



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Credit Research



Emission einer Unternehmensanleihe

Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

4. Juni 2012

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Profil der Anleihe	6
Bewertung	8
Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung	10
Ergebnisanalyse	10
Finanzanalyse	13
Steilmann-Boecker - Unternehmensprofil	16
Überblick	16
Geschäftsmodell	17
Management der Gesellschaft	18
Historie	19
Strategische Perspektiven	20
Markt und Wettbewerbsumfeld	23
Fazit	27
ANHANG	28

Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG 4)

Anleihe: Überdurchschnittlich attraktiv

Ersteller: Winfried Becker, Zafer Rüzgar (Analysten)

Kontakt: Independent Research GmbH

Tel.: +49 (0) 69 971 490 0

Fax: +49 (0) 69 971 490 90

Unternehmensdaten

Land	Deutschland
Branche	Textil
ISIN	DE000A1PGWZ2
Rechnungslegung	HGB
Internet	www.steilmann-boecker.de

Anleihedaten

Gesamtnennbetrag	30 Mio. Euro
Laufzeit	27.06.2012 - 26.06.2017
Ausgabepreis	100% des Nennbetrages
Verzinsung	6,75% p.a.
Mindestzeichnungsbetrag	1.000 Euro
Zinszahlung	jährlich
Zeichnungsfrist*	11.06.2012 - 25.06.2012
Emissionstermin*	27.06.2012
Rückzahlung	27.06.2017
Rating (Creditreform)	BBB

* voraussichtlich

⇒ Die Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (Boecker) tritt erstmals als Emittentin einer Anleihe (bis zu 30 Mio. Euro) an den deutschen Kapitalmarkt heran. Laufzeit der Anleihe: Fünf Jahre; Kupon: 6,75% pro Jahr.

⇒ Die Aussichten für die Textil- und Bekleidungsbranche für 2012 sind positiv. Für 2012 rechnet der Textilverband mit einer Umsatzsteigerung von circa 3,0% auf 29 Mrd. Euro.

⇒ Boecker ist bisher überdurchschnittlich gewachsen. 2012 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 14% und einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf 6,7% (5,7%). 2013 wird ein positiver Cashflow erwartet.

⇒ Der Emissionserlös dient vor allem dem weiteren Flächenwachstum. Dafür sind rund 16 Mio. Euro vorgesehen. Das bessere Ausnutzen von Skontierungsangeboten durch Skaleneffekte erfordert etwa 8,5 Mio. Euro und soll im Gegenzug jährliche Skontoerträge von 1,5 Mio. Euro erbringen. Der verbleibende Betrag ist für die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen und Sortimentserweiterungen vorgesehen.

⇒ Creditreform hat ein Rating von "BBB" vergeben. Dies bedeutet nach den Regeln der Agentur "eine stark befriedigende Bonität" sowie "ein geringes bis mittleres Insolvenzrisiko".

⇒ Im Vergleich zu anderen "Textilanleihen" von Golfino und Seidensticker hat Boecker auf Grund seines soliden Finanzprofils ein besseres Rating erhalten. Daraus resultiert auch der niedrigere Kupon mit 6,75%; Golfino und Seidensticker: jeweils 7,25%.

⇒ Wir sind zuversichtlich, dass Boecker in der Lage sein wird, seinen Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe nachzukommen. Wir stufen die geplante Anleihe als Überdurchschnittlich attraktiv sein.

Kennzahlen	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR (2009-2014e)
Umsatzerlöse	42.059,5	47.910,0	55.927,8	63.469,7	79.777,3	102.538,1	19,5%
Umsatzwachstum	-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%	-
Rohertrag	18.786,7	21.746,2	25.063,7	28.130,1	35.850,9	46.290,3	19,8%
EBITDA	2.474,3	3.716,6	3.211,1	4.230,0	6.144,7	8.620,3	28,4%
EBITDA-Marge	5,9%	7,8%	5,7%	6,7%	7,7%	8,4%	-
EBIT	1.979,1	3.305,7	2.734,6	3.744,5	5.549,7	7.840,3	31,7%
EBIT-Marge	4,7%	6,9%	4,9%	5,9%	7,0%	7,6%	-
Jahresüberschuss	1.204,5	923,5	1.955,4	2.383,3	3.443,6	5.322,6	34,6%
Nettomarge	2,9%	1,9%	3,5%	3,8%	4,3%	5,2%	-
Operativer Cashflow	-1.063,5	1.855,0	-4.463,6	-3.193,0	1.358,5	5.368,5	-
Cashflow-Marge	-	-	-	-	1,7%	5,2%	-
Nettoverschuldung	5.696,0	6.624,6	2.291,3	17.022,1	22.120,3	24.371,8	33,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	2,3	1,7	1,4	2,3	3,2	2,7	-
Net Gearing	4,4	4,6	0,3	2,3	3,0	3,3	-
Eigenkapitalquote	10,5%	8,8%	34,9%	18,2%	18,0%	17,6%	-
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	0,8	12,1	5,7	2,3	2,4	3,2	-
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	0,6	10,8	4,9	2,0	2,1	2,9	-

Zahlen in Tsd. Euro

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

STÄRKEN / CHANCEN

- **Boecker ist eine bekannte, traditionsreiche Modemarke vor allem in Nordrhein-Westfalen.**
- **Boecker hat eine enge Bindung zu seinen Kunden: Von rund 650.000 Kunden pro Jahr sind circa 23% (150.000 Kunden) Inhaber einer Kundenkarte. 65% des Umsatzes wird mit den Karteninhabern erzielt.**
- **Boecker konzentriert sich auf die Zielgruppe qualitätsbewusster Frauen und Männer ab 35-40 Jahren, deren Einstellung klassisch-modisch ist und die weniger preissensitiv sind.**
- **Boecker deckt die gesamte Wertschöpfungskette der Bekleidungs-wirtschaft ab: Von der Marktforschung über die Eigenentwicklung der Kollektionen bis hin zu Einkauf, Logistik, Marketing und Vertrieb.**
- **Als Konzernmitglied der Steilmann Holding AG kann Boecker Synergien, zum Beispiel in den Bereichen Design und Beschaffung, Produktion an kostengünstigen Standorten, generieren.**
- **Fünf eigene Outlets bieten eine Verkaufsplattform für Waren aus der jeweiligen Vorsaison.**
- **Boecker kann historisch nachweisen, dass das Unternehmen in der Lage ist, schneller als der Markt zu wachsen; der Umsatz im Zeitraum 2008 bis 2011 stieg um jährlich durchschnittlich 15,2%, verglichen mit Konsumausgaben für Bekleidung von weniger als 2% pro Jahr.**
- **Boecker hat ein solides Finanzprofil. Es ist messbar zum Beispiel an einer über dem bundesdeutschen Durchschnitt liegenden Eigenkapitalquote von 34,9%, einem Net Gearing von 0,3 oder einem Zinsdeckungsgrad (EBITDA) von 5,7 (alle Zahlen Geschäftsjahr 2011).**
- **Die geplante Anleihe bietet die Sicherheit einer Haftungsübernahme durch die Konzernmutter, die sich auf die Rückzahlung der Anleihe sowie die jährlich zu leistenden Zinszahlungen erstreckt.**

SCHWÄCHEN / RISIKEN

- **Der Textileinzelhandelsmarkt in Deutschland ist eng an das Wachstum des verfügbaren Einkommens gekoppelt und teilweise durch preisintensiven Wettbewerb gekennzeichnet.**
- **Das Flächenwachstum bedingt ein absolut steigendes Working Capital; bei weniger erfolgreichen Kollektionen entsteht ein Abschreibungsrisiko auf diese Saisonware.**
- **Risiken sehen wir in unvorhersehbaren Schwankungen der Baumwollpreise und in weniger erfolgreichen Kollektionen durch kurzfristig nicht vorhersehbare Saisoneinflüsse.**
- **Das starke externe Wachstum führte in den Jahren 2009 bis 2011 zu negativen operativen Cashflows. Da auch in Zukunft weiteres externes Flächenwachstum angestrebt wird, könnten auch die Cashflows im Planungszeitraum hinter den Erwartungen zurückbleiben.**
- **Die Anleihebedingungen enthalten keine Beschränkungen für eine weitere Erhöhung der Verschuldung.**
- **Der bisherige geschäftliche Erfolg ist stark mit dem derzeitigen Managementteam verbunden. Ein Verlust solcher Managementkapazitäten könnte den zukünftigen Erfolg des Unternehmens gefährden.**

Profil der Anleihe

Emissionsvolumen der Anleihe bis zu 30 Mio. Euro

Ausgewählte Anleihedaten gemäß Wertpapierprospekt

Emittentin	Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG
Emissionsvolumen	bis zu 30.000.000,00 Euro
Stückelung	je 1.000,00 Euro Nennbetrag
Ausgabepreis	100% des Nennbetrages
Laufzeit	27. Juni 2012 bis 26. Juni 2017
Verzinsung	6,75% p.a. (Zinszahlung einmal pro Jahr)
Mindestzeichnungsbetrag	1.000,00 Euro
Zeichnungsfrist	Voraussichtlich der 11.06.2012 bis 25.06.2012
Zahlstelle	VEM Aktienbank AG
Lead Agent	youmex Invest AG
Kündigungsrecht	Gläubiger: Keine vorzeitige ordentliche Kündigung; unter bestimmten Voraussetzungen außerordentliches Kündigungsrecht
Investorschutzklauseln	Erfüllungsübernahme durch die Steilmann Holding AG
Emissionskosten	Bei Vollzeichnung: 1,35 Mio. Euro bzw. 4,5% des Emissionsvolumens
Börsennotierung	Entry Standard im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse
Rating	BBB (Creditreform)

Quelle: Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Mit der bevorstehenden Anleihe tritt Boecker erstmals als Anleiheemittentin an den deutschen Kapitalmarkt. Mit einer Stückelung von je 1.000 Euro sind mit der Anleihe auch Privatanleger angesprochen. So werden zum Beispiel die Inhaber der Boecker-Kundenkarte gezielt beworben. Die Ratingagentur Creditreform hat ein Rating von "BBB" vergeben. Dies bedeutet nach den Regeln der Agentur "eine stark befriedigende Bonität" sowie "ein geringes bis mittleres Insolvenzrisiko".

Es ist vom Unternehmen geplant, den Emissionserlös größtenteils zur Finanzierung des weiteren Wachstums einzusetzen. Dafür sind nach Informationen des Unternehmens etwa 16 Mio. Euro vorgesehen. Diese Mittel sollen vornehmlich in die Flächenexpansion durch Eröffnung neuer Filialen investiert werden. Dies schließt auch die Übernahme geeigneter Filialen von Wettbewerbern ein, sofern sie die Kriterien von Boecker an neue Standorte erfüllen. Zu diesen Kriterien zählen die Lage der Geschäfte, die Höhe der zu zahlenden Miete, die jeweilige Konkurrenzsituation und die wirtschaftliche Situation einer Filiale. Boecker prüft ständig neue Standorte und hat für 2012 bereits konkretere Pläne. Derzeit werden 15 Bekleidungsgeschäfte, überwiegend in Nordrhein-Westfalen, betrieben.

Neben dem Flächenwachstum sollen Skontierungsangebote durch Skaleneffekte in der Warenbeschaffung besser als bisher ausgenutzt werden. Dies erfordert circa 8,5 Mio. Euro und soll im Gegenzug pro Jahr Skontoerträge von 1,5 Mio. Euro einbringen. Schließlich sind noch ungefähr 2,5 Mio. Euro für die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen und für die Sortimentserweiterung vorgesehen. Letzteres bedingt auch einen höheren Working Capital-Bedarf.

Emissionserlös dient dem weiteren Flächenwachstum

Zahlungsflüsse der Anleihe			
Datum	Vorgang	Mittelzufluss (in Mio. Euro)	Mittelabfluss (in Mio. Euro)
Ende Juni 2012	Bruttoemissionserlös	30,000	-
Ende Juni 2012	Kosten der Emission	-	1,350
27. Juni 2013	Zinszahlung	-	2,025
27. Juni 2014	Zinszahlung	-	2,025
27. Juni 2015	Zinszahlung	-	2,025
27. Juni 2016	Zinszahlung	-	2,025
27. Juni 2017	Zinszahlung	-	2,025
27. Juni 2017	Tilgung der Anleihe	-	30,000
Gesamtsumme		30,000	41,475

Quelle: Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Die drei bisher genannten Maßnahmen ergeben in Summe ein Verwendungsvolumen von 27,0 Mio. Euro. Der verbleibende Rest von 1,65 Mio. Euro bis zum Nettoemissionserlös von 28,65 Mio. Euro (brutto 30,0 Mio. Euro - 1,35 Mio. Euro Emissionskosten) dient als Reserve. Aus den umfangreichen Anleihebedingungen ist hervorzuheben, dass die Anleihegläubiger kein ordentliches Kündigungsrecht haben. Ausnahmen hiervon sind der Insolvenzfall sowie die Auflösung der Gesellschaft. Die Teilschuldverschreibungen stellen unmittelbare, unbedingte und nicht nachrangige Verpflichtungen der Emittentin dar.

