

**Empfehlung:** **Kaufen** (zuvor: Halten)

**Kursziel:** **12,50 Euro**

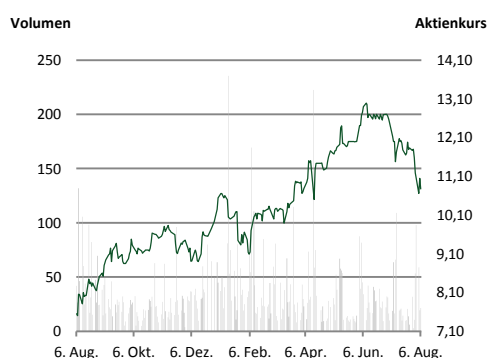
**Kurspotenzial:** **+16 Prozent**

### Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	10,78 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	18,51
Marktkap. (in Mio. Euro)	199,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	217,0
Ticker	ADD
ISIN	DE000A1H8MU2

### Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	12,99
52 Wochen-Tief (in Euro)	7,36
3 M relativ zum CDAX	-3,2%
6 M relativ zum CDAX	+15,7%



Quelle: Capital IQ

### Aktionärsstruktur

Streubesitz	39,1%
S&E Kapital	52,8%
Gerhard Wöhr	5,0%
Taaleritehdas	3,1%

### Termine

Q3 Bericht 13. November 2014

### Prognosen Anpassung

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	553,3	577,3	594,0
Δ in %	0,1%	-	-
EBIT (alt)	28,9	33,8	36,7
Δ in %	3,0%	1,7%	3,4%
EPS (alt)	0,88	1,06	1,16
Δ in %	3,4%	1,9%	4,3%

### Analyst

Tim Kruse  
+49 40 41111 37 66  
t.kruse@montega.de

### Publikation

Comment 7. August 2014

## Solides Ergebnis im herausfordernden Umfeld

Adler Modemärkte hat heute die Zahlen für das zweite Quartal vorgelegt, die unsere Erwartungen leicht übertroffen haben. Die wichtigsten Kenngrößen sind der folgenden Tabelle zu entnehmen.

Adler Modemärkte AG - Q2 2014	Q2/14	Q2/14e	Q2/13	yoy	Konsens
Umsatz	142,7	142,0	143,5	-0,5%	142,2
EBITDA	18,5	17,5	17,9	3,4%	18,0
EBITDA-Marge	12,9%	12,3%	12,5%		12,6%
EPS	0,52	0,48	0,57	-8,8%	0,53

Quelle: Unternehmen, Montega, Unternehmen (Konsens) Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Der Umsatz im zweiten Quartal lag erwartungsgemäß unter dem Vorjahr. Damit hat sich Adler jedoch in einem schwierigen Marktumfeld (-3% laut TW) gut geschlagen und konnte beinahe die sehr starke Vorjahresbasis (Like-for-Like +11,3% in Q2/13) erreichen. Hervorzuheben ist die erfreuliche Entwicklung in Luxemburg. Hier konnte der Halbjahresumsatz um rund 13% gesteigert werden, nachdem der Markt in Foetz im letzten Jahr umfangreich renoviert und geringfügig erweitert wurde.

Das **EBITDA** hat den Vorjahreswert trotz der leicht negativen flächenbereinigten Umsatzentwicklung (yoy -0,5%) übertroffen und lag rund 1 Mio. Euro über unserer Erwartung. Grund hierfür ist im Wesentlichen die Auflösung einer Rückstellung, die wegen des ausgelaufenen Tarifvertrags gebildet wurde. Da die Verhandlungen nun abgeschlossen sind, konnten die Rückstellung erfolgswirksam aufgelöst werden. Wir haben unsere Ergebnisprognose entsprechend leicht erhöht und auch den etwas besser als erwarteten Umsatz in Q2 berücksichtigt.

Der **Cash Flow** lag trotz eines leichten Rückgangs des Periodenüberschusses bei 8,7 Mio. Euro (abzgl. Zahlungen für Finanzierungsleasing). Die Verbesserung ggü. dem Vorjahr (H1 2013: 8,2 Mio. Euro) konnte durch eine weitere Reduktion des Working Capital erreicht werden. Auch der Free Cash Flow war mit 2,4 Mio. Euro deutlich positiv. Dabei hat Adler die Investitionen im ersten Halbjahr um 1,5 Mio. Euro erhöht, um eine grundlegende Modernisierung in 9 Läden durchzuführen.

