6%	2,6%	2,6%
Latente Steuern	%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%
Sonstige Schulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	11,9%	16,9%	15,6%	17,2%	10,8%	10,2%	9,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,1%	8,7%	7,1%	9,4%	4,8%	4,0%	3,2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	1,9%	1,9%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
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%	5,4%	3,6%	3,8%	4,1%
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%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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	0,9	6,1	11,1	11,7
Abschreibungen	EUR Mio.	4,0	4,0	4,5	7,2	3,6	2,7	2,7
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	-0,8	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	8,3	8,9	13,9	14,6
Δ Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	-10,1	-1,3	1,6	-0,2	9,8	-0,1	0,1
Δ Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	4,4	0,8	0,2	-1,1	-3,0	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	-0,5	-0,4	-0,4
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	-0,9	-1,3	-2,9	-3,1
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	3,2	6,0	8,7	5,3	13,8	10,9	11,6
YoY	%	-57,2%	87,2%	45,6%	-39,5%	163,1%	-21,2%	6,6%
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	-2,5	-1,7	-1,7
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-5,4	-2,5	-2,7	-2,5	-1,7	-1,7
YoY	%	-66,1%	144,5%	-53,3%	6,1%	-5,3%	-33,1%	1,2%
Free Cashflow	EUR Mio.	1,0	0,6	6,2	2,6	11,3	9,2	9,9
YoY	%	3,8%	-41,5%	974,0%	-58,1%	337,0%	-18,5%	7,5%
Reinvestment Rate	%	4781,4%	2707,0%	-53,4%	-234,8%	-288,4%	-262,9%	12,5%
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	0,0	-3,0	-3,3
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	-10,3	-2,9	-2,9
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
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-0,1	-1,1	-6,2	-0,6	-10,3	-5,9	-6,2
YoY	%	-91,6%	n/a	480,6%	-89,9%	n/a	-43,1%	6,3%
Zahlungsunwirksame Umrechnung der Cashflows	EUR Mio.	0,9	-0,5	0,0	2,0	1,0	3,4	3,7
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	0,8	2,0	1,6	1,6	3,5	4,5	7,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	2,0	1,6	1,6	3,5	4,5	7,9	11,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Bruttoumsatz	EUR Mio.	158,6	177,1	173,2	166,0	127,2	98,4	99,9
Nettoumsatz	EUR Mio.	133,3	148,9	145,6	139,5	106,9	82,7	83,9
Rohhertrag	EUR Mio.	64,5	71,3	69,6	66,6	52,6	42,1	42,7
EBITDA	EUR Mio.	22,3	10,3	10,9	8,9	10,2	14,2	14,8
EBIT	EUR Mio.	18,3	6,3	6,5	1,6	6,6	11,5	12,1
EBT	EUR Mio.	17,3	5,2	5,6	0,9	6,1	11,1	11,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	15,2	2,9	3,3	-0,8	4,3	7,8	8,2
Anzahl Mitarbeiter		920	892	862	869	886	904	922
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	35,95	35,02	32,20	30,00	28,60		
Kurs Tief	EUR	28,70	27,01	27,09	25,50	27,40		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	32,43	30,78	27,43	27,82	28,00	28,00	28,00
EPS	EUR	4,11	0,78	0,89	-0,22	1,16	2,10	2,22
CFPS	EUR	5,76	2,49	2,71	2,20	2,61	3,73	3,92
BVPS	EUR	21,49	21,37	21,49	20,62	21,78	23,08	24,40
Dividende	EUR	0,75	0,65	0,65	0,00	0,80	0,90	1,00
Kursziel	EUR							34,50
Performance bis Kursziel	%							23,2%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohhertragsmarge	%	48,4%	47,9%	47,8%	47,8%	49,2%	50,9%	50,9%
EBITDA-Marge	%	16,8%	6,9%	7,5%	6,4%	9,5%	17,2%	17,7%
EBIT-Marge	%	13,7%	4,3%	4,4%	1,2%	6,2%	13,9%	14,4%
EBT-Marge	%	12,9%	3,5%	3,8%	0,6%	5,7%	13,4%	14,0%
Netto-Marge	%	11,4%	1,9%	2,2%	-0,6%	4,0%	9,4%	9,8%
FCF-Marge	%	0,7%	0,4%	4,2%	1,9%	10,6%	11,1%	11,8%
ROE	%	20,7%	3,6%	4,1%	-1,0%	5,5%	9,4%	9,4%
ROCE	%	12,1%	5,5%	6,0%	5,0%	6,3%	8,9%	9,4%
CE/Umsatz	%	93,8%	85,6%	85,2%	85,7%	102,2%	131,0%	127,6%
NWC/Umsatz	%	14,9%	14,1%	13,4%	14,1%	9,7%	12,7%	12,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	144,9	166,9	168,9	160,5	120,6	91,4	91,0
Pro-Kopf-EBIT	EURk	19,9	7,1	7,5	1,9	7,5	12,7	13,1
DSO	d	11	11	9	9	11	14	14
Inventory days	d	46	43	43	45	32	42	41
Capex/Umsatz	%	1,6%	3,6%	1,7%	1,9%	2,4%	2,0%	2,0%
Fixkosten-Deckung	x	5,9	2,0	2,2	0,6	2,7	5,0	5,5
Wachstumsraten								
Bruttoumsatz	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,2%	-23,4%	-22,7%	1,5%
Nettoumsatz	%	54,5%	11,7%	-2,2%	-4,2%	-23,4%	-22,7%	1,5%
Flächenbereinigter Umsatz	%	1,3%	70,3%	-2,2%	-4,2%	-23,3%	-22,7%	1,5%
Rohhertrag	%	51,0%	10,6%	-2,3%	-4,3%	-21,1%	-20,0%	1,6%