Besonderheiten

Die Anleihebedingungen enthalten keine expliziten Anlegerschutzklauseln (Covenants) wie zum Beispiel eine Kontrollwechselklausel, Negativklausel, Drittverzugsklausel, Verschuldungsgrenzen oder Verkaufsgrenzen für Vermögensgegenstände. Insofern hätte die Anleihe anlegerfreundlicher gestaltet werden können. Gleichwohl erhält der Anleihegläubiger zusätzliche Sicherheit durch eine sogenannte Erfüllungsübernahme auf der Grundlage des §329 BGB. Die Muttergesellschaft der Emittentin, die Steilmann Holding AG, geht diese Verpflichtung gegenüber der Emittentin in Höhe des Nominalbetrages der Anleihe (bis zu 30 Mio. Euro) und der fälligen Zinsen während der gesamten Laufzeit ein. Dem Anleihegläubiger entstehen dadurch allerdings keine unmittelbaren Rechte gegenüber dem Übernehmer. Darin unterscheidet sich die Erfüllungsübernahme von der Schuldübernahme. Insofern ist der Finanzstatus der Holding von Bedeutung.

Im Geschäftsjahr 2011 lag die Eigenkapitalquote der Steilmann Holding AG bei 23,3% und die Nettofinanzschulden betragen 130,1 Mio. Euro. Daraus ergibt sich ein Net Gearing 2011 von 1,16. Bei einem Umsatz von 698,6 Mio. Euro lag das EBITDA bei 45 Mio. Euro. Daraus errechnet sich eine EBITDA-Marge von 6,4%. Das Instrument der Erfüllungsübernahme ist bisher bei Mittelstandsanleihen nicht üblich. Wir gehen nicht davon aus, dass diese Regelung zum Tragen kommt.

Anleihe mit Erfüllungsübernahme nach §329 BGB durch die Steilmann Holding AG ausgestattet

Bewertung

Peer Group Bewertung

Unternehmensvergleich:
Boecker mit hoher EK-Quote

Mit der Golfino AG und der Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG sind in diesem Jahr bereits zwei namhafte Textilunternehmen mit der Emission von Anleihen an den Kapitalmarkt herantreten. In der nachfolgenden Tabelle vergleichen wir die Unternehmen anhand einiger wichtiger Kennzahlen.

Unternehmensvergleich			
	Geschäftsjahr 2011		
	Golfino	Seidensticker	Boecker *
Umsatz (in Mio. Euro)	31,7	167,0	55,9
EBITDA-Marge	8,6%	9,4%	5,7%
EK-Quote	33,9%	10,3%	34,9%
Nettoverschuldung/EBITDA	4,7	2,0	1,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	2,7	4,7	5,7
Oper.CF / Umsatz (%)	3,1%	0,6%	-7,0%
Anleihe			
Volumen (in Mio. Euro)	12,0	30,0	30,0
Laufzeit (in Jahren)	5	6	5
Kupon, p. a.	7,25%	7,25%	6,75%
Rating	BBB-	BB+	BBB
Geschäftsjahre: Seidensticker: 01.05.-30.04.; Golfino: 01.10.-30.09.; Boecker: 01.01.-31.12.			
Quelle: Unternehmensangaben			* Anleihe Boecker: geplant

... und mit niedriger Verschuldung

Die hervorgehobenen Zahlen markieren den jeweils besten Wert. Seidensticker ist, gemessen am Umsatz, das mit Abstand größte Unternehmen der Vergleichsgruppe. Bei einem Umsatz 2011 von 167,0 Mio. Euro (+13,4%) erzielt das Unternehmen eine beachtliche EBITDA-Marge von 9,4%. Bei den übrigen Kennzahlen fällt Seidensticker gegenüber Boecker etwas zurück. Die Golfino AG hat im letzten Geschäftsjahr 2011 die höchste operative Cashflow-Rendite erzielt, ansonsten ist das Finanzprofil etwas schlechter. Boecker hat von der Ratingagentur Creditreform mit "BBB" im Vergleich das beste Rating erhalten; Boecker liegt damit klar im Bereich Investment Grade. Bei eng beieinander liegenden Laufzeiten von fünf bzw. sechs Jahren ist es unseres Erachtens vertretbar, das Boecker mit 6,75% den niedrigsten Kupon vorzuweisen hat.

Nach Information des BOND MAGAZINE und einiger Finanzinformationsdienste plant mit der RENÉ LEZARD Mode GmbH aus Schwarzach am Main ein weiteres Textilunternehmen noch vor der Sommerpause eine Anleihe zu begeben. Im letzten Geschäftsjahr 2010/11 (31.03.) wurde ein Umsatz von 48,9 Mio. Euro erzielt. Weitere Einzelheiten sind bisher nicht öffentlich bekannt gemacht. RENÉ LEZARD hat ebenfalls eine starke Kernmarke und ist eher dem hochpreisigen Segment zuzuordnen.

In einer weiteren Tabelle haben wir die geplante Boecker-Anleihe mit ausgewählten, bereits platzierten Anleihen des Jahres 2012 verglichen. Dieser Vergleich ist branchenübergreifend und damit breiter angelegt.

Ausgewählte Anleiheemissionen 2012

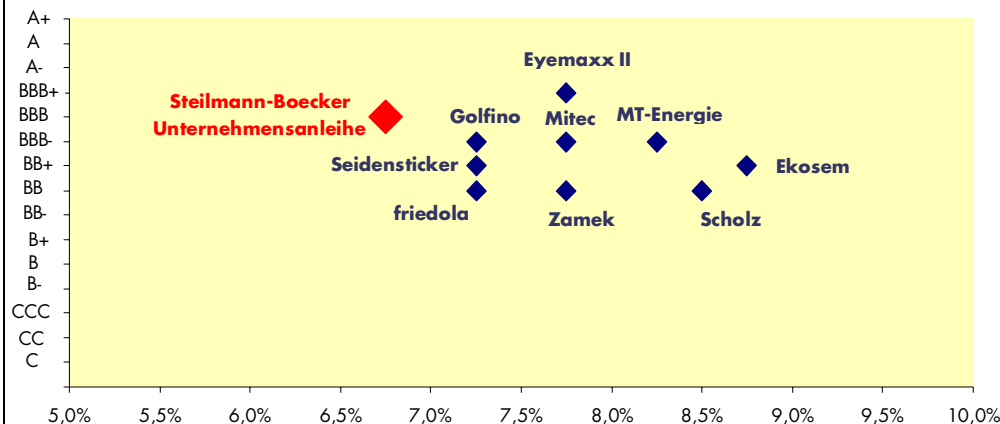
Unternehmen	Branche	Zeitraum der Platzierung	Volumen (in Mio. Euro)	Laufzeitende	Kupon	Rating ¹⁾	Ratingagentur ²⁾	Voll platziert
Eyemaxx II	Immobilien	April	11,0	2017	7,75%	BBB+	CR	Ja
Boecker	Bekleidung	Juni	30,0	2017	6,75%	BBB	CR	³⁾
MT-Energie	Biogasanlagen	April	30,0	2017	8,25%	BBB-	CR	Nein ⁴⁾
Mitec Automotive	Automobil	März	24,0	2017	7,75%	BBB-	CR	Ja
Golfino	Bekleidung	März	12,0	2017	7,25%	BBB-	CR	Ja
Ekosem	Agrar	März	50,0	2017	8,75%	BB+	CR	Ja
Seidensticker	Bekleidung	März	30,0	2018	7,25%	BB+	CR	Ja
Scholz	Recycling	Februar	150,0	2017	8,50%	BB	EH	Ja
Zamek	Lebensmittel	Mai	35,0	2017	7,75%	BB	CR	Ja
friedola	Freizeitartikel	April	13,0	2017	7,25%	BB	CR	Ja
Singulus	Maschinenbau	März	60,0	2017	7,75%	kein Rating	k.A.	Ja
PCC III	Chemie, Energie	Januar	10,0	2013	5,00%	kein Rating	k.A.	Nein ⁴⁾

1) sortiert nach Ratingkategorie; 2) EH = EulerHermes, CR = Creditreform; 3) Platzierung erfolgt noch; 4) Nachplatzierung läuft
 Quelle: Unternehmensangaben, BOND MAGAZINE

Boecker hat ein vergleichsweise gutes Rating: "BBB"

Mit Eyemaxx II hat nur ein Unternehmen mit "BBB+" ein besseres Rating als Boecker und bietet dabei sogar einen höheren Kupon. Bei den Laufzeiten gibt es eine eindeutige Präferenz für den fünfjährigen Bereich; hier ist die Boecker-Anleihe somit sehr marktkonform. Mit der MT Energie und PCC III gibt es lediglich zwei Anleihen, bei denen das geplante Volumen nicht voll platziert werden konnte. In beiden Fällen läuft eine Nachplatzierung. Alle anderen Anleihen konnten im ersten Anlauf im Markt bei Investoren platziert werden, was für eine gute Aufnahmefähigkeit spricht. Daran wird sich unseres Erachtens kurzfristig auch nichts ändern. Wir sehen bei den Mittelstandsanleihen weiterhin eine gute Alternative zu den Staatsanleihen (insbesondere deutsche Staatsanleihen), die derzeit eine höhere Sicherheit, aber auch ein deutlich niedrigeres Renditeniveau bieten. Anhand des Peer Group-Vergleichs hätte der Kupon auch etwas höher ausfallen können, um die Anleihe für Investoren noch attraktiver zu gestalten.

Rendite-Rating-Matrix (ausgewählte Mittelstandsanleihen 2012)



Quelle: Unternehmensangaben, BOND MAGAZINE

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung

Ergebnisanalyse

2011: Flächenbereinigtes Umsatzwachstum von 5%

Im Geschäftsjahr 2011 konnte Boecker den Umsatz um 16,7% auf 55,9 (47,9) Mio. Euro steigern. Das flächenbereinigte Wachstum lag bei 5%. Der Umsatz wurde auf einer Fläche von 33.500 m² in zehn Filialen und fünf Outlets mit rund 650.000 Kunden generiert.

Umsatzanalyse						
Komponenten	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Verkaufsfläche (in m ²)	19.100	20.100	33.500	33.500	33.500	33.500
Erweiterungen (in m ²)				3.000	6.000	9.000
Umsatz je m ² (in Euro)	2.202	2.384	1.669	1.853	1.946	2.082
Umsatzerlöse (in Tsd. Euro)	42.059	47.910	55.928	62.080	65.184	69.747
Umsatzerlöse Erweiterungen (in Tsd. Euro)				1.390	5.837	6.246
Umsatzerlöse Erweiterungen (in Tsd. Euro)					8.756	12.492
Umsatzerlöse Erweiterungen (in Tsd. Euro)						14.053
Umsatzerlöse gesamt (in Tsd. Euro)	42.059	47.910	55.928	63.470	79.777	102.538

Neue Flächen im Startjahr 2012 mit 3 Monaten, ab 2013 mit 9 Monaten berücksichtigt, danach volle Jahre;
Organisches Wachstum durch Sortimentserweiterung und Preiserhöhungen von zusammen 2% p.a.
Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

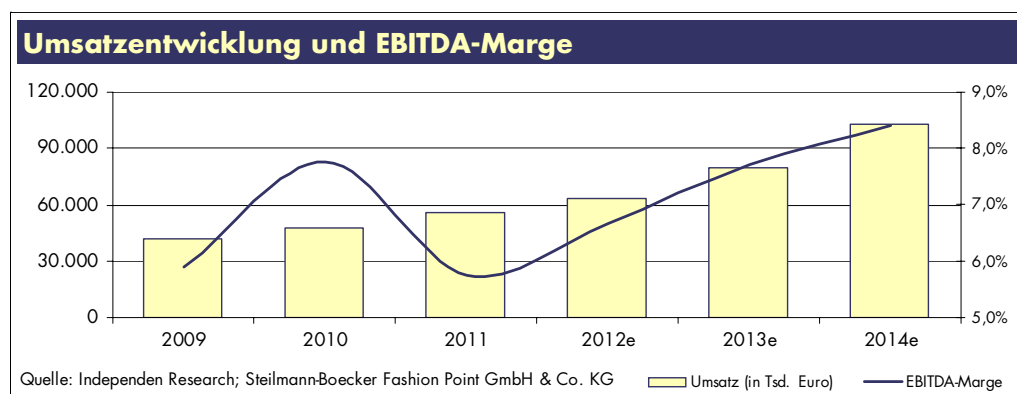
Der Umsatz je Quadratmeter lag 2011 bei 1.670 (2010: 2.384) Euro. 2011 wurden zwei neue Filialen in Göttingen und Koblenz von der Adler Mode GmbH im Rahmen eines Asset-Deals für einen Kaufpreis von 1,2 Mio. Euro erworben. Diese beiden Filialen mit zusammen etwa 7.000 m² wurden erst im November 2011 erworben und daraus erklärt sich der deutliche Abfall beim Umsatz je m². Ohne diesen Effekt hätte der Flächenumsatz bei 2.209 Euro/m² gelegen.

