

## Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 9,16

Kursziel: EUR 14,30

### Mode im demographischen Trend

#### Was uns an Adler gefällt

(1) Mit 171 Läden hat Adler Modemärkte einen hohen Markenbekanntheitsgrad in der relevanten Alterszielgruppe der Über 45-Jährigen („Best Ager“) und ist (2) Marktführer im „Value for Money“-Segment; wir sehen Adler Modemärkte daher als Gewinner des langfristigen demographischen Wandels hin zu einer älteren Bevölkerung. (3) Mit rund 6,2 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Karten ist die Adler-Kundenkarte eine der erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland und zentrales Element des Customer Relationship Managements des Unternehmens. (4) Signifikante Wachstumspotenziale des vertikal integrierten Geschäftsmodells liegen nach u. E. in der Modernisierung bestehender und der Eröffnung neuer Läden. (5) Zusätzliche Ertragspotenziale bietet die strategische Zusammenarbeit mit dem neuen Großaktionär Steilmann-Boecker.

#### Profiteur demographischer Entwicklungen

Als einer der wenigen textilen Einzelhändler bekennt sich Adler explizit zur Altersgruppe der Über 45-Jährigen. Damit profitiert Adler von der Verschiebung der Alterspyramide: Bis 2020 werden 47% der deutschen Bevölkerung (also rund 40 Mio. Menschen) älter als 50 Jahre sein (zum Vergleich 2010: 26%).

#### Gute Performance in einem schwierigen Umfeld

Nach unseren Schätzungen erzielte Adler Modemärkte 2013e ein LFL-Umsatzwachstum von 1,5% und damit eine deutliche Outperformance gegenüber dem textilen Einzelhandel (-2,0%). Insgesamt rechnen wir mit Nettoerlösen von EUR 525,5 Mio., was im Rahmen der Guidance eines „niedrigen einstelligen Wachstums“ liegt. Für 2014e und 2015e erwarten wir einen durchschnittlichen Erlösanstieg um 3,5% p. a. Beim EBITDA rechnen wir 2013e mit EUR 37,1 Mio. bzw. mit einer zum Umsatz vergleichbaren Entwicklung (+4,4% YoY). In den kommenden beiden Jahren erwarten wir einen Anstieg des EBITDA auf dann EUR 45,2 Mio. (CAGR 2012-15e 8,4%). Beim EPS sehen wir 2013e-15e EUR 0,66, EUR 0,79 und EUR 0,98, bei der Dividende rechnen wir ebenfalls mit einer Steigerung auf EUR 0,55 (2015e).

#### Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 14,30

Unser Kursziel von EUR 14,30 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells, das von Peergroup-Multiplikatoren unterstützt wird. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 9,16 je Aktie ergibt sich ein Kurspotenzial von 56,1%. Wir nehmen die Adler Modemärkte-Aktie daher mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

#### Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles: (1) Abhängigkeit des Konsumverhaltens von Kunden mit unterdurchschnittlichen Einkommen von der konjunkturellen Entwicklung; (2) Währungsrisiken durch Sourcing im CHY und USD-Raum; (3) mögliche, wenngleich unwahrscheinliche Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen der Adler-Kundenkarte.

<b>WKN/ISIN:</b> A1H8MU/DE000A1H8MU2
<b>Indizes:</b> C-DAX, Classic All Share, Prime All Share, GEX
<b>Transparenzlevel:</b> Prime Standard
<b>Gewichtete Anzahl Aktien:</b> 18,5 Mio.
<b>Marktkapitalisierung:</b> EUR 169,6 Mio.
<b>Handelsvolumen/Tag:</b> 30.000 Stück
<b>Bilanzpressekonferenz:</b> 20.03.2014

EUR Mio. (31/12)	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Nettoumsatz</b>	506,1	525,5	542,3	563,4
<b>EBITDA</b>	35,5	37,1	39,9	45,2
<b>EBIT</b>	20,5	22,3	24,6	29,1
<b>EBT</b>	16,2	18,1	21,6	26,8
<b>EAT</b>	10,1	12,2	14,7	18,2

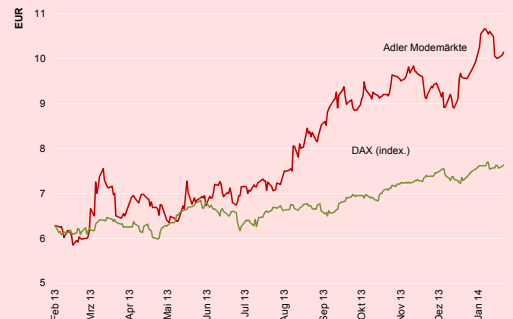
% vom Umsatz	2012	2013e	2014e	2015e
<b>EBITDA</b>	7,0	7,1	7,4	8,0
<b>EBIT</b>	4,0	4,2	4,5	5,2
<b>EBT</b>	3,2	3,4	4,0	4,8
<b>EAT</b>	2,0	2,3	2,7	3,2

Je Aktie/EUR	2012	2013e	2014e	2015e
<b>EPS</b>	0,54	0,66	0,79	0,98
<b>Dividende</b>	0,40	0,45	0,50	0,55
<b>Buchwert</b>	4,32	4,58	4,92	5,40
<b>Cashflow</b>	1,68	1,77	1,99	2,32

%	2012	2013e	2014e	2015e
<b>EK-Quote</b>	38,0%	39,0%	39,7%	40,5%
<b>Gearing</b>	32,9%	39,2%	40,3%	37,7%

x	2012	2013e	2014e	2015e
<b>KGV</b>	9,7	11,5	11,6	9,3
<b>EV/Umsatz</b>	0,25	0,34	0,39	0,38
<b>EV/EBIT</b>	6,2	8,0	8,6	7,3
<b>KBV</b>	1,2	1,7	1,9	1,7

EUR Mio.	2013e	2014e	2015e
<b>Guidance: Umsatz</b>	<530,9	-	-
<b>Guidance: EBITDA</b>	<37,2	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Susanne Hasler, CFA**

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Aktienperformance und -volatilität .....	5
Valuation .....	6
Kursziel EUR 14,30 je Aktie.....	7
Mode im demographischen Trend .....	14
Kooperation mit Steilmann-Boecker .....	19
Unternehmensgeschichte .....	22
Aktionärsstruktur und Kursperformance .....	23
Markt- und Wettbewerbsanalyse .....	25
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	29
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	31
Gewinn- und Verlustrechnung .....	38
Bilanz.....	42
Cashflow-Statement .....	46
Segmente .....	48
Auf einen Blick.....	50
DCF-Modell .....	55

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

## Executive Summary

### **Führende Positionierung in der Nische der Über 45-Jährigen**

Mit 171 Modemärkten zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über 45-Jährigen im deutschsprachigen Raum. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnete Rolle spielen. Darüber hinaus bewegt sich Adler Modemärkte in einer demographisch äußerst attraktiven Nische, deren Bedeutung, gemessen an den textilen Gesamtausgaben, in den kommenden Jahrzehnten deutlich zunehmen wird.

### **Bonitätsstarker Ankeraktionär**

Seit der Übernahme durch Steilmann-Boecker hat Adler einen stabilen, auf langfristiges Wachstum ausgerichteten und zugleich bonitätsstarken Ankeraktionär, der sich durch die Ausgabe einer Mittelstandsanleihe refinanziert hat. Durch die zu erwartende strategische Zusammenarbeit könnten mittelfristig Synergieeffekte im Einkauf und im Vertrieb erzielt werden.

### **Steigende Dividende erwartet**

Nach dem Börsengang im Juni 2011 hat sich Adler Modemärkte als Dividendentitel etabliert. Allerdings gehen wir für die Detailplanungsperiode von rückläufigen Ausschüttungsquoten aus. Damit wäre für das vergangene Geschäftsjahr mit einer Ausschüttung von EUR 0,45 je Aktie zu rechnen, was auf Basis des gestrigen Xetra-Schlusskurses einer Dividendenrendite von 4,9% entspricht. In den Jahren 2014e und 2015e erwarten wir einen Anstieg der Dividende auf EUR 0,50 und EUR 0,55 je Aktie.

### **Finanzprognose 2013e bis 2015e**

In unseren Schätzungen für das das abgelaufene Geschäftsjahr rechnen wir – entsprechend der Guidance eines Umsatz- und Ergebniswachstums im „unteren einstelligen Prozentbereich“ – mit Nettoumsätzen von EUR 525,5 Mio. (+3,8% YoY, +1,5% LFL) und einem EBITDA von EUR 37,1 Mio. (+4,4% YoY). Im laufenden Jahr erwarten wir einen Umsatzanstieg auf EUR 542,3 Mio. (+3,2% YoY) und ein EBITDA in Höhe von EUR 39,9 Mio. (+7,8% YoY). Getragen von weiteren Verbesserungen der Rohertragsmarge sollte sich die Ausweitung der EBITDA-Marge im kommenden Jahr fortsetzen: Wir rechnen 2015e mit einem EBITDA von EUR 45,2 Mio. (entsprechend einer Nettoumsatzrendite von 8,0%).

### **Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 14,30**

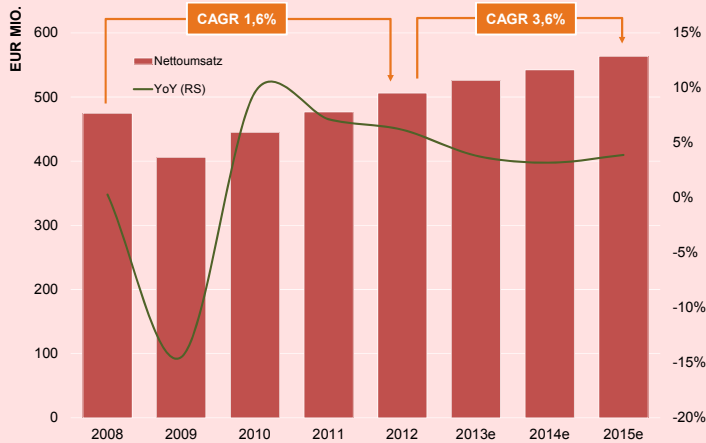
Wir bewerten die Adler Modemärkte-Aktie anhand eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells sowie anhand von Peergroup-Multiples. Aus dem DCF-Modell (rf 1,6%, beta 1,1, D/E-Ratio 66,6/33,3%, TV EBIT-Marge – bezogen auf die Nettoerlöse – von 7,0%), das den langfristigen inneren Wert der Aktie festlegt, errechnen wir ein Kursziel von EUR 14,30 je Aktie. Bull- und Bear-Case-Szenarien ergeben Kursziele von EUR 17,50 bzw. EUR 10,40 je Aktie. Dieses Kursziel wird gestützt durch ein marktorientiertes Peergroup-Verfahren, in das deutsche Einzelhandelswerte ohne besonderen Branchenfokus eingehen und aus dem sich auf Basis der 2014er Gewinnschätzungen ein Kursziel von EUR 15,20 je Aktie ableiten lässt. Gemessen am gestrigen Schlusskurs von EUR 9,16 beträgt das Kurspotential 56,1%. Wir nehmen die Aktie der Adler Modemärkte AG mit einem Buy-Rating in die Research Coverage auf. Bei Erreichen unseres Kurszieles wäre die Aktie mit 14,5x KGV 2015e (aktuell 9,3x) und 10,6x EV/EBIT 2015e (aktuell 7,3x) bewertet.

### **Schwächen und Risiken**

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: (1) Ein unerwarteter konjunktureller Abschwung etwa im Zuge eines Tapering der Zentralbanken könnte das Kaufverhalten der einkommens- und preissensitiven Adler-Kunden beeinträchtigen; (2) mögliche Kannibalisierungseffekte des Online-Shops zum stationären Handel; (3) Adler Modemärkte ist tendenziell USD/CHY-long, woraus bei sinkenden EUR-Kursen Währungsverluste entstehen könnten; (4) theoretisch sind hohe Liquiditätsabflüsse im Fall einer gleichzeitigen Inanspruchnahme der Rabattansprüche der Adler-Kundenkarte vorstellbar.

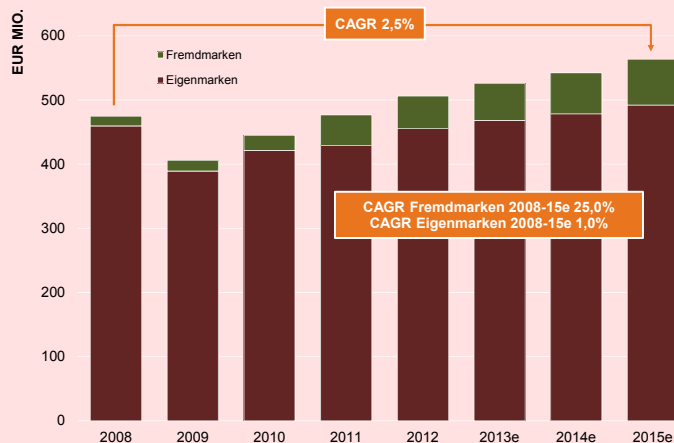
## Business Profile

### UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM (NETTO)



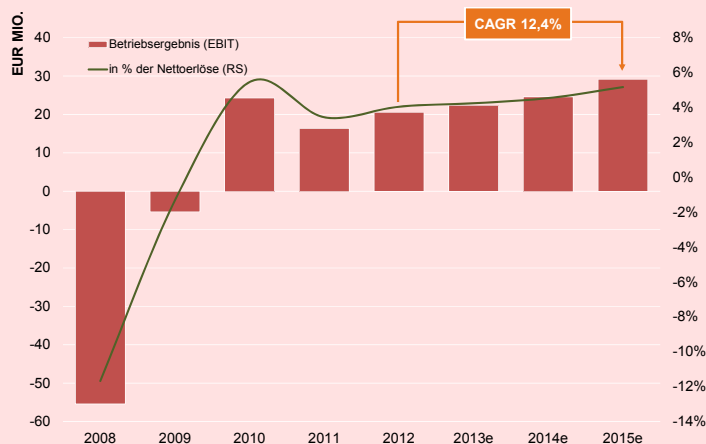
Auf Konzernebene konnte Adler Modemärkte zwischen 2008 und 2012 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 1,6% erreichen. Getragen vom Wachstum der Bestandsmärkte rechnen wir für den Zeitraum 2012-15e mit einer CAGR von 3,6%.

### UMSATZ NACH SEGMENTEN



Der Bereich Fremdmarken wird mit einer CAGR 2008-15e von 25,0% nach u. E. auch in Zukunft deutlich höhere durchschnittliche Wachstumsraten aufweisen als der Bereich Eigenmarken, dessen CAGR 2008-15e wir auf 1,0% schätzen.

### EBIT UND EBIT-MARGE

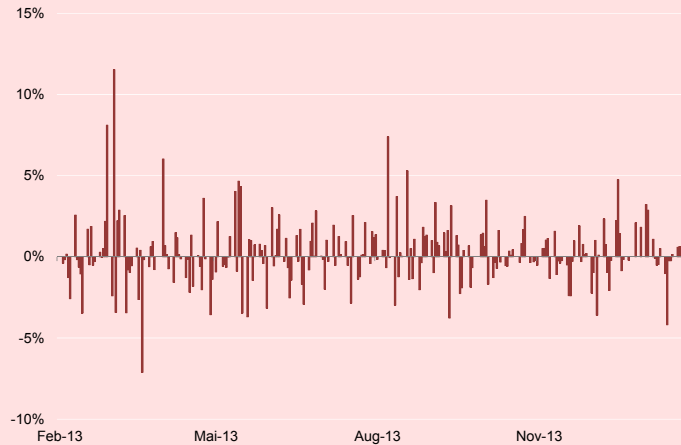


Als Folge einer vom damaligen Eigentümer initiierten Geschäftsmodelländerung kam es in den Jahren 2007-09 zu erheblichen operativen Verlusten von insgesamt EUR 64,8 Mio. Nach dem Verkauf an einen Finanzinvestor wurde die Strategie überarbeitet und der Fokus auf die Erreichung einer substantiellen und nachhaltigen Profitabilität gelegt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

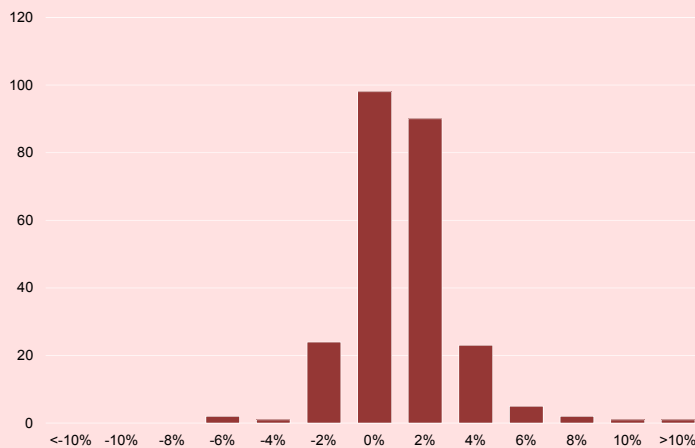
## Aktienvolatilität und -korrelation

### VOLATILITÄT



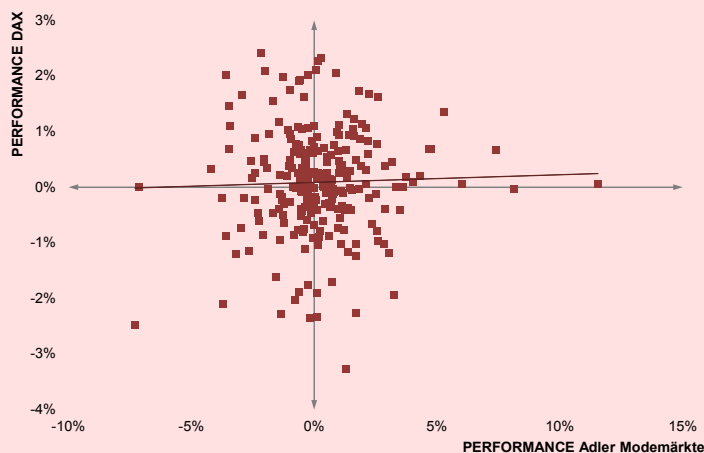
Der Chart zeigt die in wenigen Einzelfällen relativ hohe Volatilität der Aktie. Die Tagesschwankungen liegen in der Regel im niedrigen einstelligen Prozentbereich.

### VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Die Streuung der Tagesschwankungen liegt zwischen -2% und +4%. Darüber oder darunter liegende (Extrem-)Werte sind sehr selten zu beobachten.

### GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM

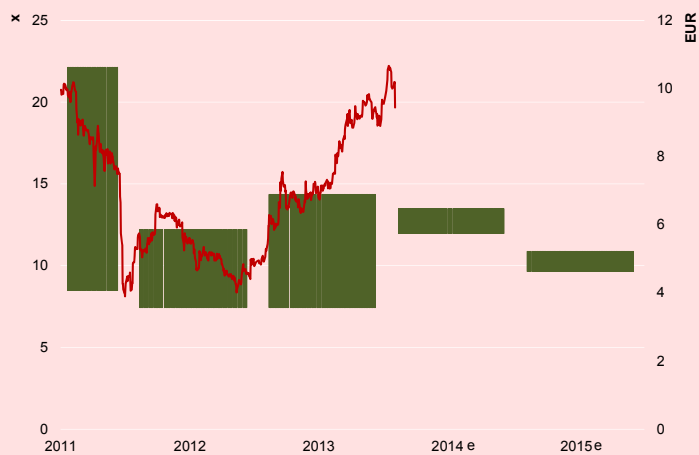


Es besteht eine leichte positive Korrelation zwischen der Aktie der Adler Modemärkte und dem DAX.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

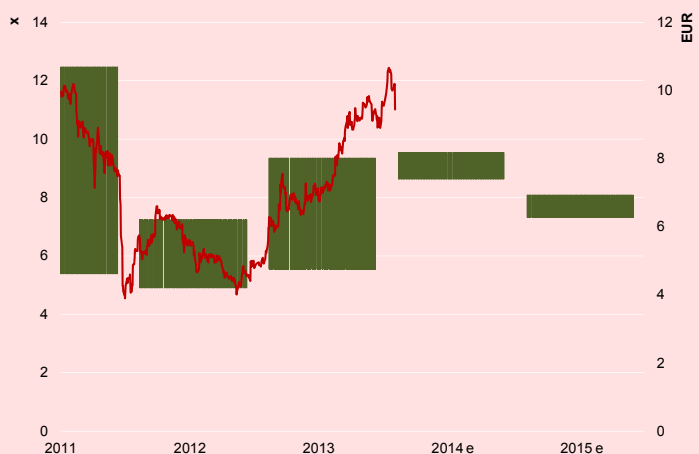
## Valuation

### TRAILING P/E



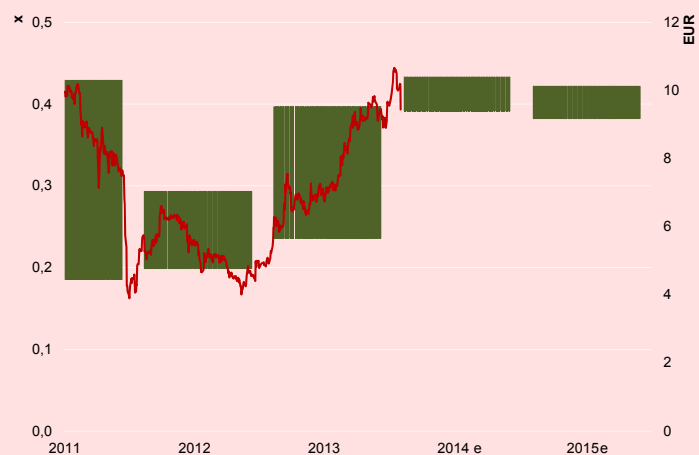
Auf der Basis des letzten Schlusskurses und unserer Schätzungen für 2014e und 2015e ist die Aktie derzeit mit einem KGV von 11,6x (2014e) bzw. 9,3x (2015e) bewertet.

### TRAILING EV/EBIT



Das EV/EBIT-Multiple 2014e und 2015e liegt auf Basis unserer Schätzungen bei 8,6x bzw. 7,3x bewertet.

### TRAILING EV/UMSATZ



Für 2015e rechnen wir mit einem deutlichen Umsatz- und Ergebnisanstieg, der sich noch nicht in einer Multiple-Expansion niedergeschlagen hat.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Kursziel EUR 14,30 je Aktie

Wir bewerten die Aktie der Adler Modemärkte anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells (Primärmethode) sowie anhand marktabhängiger Peergroup-Multiplikatoren (Sekundärmethode). Nachdem Adler Modemärkte nach u. E. im vergangenen Jahr nur knapp einen neuen Ergebnisrekord verfehlt hat, rechnen wir 2014e und 2015e mit einer Fortsetzung des Ergebnistrends bzw. mit einem EBIT von EUR 24,6 Mio. und EUR 29,1 Mio. Im nachfolgenden Zeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und 2024e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses von 5,2% modelliert, für den abschließenden Terminal Value von 1,6%, was den aktuellen risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Bezogen auf rund 18,5 Mio. Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 14,30 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario errechnen wir ein Kursziel von EUR 10,40, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 17,50 je Aktie.

Den inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch marktabhängige Bewertungsverfahren bestätigt. Hierbei haben wir Adler Modemärkte ausgewählte Titel des deutschen Einzelhandels gegenübergestellt und eine Bewertung anhand der renditeadjustierten KGVs 2014e und 2015e vorgenommen. Basierend auf unseren Ergebnisprognosen sowie den Consensus-Schätzungen ermitteln wir anhand des Peergroup-Verfahrens ein Kursziel für Adler Modemärkte von EUR 15,20 (2014e) bzw. EUR 19,50 (2015e) je Aktie.

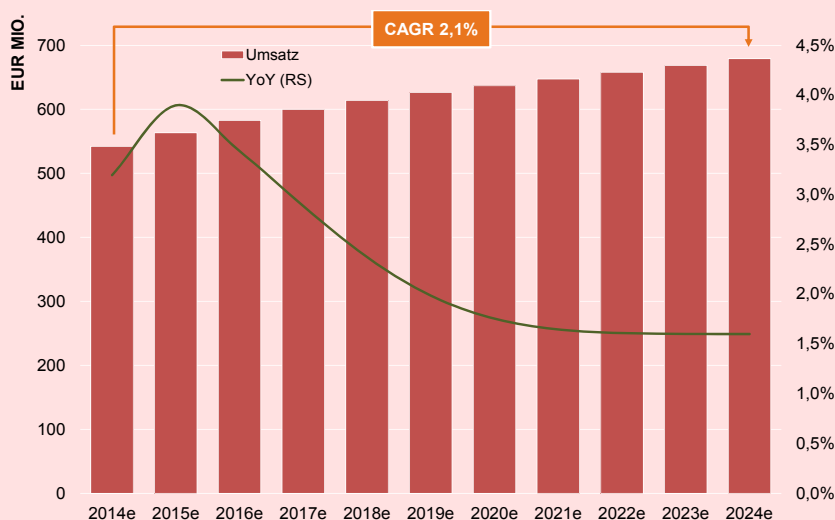
Zusammengefasst ergibt sich gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 9,16 ein Kurspotenzial von 56,1% (DCF-Modell) bzw. 65,9% (profitabilitätsadjustiertes KGV auf Basis der Consensus-Schätzungen 2014e). Wir sehen im DCF-Modell die primäre Bewertungsmethode und nehmen die Aktien der Adler Modemärkte AG mit einem Buy-Rating und einem zwölfmonatigen Kursziel von EUR 14,30 in unsere Research Coverage auf.

### Unser Hauptbewertungsverfahren für Adler Modemärkte ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Dem Management von Adler Modemärkte ist es seit dem Börsengang 2011 gelungen, durch Übernahmen, Neueröffnungen und die konsequente Schließung ertragsschwacher Filialen die operative Ertragslage des Unternehmens deutlich zu verbessern. Wir erwarten, dass dies auch auf mittelfristige Sicht gelingen wird und sehen in einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell daher das geeignete Bewertungsverfahren.

Bis 2015e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2024e endet.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Annahmen des DCF-Modells

Diesem legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2015e zugrunde. Darin erwarten wir durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Nettoumsätze 2012-15e in Höhe von 3,6%. In der

anschließenden Grobplanungsphase, die 2024e endet, haben wir ein CAGR der Nettoumsätze von 2,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen, wie die Freien Cashflows, einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

Darüber hinaus unterstellen wir für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ✦ dass sich die EBIT-Margen (bezogen auf die Nettoerlöse) von 5,2% in 2015e auf 7,0% in 2024e sukzessive erhöhen. Den Wert von 7,0% haben wir auch für den anschließend beginnenden Terminal Value unterstellt;
- ✦ eine durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,6%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ ein Fundamental-beta von 1,1, das sich aus folgenden Faktoren ableitet:

**TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ dass Adler Modemärkte aktuell durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 5,7% hat. Diese setzen sich aus dem risikolosen Zins von 1,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 4,9% zusammen. Mit einem geschätzten Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 6,0% als ausreichend an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Adler Modemärkte eine Zielkapitalstruktur von ~66,6%/33,3% anstrebt.

**TABELLE 2: WACC, 2014E**

**Kosten Eigenkapital (nach CAPM)**

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Fundamental-beta		1,1
Implizit erwartete Risikoprämie	%	4,9%
Kosten des Eigenkapitals	%	7,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	33,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>2,3%</b>

**Kosten Verschuldung**

Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	6,0%
Kosten des verzinslichen Fremdkapitals	%	7,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	33,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,1%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	67,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>3,4%</b>

**WACC basierend auf Marktwerten** % **5,7%**

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



- ✦ dass Adler Modemärkte im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von derzeit 5,7% auf dann 6,6% (was dann einer Risikoprämie von 5,0% entspricht).
- ✦ dass sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen gewerbesteuerlichen Belastung im Inland und infolge fehlender Verlustvträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen und schon in der Vergangenheit beobachtbaren Niveau von 32,0% bewegen wird;
- ✦ eine im Zeitablauf leicht rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz.

**Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 14,30 je Aktie**

Dabei werden etwa 66,1% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 33,9% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 14,30 je Aktie

**TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

PV des Terminal Value	EUR Mio.	197,3
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	101,3
<b>Summe PV</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>298,6</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	65,8
Cash	EUR Mio.	32,6
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>265,4</b>
Anzahl Aktien	Mio.	18,5
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>14,30</b>

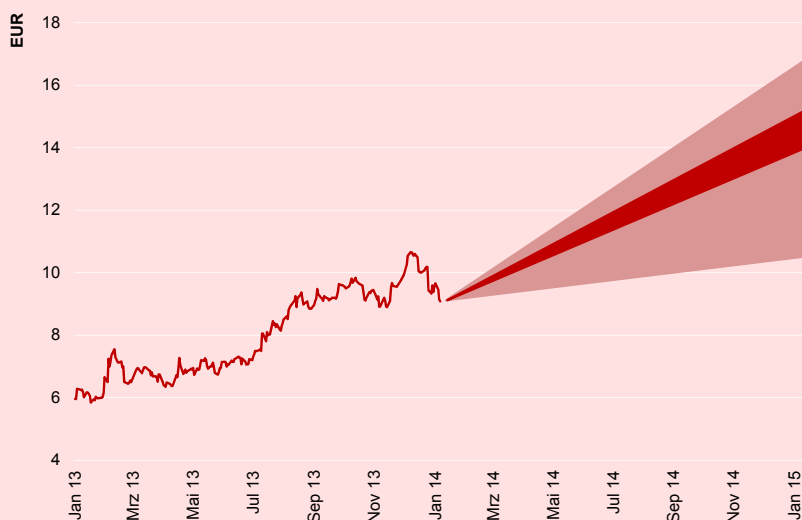
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:**

- ✦ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 7,0% um 300 Basispunkte auf 4,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 1,0% von 1,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und Adler Modemärkte die Umsetzung der Wachstumsstrategie nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Adler Modemärkte bis auf EUR 10,40 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 10,40 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 17,50 je Aktie.

**ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE**



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 14,30 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 10,40) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 17,50) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

✦ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 2,4% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 10,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 3,20 auf EUR 17,50 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 10,40 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 17,50 je Aktie.

**Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärmethode) haben wir die Aktien von Adler Modemärkte anhand von Marktmultiplikatoren bewertet (Sekundärmethode). Dabei haben wir eine breite Peergroup aus börsennotierten deutschen Einzelhandelsunternehmen ohne weiteren Branchenfokus oder Größenbeschränkung zusammengestellt. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2014e ergibt sich bei dem von uns präferierten renditeadjustierten KGV 2014e ein Kursziel von EUR 15,20 je Aktie (+65,9% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 9,16). Damit werden die Ergebnisse aus dem DCF-Modell bestätigt, die eine deutliche Unterbewertung der Adler Modemärkte-Aktie anzeigen.**

**Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, Adler Modemärkte mit anderen deutschen Einzelhandelsunternehmen zu vergleichen.**

Neben einem DCF-Modell, anhand dessen der innere Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, Adler Modemärkte anhand einer breiten Peergroup börsennotierter Einzelhandelsunternehmen zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzung, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergibt sich ausschließlich aus der Industriespezifikation, da wir in Ermangelung geeigneter Kandidaten auf die Größe der Unternehmen, repräsentiert etwa durch die Marktkapitalisierung, keine Rücksicht nehmen können. Unter dieser Vorgabe haben wir neun Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen EUR 51,1 Mio. und EUR 8,2 Mrd. in die Bewertung der Adler Modemärkte-Aktie aufgenommen.

**TABELLE 4: KURS DATEN DER PEERGROUP**

	Kurs (EUR)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkap. (EUR Mio.)
Metro	24,95	326,8	8.153,3
Fielmann	82,91	42,0	3.482,2
Gerry Weber	33,93	45,9	1.557,4
Hornbach-Baumarkt	29,75	31,8	946,1
Bijou Brigitte	73,24	8,1	593,2
Tom Tailor	15,00	26,0	390,4
Hawesko	40,00	9,0	359,3
Ludwig Beck	29,15	3,7	107,7
Essanelle	11,11	4,6	51,1

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

**Im Einzelhandel bevorzugen wir KGV vor EV-basierten Kennzahlen**

Die Geschäftsmodelle des stationären Einzelhandels sind gekennzeichnet durch eine weitgehende Reife (geringer technischer Fortschritt, niedrige durchschnittliche Wachstumsraten, hohe Gewinnausschüttungsquoten); da wir zudem nur deutsche Unternehmen in der Peergroup berücksichtigt haben, bevorzugen wir das klassische KGV gegenüber Enterprise Value-basierten Multiplikatoren wie EV/EBITDA, EV/EBIT oder EV/Umsatz.

Nachfolgende Tabelle 5 zeigt die aktuellen Bewertungskennzahlen der Peergroup von Adler Modemärkte:

**TABELLE 5: PEERGROUP-BEWERTUNG IM ÜBERBLICK**

	KGV 2014e	KGV 2015e
Metro	12,5x	11,3x
Fielmann	24,0x	23,0x
Gerry Weber	17,9x	15,4x
Hornbach-Baumarkt	16,1x	14,2x
Bijou Brigitte	18,3x	17,4x
Tom Tailor	13,6x	12,0x
Hawesko	21,1x	19,0x
Ludwig Beck	15,3x	13,7x
Essanelle	13,1x	11,9x
<b>Mittelwert</b>	<b>16,9x</b>	<b>15,3x</b>

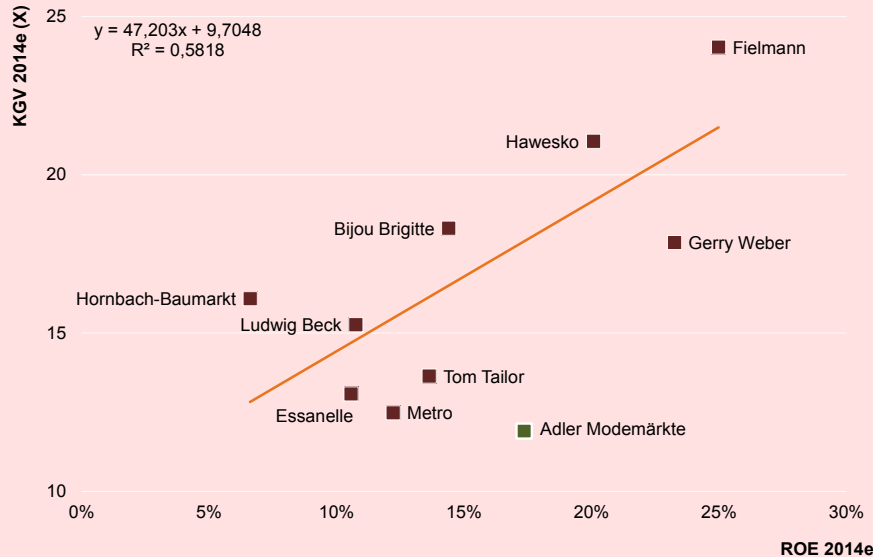
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

**KGV 2014e und 2015e relativ eng gestreut**

Mit Ausnahme des Extremwertes Fielmann (2015e 23,0x) bewegen sich die KGV-Multiplikatoren in voranstehender Tabelle 5 in einer recht engen Bandbreite, was darauf schließen lässt, dass sich die Peergroup aus relativ homogenen Unternehmen zusammensetzt und für die Bewertung der Adler Modemärkte-Aktie gut geeignet ist. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2014e bzw. 2015e ergibt sich ein durchschnittliches KGV von 16,9x bzw. 15,3x. Die daraus abzuleitenden Eigenkapitalwerte für Adler Modemärkte liegen mit EUR 13,40 (2014e) bzw. EUR 15,10 (2015e) leicht unterhalb bzw. leicht oberhalb des aus dem DCF-Verfahren ermittelten Wert von EUR 14,30 und in beiden Fällen deutlich über dem aktuellen Kursniveau.

