

Empfehlung: Halten

Kursziel: 11,00 Euro

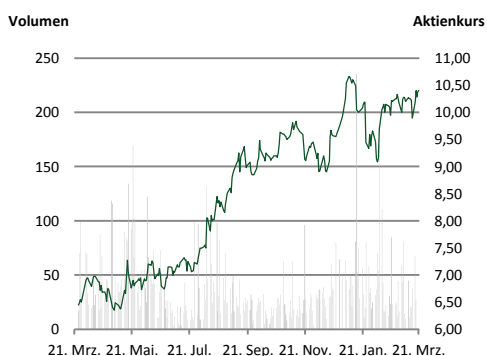
Kurspotenzial: +6 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	10,40 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	18,51
Marktkap. (in Mio. Euro)	192,5
Enterprise Value (in Mio. Euro)	218,1
Ticker	ADD
ISIN	DE000A1H8MU2

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	10,66
52 Wochen-Tief (in Euro)	6,35
3 M relativ zum CDAX	+10,2%
6 M relativ zum CDAX	+9,7%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	38,1%
S&E Kapital	53,8%
Gerhard Wöhrl	5,0%
Taaleritehdas	3,1%

Termine

Q1 Bericht	13. Mai 2014
HV	15. Mai 2014

Prognosen Anpassung

	2013e	2014e	2015e
Umsatz (alt)	524,8	548,0	568,9
Δ in %	0,7%	-	-
EBIT (alt)	28,4	27,3	31,2
Δ in %	1,8%	2,9%	3,5%
EPS (alt)	0,85	0,82	0,97
Δ in %	23,5%	3,7%	4,1%

Analyst

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

Publikation

Comment 24. März 2014

Endgültige Zahlen und Ausblick im Rahmen der Erwartungen

Die Adler Modemärkte AG hat am Donnerstag den Geschäftsbericht für 2013 veröffentlicht und die Zahlen im Rahmen einer Analystenkonferenz in Frankfurt präsentiert.

Im Vergleich zu den bereits im Februar veröffentlichten vorläufigen Zahlen ergaben sich keine nennenswerten Abweichungen. Die selbstgesteckten Jahresziele wurden nicht nur erreicht, sondern zum Teil sogar übertroffen. Insbesondere die Verbesserung des adj. EBITDA von rund 10% lag über der Guidance des Unternehmens. Der Ergebnisanstieg war dabei vor allem auf das flächenbereinigte Umsatzwachstum von +3,6% und die Schließung unrentabler Standorte zurückzuführen. Hinzu kam eine punktuelle Preiserhöhung und der weitere Ausbau der Direktbeschaffung (Anteil um ca. 300 BP auf 45% erhöht). Zusammen konnten so die tarifbedingt gestiegenen Personalkosten sowie die erhöhten Marketingaufwendungen überkompensiert werden.

Die gute Ergebnisentwicklung zeigt sich auch im Cash-Flow, der um mehr als 10 Mio. Euro gestiegen ist. Insbesondere das gedrosselte Expansionstempo und der Fokus auf die Bestandsoptimierung haben sich positiv auf das Working Capital ausgewirkt. Auch in 2014 gehen wir aufgrund einer weiteren Standortoptimierung (4 geplante Schließungen) und der flächendeckenden Einführung von RFID von einer Verbesserung der Working Capital-Quote aus. Insgesamt liegen die Working Capital-Verbesserungen über unserer bisherigen Erwartung, sodass wir unsere Cash-Flow Prognosen leicht erhöht haben.

Dividende wird erhöht: Auf Basis der äußerst soliden Finanzlage mit einer Eigenkapitalquote von über 40% und einer Liquidität von rund 55 Mio. Euro wird das Management der Hauptversammlung einen Dividendenvorschlag von 45 Cent je Aktie machen (Vorjahr 40 Cent). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus entspricht dies einer Dividendenrendite von 4,3%.

Ausblick für 2014: Wie schon in 2013 erwartet das Management auch für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum im unteren einstelligen Prozentbereich und eine damit korrespondierende Steigerung des EBITDA. Neben der Eröffnung von 5 bis 10 neuen Stores wird der Fokus in 2014 vor allem auf der Renovierung von ca. 20 Standorten liegen. Bei der Eröffnung neuer Standorte wird weiterhin die Übernahme von eigentümergeführten Stores präferiert, die sogenannten Mom & Pop-Shops.