Für den Planungszeitraum haben wir ein organisches Wachstum von 2% unterstellt und darin vor allem Sortimentserweiterungen und geringfügige Preiserhöhungen berücksichtigt. Bei der Berücksichtigung neuer Flächen gehen wir von dem bisherigen Durchschnitt von 3.000 m² je Filiale (30.000 m² Gesamtfläche mit 10 Filialen ohne Outlets) aus. 2012 haben wir eine neue Filiale mit 3.000 m² berücksichtigt, die zeitanteilig drei Monate zum Umsatz beitragen wird. In Summe erwarten wir daher einen Gesamtumsatz von 63,5 Mio. Euro (+13,5%). 2013 und 2014 sind wir nach der gleichen Systematik vorgegangen und rechnen mit zwei neuen Filialen (2013) bzw. drei neuen Filialen (2014), die jeweils neun Monate zum Umsatz beitragen. Der Umsatz je Quadratmeter steigt in unserer Betrachtung zwar wieder an, liegt im Planungszeitraum jedoch deutlich unter den 2009 und 2010 erreichten Werten. Durch das kontinuierliche Flächenwachstum rechnen wir nicht mit einer schnellen Rückkehr zu diesem Niveau (bei steigender Gesamtrentabilität). Unsere Umsatzschätzung 2014 von 102,5 Mio. Euro liegt etwas unter der Planzahl des Unternehmens von 105,4 Mio. Euro.

Umsatzwachstum vor allem durch Flächenerweiterung

Ertragsentwicklung soll mit dem Umsatzwachstum schritthalten

Bisher ist es Boecker gelungen, kontinuierlich zu wachsen. Im Zeitraum 2008 bis 2011 lag das durchschnittliche, jährliche Umsatzwachstum bei 15,2%, während das EBITDA im gleichen Zeitraum um durchschnittlich jährlich 87,5% gesteigert werden konnte. 2011 lag die EBITDA-Marge bei 5,7% (7,8%).



Prognosen ausgewählter Kennziffern der GuV-Rechnung

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez HGB	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse		55.928	63.470	79.777	102.538
Veränderung ggü. Vorjahr		16,7%	16,0%	23,0%	28,5%
EBITDA		3.211	4.230	6.145	8.620
in % vom Umsatz		5,7%	6,7%	7,7%	8,4%
EBT		2.464	2.788	4.028	6.225
in % vom Umsatz		4,4%	4,4%	5,0%	6,1%
Jahresüberschuss		1.955	2.383	3.444	5.323
in % vom Umsatz		3,5%	3,7%	4,3%	5,2%

Quelle: Independen Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

*Rohrertragsmarge 2011:
44,3% (44,8%)*

Bezüglich der Ertragsentwicklung kann das Management bisher auf eine erfolgreiche Entwicklung verweisen. Ausgehend von einem hohen Jahresfehlbetrag von 4,0 Mio. Euro im Jahr 2004 wurde 2011 ein Jahresüberschuss von 1,96 Mio. Euro erzielt; die Nettomarge lag bei 3,5%. Bei näherer Betrachtung der Aufwandsstruktur der Gewinn- und Verlustrechnung zeigt sich, dass die Verbesserungen zunächst auf den höheren Umsatz zurückzuführen sind. Die Rohrertragsmarge 2011 ist mit 44,3% (44,8%) sogar leicht gesunken. Während die Personalaufwandsquote nur wenig schwankt, sind 2011 die sonstigen betrieblichen Aufwendungen relativ zur Gesamtleistung von 25,0% auf 25,9% gestiegen. Sie enthalten notwendige Restrukturierungsaufwendungen.

Parallel zu dem von uns unterstellten Umsatzwachstum unterstellen wir auch eine Verbesserung der Ertragskraft, gemessen an der EBITDA-Marge. Wir rechnen mit einer jährlichen, schrittweisen Erhöhung auf 8,4% für das Geschäftsjahr 2014. Es werden bereits heute Synergien durch die Zugehörigkeit zur Steilmann Holding AG, zum Beispiel im Bereich

Einkauf der Rohstoffe, Logistik, Administration und IT, realisiert. Darüber hinaus können strategische Vorteile aus wechselseitigen Kunden-Lieferanten-Beziehungen realisiert werden. Boecker arbeitet schließlich ständig daran, das Roll-Out für neue Kollektionen zu verkürzen und ist bereits heute in der Lage, relativ schnell zum Beispiel auf veränderte Wetterbedingungen zu reagieren.

*Management mit gutem
Track-Record bei der Stei-
gerung der Ertragskraft*

Bezüglich der Steigerung der Ertragskraft hat das Management in der Vergangenheit einen guten Track-Record vorzuweisen. Mit der Fortsetzung und weiteren Optimierung der Unternehmensstrategie sollte die angestrebte Ertragssteigerung gelingen. Das Risiko einer Fehlinvestition oder einer weniger erfolgreichen Kollektion ist jedoch latent vorhanden.

Boecker-Eigenkapitalquote
2011: 34,9% (8,8%)

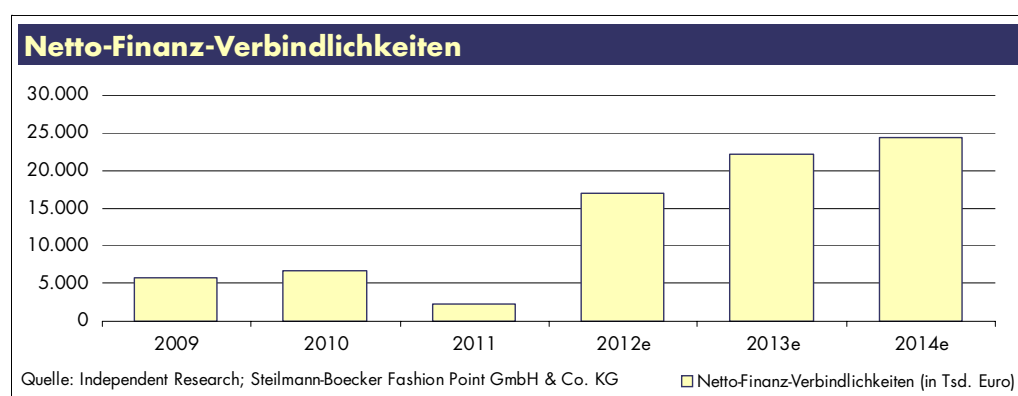
Finanzanalyse

Boecker hat im Geschäftsjahr 2011 seinen Finanzstatus erheblich verbessert. Mit Gesellschafterbeschluss vom 12. Dezember 2011 wurde dem Unternehmen im Wege einer kombinierten Sach- und Bareinlage in Summe 5,73 Mio. Euro zugeführt. Durch diese Maßnahme verbesserte sich die Eigenkapitalquote des Unternehmens Ende 2011 auf 34,9 % (8,8%).

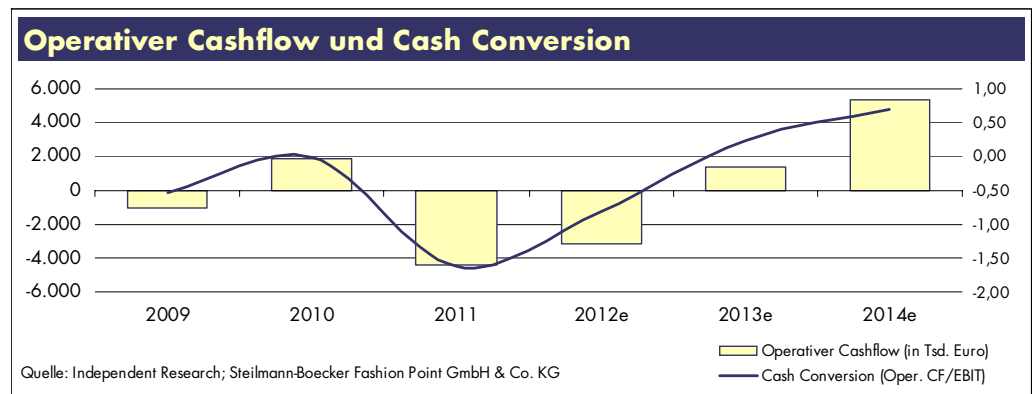
Vergleich der Eigenkapitalquoten				
	2008	2009	2010	2011
Bundesbank-Statistik				
Alle Unternehmen	25,0%	25,8%	27,5%	k.A.
Herstellung von Textilien, Bekleidung, Leder, Lederwaren und Schuhen	33,6%	36,4%	k.A.	k.A.
Einzelhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen)	16,8%	17,3%	k.A.	k.A.
Boecker	k.A.	10,5%	8,8%	34,9%

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2011; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Historisch können wir die Daten von Boecker mit denen der Bundesbank-Statistik vergleichen. In der Bundesbank-Statistik werden die Abschlüsse von circa 90.000 Unternehmen erfasst und ausgewertet. Die Auswertung hat den Nachteil, dass aktuelle Daten nur sehr zeitversetzt verfügbar sind. Aus dem Vergleich ergibt sich, dass Boecker in den vergangenen Jahren eher unterdurchschnittlich mit Eigenkapital ausgestattet war. Im Einzelhandel, was dem Geschäft von Boecker am nächsten kommt, pendelt der Durchschnitt in den Jahren 2008 und 2009 um die 17%, während Boecker 2009 lediglich 10,5% erreichte.

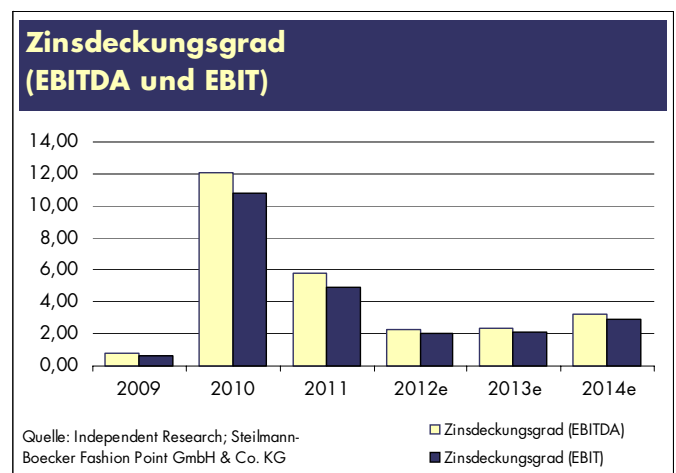
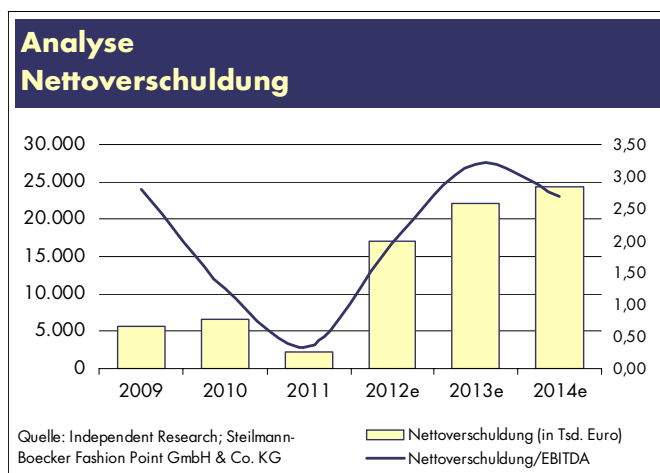


Es gelang dem Management von Boecker jedoch auch, im Zeitraum 2009 bis 2011 die Nettoverschuldung deutlich zu reduzieren und 2011 lag sie bei 2,3 (6,6) Mio. Euro. Durch die Emission der Anleihe wird es im laufenden Jahr wieder zu einem sprunghaften Anstieg der Finanzverschuldung kommen.



Boecker tritt als solide finanziertes Unternehmen an den Kapitalmarkt

Der operative Cashflow ist 2011 wieder in den negativen Bereich zurückgefallen. Dies jedoch nur auf Grund der Bildung einer Kapitalrücklage (Wandlung Gesellschafterdarlehen in Kapitalrücklage) über 5,8 Mio. Euro. Ohne diesen Effekt lag der operative Cashflow bei +1,4 Mio. Euro und vermittelt ein zutreffenderes Bild. Dieser Verlauf erklärt sich auch durch das Flächenwachstum in diesen Jahren. Im Oktober 2010 wurde eine neue Filiale in Heinsberg übernommen; im November 2011 kamen zwei Filialen der Adler Modemärkte hinzu und mussten umstrukturiert werden. In solchen Fällen ergibt sich zunächst ein hoher Working Capital-Bedarf, da die Geschäfte mit dem Boecker-Sortiment ausgestattet werden müssen bzw. das Sortiment auch erweitert wird. Für 2012 rechnen wir zwar mit einer deutlichen Verbesserung. Die beiden neuen Filialen werden erstmals volle zwölf Monate zum Umsatz beitragen. Da wir wieder die Neueröffnung einer Filiale unterstellen, ist erneut der Working Capital-Bedarf ein gegenläufiger Effekt, der unseres Erachtens einen positiven operativen Cashflow verhindern wird. Dennoch erwarten wir bei der Cash Conversion bis einschließlich 2014 einen klaren Aufwärtstrend. Risiken sehen wir vor allem darin, dass neue Kollektionen nicht den erwarteten Verkaufserfolg bringen und damit auch die geplante Cashflow-Generierung verfehlen. Insgesamt sind wir der Auffassung, dass Boecker als ein solide finanziertes Unternehmen an den Kapitalmarkt herantritt.