**Fazit:** Mit dem abgelaufenen Quartal hat Adler erneut die gute Ergebnisqualität unter Beweis gestellt. Durch die Modernisierungsmaßnahmen (9-10 Läden in H2) sehen wir im weiteren Jahresverlauf positive Impulse für das flächenbereinigte Umsatzwachstum und die Ertragsentwicklung. Entsprechend halten wir die jüngsten Kursrückgänge auch vor dem Hintergrund der attraktiven Dividendenrendite für nicht gerechtfertigt und stufen die Aktie mit einem leicht erhöhten Kursziel von 12,50 Euro (zuvor: 12,00 Euro) auf Kaufen hoch.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	506,1	528,6	554,0	577,3	594,0
Veränderung yoy	6,2%	4,5%	4,8%	4,2%	2,9%
EBITDA	35,5	42,9	44,6	49,1	52,9
EBIT	20,5	28,9	29,8	34,4	38,0
Jahresüberschuss	10,1	18,6	16,9	20,0	22,3
Rohrertragsmarge	52,9%	55,6%	55,8%	56,0%	56,0%
EBITDA-Marge	7,0%	8,1%	8,1%	8,5%	8,9%
EBIT-Marge	4,0%	5,5%	5,4%	6,0%	6,4%
Net Debt	14,8	9,2	-15,7	-31,0	-46,8
Net Debt/EBITDA	0,4	0,2	-0,4	-0,6	-0,9
ROCE	23,4%	29,5%	30,6%	37,5%	42,9%
EPS	0,56	1,05	0,91	1,08	1,21
FCF je Aktie	0,51	1,01	0,60	0,56	0,63
Dividende	0,40	0,45	0,45	0,50	0,60
Dividendenrendite	3,7%	4,2%	4,2%	4,6%	5,6%
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,1	5,1	4,9	4,4	4,1
EV/EBIT	10,6	7,5	7,3	6,3	5,7
KGV	19,2	10,3	11,8	10,0	8,9
P/B	2,5	2,2	1,8	1,6	1,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 10,78

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Adler Modemärkte AG ist eine der größten Textileinzelhandelsketten in Europa. Mit rund 170 Stores und mehr als 4.00 Mitarbeitern in Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz erwirtschaftete das Unternehmen einen Konzernumsatz von rd. 500 Mio. Euro. Der Kundenfokus liegt auf der Altersgruppe 45+, was Adler zum einem Profiteur der demografischen Entwicklung macht.

### Historie

Das Vorläuferunternehmen des heutigen Textilkonzerns wurde 1948 von Wolfgang Adler in Annaberg, Deutschland gegründet. In den 1960er Jahren zog das Unternehmen aus der DDR nach Westdeutschland. 1967 gründete Wolfgang Adler die Adler Mäntel KG in Haibach mit einem Umsatz von ca. einer Million Deutsche Mark. Noch heute hat die Adler Modemärkte AG ihren Hauptsitz in Haibach bei Aschaffenburg. Weitere Meilensteine der Unternehmenshistorie sind:

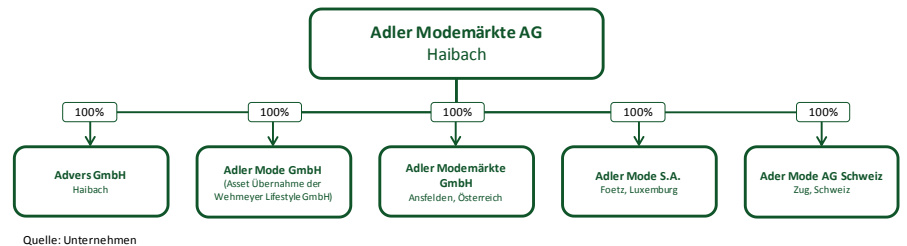
- **1974:** Einführung der Adler Kundenkarte
- **1981:** Markteintritt in Luxemburg
- **1982:** Wolfgang Adler verkauft das Unternehmen an die ASKO Deutsche Kaufhaus AG und zieht sich aus dem Geschäft zurück
- **1987:** Markteintritt in Österreich
- **1996:** ASKO Deutsche Kaufhaus AG wird an die Metro Group verkauft. Zu diesem Zeitpunkt hat Adler ca. 55 Standorte
- **2005-08:** Neupositionierung der Märkte Adler auf eine jünger Klientel mit einer deutlich modischeren Kollektion
- **2009:** Das Luxemburgische Beteiligungsunternehmen bluO akquiriert 100% Adler Unternehmensanteile von der Metro Group im ersten Quartal 2009. Neupositionierung der Marke und ein neues Management Team wird implementiert
- **2010:** Adler kauft und integriert Woolworth Austria und eröffnet außerdem den ersten eigenen Internetshop.
- **2011:** Börsengang der Adler Modemärkte AG im zweiten Quartal 2011
- **2011:** Übernahme von 18 Märkten der Wehmeyer Lifestyle GmbH (Asset-Deal)
- **2013:** Strategischer Investor S&E (Steilmann & Equinox) wird neuer Großaktionär