Kursziele zwischen EUR 13,40 und EUR 15,10 je Aktie

**ABBILDUNG 3: PEERGROUP-BEWERTUNG**



Deutlich erkennbar ist ein positiver Zusammenhang zwischen Rentabilität des Unternehmens und Bewertung der Aktie (R<sup>2</sup>=0,58).

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Optimierte Ergebnisse durch Verwendung des renditeadjustierten KGV**

Es bietet sich an, die Ergebnisse über eine renditeadjustierte Bewertung zu bestätigen. Hierbei unterstellen wir, dass am Kapitalmarkt für profitablere Unternehmen tendenziell höhere Multiples bezahlt werden als für weniger profitable Unternehmen. In nachstehender Abbildung haben wir diese Hypothese veranschaulicht und auf der Abszisse die mit dem KGV komplementäre Ertragskennzahl, die Eigenkapitalrendite („what you get“) abgetragen und diese auf der Ordinate mit der Unternehmensbewertung („what you pay“), repräsentiert durch das KGV, verglichen. Eine neutrale Bewertung ergibt sich dabei, wenn eine

Am Kapitalmarkt werden für profitablere Unternehmen tendenziell höhere Multiples bezahlt, als für weniger profitable Unternehmen.

Aktie auf der Trendgeraden liegt. In vorstehender Abbildung 3 wird die Unterbewertung der Adler Modemärkte-Aktie offensichtlich.

### Renditeadjustiertes Kursziel auf Sicht von zwölf Monaten von EUR 15,20

Eine neutrale Bewertung der Adler Modemärkte-Aktie wäre nach dieser Methodik erreicht, wenn sie mit dem 19,2-fachen 2014e Adler Modemärkte-EPS bewertet wäre. Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht dies einem Kursziel von EUR 15,20 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 9,16 errechnet sich daraus ein Kurspotenzial von 65,9%.

Auf Basis der Gewinnschätzungen 2015e wäre eine neutrale Bewertung sogar erst beim 19,8-fachen Adler Modemärkte-EPS gegeben. Dies entspricht einem langfristigen Kursziel von EUR 19,50 bzw. einem langfristigen Kurspotenzial von 112,9%.

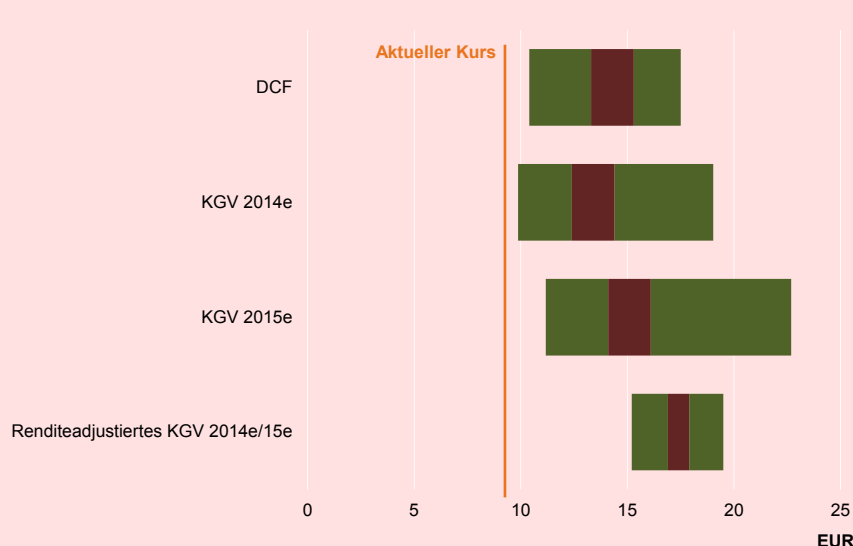
### Zusammenfassung der Ergebnisse

In der nachstehenden Abbildung haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Durchschnitts- und Maximumwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben.

Das renditeadjustierte Kursziel aus dem Peergroup-Vergleich beträgt auf Sicht von zwölf Monaten EUR 15,20 je Aktie.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse macht die Unterbewertung der Adler Modemärkte-Aktie offensichtlich.

## ABBILDUNG 4: ÜBERSICHT ÜBER DIE KURSZIELE



Wir erwarten eine Multiple-Expansion der Aktie von Adler Modemärkte. Das Einpreisen der 2014er Ergebnisschätzungen im laufenden Jahr verspricht einen ersten Kursschub, so dass wir unser aus dem DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 14,30 als gut fundiert betrachten.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wir sehen im DCF-Modell die relevante Preisfindungsmethodik

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Adler Modemärkte sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit einem Erreichen des Kursziels von EUR 14,30 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 9,16 ergibt sich ein Kurspotenzial von 56,1%. Daher nehmen wir die Aktie von Adler Modemärkte mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Bei Erreichen unseres Kurszieles wäre die Adler Modemärkte-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

X	Bewertung zum Kursziel EUR 14,30		Bewertung zum aktuellen Kurs	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	18,1x	14,5x	11,6x	9,3x
EV/Umsatz	0,57x	0,55x	0,39x	0,38x
EV/EBIT	12,5x	10,6x	8,6x	7,3x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Adler Modemärkte in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Geschäftsentwicklung des vergangenen sowie Prognosen über das laufende Jahr anlässlich der Bilanzpressekonferenz im März, (2) eine im Jahresvergleich erneute Ergebnissteigerung im ersten Quartal.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

## Mode im demographischen Trend

Mit 171 eigenen Filialgeschäften im deutschsprachigen Raum zählt die 1948 gegründete Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern mit Fokus auf die Altersgruppe der Über 45-Jährigen. Adler Modemärkte bewegt sich damit nach u. E. in einem sehr attraktiven Umfeld, denn als Folge der demographischen Entwicklung bzw. einer alternden Bevölkerung in Deutschland wird sich der Anteil dieser Altersgruppe gemessen an den Gesamtausgaben für Bekleidung, Schuhe und Schmuck in den kommenden zehn Jahren deutlich erhöhen.

Rund 90% der Umsätze erwirtschaftet Adler Modemärkte mit Eigenmarken, insbesondere Bexleys. Über Fremddarken sollen jedoch zukünftig vermehrt Neukunden gewonnen werden, die sukzessive in die Hauptzielgruppe hineinwachsen. Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die mit rund 6,2 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Karten zu den erfolgreichsten Monokarten in Deutschland zählt.

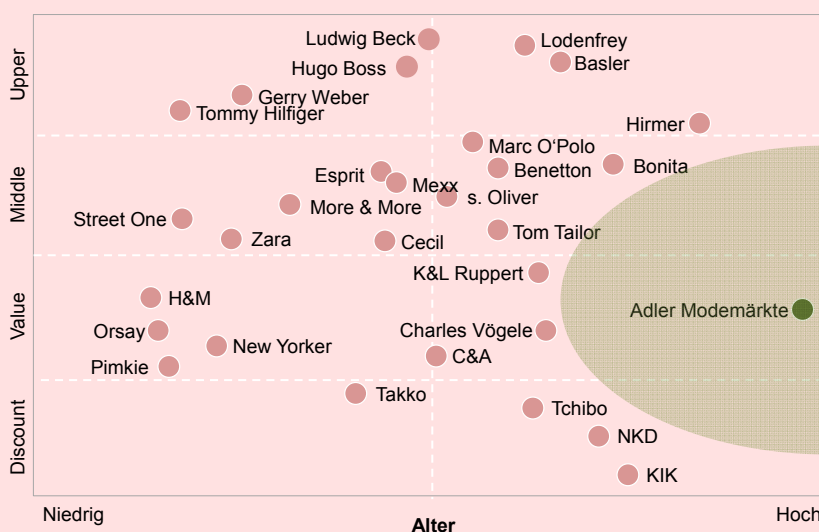
Nach unseren Schätzungen erzielte Adler Modemärkte im vergangenen Geschäftsjahr Nettoerlöse in Höhe von EUR 525,5 Mio. und ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von EUR 37,1 Mio. Zum Jahresende 2013e rechnen wir mit einer Eigenkapitalquote von 39,0% und einer Nettoverschuldung von EUR 33,2 Mio. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für 2013e eine steigende Dividendenausschüttung auf einen Betrag von EUR 0,45 je Aktie.

### Zielgruppe der Über 45-Jährigen

Gegründet 1948 ist Adler Modemärkte mit 171 eigenen Filialgeschäften (Stand Ende 2013) einer der führenden Textileinzelhändler in Deutschland (143 Filialgeschäfte), Österreich (25), Luxemburg (2) und der Schweiz (1). Angesprochen wird durch Passform, Modegrad, Funktionalität und Qualität in erster Linie die Generation der Über 45-Jährigen. In dieser Zielgruppe weist Adler Modemärkte einen Markenbekanntheitsgrad von über 80% auf. Dabei profitiert Adler Modemärkte davon, dass sich diese Zielkundengruppe überwiegend aus sogenannten „Fashion-Followern“ zusammensetzt, die erst dann auf modische Trends reagieren, wenn sich diese im Straßenbild durchgesetzt haben. Darüber hinaus ist den Kunden in der Regel ein bequemer Tragekomfort wichtiger als modische Aspekte. Diskontierungen zum Ende einer Saison sind bei Adler Modemärkte daher in weit geringerem Maße erforderlich als bei anderen, auf modische Trends setzenden Unternehmen des textilen Einzelhandels. Dank der Nischenstellung kann sich Adler Modemärkte der starken Wettbewerbsintensität besser entziehen als Wettbewerber, die jüngere Altersklassen adressieren und für die das Setzen bzw. frühzeitige Erkennen modischer Trends überlebenswichtig ist.

In der von Adler Modemärkte adressierten Altersklasse werden Kaufentscheidungen auf der Basis von Tragekomfort, Langlebigkeit oder Praktikabilität getroffen und weniger auf Basis von modischen Erwägungen oder zur Betonung der Individualität.

ABBILDUNG 5: POSITIONIERUNG IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL



Hinsichtlich der Altersstruktur ihrer Kunden hält Adler Modemärkte eine echte Nischenstellung im deutschen Einzelhandel und hat sich gleichzeitig als Value-for-Money-Anbieter positioniert, der hochwertige Produkte zu einem attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet. Damit kann sich Adler Modemärkte der starken Wettbewerbsintensität besser entziehen als Wettbewerber, die jüngere Altersklassen adressieren und für die das Setzen bzw. frühzeitige Erkennen modischer Trends überlebenswichtig ist.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Mix aus Eigen- und Fremdmarken

Das Produktportfolio der Adler-Gruppe besteht zum überwiegenden Teil aus Eigenmarken wie

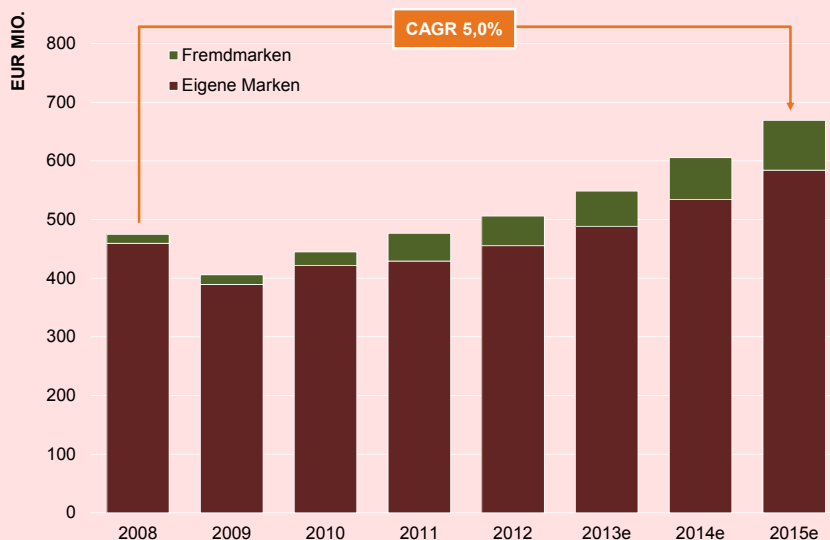
- ✦ Bexleys, Malva, Thea 42+, My Own, Via Cortesa oder Viventy in der Damenoberbekleidung,
- ✦ Bexleys, Senator, Big Fashion, Eagle No. 7 Via Cortesa in der Herrenoberbekleidung,
- ✦ Bexleys, Malva, Thea 42+, Senator oder Big Fashion im Wäschesegment und
- ✦ Bexleys, Alphorn (Trachten-Label), fit & more, Eibsee (Outdoor-Label) oder Rotation im Bereich Accessoires und Ergänzungsartikel,

Fremdmarken als Programmierung zur Gewinnung jüngerer Kundenschichten

deren Kollektionen von der Adler-Gruppe überwiegend selbst entworfen, zusammengestellt und anschließend von externen Herstellern – vorwiegend in China – produziert werden. Hierfür beschäftigt Adler ein eigenes Design-Team, von dem pro Jahr durchschnittlich zehn Hauptthemen in den Kollektionen entworfen werden. Von besonderer Bedeutung ist die Marke Bexleys, mit der rund 60% der Eigenumsätze erwirtschaftet werden.

Neben Eigenmarken bietet Adler Modemärkte seit der erfolgreichen Repositionierung im Jahr 2010 auch vermehrt Fremdmarken wie s.Oliver, Steilmann, Cecil, Street One, Tom Tailor, Mexx, Triumph und Gin Tonic sowie Jeansmarken wie Wrangler, Levi's oder Pioneer an. Diese werden über „Shop-in-Shops“ vertrieben, die sich optisch in den Filialen abheben, indem sie etwa mit Mobiliar des jeweiligen Fremdmarkenherstellers ausgestattet sind. Derzeit sind Fremdmarken für rund 11% der Umsätze verantwortlich. Wir erwarten, dass ihre Bedeutung in Zukunft weiter ansteigen wird. Ziel ist es, durch Fremdmarken neue Kunden zu gewinnen, die sukzessive in die Hauptzielgruppe hineinwachsen.

ABBILDUNG 6: NETTOUMSÄTZE MIT EIGEN- UND FREMDMARKEN



Der Umsatzrückgang im Jahr 2009 ist vor allem auf die Entscheidung des damaligen Managements zurückzuführen, die Akzente stärker zu Gunsten jüngerer Käuferschichten zu verschieben. Da sich Adler zugleich aus Märkten zurückzog, betraf der Umsatzrückgang sowohl die verschiedenen Regionen, in denen Adler tätig war, als auch (wenngleich unterschiedlich stark) alle Produktgruppen des Unternehmens. Nach der Übernahme durch den Finanzinvestor bluO im Jahr 2010 wurde diese Strategie zurückgenommen, was seither nachhaltig steigende Erlöse zur Folge hatte.

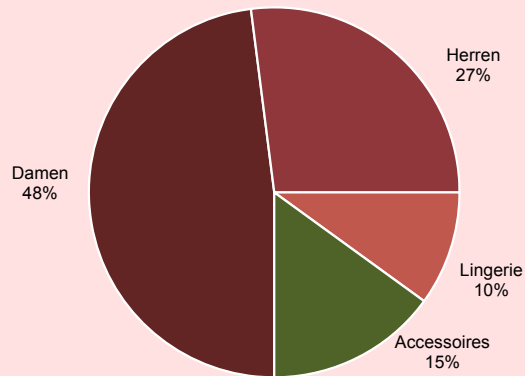
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Umsätze nach Produktgruppen

Adler erwirtschaftet knapp die Hälfte der Erlöse mit Damenoberbekleidung, rund ein Viertel der Umsätze wird mit Herrenoberbekleidung erzielt. In beiden Bereichen bietet Adler Modemärkte ein ebenso breites wie tiefes Produktspektrum an. Die restlichen Umsätze teilen sich Accessoires, Schuhe, Kinder- und Babybekleidung, Trachten- und Sportbekleidung sowie kleine Ergänzungsartikel, Wäsche und Strümpfe. Preislich hat sich Adler Modemärkte im unteren bis mittleren Segment positioniert („Value-for-Money“).