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

EBITDA wird ab 2012 über dem Zinsaufwand liegen

Durch die Begebung der Anleihe und die Investition dieser Mittel in neue Verkaufsflächen wird die Nettoverschuldung bis 2014 absolut und im Verhältnis zum EBITDA deutlich ansteigen. Ab 2015 sollten dann auch die neuen Filialen zum Ergebnis beitragen, sodass sich die Kennzahl unseres Erachtens schrittweise wieder verbessern wird. Nach unseren Schätzungen werden sowohl das EBITDA als auch das EBIT 2012 bis 2014 deutlich über dem erwarteten Zinsaufwand liegen. Die Bedienung der Anleihezinsen erfordert über die Laufzeit jedes Jahr 2,025 Mio. Euro. Unsere Schätzungen für das EBITDA bzw. das EBIT der Jahre 2012 bis 2014 liegen jeweils deutlich darüber, sodass auch ein schlechter als geplanter Ertragsverlauf in einer oder zwei Filialen unseres Erachtens verkraftbar wäre.

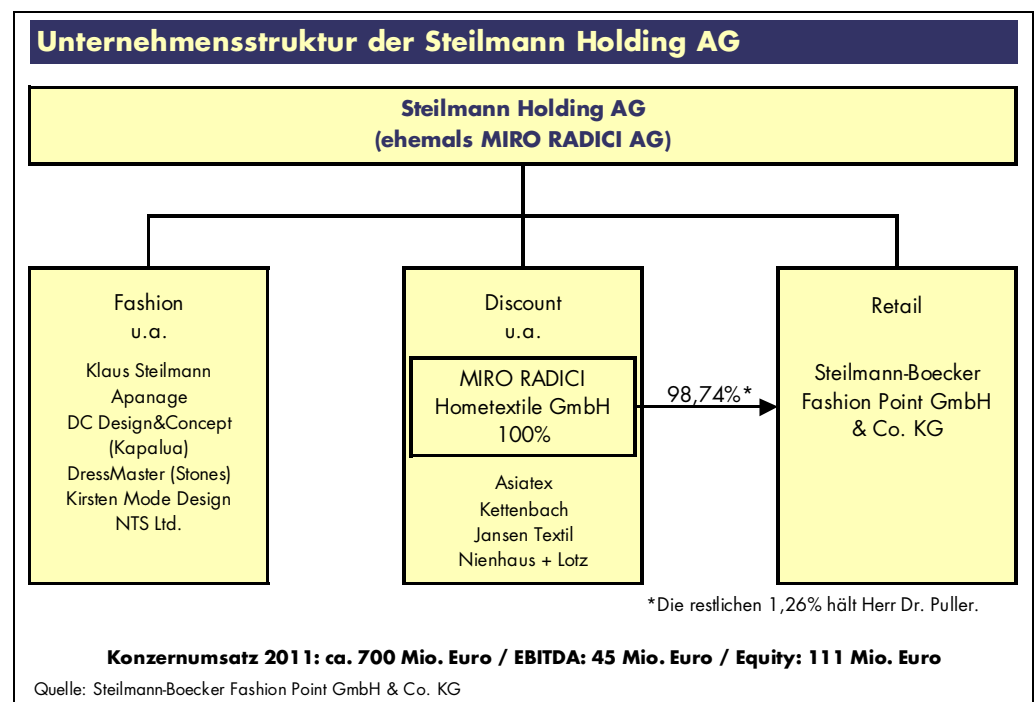
Steilmann-Boecker - Unternehmensprofil

Überblick

Die Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (im Folgenden "Boecker") wurde Ende 2004 als Boecker Retail neu gegründet und 2012 umfirmiert. Als Tochterunternehmen der Steilmann Holding AG (ehemals MIRO RADICI AG) agiert das traditionsreiche Bekleidungsunternehmen mit Sitz in Herne als reines Retail-Unternehmen. Das familiengeführte Unternehmen betreibt 15 Bekleidungsgeschäfte (davon 10 Boecker-Filialen), die hauptsächlich in Nordrhein-Westfalen, aber auch in Rheinland-Pfalz, Niedersachsen und Baden-Württemberg ansässig sind. Die Bekleidungsgeschäfte, die über eine Verkaufsfläche zwischen 1.000m² und 6.000m² verfügen, befinden sich vornehmlich in Innenstädten oder in Einkaufszentren mit verkehrsgünstiger Stadtrandlage. Zum Schwerpunkt des Sortiments gehören Damen- und Herrenbekleidung, Wäsche, Strümpfe und Accessoires. Neben hochwertigen Eigenmarken (Umsatzanteil rund 20%; u.a. Apanage, Steilmann, Stones) bietet Boecker auch internationale Topmarken (u.a. Lacoste, Tommy Hilfiger, Daniel Hechter, Gerry Weber) in den Filialen an. Die Zielgruppe von Boecker sind Unternehmensangaben zufolge kaufkräftige und klassisch-modebewusste Konsumenten ab 35 Jahren. Das Boecker Sortiment zeichnet sich durch Qualität zu günstigen Preisen aus. Vorsaison- und Überschussware bzw. Auslaufmodelle werden in den fünf Outlets ("Fashion Factory Store"; Verkaufsfläche zwischen 600m² und 900m²) verkauft. Unternehmensangaben zufolge bedient Boecker mehr als 650.000 Kunden pro Jahr. Darunter befinden sich 150.000 aktive Loyalty Card Besitzer, von denen 43% mindestens 3 Einkäufe pro Jahr tätigen. Derzeit werden 65% des Umsatzes durch Loyalty Card Besitzer generiert. Mit rund 350 Mitarbeitern in den Filialen erzielte Boecker in 2011 einen Umsatz von 55,9 Mio. Euro. Die bereinigte EBITDA-Marge erreichte mit 7,7% ein überdurchschnittliches Branchenniveau.

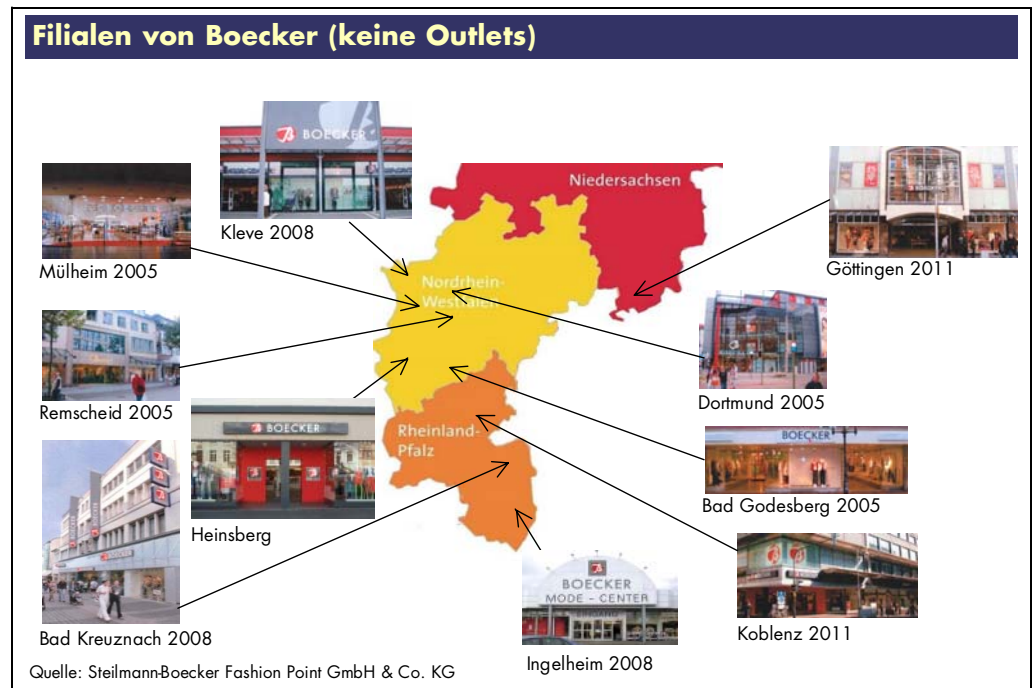
Traditionsreiches Bekleidungsunternehmen

65% des Umsatzes durch Loyalty Card Besitzer



Multi-Channel-StrategieVertikal tätiges Bekleidungsunternehmen**Geschäftsmodell**

Die Geschäftstätigkeit von Boecker umfasst den stationären Vertrieb von Bekleidungstextilien. Angeboten werden dabei Damen- und Herrenbekleidung sowie kleinere Accessoires. Ähnlich wie die meisten Wettbewerber verfolgt das Unternehmen eine Multi-Channel-Strategie. Wenngleich Boecker keine Eigenmarken besitzt, vertreibt das Unternehmen eine Reihe von Eigenmarken des Steilmann-Konzerns (u.a. Steilmann, Apanage, Kapalua, Stones, Roadsign). Zudem umfasst das Angebotsspektrum Drittmarken wie Pierre Cardin, Daniel Hechter, Lacoste, Tommy Hilfiger und Jack Wolfskin. Das Risiko, dass die von Boecker angebotenen Kollektionen durch die Verbraucher weniger nachgefragt werden, ist angesichts des breiten Angebotsspektrums gering. Die angebotene Ware ist im Wesentlichen im mittleren und oberen Preissegment angesiedelt. Unternehmensangaben zufolge ist Boecker in der Lage, rund 10% bis 15% unterhalb der Konkurrenzpreise anzubieten. Als Teil der Steilmann Holding AG ist Boecker ein wesentlicher Bestandteil der textilen Wertschöpfungskette, verfügt jedoch über keine eigenen Designer. In Sachen Marktforschung, Rohstoffeinkauf (bspw. Stoffe) und Logistik greift Boecker auf die Konzernstrukturen zurück. Eigene Produktionsanlagen besitzt das Unternehmen nicht. Entsprechend überschaubar sind aus unserer Sicht die Kapitalbindung sowie das Risiko der Kapazitätsauslastung. Die Herstellung der Konzernmarken erfolgt über Lohnfertigung durch Dritte in Osteuropa und Asien. Boecker zufolge kann das Unternehmen dabei auf etwa 3.500 Mitarbeiter zurückgreifen. Nicht abverkaufte Ware bietet Boecker in den insgesamt fünf Outlet-Stores an. Auf diese Weise ist das Unternehmen nicht zu extrem hohen Preisnachlässen gezwungen. Aktuell verfügt Boecker über keinen Online-Handel. Wir stufen Boecker als Teil der Steilmann Holding AG als ein vollständig vertikal tätiges Bekleidungsunternehmen ein.



*Erfahrenes Management
mit ausgezeichneten Bran-
chenkenntnissen*

Management der Gesellschaft

Herr **Dr. Michele Puller** (geb. 1948) hat sein Studium der Wirtschaftswissenschaften und Statistik in Rom 1973 mit der Promotion abgeschlossen. Anschließend war er acht Jahre als Marketing Manager bei Procter & Gamble in Italien tätig. Anfang der 80er Jahre übernahm er die Aktivitäten der MIRO RADICI Familie in Deutschland und gründete 1994 die RADICI Trading GmbH. Daraus ging die im Jahr 2000 gegründete MIRO RADICI AG (heute: Steilmann Holding AG) hervor, deren Vorstandsvorsitzender Dr. Puller heute ist.

Herr **Massimo Giazzi** (geb. 1962) ist Kaufmann und war von 1981 bis 1990 bei der Firma Fulget in Bergamo beschäftigt und dabei zuletzt als kaufmännischer Direktor. Anschließend wechselte er in die MIRO RADICI Gruppe und verwaltete das Vermarktungszentrum für textile Bodenbeläge der RADICI Gruppe in Rom. 1994 übernahm er erste Leitungsfunktionen im Bereich Heimtextilien für drei Industriebetriebe der Gruppe in Deutschland. Dabei ist er für die Bereiche Verkauf, Einkauf, Logistik und Personal verantwortlich. Seit dem Jahr 2000 ist Herr Giazzi Mitglied des Vorstands (COO) der heutigen Steilmann Holding AG und ist bei der Klaus Steilmann GmbH & Co. KG, der MIRO RADICI Hometextile GmbH und drei weiteren Tochterunternehmen der Gruppe als Mitgeschäftsführer verantwortlich.