### Unternehmensstruktur

Die Adler Modemärkte AG mit Sitz in Haibach ist die Muttergesellschaft des Konzerns und enthält neben den übergeordneten, strategischen und operativen Zentralabteilungen (Marketing, IT, Finanz- und Rechnungswesen, Revision) alle Anderen Aktivitäten unter der Marke Adler in Deutschland. Die Aktivitäten in Österreich, Luxemburg und der Schweiz sind den entsprechenden Auslandsgesellschaften zugeordnet.

Die ADVERS GmbH, Haibach, war vormals im Versicherungsvermittlungsgeschäft tätig, welches jedoch im Rahmen der Restrukturierung in 2009 aufgegeben wurde. Heute fungiert die Gesellschaft lediglich zum Zwecke der Intercompany-Finanzierung.

Die in 2011 übernommenen Wehmeyer Filialen sind in der Adler Mode GmbH gebündelt.



### Wertschöpfungskette

Adler verfügt über ein vertikal integriertes Geschäftsmodell mit vollständiger Informationskontrolle über alle Glieder der Wertschöpfungskette. Mit einem Eigenmarkenanteil von derzeit ca. 90% erfolgt der überwiegende Anteil des Produktentwurfs in der konzerninternen Entwurfs- und Schnittabteilung. Die eigene Produktentwicklung hat für Adler einen hohen strategischen Stellenwert, da die überwiegend ältere Kundschaft von Adler einen besonderen Anspruch an Passformen und Konfektionsgrößen hat.

Die Textilien werden nach Maßgabe des hausinternen Designs entweder direkt von den Herstellern bezogen (über die Einkaufsgesellschaft Metro Buying Group (MGB), ca. 40% der Ware) oder indirekt über Textilunternehmen wie Alhers, Steilmann oder Wabo beschafft.



Seit der Restrukturierung im Jahre 2009 ist auch die Logistik an den ehemals konzerninterne Logistikdienstleister Motex ausgelagert. Über diesen erfolgt die Warendistribution an die verschiedenen Standorte und auch die Warenlagerung sowie die Warenaufbereitung für den anschließenden Verkauf.

Der Vertrieb erfolgt ausschließlich über die eigenen Stores und den 2010 gestarteten Internetshop. Im Vergleich zu Wettbewerbern wie Gerry Weber, Alhers oder Tom Tailor hat Adler keine Großhandelsaktivitäten.

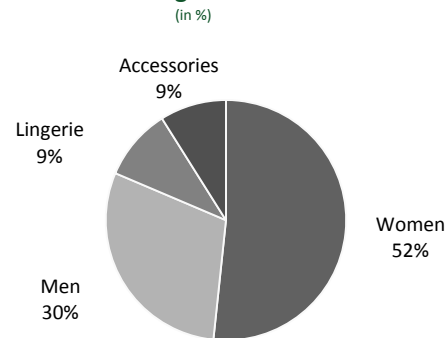
### Produkte

Im Zuge der Umstrukturierung durch das neue Management wurde die Marke Adler und das Produktsortiment repositioniert.