ABBILDUNG 7: NETTOUMSÄTZE NACH PRODUKTGRUPPEN, 2013E



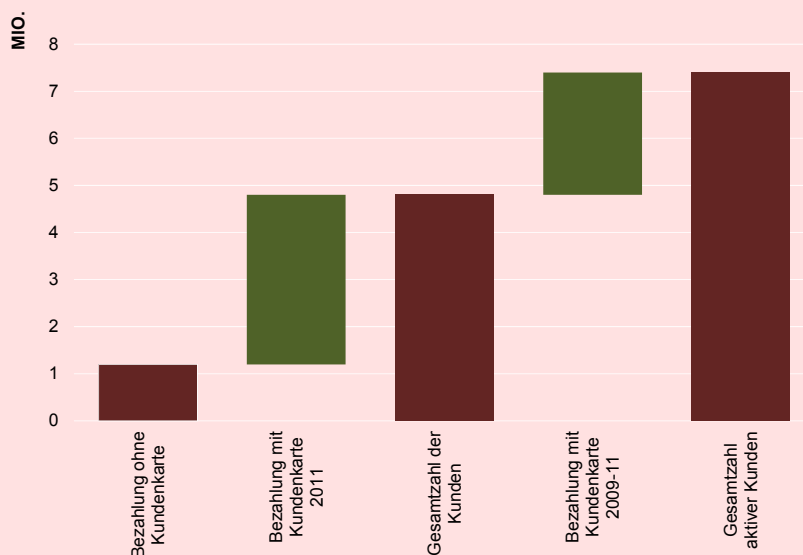
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Starke Zielkundenbindung

Zielkunden von Adler Modemärkte sind Männer und Frauen über 45 Jahre. Um deren Einkaufsverhalten noch besser zu verstehen und zu prognostizieren, wurde 1974 die Adler-Kundenkarte eingeführt. Diese ist bis heute das zentrale Element des Customer Relationship Managements des Unternehmens. Mit derzeit rund 6,2 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Kundenkarten ist die Adler Kundenkarte eine der erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland, über die rund 90% der Konzernumsätze bezahlt werden. Die Silber-Karte als Grundkarte gewährt den Adler-Kunden einen Rabatt von 3% auf jeden Einkauf, die Gold-Karte für Kunden mit einem jährlichen Einkaufsvolumen von mehr als EUR 500 bietet zusätzlich den Zugang zu exklusiven Angeboten und besonderen Events. Für Adler Modemärkte ist die Kundenkarte ein wichtiges Feedback-Tool sowohl für das Inhouse-Designteam, als auch für die Einkaufsabteilung, und durch dessen Auswertung u. a. detaillierte Daten über die Auswirkungen von Marketingkampagnen gewonnen werden.

Neben Multi-Partner-Karten wie Payback oder Miles & More ist die Adler-Kundenkarte eine der erfolgreichsten Kundenkarten Deutschlands.

ABBILDUNG 8: ADLER-KUNDENKARTE



Die Silber-Karte als Grundkarte gewährt den Adler-Kunden einen Rabatt von 3% auf jeden Einkauf, die Gold-Karte für Kunden mit einem jährlichen Einkaufsvolumen von mehr als EUR 500 verschafft zusätzlich Zugang zu exklusiven Angeboten und Events. Darüber hinaus gibt es eine Vereins-Kundenkarte, für die Rabatte von bis zu 20% gewährt werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Mehrformatiges Shop-Konzept

Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern konzentriert sich Adler nicht auf die



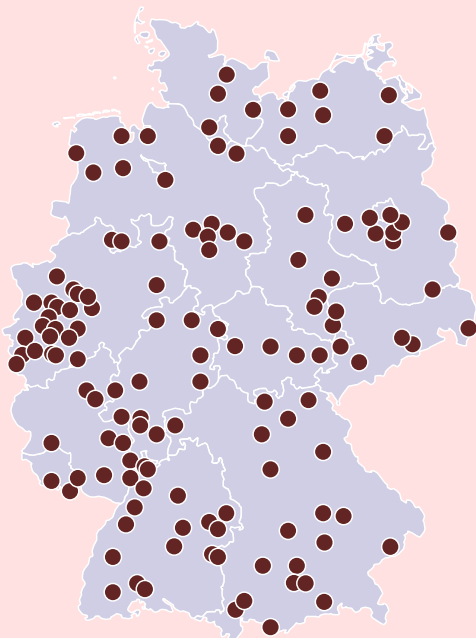
zentrumsnahen 1a-Lagen, sondern verfolgt ein mehrformatiges Shop-Konzept. Eine ausreichende Anzahl von Parkplätzen und eine gute Anbindung an den öffentlichen Personennahverkehr sind dabei wichtigere Standortkriterien als nur die hohe Kundenfrequenz von Innenstadtlagen.

Der Produktvertrieb erfolgt über ein breites Netz von Modemärkten im deutschsprachigen Raum sowie über verschiedene Online-Plattformen (u. a. [www.adlermode.de](http://www.adlermode.de)). Im stationären Einzelhandel konzentriert sich Adler Modemärkte auf Großflächenkonzepte zwischen 1.000 und 3.500 qm. Die Formate können dabei nach folgenden Charakteristika untergliedert werden:

Adler Modemärkte verfolgt eine Multi Channel-Vertriebsstrategie mit vier stationären Formaten und einem Online-Shop.

- ✦ Retail Park Stores sind mit 1.600-2.800 qm in der Nähe von Super- bzw. Hypermärkten angesiedelt und stehen nach Aussagen des Managements im Fokus für das zukünftige Flächenwachstum;
- ✦ Läden in Shopping Centern sind mit 1.600-3.500 qm erste Wahl für die Lauf- bzw. Neukundenakquise; der Vorteil ist die hohe Kundenfrequenz, der Nachteil sind die vergleichsweise hohen Mieten;
- ✦ City Stores in mittelgroßen Städten stehen mit 1.200-3.000 qm zukünftig weniger im Zentrum der Expansionsstrategie;
- ✦ Standalone-Stores sind mit mehr als 2.800 qm meist in den Stadtrandlagen bzw. in den Speckgürteln von Großstädten angesiedelt und benötigen erfahrungsgemäß eine hohe Werbeintensität. Für das zukünftige Flächenwachstum spielen sie daher eine eher untergeordnete Rolle.
- ✦ Der Online-Shop wurde 2010 gegründet und konnte bereits im ersten Jahr mit Umsätzen von EUR 1,3 Mio. überraschen. Kunden haben die Wahl zwischen einer Post-Zustellung und der Abholung im Modemarkt, wodurch einerseits die Retourenquoten niedriger gehalten und andererseits eine Verzahnung zwischen Online-Handel und stationärem Handel hergestellt werden soll, wodurch die befürchteten Kannibalisierungseffekte minimiert werden können.

## ABBILDUNG 9: LAGE DER MODEMÄRKTE IN DEUTSCHLAND



Breite Abdeckung des deutschen textilen Einzelhandelsmarktes durch derzeit 143 Modemärkte. Weitere Märkte befinden sich in Österreich (25), Luxemburg (2) und der Schweiz (1).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### 171 eigene Shops, Run-Rate bei Neueröffnungen unter 10 p. a.

Zum 31.12.2013 hatte Adler Modemärkte 171 eigene Modemärkte in Deutschland (143), Österreich (25), Luxemburg (2) und der Schweiz (1). Sechs Neueröffnungen standen 2013 vier Schließungen gegenüber. Die vom Management

erwartete organische Run-Rate soll zukünftig zehn Neueröffnungen pro Jahr nicht übersteigen.

## Umsatz nach Regionen

Der Lage der Filialen entsprechend verteilen sich auch die Umsätze auf die einzelnen Regionen. So dürfte Adler Modemärkte im vergangenen Geschäftsjahr nach unseren Schätzungen 81,2% der Erlöse in Deutschland erwirtschaftet haben, gefolgt von Österreich (15,3%), Luxemburg (3,1%) und der Schweiz (0,4%).

## Beschaffung und Lieferanten

Die Warenbeschaffung erfolgt zu einem erheblichen Teil über eine Kooperation mit der Metro Group Buying („MGB“) Ltd. in Hong Kong, einer Tochtergesellschaft der Metro-Gruppe. MGB bündelt die Einkaufsaktivitäten der Metro-Group in Asien und verfügt dort über eine entsprechend starke Marktmacht, von der auch Adler Modemärkte profitiert. Abhängigkeiten sind aus unserer Sicht, wenn überhaupt, gegenseitig, denn Adler ist zugleich der größte Kunde außerhalb des Metro-Konzerns. Eine Rohertragsmarge von voraussichtlich über 55% (2013e) ist Beleg dafür, dass es für Adler Modemärkte kaum günstigere Wege geben dürfte, Textilwaren zu beschaffen.

Adler bezieht rund 40% ihres Einkaufsvolumens über die MGB, eine Tochter der Metro-Group. An den durch die Kooperation möglichen Rohertragsmargen von über 55% (2013e) wird sich auch Steilmann-Boecker messen lassen.

Darüber hinaus hat Adler Modemärkte eigene Beschaffungsverträge mit Importeuren abgeschlossen, die in der Regel jeweils einen Anteil von rund 5% am Gesamtliefervolumen ausmachen. Die Produktion liegt überwiegend in Ost- und Südeuropa, so dass durch die verkürzten Lieferfristen kurzfristige Nachfragespitzen ausgeglichen werden können.

## Logistik

2010 hat Adler Modemärkte die Beteiligung an der MOTEX Mode-Textil-Service Logistik und Management GmbH verkauft, welche bis dahin zahlreiche Transport- und Logistikdienstleistungen für die Gruppe erbracht hat, darunter den Umschlag, die Aufarbeitung und Preisauszeichnung, das Finishing von Halbfertigprodukten, die Distribution und den Transport von Waren. Seither erfolgt die Belieferung der Adler Modemärkte mit Eigenmarken aus einem zentralen Warenlager bei Gotha; Fremddarken werden direkt an die einzelnen Standorte ausgeliefert.

## Erfahrenes Management

Adler Modemärkte wird von zwei Vorständen geleitet:

- ✦ **Lothar Schäfer** ist seit 2009 bei Adler Modemärkte (bzw. einer ihrer Vorgängergesellschaften) tätig und seit 2011 Vorsitzender des Vorstands und verantwortlich für die Bereiche Strategie, Merger & Acquisition, Einkauf, Marketing und Vertrieb, Public Relations. Zuvor war Lothar Schäfer in leitenden Funktionen bei mehreren Töchtern der Beteiligungsgesellschaft Arques Industries tätig und verfügt aus dieser Zeit über umfangreiche Sanierungserfahrungen.
- ✦ **Karsten Odemann** ist seit 2011 Vorstand für die Bereiche Finanzen, Controlling, Revision, Personal, Recht, IT, Logistik, Technischer Einkauf und Investor Relations. Zuvor war Karsten Odemann bereits Finanzvorstand bei der Sixt AG und der Vogt electronic AG.

## Kooperation mit Steilmann-Boecker

Nach einem Übernahmeangebot im April 2013 werden mehr als die Hälfte der Aktien von der S&E Kapital GmbH gehalten, eine Beteiligungsvehikel, an dem u. a. das Modeunternehmen Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG beteiligt ist. Aus Sicht des Käufers liegt es nahe, dass beide Unternehmen in Zukunft stärker zusammenarbeiten werden, was jedoch vor dem Hintergrund der unterschiedlichen konzeptionellen Ausrichtung der beiden Gesellschaften und den aus der MGB-Kooperation bereits heute erzielten Rohertragsmargen schwierig werden könnte. Angabegemäß stehen Umfang und Bereiche einer Kooperation noch nicht fest, verschiedene Modelle werden derzeit geprüft.

### Überraschende Übernahme

Im April 2013 wurde Adler Modemärkte mehrheitlich von der wesentlich kleineren S&E Kapital GmbH übernommen. Diese wiederum ist eine Beteiligungsgesellschaft, die von der Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (56,1%) und der Excalibur I S.a.r.l. (43,9%) gehalten wird, an der wiederum die Private Equity-Gesellschaft Equinox (67,0%) und eine italienische Privatperson (33,0%) beteiligt sind.

Steilmann-Boecker ist auf Premiemarken fokussiert, was nicht unbedingt dem Publikum von Adler Modemärkte entspricht.

Gegründet 2004 in Herne bietet die familiengeführte Steilmann-Boecker, Tochter der Steilmann Holding AG (ehemals Miro Radici AG), mit ihren knapp 350 Mitarbeitern in zehn High Street Stores ein Sortiment aus Eigenmarken und Fremdlabern, mit Shop-in-Shop-Konzepten für Premiemarken sowie fünf Outlet-Stores an. Insgesamt beträgt die Verkaufsfläche in Nordrhein-Westfalen, Niedersachsen, Rheinland-Pfalz und Baden-Württemberg nach letzten Angaben rund 33.500 qm. Im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete Steilmann-Boecker nach unseren Schätzungen Umsätze von etwa EUR 70,0 Mio.

**TABELLE 7: VERGLEICH ADLER MODEMÄRKTE – STEILMANN-BOECKER**

		Adler Modemärkte	Steilmann-Boecker
Umsatz (2013)e	EUR Mio.	526,8	70,0
EBIT (2013e)	EUR Mio.	22,4	2,0
Mitarbeiter		4.294	350
Standorte		171	15
Verkaufsfläche	qm	270.800	33.500
Zielkunden		45+	35+
Mitglieder Kundenkarte		~6.200.000	~150.000
Gründungsjahr		1948	2005
Rating		n/a	BBB (Creditreform)

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**TABELLE 8: DIE MITTELSTANDSANLEIHE VON STEILMANN-BOECKER**

### Börsengang

Emittent	Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG
Börsenplatz	Entry Standard
Laufzeit	27.06.2012-27.06.2017
Kurs	102,30%
Nominalverzinsung	7,75%
Effektivverzinsung	5,95%
Volumen	Bis zu EUR 30,0 Mio.
IBO-Platzierungsvolumen	EUR 25,6 Mio.

### Aufstockung

Datum	27.06.2013
Volumen	EUR 5,0 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Finanzierung über eine Mittelstandsanleihe

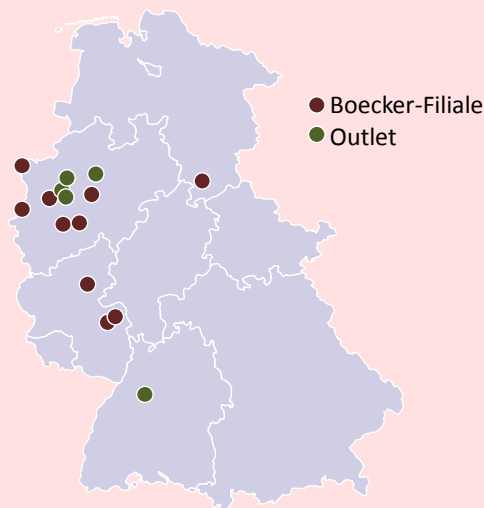
Finanziert wurde die Übernahme durch die Begebung einer 6,75%igen Mittelstandsanleihe mit einem gesamten Emissionsvolumen von EUR 30,6 Mio. (nach Aufstockung). Die am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notierte Anleihe hat eine Laufzeit von fünf Jahren und wird am 27.06.2017 zur Rückzahlung fällig.

## Fokus auf vier westliche Bundesländer

Die Standorte von Steilmann-Boecker befinden sich in 1a-Innenstadtlagen und Einkaufszentren bzw. Passagen mit verkehrsgünstiger Stadtrandlage. Daneben gibt es fünf Outlets, in denen Vorsaison-Waren verkauft wird. Angeboten werden in den Boecker-Filialen Damen- und Herrenbekleidung, Wäsche, Strümpfe sowie kleine Accessoires-Sortimente für die „solvente, modebewusste“ Altersgruppe der Über 35-Jährigen mit gehobenem Anspruch und einer traditionellen, eher konservativen Modeeinstellung. Die Kernzielgruppe ist damit jünger als von Adler Modemärkte, das Konzept wertiger und auf deutlich anspruchsvollere Markenmode im Premiumsegment ausgerichtet. Allerdings ist der Anspruch eines guten Preis-Leistungsverhältnisses durchaus mit dem von Adler Modemärkte vergleichbar.

Im Gegensatz zu Adler Modemärkte verfolgte Steilmann-Boecker eine Strategie der regionalen Fokussierung.

## ABBILDUNG 10: LAGE DER BOECKER-MÄRKTE UND OUTLET-STORES



Der typische Steilmann-Boecker-Kunde sucht anspruchsvolle Markenmode, Qualität und Fachberatung bei einem guten Preis-Leistungsverhältnis („Qualität zu günstigen Preisen“).

Die Verkaufsflächen der Boecker-Filialen liegen zwischen 1.000 und 6.000 qm, die der Outlets zwischen 300 und 1.000 qm.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Kooperationsbereiche

Umfang und Bereiche einer Kooperation stehen jedoch noch nicht fest und werden derzeit geprüft. In den folgenden Bereichen sind mögliche Kooperationen zwischen Adler Modemärkte und Steilmann-Boecker angedacht:

- ✦ Zusammenarbeit im Design und in der Produktentwicklung ⇒ Nutzung von Kostensynergien.
- ✦ Nutzung der Beschaffungs- und Einkaufsorganisation von Steilmann-Boecker in Bezug auf Drittmarken ⇒ Ausnutzung von Größenvorteilen, Erhöhung des Asienanteils und Verbesserung der Einkaufskonditionen. Hier ist Adler Modemärkte mit Rohertragsmargen von über 55% allerdings bereits gut aufgestellt, so dass weitere Verbesserungen über eine gemeinsame Beschaffung unwahrscheinlich erscheinen.
- ✦ Verkauf von Steilmann-Marken wie Apanage, Roadsign Australia, Kapalua, Kirsten, Steilmann oder Stones in den Filialen von Adler Modemärkte ⇒ Erweiterung des bestehenden Produktsortiments und Vergrößerung der Reichweite in den Kundengruppen der unter 45-Jährigen. Allerdings liegen die Steilmann-Marken preislich deutlich oberhalb der von Adler Modemärkte typischerweise adressierten Kunden, was die Umsetzung dieser Strategie schwierig macht.