Fazit: Die gute Ergebnisentwicklung in 2013 hat die Vorteile des moderaten Expansionstempos und der Optimierung des Standortnetzwerkes verdeutlicht. Die neue Imagekampagne und die Renovierung von Märkten dürften zu einer weiteren Revitalisierung der Marke Adler beitragen und die geplante Umsatz- und Ergebnisverbesserung in 2014 unterstützen. Wir haben unser Kursziel aufgrund der leicht verbesserten Cash-Flow Projektion auf 11,00 Euro erhöht (zuvor: 10,50 Euro) und bestätigen unsere Halten-Empfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	506,1	528,6	548,0	568,9	588,6
Veränderung yoy	6,2%	4,5%	3,7%	3,8%	3,5%
EBITDA	35,5	42,9	42,1	46,5	50,0
EBIT	20,5	28,9	28,1	32,3	35,6
Jahresüberschuss	10,1	18,6	15,8	18,7	20,8
Rohrertragsmarge	52,9%	55,6%	54,3%	54,5%	54,7%
EBITDA-Marge	7,0%	8,1%	7,7%	8,2%	8,5%
EBIT-Marge	4,0%	5,5%	5,1%	5,7%	6,1%
Net Debt	14,8	9,2	-16,0	-29,6	-43,5
Net Debt/EBITDA	0,4	0,2	-0,4	-0,6	-0,9
ROCE	23,4%	29,5%	29,0%	35,7%	40,6%
EPS	0,56	1,05	0,85	1,01	1,12
FCF je Aktie	0,51	1,01	0,62	0,46	0,53
Dividende	0,40	0,45	0,45	0,50	0,60
Dividendenrendite	3,8%	4,3%	4,3%	4,8%	5,8%
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,1	5,1	5,2	4,7	4,4
EV/EBIT	10,6	7,5	7,8	6,7	6,1
KGV	18,6	9,9	12,2	10,3	9,3
P/B	2,4	2,1	1,8	1,6	1,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 10,40

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:

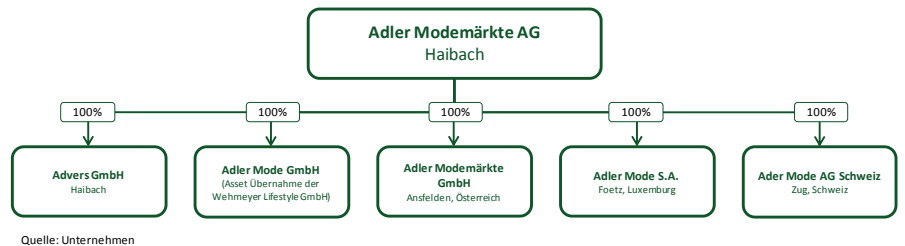
- **1974:** Einführung der Adler Kundenkarte
- **1981:** Markteintritt in Luxemburg
- **1982:** Wolfgang Adler verkauft das Unternehmen an die ASKO Deutsche Kaufhaus AG und zieht sich aus dem Geschäft zurück
- **1987:** Markteintritt in Österreich
- **1996:** ASKO Deutsche Kaufhaus AG wird an die Metro 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.

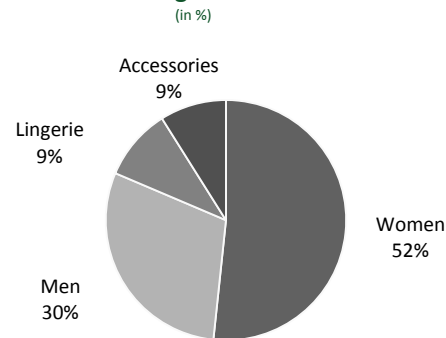
Produkte

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

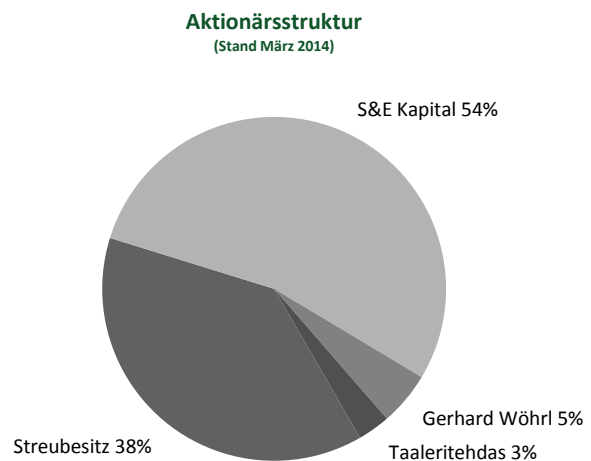
Das erfahrene Management der Adler Modemärkte AG setzt sich aus zwei Vorstandsmitgliedern zusammen:

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 38% der Aktien im Streubesitz. Größter Anteilseigner mit 54% 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
Umsatz	548,0	568,9	588,6	609,0	630,4	649,3	665,5	678,8
Veränderung	3,7%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
EBIT	28,1	32,3	35,6	37,9	41,0	40,9	39,9	39,4
EBIT-Marge	5,1%	5,7%	6,1%	6,2%	6,5%	6,3%	6,0%	5,8%
NOPAT	18,3	21,0	23,2	24,6	26,6	26,6	26,0	25,6
Abschreibungen	14,0	14,2	14,4	14,5	17,0	15,8	14,6	14,8
in % vom Umsatz	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	7,8	1,5	0,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5
- Investitionen	-12,6	-12,5	-12,4	-12,2	-13,9	-14,3	-14,6	-14,9
Investitionsquote	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Übriges	-12,9	-13,1	-13,2	-13,3	-15,7	-14,5	-13,4	-13,7
Free Cash Flow (WACC-Modell)	14,5	11,3	12,4	13,0	13,2	13,0	12,1	11,4
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Present Value	13,6	9,8	9,9	9,6	8,9	8,1	6,9	202,2
Kumuliert	13,6	23,4	33,3	42,9	51,8	59,9	66,9	269,1

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	269,1
Terminal Value	202,2
Anteil vom Tpv-Wert	75%
Verbindlichkeiten	5,9
Liquide Mittel	54,5
Eigenkapitalwert	317,7

Aktienzahl (Mio.) 18,51

Wert je Aktie (Euro)	11,22
+Upside / -Downside	8%
Aktienkurs (Euro)	10,40

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

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,07%	10,22	10,49	10,65	10,81	11,18
8,82%	10,45	10,75	10,92	11,10	11,50
8,57%	10,71	11,03	11,22	11,41	11,86
8,32%	10,98	11,34	11,54	11,75	12,25
8,07%	11,27	11,66	11,88	12,12	12,67

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

WACC	5,30%	5,55%	5,80%	6,05%	6,30%
9,07%	15,12	15,55	15,98	16,41	16,84
8,82%	15,64	16,09	16,55	17,00	17,46
8,57%	16,20	16,68	17,16	17,64	18,12
8,32%	16,81	17,32	17,83	18,34	18,84
8,07%	17,47	18,01	18,55	19,09	19,63

G&V (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	506,1	528,6	548,0	568,9	588,6
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	506,1	528,6	548,0	568,9	588,6
Materialaufwand	238,2	234,9	250,4	258,9	266,6
Rohertrag	267,9	293,7	297,5	310,1	322,0
Personalaufwendungen	85,4	92,0	98,6	101,3	104,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	154,8	166,5	166,7	172,5	178,3
Sonstige betriebliche Erträge	7,8	7,7	9,9	10,2	10,6
EBITDA	35,5	42,9	42,1	46,5	50,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	14,0	13,0	13,0	13,2	13,4
EBITA	21,5	29,9	29,1	33,3	36,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	20,5	28,9	28,1	32,3	35,6
Finanzergebnis	-4,3	-4,3	-3,8	-3,6	-3,6
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	16,2	24,6	24,3	28,7	32,0
EBT	16,2	24,6	24,3	28,7	32,0
EE-Steuern	6,1	6,0	8,5	10,1	11,2
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,1	18,6	15,8	18,7	20,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	10,1	18,6	15,8	18,7	20,8

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

G&V (in % vom Umsatz) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	47,1%	44,4%	45,7%	45,5%	45,3%
Rohertrag	52,9%	55,6%	54,3%	54,5%	54,7%
Personalaufwendungen	16,9%	17,4%	18,0%	17,8%	17,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,6%	31,5%	30,4%	30,3%	30,3%
Sonstige betriebliche Erträge	1,5%	1,4%	1,8%	1,8%	1,8%
EBITDA	7,0%	8,1%	7,7%	8,2%	8,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%
EBITA	4,2%	5,7%	5,3%	5,9%	6,2%
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%
EBIT	4,0%	5,5%	5,1%	5,7%	6,1%
Finanzergebnis	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,2%	4,7%	4,4%	5,1%	5,4%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	3,2%	4,7%	4,4%	5,1%	5,4%
EE-Steuern	1,2%	1,1%	1,6%	1,8%	1,9%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,0%	3,5%	2,9%	3,3%	3,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,0%	3,5%	2,9%	3,3%	3,5%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	2,0%	3,5%	2,9%	3,3%	3,5%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,9	6,2	7,4	8,7	10,0
Sachanlagen	64,7	72,2	69,6	66,7	63,3
Finanzanlagen	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Anlagevermögen	72,6	80,2	78,8	77,1	75,1
Vorräte	78,2	77,5	74,0	75,9	77,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	42,1	54,5	66,2	66,5	67,0
Sonstige Vermögensgegenstände	17,5	16,1	16,1	16,1	16,1
Umlaufvermögen	137,8	148,2	156,4	158,6	160,6
Bilanzsumme	210,5	228,4	235,3	235,7	235,7
PASSIVA					
Eigenkapital	79,9	92,0	108,1	118,5	130,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	7,9	11,0	11,0	11,1	11,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	52,8	57,8	44,3	30,8	17,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	33,8	34,2	37,5	40,5	41,9
Sonstige Verbindlichkeiten	36,1	33,5	34,4	34,8	35,2
Verbindlichkeiten	130,5	136,4	127,2	117,2	105,7
Bilanzsumme	210,5	228,4	235,3	235,7	235,7