Das Produktsortiment ist nun wieder hinsichtlich Passform, Modegrad, Funktionalität und Qualität auf die Altersgruppe 45+ zugeschnitten. Adler bietet im unteren Mittelpreissegment qualitativ hochwertige Produkte mit einem attraktiven Preis-Leistungsverhältnis an. Das Produktsortiment umfasst ein breites und tiefes Angebot an Damen- und Herrenoberbekleidung und Unterwäsche. Das Ergänzungssortiment (Accessoires, Schuhe, Kinder- und Babybekleidung, Trachtenmode etc.) rundet das

Produktportfolio ab und hebt das in den Modemärkten vorhandene Cross-Selling Potenzial.

### Umsatzverteilung nach Produktlinien



Quelle: Unternehmen

Bedeutende Umsatzträger für Adler sind die Eigenmarken des Konzerns.

- „Senator“: Traditionelle Herrenmode in den Größen 48 bis 58, die Marke „Malva“ ist das Pendant für die Dame mit Größen von 38 bis 54.
- „Thea 42 Plus“: Verbindet aktuelle Trends mit Tragekomfort und Bequemlichkeit für Frauen in den Größen 42 bis 56.
- „Via Cortesa“: Eine Kombination aus klassischen Arrangements mit italienischem Chic.
- „Eagle No. 7“: Eher unkonventionelles Label mit „coolen“ Outfits im Jeans-Look.
- „MY OWN“: Die persönliche Trend-Linie, die Frauen mit etwas extravaganteren Schnitten, ausgefallenen Mustern und hochwertigen Materialien begeistern soll.
- „Bexleys Man“ und „Bexleys Woman“: Klassische und anspruchsvolle Mode in ausgesuchter Qualität.
- „Big Fashion“: Kleidung in den Größen von 60 bis 70 mit leichten Materialien und hohem Tragekomfort für Business und Freizeit.
- „VIVENTY BY BERND BERGER“: Das von Adler verwendete Fashion-Label.
- „Original Alphorn“: Trachtenmodenmarke die den klassischen Look mit modernen Details verbindet.

Seit 2010 wird selektiv auch eine jüngere Kundengruppe mit Fremdmarken angesprochen, um Nachwuchskundschaft zu generieren. Zu den Fremdmarken zählen u.a. s.Oliver, Tom Tailor, street one und cecil. Der Fremdmarkenanteil beträgt derzeit 10% auf und soll perspektivisch auf ca. 15% erhöht werden.

### Erfahrenes Management

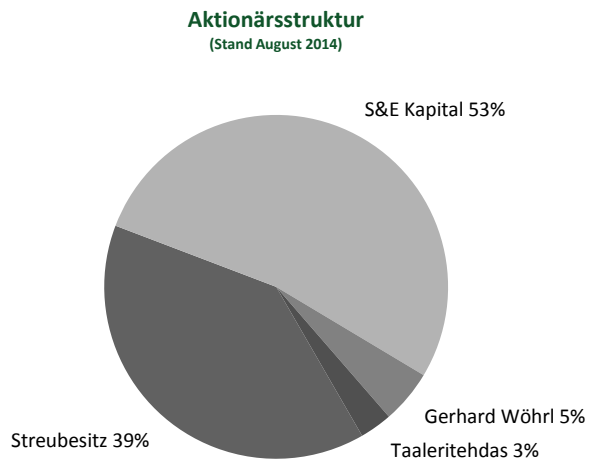
Das erfahrene Management der Adler Modemärkte AG setzt sich aus zwei Vorstandsmitgliedern zusammen:

**Lothar Schäfer** ist seit 2009 Vorstandsvorsitzender des Unternehmens. Er verantwortet die Bereiche Strategie, Merger & Acquisition, Einkauf, Marketing, Vertrieb und Public Relations. Herr Schäfer blickt auf eine mehr als zehnjährige Erfahrung als Manager zurück. In diesem Zusammenhang war er bereits als CEO u.a. für zwei Portfoliounternehmen der Investmentgesellschaft Arques Industries tätig und verantwortete die Unternehmensentwicklung von EXMAR Armaturen und Roulement Miniature.

**Karsten Odemann** ist seit dem 1. Dezember 2011 im Vorstand der Adler Modemärkte AG. Er verantwortet die Bereiche Finanzen, Controlling, Revision, Personal (Arbeitsdirektor), Recht, IT, Logistik, Technischer Einkauf und Investor Relations. Von 2004 bis 2009 war Herr Odemann als Vorstand der Sixt AG für Finanzen, Controlling, Recht und Compliance bestellt. Zuvor war er Finanzvorstand der Vogt electronic AG.