EBITDA	%	66,4%	-53,8%	6,0%	-18,9%	14,8%	39,7%	4,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	105,2	106,5	104,6	100,1	99,0	98,0	97,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	26,7	27,5	25,9	28,0	19,3	22,7	26,2
Eigenkapital	EUR Mio.	79,4	79,0	79,4	76,2	80,5	85,3	90,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	52,5	55,1	51,1	51,9	37,8	35,4	33,0
Anlagenintensität	%	76,1%	75,5%	76,1%	74,2%	79,6%	77,2%	74,9%
Capex	EUR Mio.	2,1	5,4	2,4	2,7	2,5	1,7	1,7
Substanzerhaltungsgrad	x	0,53	1,36	0,54	0,37	0,71	0,62	0,62
EK-Quote	%	60,2%	58,9%	60,8%	59,5%	68,0%	70,7%	73,2%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	44,7%	47,7%	42,7%	44,3%	27,9%	19,0%	10,6%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,0	6,2	5,5	22,9	4,1	2,1	1,7
Working Capital	EUR Mio.	19,9	21,0	19,5	19,7	10,4	10,5	10,3
Capital Employed	EUR Mio.	125,0	127,4	124,0	119,5	109,2	108,3	107,1
Enterprise Value								
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	102,8	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	33,8	22,5	16,2	9,6
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	136,6	125,9	119,6	113,1
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	168,3	167,1	152,9	144,6			
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	141,5	137,5	134,0	128,0			
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,17	1,02	0,93	0,98	1,18	1,45	1,35
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,26	1,12	1,05	1,04			
EV/Umsatz (Tief)	x	1,06	0,92	0,92	0,92			
EV/EBITDA	x	7,0	14,7	12,4	15,4	12,4	8,4	7,6
EV/EBIT	x	8,5	23,9	20,9	84,0	19,0	10,4	9,3
KGV	x	7,9	39,5	30,9	-128,3	24,2	13,3	12,6
KCF	x	5,6	12,4	10,1	12,6	10,7	7,5	7,2
KBV	x	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
FCF-Yield	%	0,3	0,2	1,7	0,7	3,1	2,5	2,7
Ausschüttungsquote	%	18,3%	83,3%	73,3%	0,0%	69,1%	42,9%	45,0%
Dividendenrendite	%	2,3%	2,1%	2,4%	0,0%	2,9%	3,2%	3,6%
Economic Value Added								
WACC	%	3,6%	2,5%	2,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
ROCE/WACC	x	3,38	2,19	2,46	1,10	1,39	1,95	2,06
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal year
Umsatz	%	127,2	98,4	99,9	101,2	102,5	103,6	104,7	105,8	106,9	107,9	109,0	110,1	111,2	112,3	113,4	114,6
YoY	EUR Mio.	-23,4%	-22,7%	1,5%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	EUR Mio.	6,6	11,5	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,6	13,8	14,0	14,2	14,4	13,8
EBIT-Marge	EUR Mio.	5,2%	11,7%	12,1%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,0%
Steuern	EUR Mio.	-1,8	-3,3	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,0
Steuerquote (τ)	%	27,7%	28,9%	29,1%	29,0%	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- τ)	EUR Mio.	4,8	8,2	8,6	8,7	8,9	9,0	9,2	9,3	9,4	9,6	9,7	9,8	10,0	10,1	10,2	9,8
Reinvestment	EUR Mio.	10,3	1,0	1,2	-5,2	-0,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,6
FCFF	EUR Mio.	15,1	9,1	9,8	3,5	8,1	8,6	8,8	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	9,7	9,8	10,0	8,1
WACC	%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	95,6%	91,4%	87,5%	83,5%	79,7%	76,0%	72,3%	68,8%	65,3%	62,0%	58,7%	55,6%	52,6%	49,6%	46,8%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	14,4	8,3	8,5	2,9	6,5	6,5	6,4	6,2	6,0	5,8	5,5	5,3	5,1	4,9	4,7	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	1,6%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	57,2															
in % des Enterprise Value	%	37,1%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	31,3															
in % des Enterprise Value	%	20,3%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	65,7															
in % des Enterprise Value	%	42,6%															
Enterprise Value	EUR Mio.	154,2															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-31,1															
Liquidität	EUR Mio.	4,5															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	127,6															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	3,7															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	34,50															
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)
04.02.2019/07:55 Uhr	EUR 34,50/EUR 28,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
08.01.2019/11:10 Uhr	EUR 32,50/EUR 28,60	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
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

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.

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 03.02.2019 um 21:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: 28,00.