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,8%	2,7%	3,2%	3,7%	4,3%
Sachanlagen	30,7%	31,6%	29,6%	28,3%	26,8%
Finanzanlagen	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Anlagevermögen	34,5%	35,1%	33,5%	32,7%	31,9%
Vorräte	37,1%	33,9%	31,4%	32,2%	32,8%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	20,0%	23,9%	28,1%	28,2%	28,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	8,3%	7,1%	6,8%	6,8%	6,8%
Umlaufvermögen	65,5%	64,9%	66,5%	67,3%	68,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	38,0%	40,3%	46,0%	50,3%	55,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	3,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	25,1%	25,3%	18,8%	13,1%	7,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,1%	14,7%	14,6%	14,8%	14,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	62,0%	59,7%	54,0%	49,7%	44,9%
Verbindlichkeiten	62,0%	59,7%	54,0%	49,7%	44,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

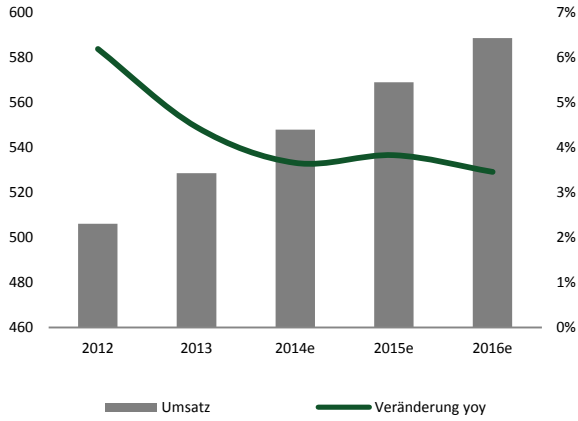
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
EBT	16,2	24,6	24,3	28,7	32,0
Abschreibung Anlagevermögen	14,0	13,0	13,0	13,2	13,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	1,7	-8,5	-10,1	-11,2
Cash Flow	32,7	40,0	29,8	33,0	35,4
Veränderung Working Capital	-15,7	-11,1	-5,7	-12,0	-13,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	17,1	28,9	24,0	21,1	22,2
CAPEX	-9,7	-11,1	-12,6	-12,5	-12,4
Sonstiges	1,8	1,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-7,9	-9,2	-12,6	-12,5	-12,4
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-5,3	-7,3	0,3	-8,3	-9,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	3,9	12,4	11,7	0,2	0,6
Endbestand liquide Mittel	43,9	54,5	66,2	66,5	67,0