Historie der Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

1929

- Gründung MIRO RADICI in Bergamo, Italien

1930

- Gründung des 1. Boecker Bekleidungsgeschäfts in Ostpreußen

1950

- Neuanfang nach dem Krieg durch Bernward W. Boecker in Essen

1958

- Gründung durch Klaus Steilmann in Bochum-Wattenscheid

1994

- Gründung der RADICI Trading GmbH durch Dr. Michele Puller zusammen mit der Familie Radici und Massimo Giuzzi als Vorgänger der MIRO RADICI AG in Bergkamen

2000

- Gründung der MIRO RADICI AG (heutige Steilmann Holding AG) in Bergkamen

2004

- Erwerb der Assets von Joh.C.Boecker und Neugründung von Boecker Retail

2005

- Übernahme von vier Boecker-Filialen, u.a. in Dortmund und Mülheim

2006

- Übernahme der Klaus Steilmann GmbH & Co. KG

2008

- Übernahme von drei weiteren Boecker-Filialen, u.a. in Kleve

2010

- Übernahme der Boecker-Filiale in Heinsberg

2011

- Übernahme von fünf Outlet-Standorten und zwei Boecker-Filialen

2012

- Umfirmierung in Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Juni 2012

- Geplante Emission einer Unternehmensanleihe von bis zu 30 Mio. Euro mit 5-jähriger Laufzeit und einem Kupon in Höhe von 6,75%

Quelle: Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

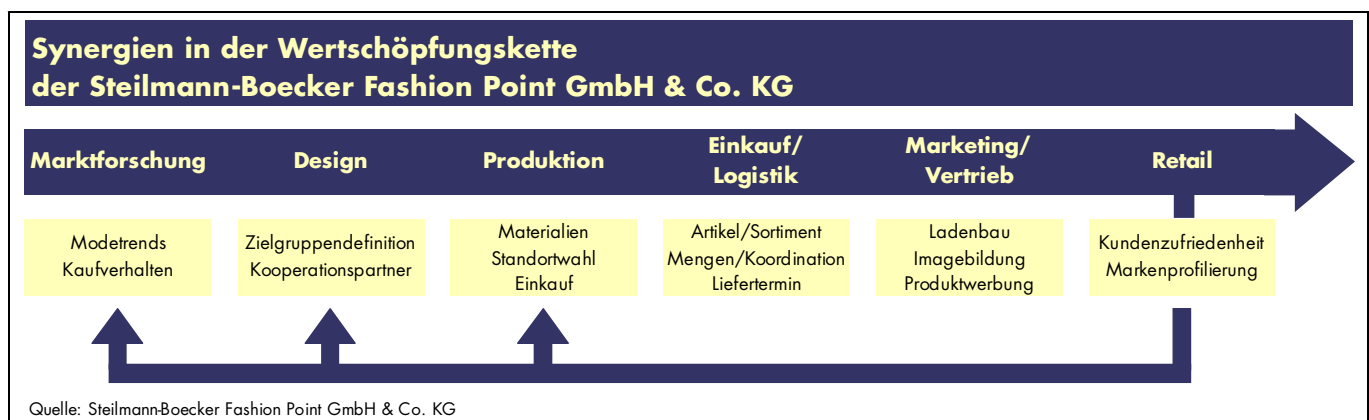
Strategische Perspektiven

Aus unserer Sicht besitzt Boecker auf Grund seiner ausgeprägten Kundennähe und Marktpositionierung das Potenzial, in den kommenden Jahren schneller als der Markt zu wachsen. Wir haben die folgenden wichtigen Wachstumstreiber identifiziert.

1. Partner mit Schlüsselfunktion im vertikal-integrierten Textilkonzern Steilmann Holding AG
2. Fokus auf "Markt der goldenen Mitte"
3. Branchenkonsolidierung und mögliche Exits von ausländischen Filialisten ermöglichen akquisitorisches Wachstum
4. Kompetentes Management mit sehr ausgeprägter Branchenerfahrung und positivem Track-Record

Synergieeffekte durch Eingliederung in die Steilmann Holding AG

1. Boecker bildet als Vertriebseinheit das letzte Glied der Wertschöpfungskette und vermutlich das Wichtigste. Die Zugehörigkeit zu dem internationalen Bekleidungskonzern Steilmann Holding AG (ehemals MIRO RADICI AG) mit einem konsolidierten Umsatz von über 700 Mio. Euro ist nach unserer Einschätzung ein wesentliches Alleinstellungsmerkmal für das mittelständisch geprägte Unternehmen Boecker. In erster Linie sind die Synergien auf der Kostenseite (u.a. zentraler Einkauf von Rohstoffen sowie Zusammenlegung von IT, Logistik und Administration) als wesentliche Vorteile der Konzernzugehörigkeit zu nennen. Die hier erzielten Kostenvorteile können an Kunden weitergegeben werden und im traditionell margenschwachen Textilgeschäft die Ergebnisentwicklung maßgeblich beeinflussen. Mindestens genauso bedeutend erscheint uns jedoch die Tatsache, dass Boecker durch die Steilmann Holding AG eine ausgeprägte Branchennähe genießt. Der Steilmann-Konzern beliefert neben Discountern auch wichtige Wettbewerber von Boecker mit Modeartikeln. Das Bestellverhalten sowie die sich verändernden Wünsche des Einzelhandels können aufschlussreiche Hinweise für eine Trendanalyse im Konzern liefern. Die Vorzüge der Konzernzugehörigkeit ermöglichen es Boecker, sich deutlich von seinen meist eigenständig geführten Wettbewerbern, den mittelständischen Warenhäusern oder auch dem Fach-einzelhandel, abzugrenzen.



Fokus auf kaufkräftige Mittelschichtkäufer

2. Die Hauptzielgruppe von Boecker sind die Mittelschichtkäufer ab 35 Jahren. Die meist kaufkräftige Kundengruppe stellt über 50% aller Konsumenten dar und bietet ein überdurchschnittliches Marktwachstum. Boecker befindet sich damit auf nationaler Ebene in direktem Wettbewerb zu Häusern wie Adler, AppelrathCüpper, Charles Vögele, P&C und auch Gerry Weber. Die klassische Mitte in Deutschland ist mit dem Warenhauskonzept aufgewachsen. Der Wechsel zu eher spezialisierten Anbietern wie H&M oder Zara fällt ihnen daher nicht einfach. Zumal auch das Sortiment bei den Spezialisten nicht immer den Bedürfnissen der Zielgruppe ab 35 Jahren (u.a. weniger schlanke Linien, Konfektionsgröße ab 42) entspricht. Das Sortiment von Boecker ist daher hinsichtlich Passform, Qualität und modischer Erscheinung überwiegend auf diese Kundengruppe ausgerichtet. Zudem ist Boecker mit dem Fokus auf die Kunden der Mitte nicht dazu gezwungen, mehrfach im Jahr kostenaufwendig neue Kollektionen anzubieten. Modetrends spielen für die Zielgruppe eine eher untergeordnete Rolle. Qualität und Funktionalität der Ware sowie fachgerechte Beratung stehen vielmehr im Vordergrund, so dass auch ein höheres Preisniveau durchgesetzt werden kann.

Weitere Akquisitionen in Planung

3. Zusätzlich zu dem vergleichsweise hohen organischen Wachstum (Boecker 2011: rund 5%) hat Boecker auch die Möglichkeit über Akquisitionen zu wachsen. Das Warenhausgeschäft in Deutschland befindet sich seit einigen Jahren in einem Konsolidierungsprozess. Insbesondere die großen Häuser Galeria Kaufhof und Karstadt werden auch in Zukunft im Rahmen ihrer Neuausrichtung zahlreiche Standorte aufgeben. Zudem besteht für Boecker die Möglichkeit, Standorte von ausländischen Filialisten zu übernehmen, die nach einem gescheiterten Markteintritt Deutschland wieder verlassen wollen oder ihre Präsenz verkleinern werden. Das größte Übernahmepotenzial bieten nach unserer Einschätzung jedoch die mittelständisch geprägten Bekleidungshäuser. Familiengeführte Warenhäuser sollten bspw. auf Grund einer fehlenden Nachfolgeregelung unter Abgabedruck stehen. Hinzu kommt, dass diese meist kleineren Warenhäuser immer mehr unter der zunehmenden Wettbewerbsintensität im deutschen Textileinzelhandel leiden und daher eigenständig kaum noch wirtschaftlich überlebensfähig sind. Wir rechnen fest damit, dass Boecker sein Filialnetz in den kommenden Jahren ausbauen wird. Unternehmensangaben zufolge gibt es bereits konkrete Targets. Die aktuell solide Finanzausstattung (Eigenkapitalquote: 35%, keine Finanzverbindlichkeiten) lässt Spielraum für Akquisitionen zu. Etwa die Hälfte des erwarteten Mittelzuflusses aus der Anleiheemission (rund 16 Mio. Euro) hat Boecker fest für Akquisitionszwecke eingeplant. Der regionale Fokus dürfte vorerst auf Nordrhein-Westfalen oder auf der näheren Umgebung der bestehenden Filialen liegen. Denkbar ist jedoch auch eine Übernahme im übrigen Bundesgebiet, sofern hier die Möglichkeit besteht, gleich mehrere Standorte zu übernehmen. Ein Engagement im europäischen Ausland schließen wir vorerst aus.

Übersicht Standorte				
Bundesland	Stadt	Geschäftstyp	Übernahme (Jahr)	VK-Fläche (m²)
Nordrhein-Westfalen	Dortmund	Boecker-Filiale	2005	ca. 6.000
Nordrhein-Westfalen	Mülheim	Boecker-Filiale	2005	ca. 5.000
Nordrhein-Westfalen	Remscheid	Boecker-Filiale	2005	ca. 2.500
Nordrhein-Westfalen	Kleve	Boecker-Filiale	2008	ca. 2.500
Nordrhein-Westfalen	Bad Godesberg	Boecker-Filiale	2005	ca. 1.000
Nordrhein-Westfalen	Heinsberg	Boecker-Filiale	2010	ca. 1.000
Rheinland-Pfalz	Koblenz	Boecker-Filiale	2011	ca. 4.000
Rheinland-Pfalz	Bad Kreuznach	Boecker-Filiale	2008	ca. 2.500
Rheinland-Pfalz	Ingelheim	Boecker-Filiale	2008	ca. 2.500
Niedersachsen	Göttingen	Boecker-Filiale	2011	ca. 3.000
Nordrhein-Westfalen	Gelsenkirchen	Outlet	2010	ca. 800
Nordrhein-Westfalen	Gelsenkirchen	Outlet	2010	ca. 600
Nordrhein-Westfalen	Herne	Outlet	2010	ca. 800
Nordrhein-Westfalen	Bergkamen	Outlet	2010	ca. 1.000
Baden-Württemberg	Renningen	Outlet	2010	ca. 300
Gesamt	alle Standorte	alle Geschäfte		ca. 33.500
	davon	nur Boecker Filialen		ca. 30.000
	davon	nur Outlets		ca. 3.500

Quelle: Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

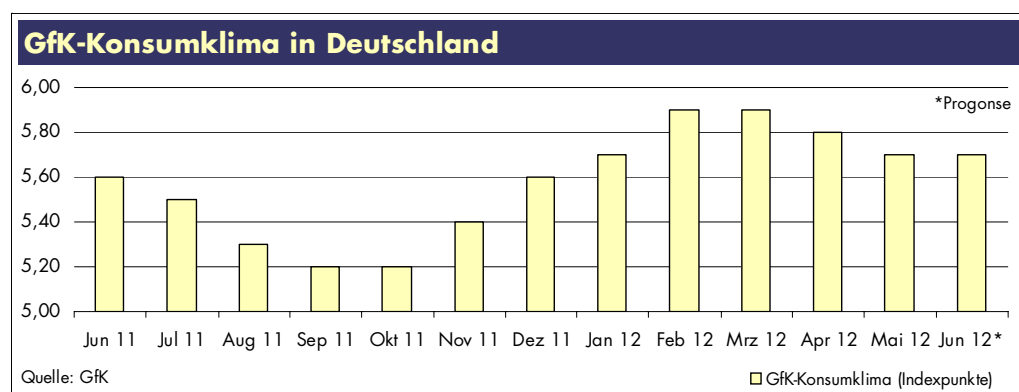
Gute Vernetzung des Managements

4. Boecker verfügt über ein kompetentes Management mit sehr ausgeprägten Branchen-erfahrungen. Beide Geschäftsführer sind über ihre Anteile an der Steilmann Holding AG (jeweils 10%) an Boecker beteiligt. Neben den langjährigen Erfahrungen in der Textil- und Bekleidungsindustrie (jeweils über 30 Jahre) spricht nach unserer Einschätzung vor allem das unternehmerische Denken für das Management. Die Gründung der Steilmann Holding AG geht auf das heutige Boecker-Management zurück. Zu erwähnen ist zudem, dass beide Geschäftsführer sowohl auf der Lieferanten- als auch auf der Abnehmerseite national und international gut vernetzt sind. Besonders hervorzuheben ist nach unserer Auffassung der positive Track-Record des Boecker-Managements hinsichtlich der Markenprofilierung und der Integration von Zukäufen. Boecker ist es in den letzten Jahren immer wieder gelungen, akquirierte Filialen rasch in die bestehenden Unternehmensstrukturen und Markenwelt erfolgreich einzugliedern und neue Wachstumspotenziale zu generieren.