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Adler Modemärkte AG teilt sich in 18,51 Mio. Aktien auf, die seit Juni 2011 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind. Insgesamt befinden sich rund 39% der Aktien im Streubesitz. Größter Anteilseigner mit 53% ist die S&E Kapital GmbH, hinter der die Textilgruppe Steilmann und der Private-Equity-Investor Equinox stehen. Gerhard Wöhrl, Inhaber der gleichnamigen süddeutschen Modekette, hält 5,0% der Anteile an Adler. Größter institutioneller Investoren ist Taaleritehdas mit rund 3%.



## ANHANG

## DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>554,0</b>	<b>577,3</b>	<b>594,0</b>	<b>609,0</b>	<b>630,4</b>	<b>649,3</b>	<b>665,5</b>	<b>678,8</b>
<i>Veränderung</i>	4,8%	4,2%	2,9%	2,5%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>29,8</b>	<b>34,4</b>	<b>38,0</b>	<b>42,1</b>	<b>41,0</b>	<b>40,9</b>	<b>39,9</b>	<b>39,4</b>
<i>EBIT-Marge</i>	5,4%	6,0%	6,4%	6,9%	6,5%	6,3%	6,0%	5,8%
<b>NOPAT</b>	<b>19,4</b>	<b>22,3</b>	<b>24,7</b>	<b>27,4</b>	<b>26,6</b>	<b>26,6</b>	<b>26,0</b>	<b>25,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>14,8</b>	<b>14,7</b>	<b>14,9</b>	<b>15,1</b>	<b>17,0</b>	<b>15,8</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	7,4	1,6	0,3	-0,5	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5
- Investitionen	-14,4	-12,7	-12,5	-12,2	-13,9	-14,3	-14,6	-14,9
<i>Investitionsquote</i>	2,6%	2,2%	2,1%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
<b>Übriges</b>	<b>-12,9</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,0</b>	<b>-13,1</b>	<b>-14,8</b>	<b>-13,7</b>	<b>-12,7</b>	<b>-12,9</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>14,2</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6</b>	<b>16,8</b>	<b>14,0</b>	<b>13,8</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>
<b>WACC</b>	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Present Value	14,0	12,1	12,2	13,0	9,9	9,0	7,7	212,1
<b>Kumuliert</b>	<b>14,0</b>	<b>26,2</b>	<b>38,4</b>	<b>51,4</b>	<b>61,3</b>	<b>70,3</b>	<b>78,0</b>	<b>290,2</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	290,2
Terminal Value	212,1
Anteil vom Tpv-Wert	73%
Verbindlichkeiten	5,9
Liquide Mittel	54,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>338,8</b>

Aktienzahl (Mio.) 18,51

<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>12,40</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>15%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	10,78

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	20,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,10
WACC	8,6%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2014-2017	3,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2014-2019	3,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2021	2,0%
EBIT-Marge	2014-2017	6,2%
EBIT-Marge	2014-2019	6,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2021	5,8%

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
9,07%	11,31	11,62	11,79	11,97	12,38
8,82%	11,56	11,90	12,09	12,29	12,74
<b>8,57%</b>	11,83	12,20	<b>12,40</b>	12,63	13,12
8,32%	12,12	12,53	12,75	12,99	13,54
8,07%	12,44	12,87	13,12	13,39	14,00

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2021e

WACC	5,30%	5,55%	<b>5,80%</b>	6,05%	6,30%
9,07%	16,19	16,64	17,09	17,55	18,00
8,82%	16,72	17,20	17,67	18,15	18,63
<b>8,57%</b>	17,30	17,80	<b>18,30</b>	18,81	19,31
8,32%	17,92	18,45	18,98	19,51	20,05
8,07%	18,59	19,16	19,72	20,28	20,85