Im Filialgeschäft liegen die Vorteile einer möglichen Kooperation aus unserer Sicht vor allem bei Steilmann-Boecker, während wir für Adler Modemärkte interessante Kooperationsmöglichkeiten vor allem in den Bereichen Logistik, EDV- und Online-Abwicklung und in Teilen der Verwaltung sehen.

- ✦ Gemeinsame Nutzung von Verkaufsflächen ⇒ Umwandlung ausgewählter Adler-Standorte in Boecker-Standorte und umgekehrt.

### **Minderheitsgesellschafter Equinox als Korrektiv**

Derzeit werden alle Optionen über eine mögliche Zusammenarbeit überprüft, Entscheidungen über deren Realisierung wurden allerdings noch nicht getroffen. Die Gefahr, dass „Kooperationen“ zum Nachteil von Adler Modemärkte (etwa durch eine übermäßige Ausschüttungspolitik) ausfallen könnten, halten wir für begrenzt, da dies nicht im Interesse der Beteiligungsgesellschaft Equinox liegen kann, die damit für den Free Float als Korrektiv der Entscheidungen des Mehrheitsaktionärs fungiert. Sollten sich daher die Synergien nicht wie erwartet entwickeln, können wir uns vorstellen, dass sich Steilmann-Boecker mittelfristig auch von seinen Adler-Aktien trennen könnte, etwa um 2017 das Anleihenominal zurückzuzahlen.

## Unternehmensgeschichte

Die Wurzeln von Adler Modemärkte liegen in einem von Wolfgang Adler in Annaberg (Sachsen) 1948 gegründeten Familienunternehmen. Von 1996 bis 2009 war das Unternehmen Teil der Metro-Gruppe, wurde jedoch an den Finanzinvestor bluO verkauft, nachdem der Versuch einer Verjüngungsstrategie das Unternehmen zu einem hochdefizitären Sanierungsfall gemacht hat. Das 2009 neu installierte Management setzte umgehend eine Strategiekorrektur durch und richtete das Portefeuille in puncto Passform und Modegrad wieder auf die Zielgruppe der Über 45-Jährigen aus. Nach dem erfolgreichen Turnaround und anschließenden Börsengang im Jahr 2011 hat bluO die verbliebenen Anteile 2013 an Steilmann-Boecker verkauft, die seitdem Mehrheitsgesellschafterin ist.

### 1990er- und 2000er-Jahre

2007 unternahm das damalige Management eine radikale Verjüngung des Produktportfolios mit modischeren und stärker die Figur betonenden Passformen (von „A-Form“ zur „Y-Form“). Unterstützt wurde die Neuausrichtung durch eine ebenfalls auf ein jüngeres Publikum zugeschnittenen Marketingstrategie. Am Ende standen erhebliche Verluste, die in den Jahren 2008 mit einem EBIT von EUR -55,4 Mio. und 2009 mit einem EBIT von EUR -5,4 Mio. zu Buche schlugen.

Folgeschwerer Strategiewechsel

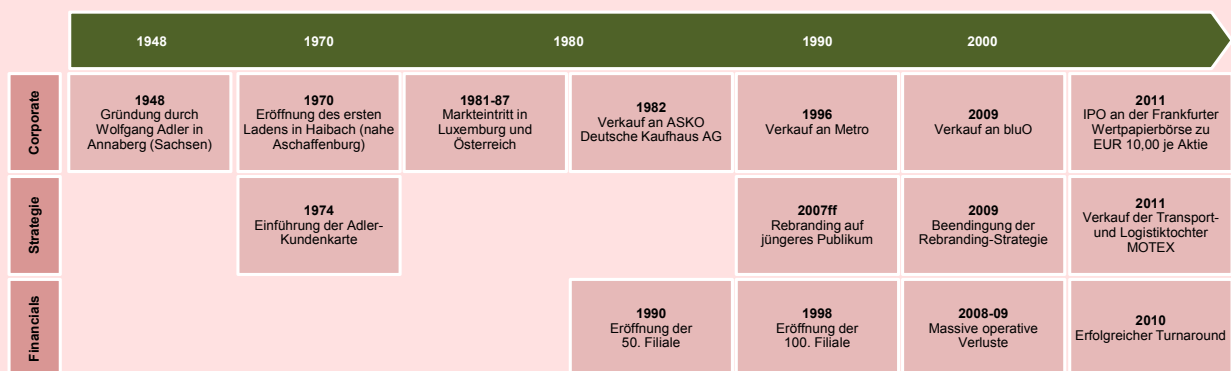
### Rückbesinnung auf die Wurzeln

Nach dem Verkauf an den Finanzinvestor bluO setzte das neu installierte Management umgehend eine Strategiekorrektur durch, indem Schnitte und Design wieder an die Erwartungen der Altersgruppe 45+ angepasst wurden (zurück zur „A-Form“), gleichzeitig wurde die Taktzahl neuer Kollektionsthemen im Jahr erhöht. Darüber wurden wieder zahlreiche Modemärkte neu eröffnet (bzw. nach dem späteren Börsengang durch den Kauf von Wehmeyer übernommen). Bereits 2010 konnte mit EUR 24,3 Mio. wieder ein positives operatives Ergebnis erwirtschaftet werden. Nachdem der operative Turnaround gelungen war, ging Adler Modemärkte im Juni 2011 an die Börse. Zum Zeitpunkt des IPO an der Frankfurter Wertpapierbörse belief sich die Marktkapitalisierung der Gesellschaft auf EUR 185,1 Mio.

Verkauf an Finanzinvestor und Börsengang

Nach dem Erwerb der verbliebenen Anteile von bluO und einem freiwilligen Übernahmeangebot ist das Modeunternehmen Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG seit 2013 Mehrheitsaktionärin der Gesellschaft und aktuell derzeit 53,9% der Aktienanteile.

ABBILDUNG 11: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Aktionärsstruktur und Kursperformance

Seit dem Börsengang im Juni 2011 besteht das Grundkapital von Adler Modemärkte aus 18,5 Mio. Stück Aktien. Nach einem Übernahmeangebot im April 2013 werden über die Hälfte der Aktien von der S&E Kapital GmbH gehalten, einer Beteiligungsgesellschaft des Modeunternehmens Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG. Aktuell liegen 46,1% der Aktien im Streubesitz.

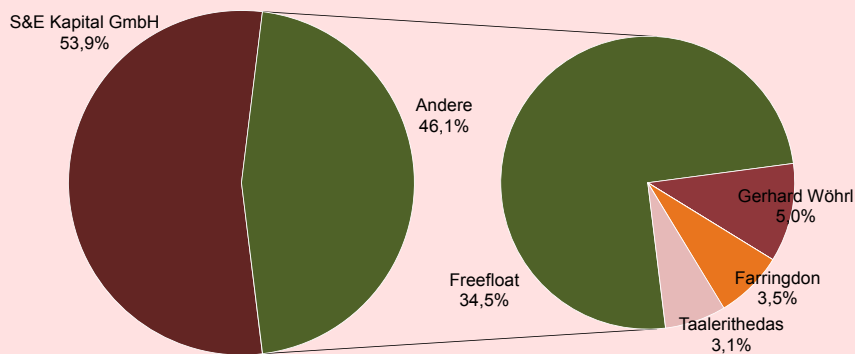
### Börsengang 2011

Seit dem 22.06.2011 sind die Aktien der Adler Modemärkte AG im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Zum Börsengang erfolgte eine Kapitalerhöhung in Höhe von rund EUR 2,7 Mio. auf EUR 18,5 Mio. Der Mittelzufluss ins Unternehmen lag bei rund EUR 26,5 Mio. brutto. Neben der Kapitalerhöhung trennte sich der Finanzinvestor bluO zum Börsengang von 7,5 Mio. Stück Aktien zuzüglich einer Mehrzuteilungsoption von 1,5 Mio. Stück Aktien.

### Übernahmeangebot 2013 führt zu Streubesitz von 46,1% (weite Definition)

Seit einem Übernahmeangebot im April 2013 ist das Modeunternehmen Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG Mehrheitsaktionärin der Gesellschaft. Der Übernahme der 49,96%igen Anteile von bluO (bzw. deren Beteiligungsgesellschaft Cheverny) durch das Modeunternehmen zum Preis von EUR 5,75 je Aktie folgte ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot gemäß §§ 34, 14 und 3 WpÜG, dessen Höhe auf EUR 6,29 je Aktie festgelegt worden war. Basierend u. a. auf einer externen Fairness Opinion wurde das Übernahmeangebot von Vorstand und Aufsichtsrat in einer gemeinsamen Stellungnahme zwar als nicht angemessen eingestuft, dennoch wurde es von weiteren rund 4,0% der Aktionäre angenommen. Seit der Umplatzierung eigener Aktien (die zuvor dem neuen Mehrheitsaktionär zugerechnet worden waren) kontrolliert Steilmann-Boecker 53,9% der Anteile.

ABBILDUNG 12: AKTIONÄRSSTRUKTUR (PER ENDE 2013)



Größte Einzelaktionärin der Gesellschaft ist mit 53,9% die S&E Kapital GmbH, eine Beteiligungsgesellschaft der Steilmann-Boecker-Gruppe.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Der Freefloat (enge Definition) liegt bei 34,5%

Neben Steilmann-Boecker haben auch der Modeunternehmer Gerhard Wöhrl (5,0%) sowie die Finanzinvestoren Farringdon (3,5%) und Taalerithedas (3,1%) die Meldeschwelle überschritten. Seit dem Verkauf eigener Aktien im Januar 2014 liegt der eigentliche Streubesitz der Gesellschaft (enge Definition) bei 34,5%.

Basierend auf 18,5 Mio. Aktien beträgt die Marktkapitalisierung der Gesellschaft zum 06.02.2014 EUR 169,6 Mio. Die Marktkapitalisierung des Free Float liegt bei EUR 58,5 Mio. (enge Definition) bzw. bei EUR 78,2 Mio. (weite Definition).



### Im SDAX erfüllt Adler Modemärkte hohe Transparenzverpflichtungen

Als im SDAX gelistetes Unternehmen muss Adler Modemärkte hohe Transparenzverpflichtungen über die Ertragslage und die Solvenz der Gesellschaft erfüllen. So finden sich auf der Homepage der Gesellschaft sämtliche Geschäfts- und Quartalsberichte seit dem Börsengang 2011 sowie alle Präsentationen zu den dazu abgehaltenen Conference Calls. Alle Geschäfts- und Quartalsberichte werden in englischer Sprache veröffentlicht, so wie auch die Homepage in beiden Sprachen verfügbar ist.

Hohe Transparenzbereitschaft des Unternehmens

### Seit dem letzten Geschäftsjahr wird eine Dividende ausgeschüttet

Im vergangenen Geschäftsjahr wurde erstmals eine Dividende ausgeschüttet. Sie lag bei EUR 0,40 je Aktie, was einer Ausschüttungsquote von 73,5% des Ergebnisses je Aktie entspricht. Das Management hat angekündigt, dass auch in Zukunft eine attraktive Ausschüttungsquote beibehalten werden soll. Vor dem Hintergrund, dass der neue Großaktionär Steilmann-Boecker zur Begleichung seiner Kaufpreiszahlungen auch auf Dividenden seiner Beteiligung zurückgreifen muss, ist mit einer im Zeitablauf steigenden Ausschüttung zu rechnen. Wir modellieren daher einen Anstieg um EUR 0,05 pro Jahr auf dann EUR 0,55 (2015e).

Hohe Ausschüttungsquote

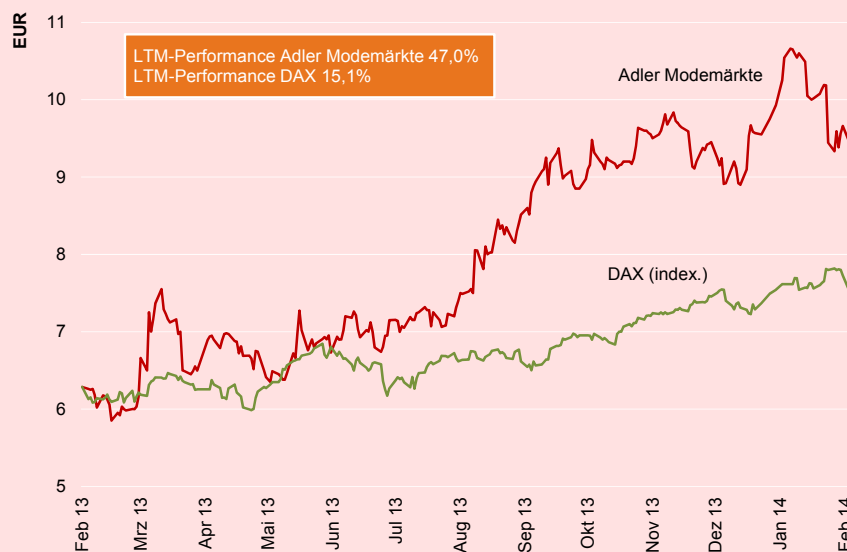
**Seit dem Börsengang hat sich der Kurs per Saldo seitwärts bewegt. Gegenüber dem Ausgabekurs von EUR 10,00 ließen sich bisher keine Kursgewinne realisieren. Über den Zeitraum der vergangenen zwölf Monate ist allerdings eine deutliche Outperformance der Adler Modemärkte-Aktie gegenüber DAX und SDAX festzuhalten. Aktuell notiert die Aktie mit EUR 9,19 nur noch knapp unter dem Ausgabekurs zum Börsengang und in der Nähe ihres Allzeithochs von EUR 10,66 (06.01.2014).**

### Kursperformance LTM

Seit Anfang 2013 konnte die Aktie von Adler Modemärkte DAX wie SDAX deutlich outperformen: Gegenüber dem DAX liegt die Outperformance bei 31,9%, gegenüber dem SDAX bei 27,0%.

Mit 18,5 Mio. Aktien beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens auf der Basis des letzten Schlusskurses vom 06. Februar 2014 bei EUR 169,6 Mio. Bei einem Free Float von 46,1% beträgt die Marktkapitalisierung des Free Float rund EUR 78,2 Mio.

ABBILDUNG 13: PERFORMANCE, LTM



Das durchschnittliche Handelsvolumen liegt bei rund 30.000 Stück Aktien pro Tag.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL



## Markt- und Wettbewerbsanalyse

**Adler Modemärkte ist auf die Kundengruppe der Über 45-Jährigen spezialisiert. In dieser Nische ist Adler Modemärkte in Deutschland und Österreich Marktführer und befindet sich damit aus unserer Sicht in einer starken Position, um von dem sich vollziehenden demographischen Wandel zu profitieren.**

### Unter den Top 20 der größten Textileinzelhändler Deutschlands

Mit Bruttoumsätzen von rund EUR 600 Mio. liegt Adler Modemärkte im Jahr 2012 auf Rang 15 der größten Textileinzelhändler in Deutschland.

**TABELLE 9: DIE 20 GRÖSSTEN TEXTILEINZELHÄNDLER IN DEUTSCHLAND**

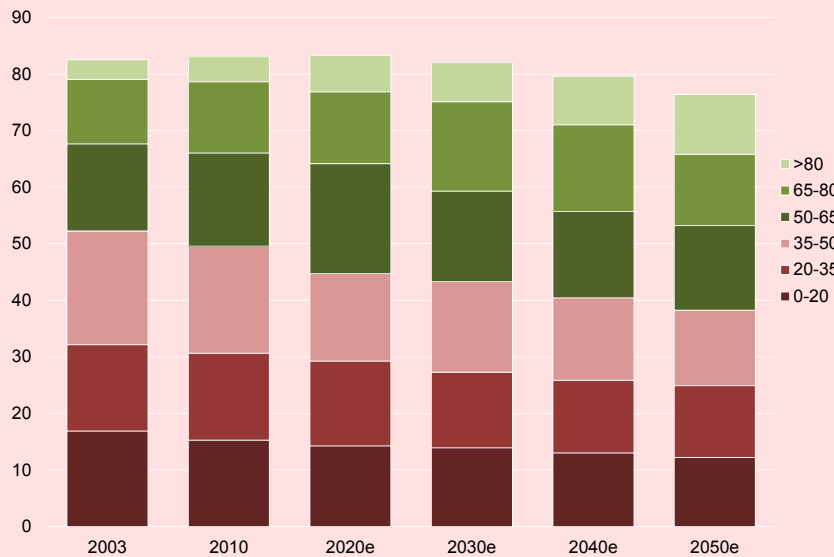
Unternehmen	Bruttoumsatz 2012 (EUR Mio.)	Anmerkung
1 Otto Group	4.173	Zweitgrößter Onlinehändler der Welt, ~400 Filialen weltweit
2 H&M	3.481	~400 Filialen
3 C&A	3.059	~500 Filialen
4 Metro Group	2.168	~120 C+C, 320 SB-Warenhäuser, ~120 Galeria Kaufhof
5 Karstadt	1.780	~80 Warenhäuser, 4 SchnäppchenCenter, 2 K Town-Filialen
6 Peek & Cloppenburg	1.372	~65 Filialen
7 Tengelmann	1.232	~510 Kaiser's Tengelmann, ~3.150 KiK
8 Lidl	1.033	~3.000 Filialen
9 Tchibo	1.020	~750 Filialen in Deutschland, ~300 Filialen im Ausland
10 Aldi Gruppe	983	~2.500 Aldi Nord-Filialen, ~1.800 Aldi Süd-Filialen
11 Ernsting's Family	933	~1.700 Filialen
12 Esprit Holdings	845	~160 Filialen
13 Takko	805	~1.000 Filialen in Deutschland, ~800 Filialen im Ausland
14 New Yorker	650	~850 Filialen weltweit
15 Adler Modemärkte	600	143 Filialen in Deutschland, 28 in Österreich, Luxemburg und Schweiz
16 Ikea	582	~350 Einkaufshäuser in 40 Ländern
17 Inditex	567	~70 Zara-Filialen, Massimo Dutti, Bershka und Pull & Bear
18 Breuninger	510	11 Kaufhäuser in Deutschland
19 Klingel	466	Versandhaus, 1 Niederlassung
20 Peek & Cloppenburg	451	~66 Filialen in Deutschland

QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Die älter werdende Bevölkerung

Bei einer längerfristigen Betrachtung werden die demographischen Verschiebungen in Deutschland offensichtlich: Gemäß einer viel beachteten Studie des DIW wird sich der Anteil der Unter 20-Jährigen von derzeit 20,5% bis 2050 auf 16,0% und der Anteil der 20- bis 59-Jährigen von 55,0% auf 47,0% verringern. Ansteigen wird dagegen der Anteil der Über 60-Jährigen, und zwar von 24,0% auf 37,0% und der Anteil der Über 80-Jährigen von 4,2% auf 13,8%. Entsprechend wird sich bis 2050 auch das mittlere Alter verschieben, das die Bevölkerung in zwei zahlenmäßig gleich große Gruppen teilt. Gegenwärtig liegt es bei rund 41 Jahren; 2050 werden dagegen 50% der Bevölkerung älter als 48 Jahre sein. Auch in absoluten Zahlen wird die Altersgruppe der Über 50-Jährigen ihre Bedeutung ausbauen: Waren 2003 noch 30,3 Mio. Menschen älter als 50 Jahre, werden 2050e bereits 38,1 Mio. Menschen über als 50 Jahre alt sein.