Markt und Wettbewerbsumfeld

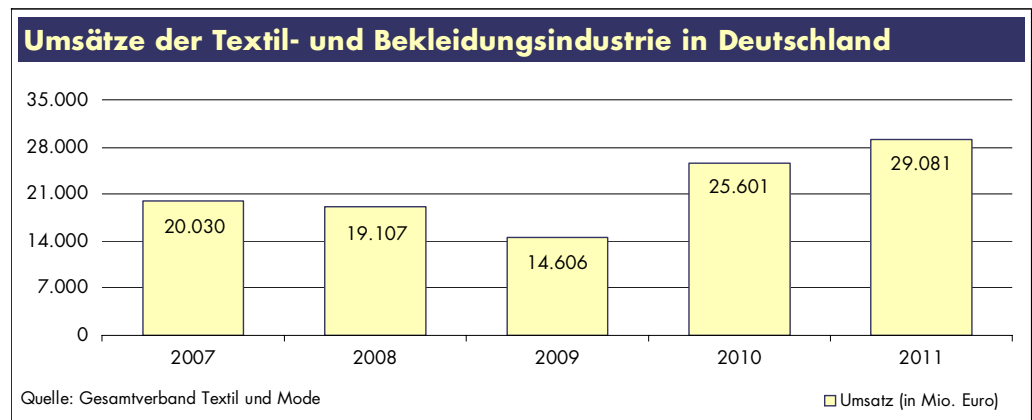
Leichtes Wirtschaftswachstum für 2012 erwartet

Mit Blick auf die Geschäftstätigkeit als Textileinzelhandelsunternehmen ist ein grundlegender Indikator für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung bei Boecker die konjunkturelle Lage in Deutschland. Die Konjunkturabhängigkeit ist nach unserer Auffassung nicht von der Hand zu weisen. Zuversichtlich stimmt uns, dass die Erwartungen und Konjunkturparameter weiterhin positiv sind. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine im Januar gesenkte Prognose für das Wirtschaftswachstum in Deutschland im Jahr 2012 wieder auf 0,6% erhöht (Prognose Januar 2012: 0,3%). Begründet wird die Anhebung vor allem mit der starken Binnennachfrage. Außerdem wirken sich höhere Löhne und eine moderate Inflation positiv aus. Für 2013 rechnet der IWF mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1,5%. Ähnliche Prognosen gab auch die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ab. Für 2012 wird ebenfalls ein Wachstum von 0,6% erwartet, während für 2013 sogar mit einer Steigerung von 1,9% gerechnet wird. Die günstigen Aussichten werden allerdings durch die Risiken aus einer Verschärfung der Eurokrise eingetrübt. Die Entwicklungen in den GIIPS-Ländern könnten sich direkt auf den deutschen Markt auswirken. Positive Akzente konnte hingegen der Arbeitsmarkt setzen. Angaben des Statistischen Bundesamts (Destatis) zufolge stieg die Zahl der Erwerbstätigen im ersten Quartal 2012 um 1,5% im Vergleich zur Vorjahresperiode. Dies ist die höchste Wachstumsrate seit dem ersten Quartal 2008.



Verbraucher mit positiver Konjuncterwartung

Umfragen der Gesellschaft für Konsum-, Markt- und Absatzforschung (GfK) zufolge stieg die Konjunkturerwartung der Verbraucher im Mai um gut 11 Punkte auf 19,6 Zähler wieder deutlich an (April: 8,5). Der Gesamtindikator des GfK für das Konsumklima prognostiziert für Mai 2012 revidiert einen Wert von 5,7 Zählern. Dies wäre der zweite Rückgang in Folge (April: 5,8, März: 5,9). Für Juni wird ebenfalls ein Wert von 5,7 erwartet. Nachdem der Indikator für die Anschaffungsneigung im April noch deutlich um 11,0 Punkte auf einen Stand von 27,6 nachgegeben hatte, gab es nun eine leichte Steigerung um 4,4 Punkte auf 32,0 Zähler. Damit liegt der Indikator leicht über dem Vorjahreswert von 31,5 Punkten. Die sinkende Konsumhaltung ist insbesondere auf steigende Preiserwartungen zurückzuführen. Außerdem hat sich die Sparneigung der Verbraucher durch die zwischenzeitliche Beruhigung der Finanzmärkte wieder erhöht. Temporäre Sentimentschwankungen sind aus unserer Sicht auf Grund der an-



Umsatz und Beschäftigung auf gutem Niveau

haltenden Staatsschuldenkrise in Europa nicht außergewöhnlich. Sollte es nicht zu einer Ausweitung des Schuldenproblems in Europa kommen, gehen wir nicht von einer nachhaltigen Belastung der Kaufkraft aus. Das Festhalten des GfK an der Prognose für 2012 (reale Steigerung im privaten Konsum von 1,0%) bestätigt unsere grundlegend positive Einschätzung.

Die Aussichten für die Textil- und Bekleidungsbranche sind für das Jahr 2012 ebenfalls positiv. So befinden sich Umsatz und Beschäftigung derzeit auf einem guten Niveau. Auch wenn die Umsatzindizes leicht rückläufig sind, befinden sie sich immer noch auf einem sehr hohen Niveau, so der Gesamtverband für Textil und Mode. Der Umsatz der Branche lag im Februar 2012 4,0% über der Vorjahresperiode. Für das Gesamtjahr rechnet der Verband mit einer Steigerung von 3,0% und einem Umsatz von 29 Mrd. Euro. Eine Entspannung der Lage ist außerdem an den Rohstoffmärkten zu verzeichnen. Während im Frühjahr 2011 das Geschäft noch durch einen extrem hohen Baumwollpreis von 244 US-Cent pro Pfund belastet wurde, ist der Preis wieder deutlich zurückgegangen und notierte zuletzt unter 80 US-Cent je Pfund, was dem tiefsten Stand seit 21 Monaten entspricht. Verantwortlich für den Rückgang war vor allem die Aufhebung des indischen Baumwollembargos. Dagegen wird in den Produktionsländern in Asien dauerhaft mit steigenden Lohnkosten infolge der Wohlstandsentwicklung gerechnet, was den Sektor belasten dürfte. Allerdings rechnen wir hierdurch für Boecker nicht mit nennenswerten Auswirkungen. Die wesentlichen Veredelungspartner von Boecker befinden sich in Osteuropa. Hinzu kommt, dass auf Grund des hohen Rohstoff-/Fertigungskostenanteils an den Gesamtkosten in erster Linie das Einstiegspreissegment von Kostensteigerungen stärker betroffen ist.

Strukturwandel in der Warenhausbranche

Die Warenhausbranche (Anteil am deutschen Einzelhandel etwa 3%) befindet sich seit einigen Jahren in einer umfassenden Neuausrichtung. Die Warenhäuser als Tempel des Konsums der letzten Jahrzehnte sind heute meist nicht mehr zeitgemäß. Boecker befindet sich im direkten Wettbewerb zu großen Warenhäusern (u.a. Galeria Kaufhof, Karstadt, C&A, P&C). Zudem gibt es noch eine Vielzahl von mittelständisch geprägten, familiengeführten Warenhäusern (u.a. Kaufhaus Moses (5 Filialen), Bruno Kleine (14 Filialen in Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen), Modehaus Fischer (15 Filialen in Ostdeutschland) oder Gelco) sowie unzählige kleinere Textileinzelhändler. Der deutsche Bekleidungsmarkt ist daher stark fragmentiert. Der anhaltende Strukturwandel (gestiegene Bedeutung der Discounter, Vormarsch des Onlinehandels) und der anhaltende Verdrängungswettbewerb werden die Konsolidierung auf dem gesättigten Markt fortsetzen. Wir rechnen vor allem im Volumensegment (Discounter, einfache Bekleidung) mit einer Fortsetzung der sehr hohen Wettbewerbsintensität.

Unternehmensvergleich: Kennzahlen

Unternehmen	Umsatz 2011	ggü. Vj.	CAGR (3 Jahre)	EBIT-Marge	Verkaufsfläche	Umsatz/Verkaufsfläche
Galeria Kaufhof	3.450	-3,7%	-1,5%	3,5%	1.475	2.339
H&M Deutschland ¹⁾	3.317	-3,0%	5,3%	n.a.	590	5.622
Karstadt ²⁾	3.230	-0,3%	-7,6%	3,1%	1.300	2.485
Adler	477	7,1%	0,1%	3,3%	146	3.264
Charles Vögele	382	-15,9%	-10,7%	neg.	202	1.889
AppelrathCüpper ²⁾	125	0,3%	-5,6%	1,4%	35	3.602
Boecker	56	16,7%	15,8%	4,9%	34	1.670

¹⁾ Geschäftsjahr 2010/11 (30.11.); ²⁾ Geschäftsjahr 2010/11 (30.09.)

Umsatz in Mio. Euro, Verkaufsfläche in Tsd. m², Umsatz/Verkaufsfläche in Euro

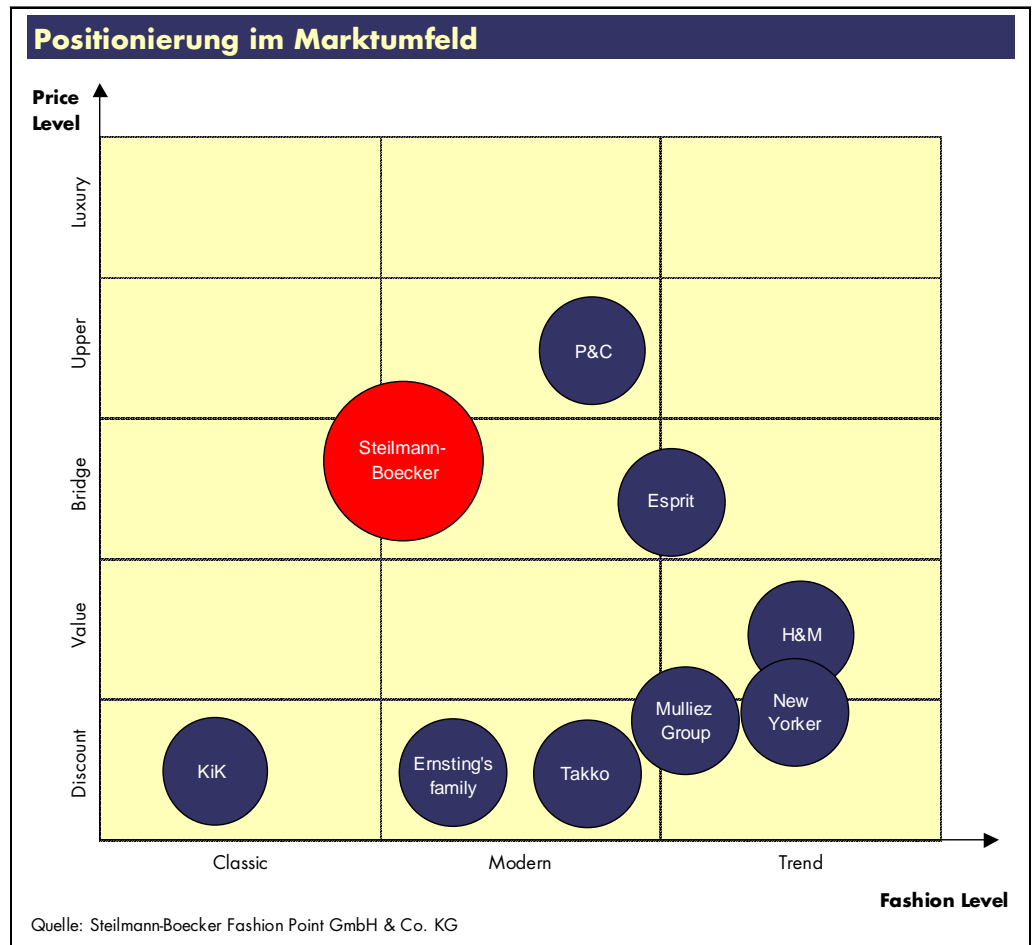
Quelle: Unternehmensangaben

Vorteile gegenüber klassischen Warenhäusern

Einer Studie der Zeitschrift "TextilWirtschaft" zufolge arbeiteten 2011 87% der Textilunternehmen mit Online-Retailern zusammen. Dies entspricht einer Steigerung von 22% im Vergleich zum Vorjahr. Bis 2014 wird sogar ein Anteil von 95% erwartet. Hohe Zuwächse werden auch bei der Verbreitung von Online-Shops erwartet. Derzeit wird von 56% der Unternehmen ein Web-Store betrieben. Infolge dieser Entwicklungen erwarten die Hersteller, dass sich der Marktanteil des Online-Geschäfts in den nächsten zwei Jahren von derzeit 7% auf 11% erhöht. Bei Boecker spielt das Online-Geschäft eine eher untergeordnete Rolle. Angesichts der Kundenzielgruppe sowie der weitgehenden regionalen Begrenzung rechnen wir vorerst nicht mit einem nennenswerten Ausbau des Online-Geschäfts. Die Bereitstellung von Online-Aktivitäten ist mit sehr hohen finanziellen Aufwendungen (E-Commerce-Plattform, Lagerlogistik, Fulfillment- und Retour-Service, Marketingmaßnahmen) verbunden und könnte das Preisgefüge im stationären Handel beeinträchtigen.