G&V (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>554,0</b>	<b>577,3</b>	<b>594,0</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>554,0</b>	<b>577,3</b>	<b>594,0</b>
Materialaufwand	238,2	234,9	244,9	254,0	261,4
<b>Rohertrag</b>	<b>267,9</b>	<b>293,7</b>	<b>309,1</b>	<b>323,3</b>	<b>332,6</b>
Personalaufwendungen	85,4	92,0	98,6	102,8	105,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	154,8	166,5	173,7	179,0	182,4
Sonstige betriebliche Erträge	7,8	7,7	7,8	7,5	7,7
<b>EBITDA</b>	<b>35,5</b>	<b>42,9</b>	<b>44,6</b>	<b>49,1</b>	<b>52,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	14,0	13,0	13,8	13,7	13,9
<b>EBITA</b>	<b>21,5</b>	<b>29,9</b>	<b>30,8</b>	<b>35,4</b>	<b>39,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>EBIT</b>	<b>20,5</b>	<b>28,9</b>	<b>29,8</b>	<b>34,4</b>	<b>38,0</b>
Finanzergebnis	-4,3	-4,3	-3,8	-3,6	-3,6
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>16,2</b>	<b>24,6</b>	<b>26,0</b>	<b>30,8</b>	<b>34,4</b>
<b>EBT</b>	<b>16,2</b>	<b>24,6</b>	<b>26,0</b>	<b>30,8</b>	<b>34,4</b>
EE-Steuern	6,1	6,0	9,1	10,8	12,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>10,1</b>	<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,0</b>	<b>22,3</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>10,1</b>	<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,0</b>	<b>22,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiviert Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	47,1%	44,4%	44,2%	44,0%	44,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>52,9%</b>	<b>55,6%</b>	<b>55,8%</b>	<b>56,0%</b>	<b>56,0%</b>
Personalaufwendungen	16,9%	17,4%	17,8%	17,8%	17,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,6%	31,5%	31,4%	31,0%	30,7%
Sonstige betriebliche Erträge	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,9%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%
<b>EBITA</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,6%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,4%</b>
Finanzergebnis	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,8%</b>
EE-Steuern	1,2%	1,1%	1,6%	1,9%	2,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,0%	3,5%	3,1%	3,5%	3,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,8%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,8%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,9	6,2	7,4	8,8	10,1
Sachanlagen	64,7	72,2	70,6	67,3	63,5
Finanzanlagen	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>Anlagevermögen</b>	<b>72,6</b>	<b>80,2</b>	<b>79,8</b>	<b>77,8</b>	<b>75,4</b>
Vorräte	78,2	77,5	74,9	77,0	78,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	42,1	54,5	66,0	68,0	70,4
Sonstige Vermögensgegenstände	17,5	16,1	16,1	16,1	16,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>137,8</b>	<b>148,2</b>	<b>157,1</b>	<b>161,2</b>	<b>164,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>236,9</b>	<b>239,0</b>	<b>240,3</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>79,9</b>	<b>92,0</b>	<b>109,2</b>	<b>120,9</b>	<b>134,0</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	7,9	11,0	11,0	11,2	11,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	52,8	57,8	44,3	30,8	17,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	33,8	34,2	37,9	41,1	42,3
Sonstige Verbindlichkeiten	36,1	33,5	34,5	35,0	35,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>130,5</b>	<b>136,4</b>	<b>127,7</b>	<b>118,1</b>	<b>106,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>236,9</b>	<b>239,0</b>	<b>240,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,8%	2,7%	3,1%	3,7%	4,2%
Sachanlagen	30,7%	31,6%	29,8%	28,2%	26,4%
Finanzanlagen	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>34,5%</b>	<b>35,1%</b>	<b>33,7%</b>	<b>32,6%</b>	<b>31,4%</b>
Vorräte	37,1%	33,9%	31,6%	32,2%	32,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	20,0%	23,9%	27,8%	28,4%	29,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	8,3%	7,1%	6,8%	6,7%	6,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>65,5%</b>	<b>64,9%</b>	<b>66,3%</b>	<b>67,4%</b>	<b>68,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>38,0%</b>	<b>40,3%</b>	<b>46,1%</b>	<b>50,6%</b>	<b>55,8%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	3,8%	4,8%	4,6%	4,7%	4,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	25,1%	25,3%	18,7%	12,9%	7,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,1%	14,7%	14,6%	14,6%	14,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	62,0%	59,7%	53,9%	49,4%	44,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>62,0%</b>	<b>59,7%</b>	<b>53,9%</b>	<b>49,4%</b>	<b>44,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