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

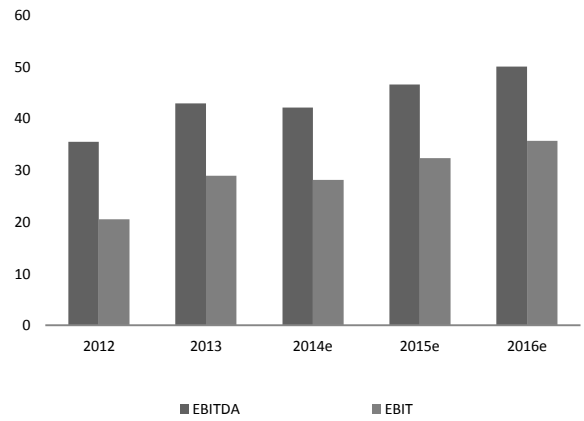
Kennzahlen Adler Modemärkte AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	52,9%	55,6%	54,3%	54,5%	54,7%
EBITDA-Marge (%)	7,0%	8,1%	7,7%	8,2%	8,5%
EBIT-Marge (%)	4,0%	5,5%	5,1%	5,7%	6,1%
EBT-Marge (%)	3,2%	4,7%	4,4%	5,1%	5,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,0%	3,5%	2,9%	3,3%	3,5%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	23,4%	29,5%	29,0%	35,7%	40,6%
ROE (%)	13,5%	23,2%	17,2%	17,3%	17,6%
ROA (%)	4,8%	8,1%	6,7%	7,9%	8,8%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	14,8	9,2	-16,0	-29,6	-43,5
Net Debt / EBITDA	0,4	0,2	-0,4	-0,6	-0,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	9,1	17,8	11,4	8,5	9,8
Capex / Umsatz (%)	2%	2%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	6%	6%	5%	4%	4%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,1	5,1	5,2	4,7	4,4
EV/EBIT	10,6	7,5	7,8	6,7	6,1
EV/FCF	427,7	216,0	351,8	474,2	22,2
KGV	18,6	9,9	12,2	10,3	9,3
P/B	2,4	2,1	1,8	1,6	1,5
Dividendenrendite	3,8%	4,3%	4,3%	4,8%	5,8%

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

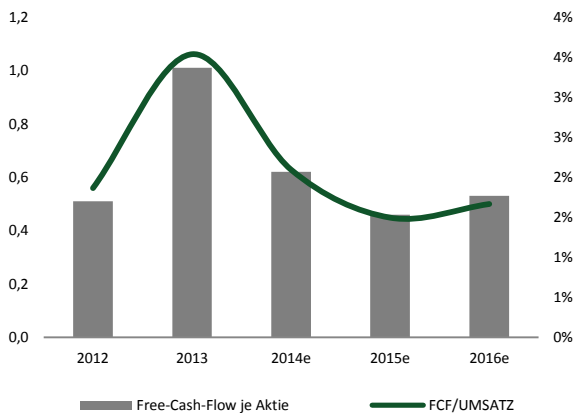
Umsatzentwicklung



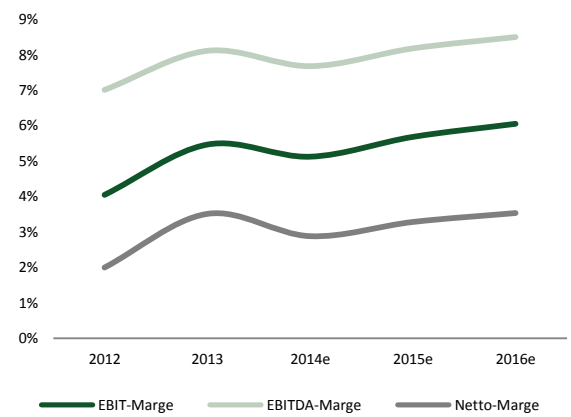
Ergebnisentwicklung



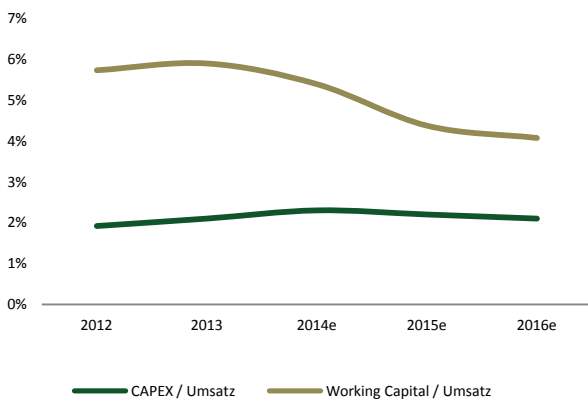
Free-Cash-Flow Entwicklung



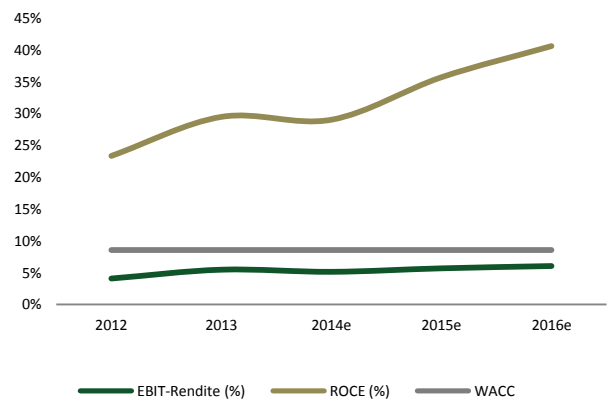
Margenentwicklung



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: 24.03.2014):

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: 24.03.2014):

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
Lurgiallee 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%