Steigender Marktanteil des Online-Geschäfts

Die strukturellen Schwächen bei den großen Warenhäusern sind nach unserer Auffassung größtenteils hausgemacht (unüberschaubares Sortiment, geringer Modeanteil, zahlreiche Randaktivitäten wie Technikartikel und Spielwaren) und lassen sich nicht auf Boecker übertragen. Mit Ausnahme von H&M (profitiert auch von der Flächenexpansion) verzeichneten alle großen Wettbewerber (s. Tabelle oben) in den letzten Jahren Umsatzrückgänge. Beschleunigt wurde dieser Trend auch von Standortschließungen. Unter Berücksichtigung der eigenen Wertschöpfung (u.a. hohe Servicequalität) ist Boecker mit dem Fachhandel zu vergleichen. Deutlich wird dies nach unserer Auffassung auch an der im Branchenvergleich höheren Ergebnisqualität. Allerdings genießt das Unternehmen die Vorzüge der Zugehörigkeit zu einem vertikal-integrierten Textilunternehmen und ist damit in vieler Hinsicht auf Augenhöhe mit größeren Häusern wie Adler, Zara oder H&M zu sehen. Nachteilig ist mit Blick auf die Tabelle in erster Linie die Flächenproduktivität. Allerdings wird das Bild bei Boecker durch die Outlet-Stores (Umsatz pro m² rund 1.400 Euro) verzerrt. Insbesondere bei den größeren Filialen liegt der Umsatz je Verkaufsfläche teilweise deutlich über 2.000 Euro.



Fazit

- ⇒ Boecker ist eine bekannte, traditionsreiche Marke vor allem in Nordrhein-Westfalen. Das Unternehmen verfügt derzeit über 33.500 m² Verkaufsfläche in zehn Filialen und fünf Outlet-Standorten. Die Kunden können wählen zwischen Konzernmarken (zum Beispiel Steilmann, APANAGE, KAPALUA, Stones, Roadsign), Lizenzmarken wie unter anderem Pierre Cardin oder Daniel Hechter und schließlich Drittmarken wie zum Beispiel Lacoste, Tom Tailor, Marco Polo.
- ⇒ Boecker erzielte im Geschäftsjahr 2011 einen Umsatz von 55,9 (47,9) Mio. Euro. Das EBITDA lag bei 3,2 (3,7) Mio. Euro, sodass sich ein EBITDA-Marge von 5,7% (7,8%) errechnet.
- ⇒ Boecker besitzt auf Grund seiner ausgeprägten Kundennähe und Marktpositionierung das Potenzial, in den kommenden Jahren schneller als der Markt zu wachsen. Die wichtigsten Wachstumstreiber sind erstens die Zugehörigkeit zur Steilmann Holding AG, die Synergiepotenziale bietet. Zweitens ist es der Fokus auf den "Markt der goldenen Mitte" und drittens das weitere angestrebte Flächenwachstum und viertens ein sehr kompetentes Management.
- ⇒ Die Aussichten für die Textil- und Bekleidungsbranche für 2012 sind positiv. Für 2012 rechnet der Textilverband mit einer Umsatzsteigerung von circa 3,0% auf 29 Mrd. Euro.
- ⇒ Die geplante Anleihe hat ein Volumen von brutto bis zu 30,0 Mio. Euro und die Laufzeit beträgt fünf Jahre. Der Kupon liegt bei 6,75% p.a. Bei einer Stückelung von je 1.000 Euro Nennbetrag wendet sich die Anleihe auch an Privatanleger. Es ist eine Börsennotierung im Entry Standard im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse vorgesehen.
- ⇒ Im Vergleich zu den "Textilanleihen" von Golfino (Rating: "BBB-") und Seidensticker (Rating: "BB+") hat Boecker mit "BBB" das höchste Rating erhalten. Im erweiterten, branchenübergreifenden Vergleich von ausgewählten Anleihen des Jahres 2012 hat nur Eyemaxx mit "BBB+" ein besseres Rating erhalten.
- ⇒ Risiken sehen wir in einem weiter steigenden Working Capital mit entsprechend negativem Einfluss auf den operativen Cashflow, in weniger erfolgreichen, neuen Kollektionen und in einem Verlust von Managementkapazität. Für den letzten Punkt gibt es derzeit keine erkennbaren Anzeichen.
- ⇒ Die Anleihe ist mit Erfüllungsübernahme nach §329 BGB durch die Steilmann Holding AG ausgestattet.

Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse		42.059	47.910	55.928	63.470	79.777	102.538
Veränderung ggü. Vorjahr		-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%
Sonstige betriebliche Erträge		456	684	595	332	336	329
Veränderung ggü. Vorjahr		-	49,8%	-12,9%	-44,3%	1,4%	-2,2%
Gesamtleistung		42.516	48.594	56.523	63.802	80.114	102.867
Veränderung ggü. Vorjahr		-	14,3%	16,3%	12,9%	25,6%	28,4%
Materialaufwand		-23.729	-26.847	-31.459	-35.671	-44.263	-56.577
in % von Gesamtleistung		55,8%	55,2%	55,7%	55,9%	55,3%	55,0%
Personalaufwand		-5.233	-5.865	-7.196	-7.892	-9.389	-10.976
in % von Gesamtleistung		12,3%	12,1%	12,7%	12,4%	11,7%	10,7%
Abschreibungen: Immat VG. + SAV		-495	-411	-476	-486	-595	-780
in % von Gesamtleistung		1,2%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-11.079	-12.165	-14.656	-16.008	-20.317	-26.694
in % von Gesamtleistung		26,1%	25,0%	25,9%	25,1%	25,4%	26,0%
Betriebsergebnis		1.979	3.306	2.735	3.745	5.550	7.840
in % von Gesamtleistung		4,7%	6,8%	4,8%	5,9%	6,9%	7,6%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		2.765	111	289	874	1.082	1.080
Sonstige Finanzaufwendungen		-3.055	-307	-559	-1.831	-2.604	-2.695
Finanzergebnis		-291	-196	-271	-957	-1.522	-1.615
Außerordentliches Ergebnis		0	-1.615	0	0	0	0
Gewinn vor Steuern		1.689	1.494	2.464	2.788	4.028	6.225
in % von Gesamtleistung		4,0%	3,1%	4,4%	4,4%	5,0%	6,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-484	-570	-509	-404	-584	-903
Steuerquote		28,7%	38,2%	20,6%	14,5%	14,5%	14,5%
Jahresüberschuss		1.204	924	1.955	2.383	3.444	5.323
in % von Gesamtleistung		2,8%	1,9%	3,5%	3,7%	4,3%	5,2%
Verbuchung auf Gesellschafterkonten Kommanditisten		-1.205	-924	-1.955	-2.383	-3.444	-5.323

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Bilanz								
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva								
Immaterielle Vermögenswerte			1	1	1	0	0	0
Sachanlagen			2.107	1.925	1.976	1.991	5.396	8.616
Langfristige Vermögenswerte			2.108	1.926	1.977	1.991	5.396	8.616
Vorräte			9.501	13.755	17.034	18.499	22.569	25.954
Forderungen aus Lieferung und Leistung			0	10	51	25	26	26
Forderungen ggü. Verbundenen Unternehmen			0	38	0	3.100	2.108	401
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig			107	312	433	282	290	299
Aktive latente Steuern			0	10	10	0	0	0
Zahlungsmittel/ -äquivalente			645	548	1.363	16.153	10.068	6.114
Kurzfristige Vermögenswerte			10.253	14.672	18.891	38.059	35.060	32.793
Summe Aktiva			12.361	16.599	20.867	40.050	40.456	41.409
Passiva								
Kapitalanteile			1.137	1.264	1.289	1.289	1.289	1.289
Kapitalrücklage			162	162	5.962	5.962	5.962	5.962
Rücklage aus BilMoG-Umstellung			0	30	30	30	30	30
Jahresüberschuss			1.204	923	1.955	2.383	3.444	5.323
Ergebnisverteilung bei PersG/EU			-1.205	-924	-1.955	-2.383	-3.444	-5.323
Eigenkapital			1.299	1.455	7.280	7.280	7.280	7.280
Rückstell. für Pensionen / ähnl. Verpflicht.			95	63	69	75	80	85
Steuerrückstellungen			162	198	6	105	181	341
Sonstige Rückstellungen			209	191	386	297	297	297
Rückstellungen			467	453	462	477	558	724
Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung			2.022	5.079	6.458	1.569	1.758	2.355
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen			346	5.978	4.841	0	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern			7.461	2.862	1.193	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten			767	772	634	723	860	1.049
Anleihen			0	0	0	30.000	30.000	30.000
Verbindlichkeiten			10.596	14.690	13.126	32.292	32.618	33.405
Summe Passiva			12.361	16.599	20.867	40.050	40.456	41.409

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Cashflow-Rechnung							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss (vor außerordentlichen Posten)		1.204	941	1.955	2.383	3.444	5.323
Abschreibungen		495	410	477	486	595	780
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge		0	0	-1	109	1.068	1.868
Gewinne Abgang SAV / immaterielle Vermögenswerte		0	0	19	0	0	0
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L. u. anderer Aktiva		-374	-1.209	-3.402	-1.288	-4.078	-3.394
Zunahme / Abnahme VB L.L. u. anderer Passiva		-2.670	439	-3.521	-4.889	326	787
Veränderung: Working Capital		-3.044	-770	-6.923	-6.177	-3.753	-2.607
Veränderung Pensions- u. sonst. langfr. Rückstell.		281	-307	9	6	5	5
Einzahlungen/Auszahlungen a. außerordentl. Posten		0	1.581	0	0	0	0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit		-1.064	1.855	-4.464	-3.193	1.358	5.369
Investitionen in Sachanlagen		-126	-2.225	-549	-500	-4.000	-4.000
Einzahlungen aus Abgänge SAV / Immat. Vw		0	0	3	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-126	-2.225	-546	-500	-4.000	-4.000
Zunahme (+) Finanzverbindlichkeiten		0	0	0	30.000	0	0
Auszahlungen/Einzahlungen verbundene Unternehmen		0	0	0	-7.941	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern		0	0	0	-1.193	0	0
Einzahl. / Auszahl. aus Kapitalmassnahmen		1.206	157	5.825	0	0	0
Auszahlungen an Unternehmenseigner		0	0	0	-2.383	-3.444	-5.323
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		1.206	157	5.825	18.483	-3.444	-5.323
Summe Cashflows		16	-213	815	14.790	-6.085	-3.954
Veränderungen: Wechselkurse/Konsolidierung/Sonstige		-1	116	0	-1	0	0
Zahlungsmittel Anfang der Periode am		629	645	548	1.363	16.153	10.068
Zahlungsmittel am Ende der Periode		645	548	1.363	16.153	10.068	6.114