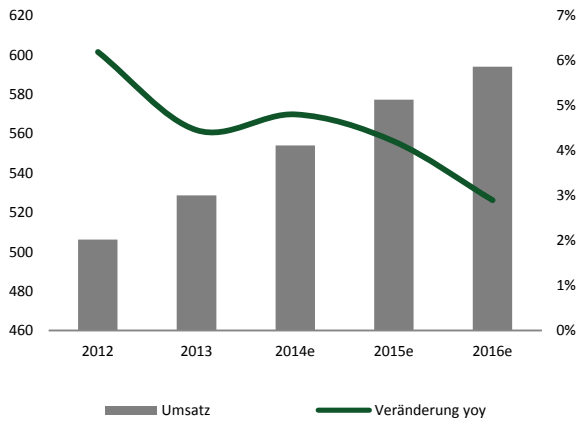
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
EBT	16,2	24,6	26,0	30,8	34,4
Abschreibung Anlagevermögen	14,0	13,0	13,8	13,7	13,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	1,7	-9,1	-10,8	-12,0
<b>Cash Flow</b>	<b>32,7</b>	<b>40,0</b>	<b>31,7</b>	<b>34,9</b>	<b>37,4</b>
Veränderung Working Capital	-15,7	-11,1	-6,1	-11,9	-13,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>17,1</b>	<b>28,9</b>	<b>25,6</b>	<b>23,0</b>	<b>24,2</b>
CAPEX	-9,7	-11,1	-14,4	-12,7	-12,5
Sonstiges	1,8	1,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-7,9</b>	<b>-9,2</b>	<b>-14,4</b>	<b>-12,7</b>	<b>-12,5</b>
Dividendenzahlung	0,0	-7,0	-7,9	-8,3	-9,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0
Sonstiges	-5,0	0,0	8,5	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-5,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-9,3</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>3,9</b>	<b>12,4</b>	<b>11,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>43,9</b>	<b>54,5</b>	<b>66,0</b>	<b>68,0</b>	<b>70,4</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

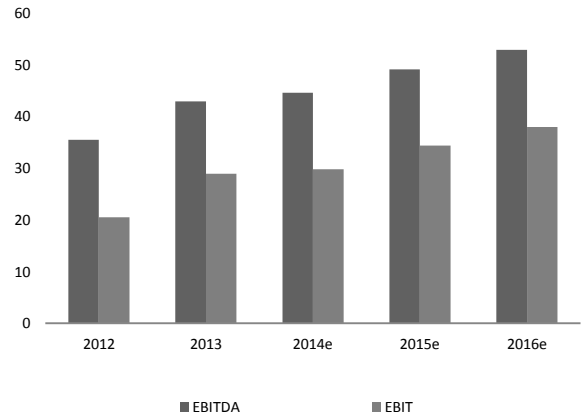
Kennzahlen Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	52,9%	55,6%	55,8%	56,0%	56,0%
EBITDA-Marge (%)	7,0%	8,1%	8,1%	8,5%	8,9%
EBIT-Marge (%)	4,0%	5,5%	5,4%	6,0%	6,4%
EBT-Marge (%)	3,2%	4,7%	4,7%	5,3%	5,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,0%	3,5%	3,1%	3,5%	3,8%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	23,4%	29,5%	30,6%	37,5%	42,9%
ROE (%)	13,5%	23,2%	18,4%	18,3%	18,5%
ROA (%)	4,8%	8,1%	7,1%	8,4%	9,3%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	14,8	9,2	-15,7	-31,0	-46,8
Net Debt / EBITDA	0,4	0,2	-0,4	-0,6	-0,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,3
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	9,1	17,8	11,1	10,3	11,7
Capex / Umsatz (%)	2%	2%	3%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	6%	6%	5%	4%	4%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,1	5,1	4,9	4,4	4,1
EV/EBIT	10,6	7,5	7,3	6,3	5,7
EV/FCF	425,5	214,9	361,7	387,5	18,5
KGV	19,2	10,3	11,8	10,0	8,9
P/B	2,5	2,2	1,8	1,6	1,5
Dividendenrendite	3,7%	4,2%	4,2%	4,6%	5,6%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