**ABBILDUNG 14: ALTERSSTUKTUR DER BEVÖLKERUNG, 2003-2050E**



Die Bedeutung der Über 50-Jährigen wird von 2003 bis 2050e nicht nur prozentual von 36,7% auf 49,9% ansteigen, sondern ihre Zahl wird auch absolut von 30,3 Mio. (2003) auf 38,1 Mio. (2050e) zunehmen.

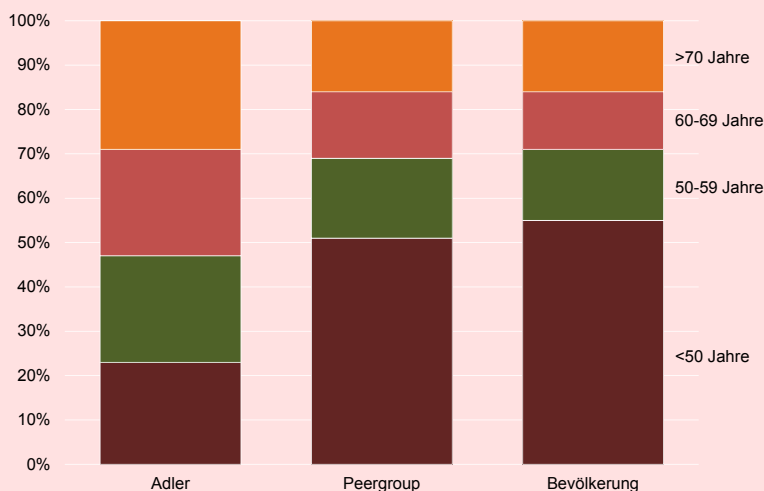
QUELLE: DIW DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG, SPHENE CAPITAL

### Das „dritte Alter“

Zentral für das angemessene Verständnis einer alternden Gesellschaft ist der Begriff des „Dritten Alters“, in dem die sich verändernden Bedingungen des Alterns widerspiegeln. In den letzten Jahrzehnten hat sich zwischen der Zeit der Erwerbstätigkeit („Zweites Alter“) und der Zeit des Verfalls und Sterbens („Viertes Alter“) eine neue Lebensphase herausgebildet, das Dritte Alter. In dieser Lebensphase verfügen die Menschen inzwischen über deutlich verbesserte Ressourcen wie Gesundheit, Bildung und Einkommen – und damit Konsummöglichkeiten.

Die sogenannten Älteren verfügen heute über deutliche verbesserte Ressourcen.

**ABBILDUNG 15: KUNDENSEGMENTIERUNG IM TEXTILEN EINZELHANDEL**



Es wird erwartet, dass der Anteil der über 50-Jährigen an der Gesamtbevölkerung bis 2020 um 5,7 Mio. auf dann 38,0 Mio. (+17,6% ggü. 2008) ansteigen wird. Diese werden dann für 59% der gesamten Konsumausgaben (ggü. 52% in 2010) verantwortlich sein.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Im demographischen Wandel bestens positioniert

Mit Fokussierung auf die Über 45-Jährigen hat sich Adler Modemärkte nach u. E. in einem attraktiven Wachstumssegment positioniert. Kunden in den Alters-

In ihrem Kundensegment ist Adler Modemärkte mit einem Marktanteil von ~10% in führender Stellung positioniert.

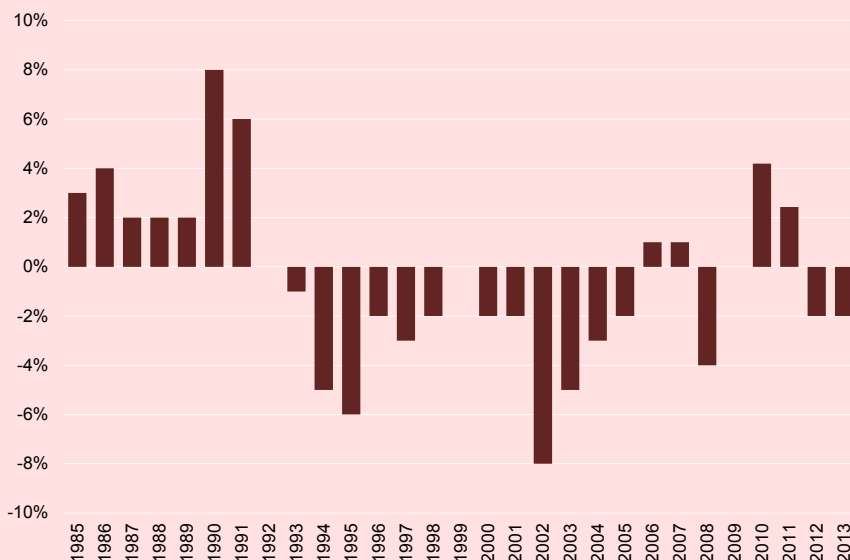
gruppen der Über 50-Jährigen sind bereits heute für 52% der Gesamtausgaben für Bekleidung, Schuhe und Schmuck verantwortlich und werden diesen Anteil in den kommenden zehn Jahren auf 59% ausbauen (Quelle: Agentur für Generationen-Marketing, Roland Berger). Adler Modemärkte ist das einzige börsennotierte Textileinzelhandelsunternehmen in Deutschland, das sich ausdrücklich dieser Altersgruppe zuwendet.

**Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche wird wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft erstellt. Im TW-Testclub, dem teilnehmerstärksten Panel im deutschen Textileinzelhandel, sind alle Standorte, Unternehmensgrößen und Betriebstypen vertreten. Für das vergangene Jahr meldete der TW-Testclub ein Minus von -2,0%.**

### TW-Testclub in 2013 um 2% unter Vorjahr

Jede Woche erhebt die TextilWirtschaft, die einzige wöchentlich erscheinende Fachzeitschrift im deutschsprachigen Raum für die Textil- und Bekleidungsbranche, repräsentative Umsatzzahlen und aktuelle Brancheninformationen, die im TW-Testclub, dem größten Panel im deutschen Textileinzelhandel, zusammengefasst werden. In diesem sind alle Standorte, Unternehmensgrößen und Betriebstypen vertreten, so dass er einen repräsentativen Querschnitt durch den textilen Einzelhandel bietet.

**ABBILDUNG 16: TW-TESTCLUB 1985-2013 (JAHRESWERTE)**



Im vergangenen Jahr stand bei rund drei von vier Textileinzelhändlern steht ein Minus unter der Jahresbilanz.

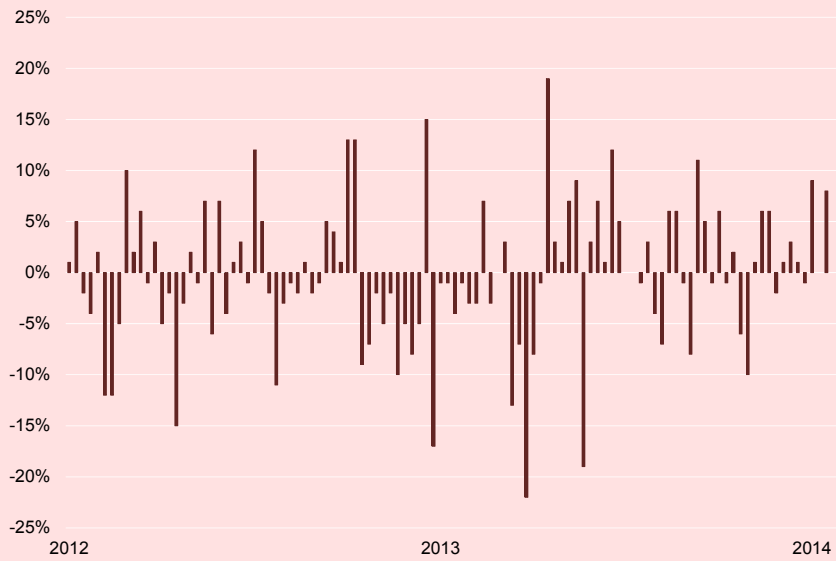
QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Im vergangenen Jahr lagen die Umsätze des deutschen Textileinzelhandels um 2,0% unter dem Vorjahresniveau. Damit setzte sich die negative Umsatzentwicklung aus dem Vorjahr (minus 2%) weiter fort. In der vorstehenden Langfristbetrachtung wird der Aufschwung nach der Wiedervereinigung ebenso deutlich wie die Jahre des darauf folgenden Abschwungs, in denen der deutsche textile Einzelhandel ausnahmslos rückläufige Umsätze hinnehmen musste. Trotz sinkender Reallöhne hat sich das Marktumfeld seit 2005 sukzessive stabilisiert, so dass das Umsatzminus des abgelaufenen Jahres auch den sehr ungünstigen Wetterbedingungen zugeschrieben wird.

### Rückläufige Entwicklung vor allem im ersten und dritten Quartal 2013

Betrachtet man die unterjährige Entwicklung des vergangenen Jahres, so zeigt sich zunächst die wetterbedingt ungewöhnlich schwache Entwicklung im ersten und zum Teil auch dritten Quartal, während im weiteren Jahresverlauf und insbesondere im umsatzrelevanten vierten Quartal mehrheitlich Umsatzzuwächse vermeldet worden waren.

ABBILDUNG 17: TW-TESTCLUB 2012-2014 (WOCHENWERTE)



Der Start ins neue Jahr ist gelungen: Für den Januar melden die deutschen Modehändler laut TW-Testclub einen Umsatzzuwachs von durchschnittlich 2%.

QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Adler Modemärkte:

### Stärken

- ✦ Die Fokussierung auf die Über 45-Jährigen stellt einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor dar, da diese Altersgruppe nicht oder nur unspezifisch vom textilen Einzelhandel adressiert wird: Für diese Kundengruppe ist Adler Modemärkte eine der zentralen Anlaufstellen im deutschsprachigen Raum. Als Folge dieser Markenstellung und den langfristig angelegten, zum Teil generationenübergreifenden Kundenbeziehungen ergeben sich für Wettbewerber erhebliche Markteintrittsbarrieren.
- ✦ Adler Modemärkte verfolgt ein langfristig etabliertes Filialkonzept, wodurch ein risikobegrenztes und zugleich wertschöpfendes Flächenwachstum ermöglicht wird. Das Unternehmen könnte damit mittelfristig auch von branchenweit aufgestellten, institutionellen Investoren entdeckt werden.
- ✦ Adler profitiert von einer hohen Kundentreue. Diese wird regelmäßig durch die Adler-Kundenkarte verifiziert, mit rund 6,2 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Karten ist die Adler Kundenkarte eine der erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland.
- ✦ Mit der Übernahme durch Steilmann-Boecker hat Adler einen stabilen, auf langfristiges Wachstum ausgerichteten und zugleich bonitätsstarken Ankeraktionär. Ein Trade-Sale seiner Anteile dürfte nach u. E. derzeit nicht zur Disposition stehen.
- ✦ Aufgrund der geringen Abhängigkeit von kurzfristigen Modetrends ist das Geschäftsmodell im Vergleich zu anderen Textileinzelhändlern gut planbar.
- ✦ Unter [www.adlermode.com](http://www.adlermode.com) ist das Unternehmen seit März 2010 auch im E-Commerce präsent. Im Online-Shop wird die gesamte Produktpalette angeboten.
- ✦ Mit einer Eigenkapitalquote von 39,0% (Ende 2013e) ist Adler Modemärkte bilanziell gut aufgestellt. Sollte es zu einem konjunkturellen Einbruch kommen, kann Adler Modemärkte auf größere finanzielle Ressourcen zurückgreifen als nicht börsennotierte Wettbewerber.
- ✦ Nach dem Börsengang hat sich Adler Modemärkte rasch als Dividendentitel etabliert. Die Ausschüttungsquote für das Geschäftsjahr 2012 lag bei 73,5% des Nachsteuerergebnisses. Wir gehen für die Detailplanungsperiode von vergleichbaren Ausschüttungsquoten aus. Für das Geschäftsjahr 2013e rechnen wir mit einer Ausschüttung von EUR 0,45 (entsprechend einer Ausschüttungsquote von 68,3% des Nachsteuerergebnisses) bzw. auf der Basis des gestrigen Xetra-Schlusskurses mit einer Dividendenrendite von 4,9%.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Adler Modemärkte:

### Schwächen

- ✦ Kunden von Adler Modemärkte sind tendenziell Bedarfskäufer mit einem hohen Preis- und Einkommenssensitivität. Ihr Kaufverhalten ist damit von konjunkturellen Entwicklungen abhängig. Allerdings gibt es keine Abhängigkeiten von einzelnen Kunden oder Kundengruppen.
- ✦ Die Kunden von Adler Modemärkte sind tendenziell preissensitiv. Das Unternehmen steht damit in einem starken Preiswettbewerb, der durch einen kontinuierlich steigenden Importdruck aus Niedriglohnländern noch weiter geschürt wird.
- ✦ Die Kunden des Online-Shops stammen zum überwiegenden Teil aus den angestammten Kundenschichten, so dass Kannibalisierungseffekte zum stationären Handel entstehen.
- ✦ Adler Modemärkte generiert den Großteil der Erlöse in der Euro-Zone (auch der CHF ist inzwischen an den EUR gekoppelt). Das Sourcing erfolgt dagegen überwiegend in CHY oder USD, woraus sich ein gewisses Währungsrisiko ableiten lässt.
- ✦ Kunden, die im Besitz einer Adler-Karte sind, erhalten beim Erwerb von

Adler-Produkten einen Rabatt von 3%, den sie beim nächsten Einkauf einlösen oder sich in bar auszahlen lassen können. Diese Rabatt-Ansprüche verfallen jeweils am Ende des nachfolgenden Kalenderjahres. Damit besteht ein theoretisches Risiko, dass ein großer Teil der Adler-Kunden eine gleichzeitige Auszahlung der ausstehenden Rabatt-Ansprüche fordert, was sich negativ auf die Liquiditätslage der Gesellschaft auswirken würde.

- ✦ Aufgrund der laufkundenschwachen 1b-Randlagen vieler Adler-Stores ist für eine erfolgreiche Kundenansprache ein hohes Marketingbudget erforderlich.
- ✦ Die Marktkapitalisierung des Free Floats von EUR 78,2 Mio. wird für ein Engagement seitens der großen institutionellen Fondsadressen häufig als zu gering eingeschätzt. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von 30.000 Stück Aktien oder derzeit etwa EUR 300.000 pro Tag während der letzten 52 Wochen muss von institutionellen Investoren auch die Liquidität der Aktie beachtet werden.
- ✦ Unsicherheiten bestehen nach unserer Einschätzung hinsichtlich des derzeit noch nicht bekannten Ausmaßes der zukünftigen Kooperation mit Steilmann-Boecker. Eine Ausweitung des Produktportefolles durch den Verkauf von Steilmann-Marken birgt das Risiko einer (erneuten) Verwässerung des Alterskonzeptes und in der Folge einer Abkehr treuer Kundengruppen. Im Filialgeschäft liegen die Vorteile einer möglichen Kooperation aus unserer Sicht vor allem bei Steilmann-Boecker, während wir für Adler Modemärkte interessante Kooperationsmöglichkeiten vor allem in den Bereichen Logistik, EDV- und Online-Abwicklung und in Teilen der Verwaltung sehen.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Adler Modemärkte tätig ist:

## Chancen

- ✦ 2014e und 2015e sollte Adler Modemärkte nach u. E. vom anhaltenden konjunkturellen Aufschwung im deutschsprachigen Raum profitieren. Für Deutschland haben die Volkswirte der Bundesbank Anfang Dezember ihre Wachstumsprognosen für die kommenden beiden Jahre auf 1,7% bzw. 2,0% angehoben. Das Branchenumfeld spricht daher für Adler Modemärkte.
- ✦ Kunden in der Altersgruppe der Über 50-Jährigen werden in Deutschland in den kommenden Jahrzehnten deutlich an Bedeutung gewinnen. Schon heute sind sie für mehr als die Hälfte der gesamten Haushaltsausgaben für Bekleidung, Schuhe und Schmuck verantwortlich und werden diesen Anteil in den kommenden Jahren weiter ausbauen. In diesem Kundensegment ist Adler Modemärkte mit einem Marktanteil von etwa 10% in führender Stellung positioniert.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Adler Modemärkte tätig ist:

## Risiken

- ✦ Der textile Einzelhandel mit Konsumgütern ist stark konjunkturabhängig. Jedes Ereignis mit negativen Auswirkungen auf das deutsche Konsumverhalten wirkt sich negativ auf den Absatz von Adler Modemärkte aus, zumal das Unternehmen auf den einkommenssensitiven Grenzkonsumenten ausgerichtet ist.
- ✦ Einem Stimmungsumschwung vor dem Hintergrund der internationalen Schuldenkrise und einem konjunkturellen Einbruch könnte sich Adler Modemärkte nicht entziehen. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum würde sich aus unserer Sicht zeitnah auf die Umsatz- und Ertragslage von Adler Modemärkte niederschlagen.
- ✦ Das Internet zieht immer größere Anteile des Haushaltskonsums an sich. Gerade bei Textilien gewinnt das Netz durch aggressive Newcomer wie Zalando und die Ausweitung des Angebots etablierter Online-Anbieter (Amazon) erheblich an Bedeutung. Zwar betreibt Adler Modemärkte einen eigenen Online-Shop, doch kann nicht ausgeschlossen werden, dass Adler Modemärkte in der eigenen Zielkundengruppe Marktanteile verlieren wird oder sich selbst kannibalisiert.

## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Nach 9M/2013 lag das LFL-Wachstum von Adler Modemärkte bei durchschnittlich 4,0% und damit deutlich über dem textilen Einzelhandel, der zu diesem Zeitpunkt sogar einen leichten Umsatzrückgang vermelden musste. Mit vergleichbaren Wachstumsraten rechnen wir auch in den kommenden beiden Jahren, die unseren Detailplanungshorizont darstellen. Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Fremdmarken weiter an Bedeutung gewinnen wird. Hier rechnen wir mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten 2012-15e von 12,2%. Für den Handel mit Eigenmarken erwarten wir eine CAGR 2012-15e von 2,6%.

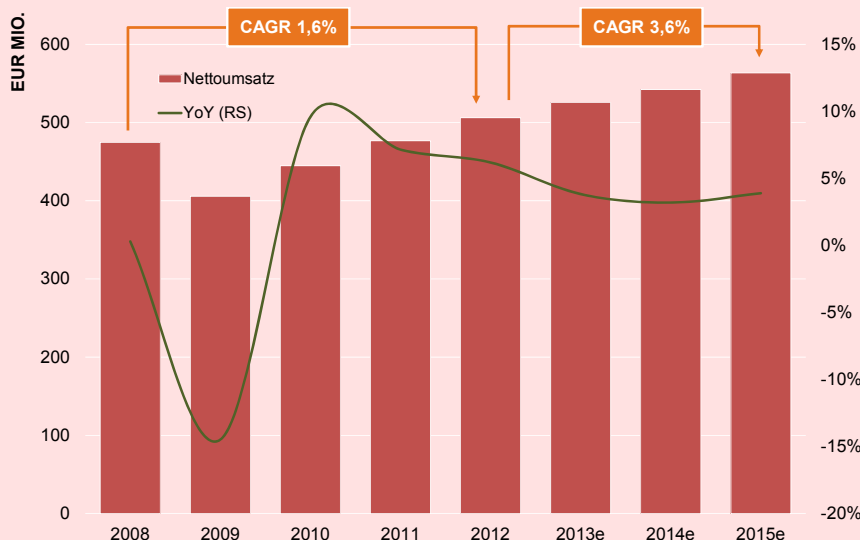
Getragen von einer verbesserten Rohertragsmarge rechnen wir mit einer anhaltenden positiven Entwicklung des operativen Ergebnisses und prognostizieren für das laufende Jahr ein EBIT in Höhe von EUR 24,6 Mio. (entsprechend einer Nettoumsatzrendite 4,5%) sowie für 2015e ein EBIT von EUR 29,1 Mio. (5,2%).

### Veränderte Rabattverbuchung verschiebt die Gewichtung der Quartale in 2013

In den ersten neun Monaten des vergangenen Geschäftsjahres erzielte Adler Modemärkte ein Umsatzwachstum von 6,8% auf EUR 367,1 Mio. Dieses auf den ersten Blick sehr bemerkenswerte Wachstum ist allerdings nicht nur das Ergebnis organischen bzw. externen Wachstums oder einer hohen Produktakzeptanz zurückzuführen, sondern auch auf buchungstechnische Vorgänge.

So können seit Anfang des vergangenen Jahres die in Anspruch genommenen Kundenrabatte der Adler-Card unterjährig ausgewertet werden. Bislang war diese Auswertung nur nachträglich möglich, so dass sich die buchungstechnischen Auswirkungen auf die Erlöse des vierten Quartals beschränken mussten. Diese nun mögliche unterjährige Auswertung hat zur Folge, dass sich das Herausrechnen der Umsatzschmälerungen durch den Einsatz der Kundenkarte in der Ergebnisrechnung zukünftig vom vierten Quartal (mehr oder weniger gleichmäßig) auf alle vier Quartale verteilt. Für die ersten drei Quartale hat die Verringerung der Erlösschmälerungen daher eine entsprechende Erhöhung der Umsatzerlöse zur Folge, für das vierte Quartal ergibt sich dagegen eine Umsatzbelastung.

ABBILDUNG 18: BRUTTOUMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Durch den Umsatzrückgang im Jahr 2009 einerseits, der durch Fehlentscheidungen des damaligen Eigentümers ausgelöst worden war, und durch die erfolgreiche Wachstums- und Markenpolitik des aktuellen Managements andererseits, ergeben sich für den Zeitraum 2012-15e deutlich höhere durchschnittliche Wachstumsraten als für den Zeitraum 2008-12.

QUELLE: TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Dennoch deutlich höhere Wachstumsraten als der textile Einzelhandel

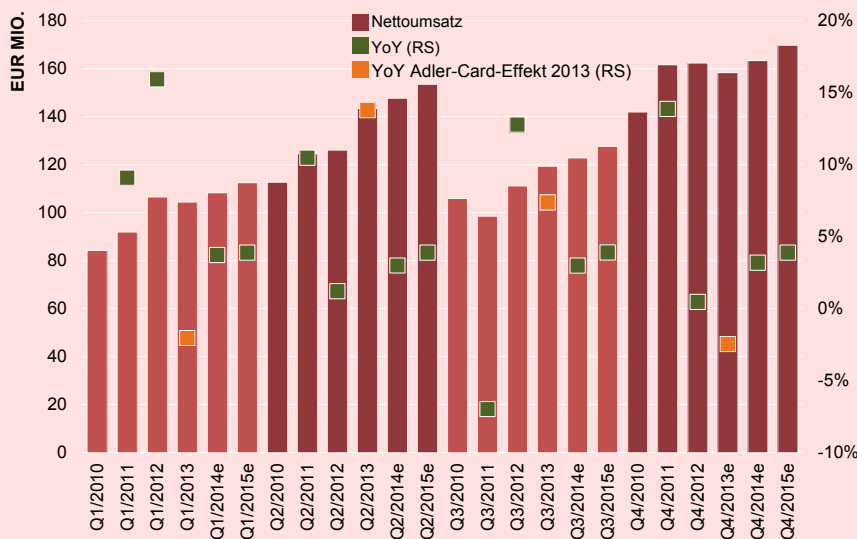
Nach neun Monaten summierten sich die Erlösschmälerungen auf EUR 9,9 Mio. Ohne die geänderte Rabattverbuchung hätten die Nettoumsätze demnach bei EUR 357,2 Mio. (anstatt EUR 367,1 Mio.) gelegen, entsprechend einem Wachstum der Nettoerlöse von 3,9% anstelle der berichteten 6,8%. Nichtsdestotrotz

Im Vergleich zu anderen textilen Einzelhändlern war Adler Modemärkte im vergangenen Jahr weit weniger von den Wetterkapriolen betroffen.

lag das Umsatzwachstum auf vergleichbarer Fläche (Like-For-Like oder LFL) nach neun Monaten deutlich über den Wachstumsraten des textilen Einzelhandels, der im Neunmonatszeitraum einen wetterbedingten Rückgang der Geschäftstätigkeit vermelden musste.

Auf Gesamtjahressicht rechnen wir mit einem vergleichbaren LFL-Anstieg: Für 2013e prognostizieren wir Nettoerlöse von EUR 525,5 Mio. (+3,8% YoY). Dies liegt am oberen Ende der zu den Neunmonatszahlen bestätigten Guidance, wonach auf Gesamtjahressicht ein Umsatzwachstum im „niedrigen einstelligen Prozentbereich“ erzielt werden sollte. Dass wir für das vierte Quartal mit Umsätzen von EUR 158,4 Mio. (-2,5% YoY) rechnen, hat dabei weniger mit einer operativen Schwäche zu tun, sondern ist vielmehr das Ergebnis der geänderten Rabattverbuchung, da sich – wie beschrieben – die bislang im vierten Quartal vollzogene Verringerung der Erlösschmälerungen nunmehr auf alle vier Quartale verteilt.

**ABBILDUNG 19: NETTOUMSATZ NACH QUARTALEN**



Die veränderte Verbuchung der Erlösschmälerungen führt zu positiven Umsatzbeiträgen in den ersten drei Quartalen und zu einer Umsatzbelastung im vierten Quartal.

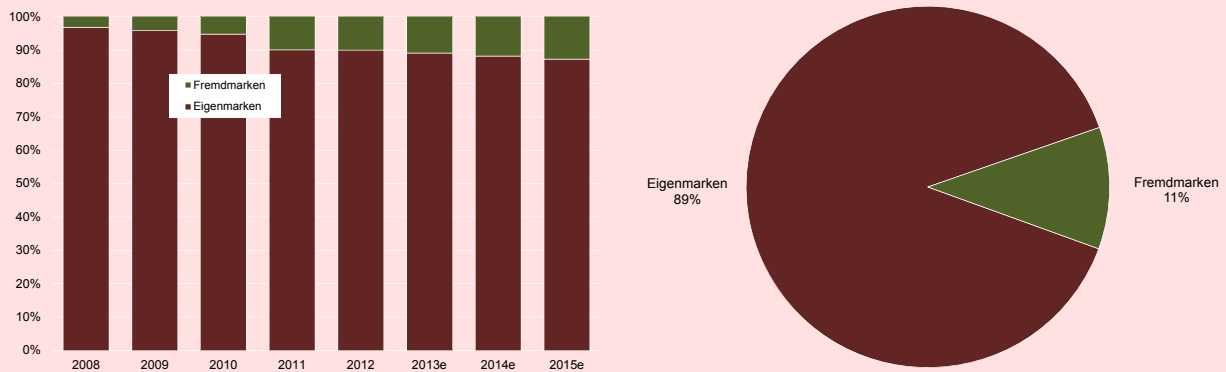
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Umsatz nach Segmenten

Die Segmentberichterstattung unterteilt sich in Eigen- und Fremdmarken, die sich 2013e etwa im Verhältnis 89%-11% aufteilen. Im historischen Vergleich wird der sukzessive Ausbau des Anteils der Fremdmarken deutlich, durch die auch neue, tendenziell jüngere Kundengruppen angesprochen werden sollen. In den kommenden beiden Jahren rechnen wir mit einer weiteren Verschiebung der Umsatzanteile zugunsten der Fremdmarken auf einen Anteil von dann 12,7% (2015e).



ABBILDUNG 20: UMSATZ NACH SEGMENTEN 2008-15E (LS) UND 2013E (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Rückläufige Materialaufwandsquote

Nachdem Adler 2010 die Beteiligung an der MOTEX verkauft hat, die für Adler Modemärkte bis dahin sämtliche Transport- und Logistikdienstleistungen erbracht hatte, haben sich zwar die Personalaufwendungen und die Kosten für den Betrieb des Hochregallagers verringert, jedoch führte der Verkauf im Gegenzug zu einem Anstieg der Materialaufwendungen und der Materialaufwandsquote. Dennoch sind die Materialaufwendungen mit einer Umsatzquote von unter 50% bei Adler Modemärkte niedriger als bei vielen anderen Einzelhandelsunternehmen. Dies liegt insbesondere daran, dass Adler als Folge der Fokussierung auf weniger modeaffine Altersgruppen zum Saisonende deutlich geringere Diskontierungen vornehmen muss als die Breite der Textileinzelhändler. Trotz des MOTEX-Effekts ist die Materialaufwandsquote zum Umsatz im Zuge der Neuausrichtung des Unternehmens nach der Übernahme durch bluO und dem anschließenden Börsengang per Saldo deutlich rückläufig gewesen: Sie verringerte sich von 53,5% (2007) um 870 Basispunkte auf zuletzt 44,8% (2013e) der Nettoerlöse.

Für die Jahre 2014e und 2015e rechnen wir mit Materialaufwandsquoten von 44,7% und 44,5%. Die Rohertragsmarge als Spiegelbild des Materialaufwands sollte dementsprechend profitieren und dürfte sich bis 2015e auf 55,5% verbessern.

### Steigende Personalaufwendungen

Nach unseren Schätzungen waren zum Jahresende 2013 rund 4.300 Mitarbeiter bei Adler Modemärkte beschäftigt. Die Personalaufwandsquote zu den Nettoumsätzen stieg demnach im vergangenen Jahr auf 18,2% (2012: 16,9%), was wir auf den zu Jahresbeginn ausgelaufenen Sanierungstarifvertrag und tarifvertragliche Lohnsteigerungen zurückführen. Für 2014e und 2015e rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Personalaufwandsquote auf dann 18,6% und 18,7% vom Nettoumsatz.

### Sonstiger betrieblicher Aufwand

Adler Modemärkte hat den größten Teil der Modemärkte gemietet. Obwohl die Mietpreise für die angemieteten Verkaufsflächen an den Verbraucherpreisindex gekoppelt sind, führt die Erhöhung des allgemeinen Mietniveaus zu einem erheblichen „Underrent“, also zu Mieten, die unter den ortsüblichen Mietsätzen liegen. Dadurch ist es Adler Modemärkte möglich, schwach performende Modemärkte zu attraktiven Konditionen weiterzuvermieten.

Marketingaufwendungen spielen bei Adler eine im Branchenvergleich überdurchschnittliche Rolle. Der Fokus liegt dabei weniger auf klassischen PR-Kampagnen im TV, als auf produktbezogenen Zeitungssupplements und Mailings an die Kundenkarteninhaber. Zum Beispiel werden die Inhaber von Gold-Karten bis zu zehnmal pro Jahr angeschrieben.

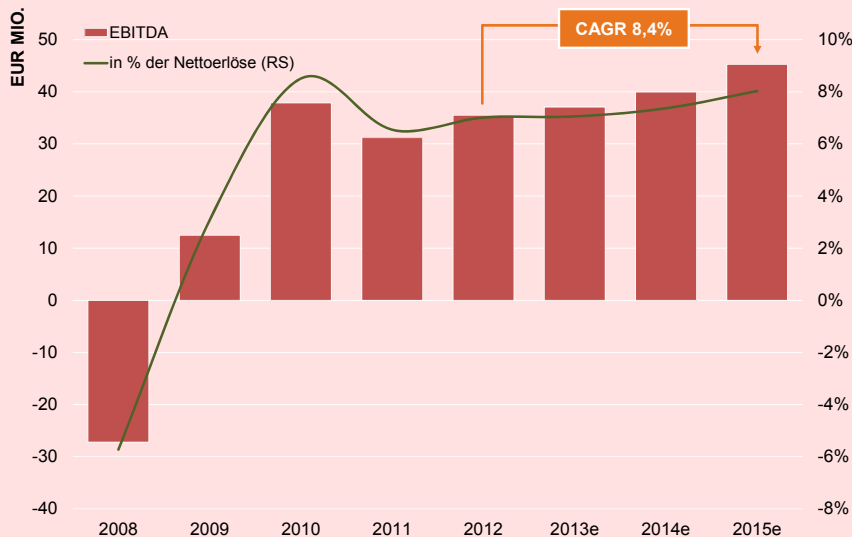
Die Materialaufwandsquote hat eine entscheidende Bedeutung für den Erfolg des Unternehmens.

Keine wesentlichen Änderungen der Quote aus sonstigem betrieblichen Aufwand zu Nettoumsatz.

## EBITDA im Rahmen der Guidance, aber mit Überraschungspotenzial

Für 2013e hat das Management eine Wachstumsrate des operativen Ergebnisses im niedrigen einstelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt und im Neunmonatsbericht bestätigt. Wir rechnen mit einem EBITDA in Höhe von EUR 37,1 Mio. (+4,4% YoY). Bedingt durch den buchungstechnischen Umsatzrückgang von -2,5% im vierten Quartal 2013e ergibt sich ein EBITDA-Rückgang um -24,7% (Q4/2013e). Für 2014e und 2015e rechnen wir mit einem Anstieg des EBITDA auf dann EUR 39,9 Mio. und EUR 45,2 Mio.

ABBILDUNG 21: EBITDA (LS) UND EBITDA-MARGE (RS)



Für den Zeitraum 2012-2015e rechnen wir mit einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg des EBITDA um 8,4%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Überdurchschnittlich hohe Steuerquote

Adler Modemärkte erwirtschaftet die Erlöse ausschließlich im Inland. In den vergangenen beiden Jahren lag die Steuerquote durchschnittlich bei 35,8%. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einer durchschnittlichen Steuerquote von 32,0%.