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Ausgewählte Kennzahlen								
	Einheit :	Tsd. Euro						
	Geschäftsjahresende :	31. Dez.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
	Rechnungslegungsstandard :	HGB						
Wachstumsanalyse								
Umsatzwachstum			-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%
EBITDA-Wachstum			-	50,2%	-13,6%	31,7%	45,3%	40,3%
EBIT-Wachstum			-	67,0%	-17,3%	36,9%	48,2%	41,3%
EBT-Wachstum			-	-11,5%	64,9%	13,1%	44,5%	54,6%
Margenanalyse								
EBITDA-Marge			5,9%	7,8%	5,7%	6,7%	7,7%	8,4%
EBIT-Marge			4,7%	6,9%	4,9%	5,9%	7,0%	7,6%
EBT-Marge			4,0%	3,1%	4,4%	4,4%	5,0%	6,1%
Nettomarge			2,8%	1,9%	3,5%	3,7%	4,3%	5,2%
Renditeanalyse								
ROI			9,7%	6,4%	10,4%	7,8%	8,6%	13,0%
ROCE			17,1%	29,3%	20,3%	22,1%	22,8%	24,5%
ROE			92,7%	67,1%	44,8%	32,7%	47,3%	73,1%
ROIC			107,2%	187,8%	50,2%	14,9%	13,3%	18,6%
Bilanzanalyse								
Eigenkapitalquote			10,5%	8,8%	34,9%	18,2%	18,0%	17,6%
Anlagendeckung I			61,6%	75,6%	368,3%	365,6%	134,9%	84,5%
Anlagendeckung II			61,6%	75,6%	368,3%	1872,4%	690,9%	432,7%
Anlagenintensität			17,1%	11,6%	9,5%	5,0%	13,3%	20,8%
Vorratumschlag			4,4	3,5	3,3	3,4	3,5	4,0
Debitorenumschlag			-	9.748	1.851	1.672	3.139	4.010
Debitorenlaufzeit/-ziel			-	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1
Working Capital / Umsatz			15,7%	15,3%	16,2%	20,7%	22,7%	20,7%
Kreditorenlaufzeit/-ziel			-	48,3	66,9	41,1	13,7	13,3
Haftungskapital			1.299	1.455	7.116	7.017	6.941	6.780
Verschuldung								
Nettoverschuldung (Tsd. Euro)			5.696	6.625	2.291	17.022	22.120	24.372
Nettoverschuldung / EBITDA			2,3	1,7	1,4	2,3	3,2	2,7
Net Gearing			4,4	4,6	0,3	2,3	3,0	3,3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)			0,8	12,1	5,7	2,3	2,4	3,2
Zinsdeckungsgrad (EBIT)			0,6	10,8	4,9	2,0	2,1	2,9
Cashflow-Analyse								
Free Cashflow (FCF)			-1.190	-370	-5.013	-3.693	-2.642	1.369
FCF / Umsatz			-2,8%	-0,8%	-9,0%	-5,8%	-3,3%	1,3%
FCF / Jahresüberschuss			-98,8%	-40,1%	-256,3%	-154,9%	-76,7%	25,7%
Capex (Tsd. Euro)			126	2.225	549	500	4.000	4.000
Capex / Abschreibungen			0,3	0,6	1,1	1,0	6,7	5,1
Capex / Umsatz			0,3%	0,5%	1,0%	0,8%	5,0%	3,9%
Operativer Cashflow / Nettofinanzschulden			-18,7%	28,0%	-194,8%	-18,8%	6,1%	22,0%
Zahlungsmittel / Finanzschulden			10,3%	7,7%	38,0%	53,8%	33,6%	20,4%
Cash Conversion (Operativer Cashflow / EBIT)			-0,5	0,6	-1,6	-0,9	0,2	0,7

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Emittierte Mittelstandsanleihen in Deutschland

Emittent	Datum der Emission	Emissionsvolumen	Vollständige Platzierung	Laufzeit	Kupon	ISIN	Corp. Rating	Bond Rating	Besicherung	Rating-agentur	Kurs	Rendite
Zamek	Mai 12	35 Mio. Euro	ja	15.05.2017	7,75%	DE000A1KOYD5	BB	-	-	Creditreform	102,00%	7,30%
EYEMAXX II	Apr 12	11 Mio. Euro	nein	31.10.2017	7,75%	DE000A1MLWH7	-	BBB+	ja	Creditreform	99,88%	7,80%
friedola	Apr 12	13 Mio. Euro	nein	11.04.2017	7,25%	DE000A1MLYJ9	BB	-	-	Creditreform	99,00%	7,50%
MT-Energie	Apr 12	10 Mio. Euro	nein	03.04.2017	8,25%	DE000A1MLRM7	BBB-	-	-	Creditreform	99,20%	8,60%
Golfino	Mrz 12	12 Mio. Euro	ja	04.04.2017	7,25%	DE000A1MA9E1	BBB-	-	-	Creditreform	102,00%	6,70%
MITEC	Mrz 12	24 Mio. Euro	nein	20.03.2017	7,75%	DE000A1KONJ5	BBB-	-	-	Creditreform	99,50%	7,90%
Ekosem	Mrz 12	50 Mio. Euro	ja	23.03.2017	8,75%	DE000A1MLSJ1	BB+	-	-	-	100,75%	8,50%
Singulus	Mrz 12	60 Mio. Euro	ja	22.03.2017	7,75%	DE000A1MASJ4	-	-	-	Creditreform	94,20%	9,30%
Seidensticker	Feb 12	30 Mio. Euro	ja	12.03.2018	7,25%	DE000A1K0SE5	BB+	-	-	Creditreform	107,95%	5,50%
Scholz	Feb 12	150 Mio. Euro	ja	08.03.2017	8,50%	AT000A0U9J2	BB	-	-	Euler Hermes	104,25%	7,40%
hkw	Nov 11	10 Mio. Euro	nein	15.11.2016	8,25%	DE000A1K0GR1	BBB	-	-	Creditreform	98,50%	8,70%
Air Berlin III	Okt 11	100 Mio. Euro	ja	01.11.2014	11,50%	DE000AB100C2	-	-	-	-	96,80%	13,00%
Royalbeach	Okt 11	25 Mio. Euro	nein	27.10.2016	8,13%	DE000A1K0QA7	BB+	-	-	Creditreform	100,00%	8,10%
ALBIS Leasing	Okt 11	50 Mio. Euro	nein	04.10.2016	7,63%	DE0001CROX3	BB+	BB	-	Creditreform	99,95%	7,60%
EYEMAXX I	Jul 11	25 Mio. Euro	nein	27.06.2016	7,50%	DE000A1K0FA0	-	BBB+	ja	Creditreform	101,00%	7,20%
Peach Property	Jul 11	50 Mio. Euro	nein	26.01.2012	6,60%	DE000A1KQ8K4	-	BBB-	ja	Creditreform	98,50%	7,00%
Maschinenfabrik Spaichingen	Jul 11	23 Mio. Euro	nein	15.07.2016	7,250%	DE000A1KOZL5	BB	-	-	Euler Hermes	104,08%	6,10%
SAG Solarstrom II	Jul 11	25 Mio. Euro	nein	10.07.2017	7,50%	DE000A1K0K53	-	-	-	-	67,40%	11,10%
e.n.o. energy	Jun 11	25 Mio. Euro	nein	30.06.2016	7,375%	DE000A1H3V53	BB+	-	-	Creditreform	97,35%	8,30%
KTG Agrar II	Jun 11	70 Mio. Euro	ja	05.06.2017	7,125%	DE000A1H3VN9	BBB	-	-	Creditreform	100,40%	7,00%
bkn biostrom	Jun 11	25 Mio. Euro	nein	06.06.2016	7,50%	DE000A1KQ8V1	-	BBB	ja	Creditreform	77,50%	15,00%
FFK Enviroment	Jun 11	25 Mio. Euro	nein	31.05.2016	7,25%	DE000A1KQ4Z	BB+	-	-	Creditreform	103,00%	6,50%
Albert Reiff	Mai 11	30 Mio. Euro	ja	26.05.2016	7,25%	DE000A1H3F20	BBB	-	-	Creditreform	103,40%	6,24%
SeniVita Sozial	Mai 11	15 Mio. Euro	ja, in Nachpl.	17.05.2016	6,50%	DE000A1KQ3C2	BBB+	-	-	Creditreform	109,00%	4,00%
DIC Asset	Mai 11	70 Mio. Euro	nein	16.05.2016	5,875%	DE000A1KQ1N3	-	-	-	-	97,30%	6,70%
Air Berlin II	Apr 11	150 Mio. Euro	ja	19.04.2018	8,25%	DE000AB100B4	-	-	-	-	78,50%	13,80%
Valensina	Apr 11	50 Mio. Euro	ja	27.04.2016	7,375%	DE000A1H3YK9	BB-	-	-	Creditreform	103,25%	6,40%
UNIWHEELS	Apr 11	50 Mio. Euro	nein	19.04.2016	7,50%	DE000A1KQ367	BB-	-	-	EulerHermes	93,60%	9,50%
Semper Idem Underberg	Apr 11	50 Mio. Euro	ja	19.04.2016	7,125%	DE000A1H3YJ1	BB+	-	-	Creditreform	109,90%	4,30%
Golden Gate	Apr 11	30 Mio. Euro	ja	10.11.2014	6,50%	DE000A1KQXX5	BB	BBB	ja	-	98,90%	7,00%
Payom Solar	Apr 11	50 Mio. Euro	nein	07.04.2016	7,50%	DE000A1H3M96	B-	-	-	Creditreform	25,00%	30,00%
German Pellets	Apr 11	80 Mio. Euro	ja	31.03.2016	7,25%	DE000A1H3J67	BBB	-	-	Creditreform	99,75%	7,30%
Joh. Friedrich Behrens	Mrz 11	30 Mio. Euro	ja, in Nachpl.	14.03.2016	8,000%	DE000A1H3GE9	-	-	-	-	106,00%	6,20%
Centrosolar	Feb 11	50 Mio. Euro	ja	14.02.2016	7,00%	DE000A1E85T1	-	-	-	Creditreform	36,90%	18,90%
MAG IAS	Feb 11	50 Mio. Euro	ja	08.02.2016	7,50%	DE000A1H3EY2	B+	-	-	Creditreform	92,00%	10,2%
Dürr (Tap)	Dez 10	75 Mio. Euro	ja	28.09.2015	7,25%	DE000A1EWGX1	-	-	-	-	110,20%	3,90%
Rena	Dez 10	75 Mio. Euro	nein	15.12.2015	7,00%	DE000A1E8W96	BB+	-	-	EulerHermes	88,00%	11,30%
S.A.G. Solarstrom	Dez 10	25 Mio. Euro	ja	14.12.2015	6,25%	DE000A1E84A4	-	-	-	-	65,00%	9,60%
3W Power	Nov 10	100 Mio. Euro	nein	01.12.2015	9,25%	DE000A1A29T7	B-	-	-	S&P	92,70%	11,90%
Air Berlin	Nov 10	200 Mio. Euro	ja	10.11.2015	8,50%	DE000AB100A6	-	-	-	-	86,00%	13,80%
Solarwatt	Okt 10	25 Mio. Euro	ja	01.11.2015	7,00%	DE000A1EWPU8	B	-	-	Creditreform	53,10%	13,20%
Nabaltec	Okt 10	30 Mio. Euro	ja	15.10.2015	6,50%	DE000A1EWL99	-	-	-	-	103,80%	5,20%
Bastei Lübbe	Okt 10	30 Mio. Euro	ja	26.10.2016	6,75%	DE000A1K0169	BBB	-	-	Creditreform	109,05%	4,30%
Procar Automobile	Okt 10	30 Mio. Euro	nein	14.10.2016	7,75%	DE000A1KOU44	BBB	-	-	Creditreform	100,50%	7,60%
Dürr	Sep 10	150 Mio. Euro	ja	28.09.2015	7,25%	DE000A1EWGX1	-	-	-	-	110,20%	3,90%
GIF	Sep 10	15 Mio. Euro	nein	19.09.2016	8,50%	DE000A1KOFF9	BB	-	-	Creditreform	98,50%	8,80%
KTG Agrar	Aug/Sep10	50 Mio. Euro	ja	14.09.2015	6,75%	DE000A1ELQU9	BBB	-	-	Creditreform	107,80%	4,20%
Katjes International	Jul 10	45 Mio. Euro	ja	18.07.2016	7,13%	DE000A1KRBM2	BB+	-	-	Creditreform	105,00%	5,50%
Windreich	Mai 10	50 Mio. Euro	ja, in Nachpl.	03.01.2015	6,50%	DE000A1CRMQ7	BBB+	-	-	Creditreform	72,00%	20,80%

Quelle: Unternehmensangaben, Independent Research (Stand: 25.05.2012)

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Anleihe - Einzelemitenten -

Überdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Durchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Bondanalysen:

Bei der Analyse von Unternehmensanleihen wird sowohl eine klassische Bilanzanalyse als auch ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die klassische Bilanzanalyse umfasst dabei in erster Linie die Bewertung des Emittenten hinsichtlich seiner Fähigkeit, sowohl die Finanzschulden als auch die damit zusammenhängenden Zinszahlungen zu bedienen. Bei der Peer-Group-Analyse wird ein Vergleich von Anleihen- und Unternehmenskennzahlen (z.B. Rating, Kupon, Laufzeit, Branche, Nettoverschuldung/EBITDA) durchgeführt. Die Vergleichbarkeit der gewonnenen Informationen wird in erster Linie durch die Branchenzugehörigkeit und das Bonitätsrating bestimmt. Die Einstufung der Emerging Market-Bonds erfolgt als Kombination von Länderrisikobewertung, Einschätzung der Konjunktur- und Politik- Situation sowie dem Peer-Group-Vergleich, wobei diese Kombination gegebenenfalls in einen Kontext zur allgemeinen Lage am Bondmarkt gesetzt wird. Die Länderrisiko- und Konjunktüreinschätzung betrachtet die wirtschaftliche und politische Situation sowie die Perspektiven des jeweiligen Landes und bedient sich dabei der gängigen makroökonomischen Indikatoren (z.B. BIP-Wachstum, Inflation, Wechselkursentwicklung, Verfassung der Regierung) sowie der Bonitätskennzahlen zur ex- und internen Verschuldung. Die Peer Groups leiten sich aus vergleichbaren geographischen oder wirtschaftspolitischen Gegebenheiten bzw. aus einer vergleichbaren Ratingkategorie ab.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Independent Research behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 04.06.2012 -

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit dem Emittenten, der selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 04.06.2012

**Independent Research GmbH
Westend Office, Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Internet: www.irffm.de