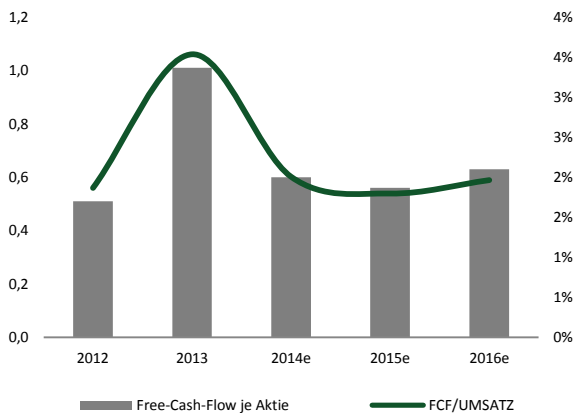
Umsatzentwicklung



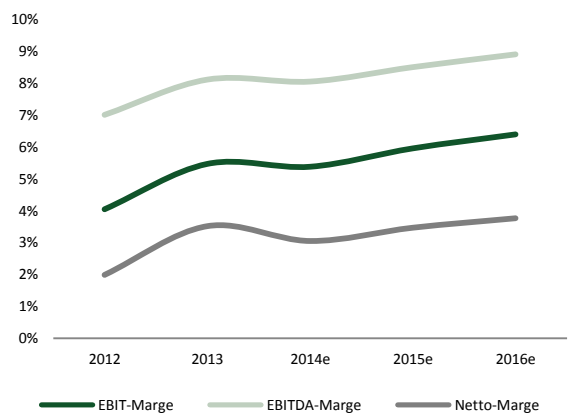
Ergebnisentwicklung



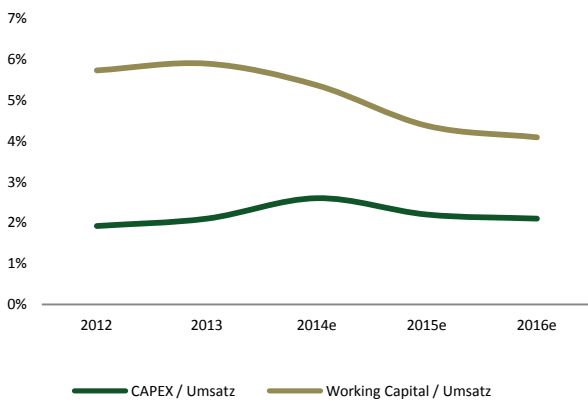
Free-Cash-Flow Entwicklung



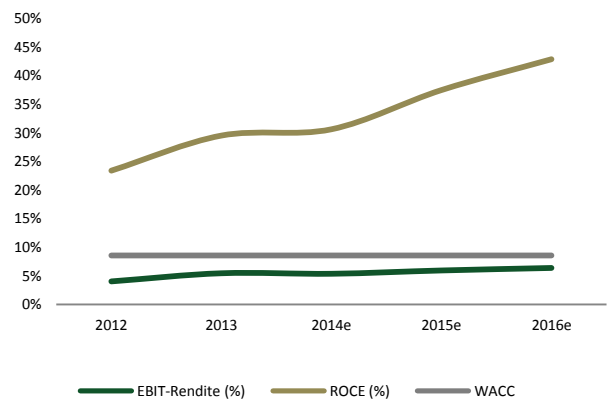
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 07.08.2014):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 07.08.2014):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgallee 12

60439 Frankfurt

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung (Kaufen)	02.12.2011	7,65	12,50	+63%
Kaufen	15.12.2011	4,27	9,00	+111%
Kaufen	02.03.2012	5,50	9,00	+64%
Kaufen	19.03.2012	6,31	9,00	+43%
Kaufen	14.05.2012	6,24	9,00	+44%
Kaufen	10.08.2012	5,03	8,20	+63%
Kaufen	13.11.2012	4,28	8,20	+92%
Kaufen	30.01.2013	5,60	8,20	+46%
Kaufen	06.03.2013	7,25	8,20	+13%
Kaufen	21.03.2013	7,00	8,20	+17%
Kaufen	08.08.2013	7,50	8,60	+15%
Halten	23.09.2013	9,02	8,80	-2%
Kaufen	16.10.2013	9,12	10,50	+15%
Halten	07.11.2013	9,70	10,50	+8%
Halten	21.02.2014	10,22	10,50	+3%
Halten	24.03.2014	10,40	11,00	+6%
Halten	13.05.2014	11,92	12,00	+1%
Kaufen	07.08.2014	10,78	12,50	+16%