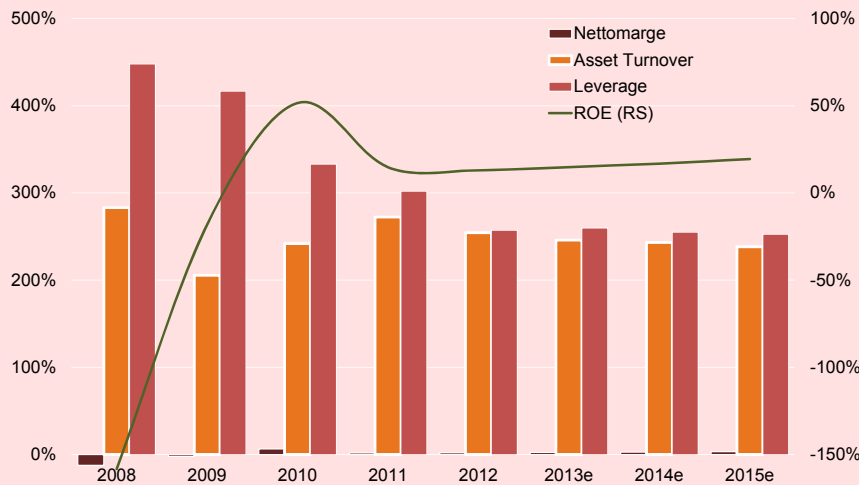
## Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Nach Steuern und Anteilen Dritter errechnen wir für 2013e ein Konzernergebnis von EUR 12,2 Mio. bzw. eine Nettomarge von 2,3%. Für 2014e und 2015e rechnen wir mit Nachsteuerergebnissen von EUR 14,7 Mio. und EUR 18,2 Mio., entsprechend einer jeweiligen Nettomarge von 2,7% und 3,2%. Bezogen auf 18,5 Mio. Aktien errechnen wir ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,66 (2013e), EUR 0,79 (2014e) und EUR 0,98 (2015e).

## Die Eigenkapitalrendite dürfte 2013e deutlich angestiegen sein

Die Eigenkapitalrendite hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr nach unseren Schätzungen auf 14,8% von 13,0% im Vorjahr verbessert. In Verbindung mit einer von uns erwarteten Ausschüttungsquote von 68,3% des Nachsteuerergebnisses (2013e) ergibt sich daraus eine langfristig erzielbare Wachstumsrate von rund 4,7%. Bedingt durch die verbesserte Ertragslage rechnen wir für 2014e und 2015e mit einem Anstieg der Profitabilität gemessen am Eigenkapital auf 16,7% bzw. 19,1%.

ABBILDUNG 22: ROE



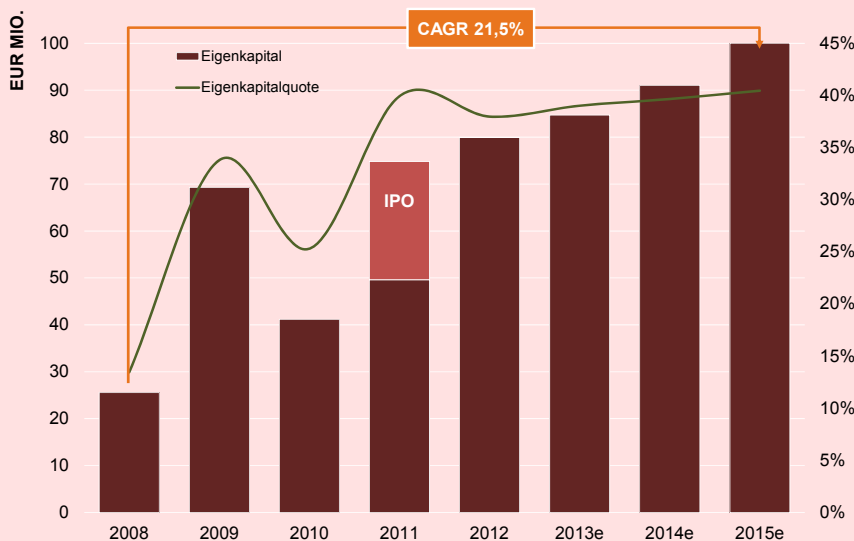
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wir erwarten einen weiteren Anstieg der Dividenden

Seit dem Börsengang hat sich Adler Modemärkte als Dividendentitel etabliert. 2012 lag die Ausschüttungsquote bei 73,5%. Angesichts der hohen Eigenkapitalausstattung, der guten operativen Entwicklung der Gesellschaft und unserer Einschätzung, dass der Großaktionär Steilmann-Boecker zur Kaufpreisfinanzierung auch auf die Dividende von Adler Modemärkte zurückgreifen muss, rechnen wir damit, dass Adler Modemärkte für 2013e-2015e die Dividenden weiter anheben wird. Bei einer im Zeitablauf rückläufigen Ausschüttungsquote ergeben sich auf Basis unserer Schätzungen Dividendenprognosen von EUR 0,45 (2013e), EUR 0,50 (2014e) und EUR 0,55 (2015e). Bezogen auf den letzten Schlusskurs von EUR 9,16 je Aktie ergeben sich damit attraktive Dividendenrenditen von 4,9% (2013e), 5,5% (2014e) und 6,0% (2015e). Diese sollten den Kurs auch nach unten abstützen.

Adler Modemärkte dürfte in den kommenden Jahren die Dividende erneut anheben.

ABBILDUNG 23: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE



Bedingt durch Gewinnthesaurierung und den Börsengang 2011 konnten Eigenkapital und Eigenkapitalquote seit 2008 deutlich gesteigert werden. Wir erwarten, dass die Eigenkapitalquote bis 2015e auf 40,5% von 38,0% (2012) ansteigen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Das Geschäftsmodell von Adler Modemärkte ist kapitalintensiv. Sofern keine größeren Akquisitionen stattfinden – wie etwa 2011 mit der Übernahme von Wehmeyer – fallen Investitionen in Sachanlagen im Wesentlichen für Umbau- und Erweiterungsmaßnahmen an. Als Daumenregel investiert Adler Modemärkte nach Angaben des Managements bei einer Neueröffnung etwa EUR 250 je qm. Bei einer durchschnittlichen Shop-Größe von etwa 2.500 qm ergeben sich damit Capex von EUR 625.000 pro Neueröffnung. Daher dürften sich im Normalfall Free Cashflow und Nettoergebnis gleichförmig entwickeln. Unter dem Strich errechnen wir für 2014e und 2015e Free Cashflows in Höhe von EUR 5,5 Mio. bzw. EUR 7,9 Mio.

Free Cashflows steigen wieder

## Net Working Capital

Adler Modemärkte muss in erheblichem Maße Vorräte finanzieren. Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres dürften die Vorräte etwa bei EUR 89,9 Mio. gelegen haben, was DIO (Days of Inventory Outstanding, übersetzt Vorratshaltung oder Lagerreichweite) von 62 Tagen entsprechen würde. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen übersteigen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen etwa um den Faktor 4, so dass das Working Capital im vergangenen Jahr nach unseren Schätzungen bei EUR 63,2 Mio. gelegen haben dürfte.

Working Capital im Einklang mit den Umsatzerlösen

Wir rechnen mit keinen Überraschungen im Prognosezeitraum, so dass sich das Working Capital im Einklang mit den Umsätzen entwickeln dürfte. Für die folgenden beiden Jahre erwarten wir ein Net Working Capital von EUR 70,1 Mio. (2014e) und von EUR 77,7 Mio. (2015e)

## Management Guidance

Der Vorstand der Adler Modemärkte hat für das laufende Jahr noch keine Guidance veröffentlicht. Üblicherweise erfolgt eine Einschätzung der Umsatzentwicklung und des Vorsteuerergebnisses im Rahmen der Bilanzpressekonferenz, die voraussichtlich am 20. März 2014 stattfinden wird.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2007-2011

		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>473,2</b>	<b>474,6</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>
YoY	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-253,1	-239,6	-205,3	-210,4	-231,0
in % der Nettoerlöse	%	-53,5%	-50,5%	-50,6%	-47,3%	-48,5%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>220,1</b>	<b>235,0</b>	<b>200,6</b>	<b>234,4</b>	<b>245,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
YoY	%	n/a	6,8%	-14,7%	16,9%	4,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	15,6	23,4	17,7	8,2	10,3
in % der Nettoerlöse	%	3,3%	4,9%	4,4%	1,8%	2,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-87,6	-128,2	-80,6	-75,0	-77,9
in % der Nettoerlöse	%	-18,5%	-27,0%	-19,8%	-16,9%	-16,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-6,2	-28,2	-17,8	-13,6	-14,8
in % der Nettoerlöse	%	-1,3%	-5,9%	-4,4%	-3,0%	-3,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-146,0	-157,4	-125,3	-129,8	-146,9
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-33,2%	-30,9%	-29,2%	-30,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>-27,2</b>	<b>12,5</b>	<b>37,8</b>	<b>31,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
YoY	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-4,0</b>	<b>-55,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>24,3</b>	<b>16,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
YoY	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	9,5	-6,2	-3,1	-0,6	-3,5
Zinserträge	EUR Mio.	10,4	0,8	1,9	3,5	0,2
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,9	-7,0	-5,0	-4,1	-3,7
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>-61,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>23,7</b>	<b>12,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
YoY	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	2,1	2,4	-0,1	4,8	-4,4
in % des EBT	%	39,0%	-3,8%	1,8%	20,2%	-34,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,6</b>	<b>-59,2</b>	<b>-8,6</b>	<b>28,5</b>	<b>8,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
YoY	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
Anzahl Aktien	Mio.	15,9	15,9	15,9	15,9	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,48</b>	<b>-3,74</b>	<b>-0,54</b>	<b>1,80</b>	<b>0,46</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2015e

		2012	2013e	2014e	2015e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>506,1</b>	<b>525,5</b>	<b>542,3</b>	<b>563,4</b>
YoY	%	6,2%	3,8%	3,2%	3,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-235,4	-242,2	-250,9
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,8%	-44,7%	-44,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>267,9</b>	<b>290,1</b>	<b>300,1</b>	<b>312,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,2%	55,3%	55,5%
YoY	%	9,1%	8,3%	3,4%	4,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	6,2	6,5	6,8
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-95,6	-101,1	-105,6
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-18,2%	-18,6%	-18,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,8	-15,3	-16,1
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,8%	-2,8%	-2,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-154,8	-163,6	-165,5	-168,5
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,1%	-30,5%	-29,9%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>35,5</b>	<b>37,1</b>	<b>39,9</b>	<b>45,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	7,1%	7,4%	8,0%
YoY	%	13,8%	4,4%	7,8%	13,3%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,5</b>	<b>22,3</b>	<b>24,6</b>	<b>29,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	4,2%	4,5%	5,2%
YoY	%	25,0%	8,9%	10,3%	18,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,2	-3,0	-2,3
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,3	-3,2	-2,4
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,2</b>	<b>18,1</b>	<b>21,6</b>	<b>26,8</b>
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	3,4%	4,0%	4,8%
YoY	%	25,4%	11,9%	19,2%	24,4%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-6,1	-5,9	-6,9	-8,6
in % des EBT	%	-37,6%	-32,5%	-32,0%	-32,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,1</b>	<b>12,2</b>	<b>14,7</b>	<b>18,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	2,3%	2,7%	3,2%
YoY	%	18,5%	21,2%	20,1%	24,4%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,54</b>	<b>0,66</b>	<b>0,79</b>	<b>0,98</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2013)

		Q1/13	Q2/13	H1/13	Q3/13	9M/13	Q4/13e	2013e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>104,4</b>	<b>143,4</b>	<b>247,8</b>	<b>119,3</b>	<b>367,1</b>	<b>158,4</b>	<b>525,5</b>
YoY	%	-2,0%	13,8%	6,5%	7,4%	6,8%	-2,5%	3,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-52,7	-61,5	-114,2	-55,9	-170,1	-65,3	-235,4
in % der Nettoerlöse	%	-50,5%	-42,9%	-46,1%	-46,9%	-46,3%	-41,3%	-44,8%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>51,7</b>	<b>81,9</b>	<b>133,6</b>	<b>63,4</b>	<b>197,0</b>	<b>93,0</b>	<b>290,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,5%	57,1%	53,9%	53,1%	53,7%	58,7%	55,2%
YoY	%	4,1%	22,6%	14,7%	14,6%	14,7%	-3,1%	8,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,5	1,5	2,9	1,8	4,7	1,5	6,2
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	1,0%	1,2%	1,5%	1,3%	0,9%	1,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-23,3	-23,9	-47,2	-22,0	-69,2	-26,4	-95,6
in % der Nettoerlöse	%	-22,3%	-16,6%	-19,0%	-18,5%	-18,8%	-16,7%	-18,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-3,5	-6,9	-3,5	-10,4	-4,4	-14,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,3%	-2,4%	-2,8%	-2,9%	-2,8%	-2,7%	-2,8%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-39,0	-40,7	-79,7	-41,8	-121,5	-42,1	-163,6
in % der Nettoerlöse	%	-37,3%	-28,4%	-32,2%	-35,0%	-33,1%	-26,6%	-31,1%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,1</b>	<b>18,8</b>	<b>9,7</b>	<b>1,3</b>	<b>11,1</b>	<b>26,0</b>	<b>37,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	-8,7%	13,1%	3,9%	1,1%	3,0%	16,4%	7,1%
YoY	%	19,0%	125,8%	n/a	349,7%	n/a	-24,7%	4,4%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-12,6</b>	<b>15,4</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>21,6</b>	<b>22,3</b>
in % der Nettoerlöse	%	-12,1%	10,7%	1,1%	-1,8%	0,2%	13,7%	4,2%
YoY	%	11,6%	235,0%	n/a	-37,1%	n/a	-29,1%	8,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-2,1	-1,1	-3,2	-1,0	-4,2
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-2,2	-1,1	-3,2	-1,1	-4,3
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,7</b>	<b>14,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>20,6</b>	<b>18,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	-13,1%	10,0%	0,3%	-2,7%	-0,7%	13,0%	3,4%
YoY	%	13,0%	304,9%	n/a	-26,2%	-80,2%	-29,0%	11,9%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	3,1	-3,6	-0,5	0,8	0,3	-6,2	-5,9
in % des EBT	%	-22,7%	-25,3%	-80,2%	-26,1%	-12,4%	-30,0%	-32,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>14,4</b>	<b>12,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	-10,1%	7,5%	0,1%	-2,0%	-0,6%	9,1%	2,3%
YoY	%	10,6%	335,2%	n/a	-39,4%	-79,7%	-31,5%	21,2%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,57</b>	<b>0,58</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,78</b>	<b>0,66</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014e)

		Q1/14e	Q2/14e	H1/14e	Q3/14e	9M/14e	Q4/14e	2014e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>108,3</b>	<b>147,7</b>	<b>256,0</b>	<b>122,9</b>	<b>378,8</b>	<b>163,4</b>	<b>542,3</b>
YoY	%	3,7%	3,0%	3,3%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%
Materialaufwand	EUR Mio.	-54,5	-63,1	-117,6	-57,4	-175,0	-67,2	-242,2
in % der Nettoerlöse	%	-50,3%	-42,7%	-45,9%	-46,7%	-46,2%	-41,1%	-44,7%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>53,8</b>	<b>84,6</b>	<b>138,4</b>	<b>65,5</b>	<b>203,8</b>	<b>96,2</b>	<b>300,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,7%	57,3%	54,1%	53,3%	53,8%	58,9%	55,3%
YoY	%	4,0%	3,2%	3,5%	3,3%	3,5%	3,4%	3,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,5	1,5	3,1	1,9	4,9	1,6	6,5
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	1,0%	1,2%	1,5%	1,3%	1,0%	1,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-25,1	-25,3	-50,5	-23,1	-73,6	-27,5	-101,1
in % der Nettoerlöse	%	-23,2%	-17,1%	-19,7%	-18,8%	-19,4%	-16,9%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,6	-3,6	-7,2	-3,6	-10,8	-4,5	-15,3
in % der Nettoerlöse	%	-3,3%	-2,4%	-2,8%	-2,9%	-2,9%	-2,8%	-2,8%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-39,6	-41,1	-80,7	-42,2	-122,9	-42,6	-165,5
in % der Nettoerlöse	%	-36,6%	-27,8%	-31,5%	-34,3%	-32,4%	-26,1%	-30,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,4</b>	<b>19,7</b>	<b>10,3</b>	<b>2,0</b>	<b>12,3</b>	<b>27,7</b>	<b>39,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	-8,7%	13,3%	4,0%	1,6%	3,2%	16,9%	7,4%
YoY	%	3,5%	4,7%	5,9%	48,6%	11,1%	6,4%	7,8%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,0</b>	<b>16,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>23,1</b>	<b>24,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	-12,0%	10,9%	1,2%	-1,3%	0,4%	14,2%	4,5%
YoY	%	3,6%	4,9%	10,5%	-24,3%	122,9%	6,8%	10,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,5	-0,7	-2,3	-0,8	-3,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,8	-2,4	-0,8	-3,2
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,8</b>	<b>15,4</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>22,4</b>	<b>21,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	-12,8%	10,4%	0,6%	-1,9%	-0,2%	13,7%	4,0%
YoY	%	1,1%	7,3%	137,9%	-26,7%	-68,4%	8,4%	19,2%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	4,4	-4,9	-0,5	0,8	0,3	-7,2	-6,9
in % des EBT	%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,4</b>	<b>10,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>15,2</b>	<b>14,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	-8,7%	7,1%	0,4%	-1,3%	-0,1%	9,3%	2,7%
YoY	%	-11,0%	-2,3%	716,5%	-32,6%	-75,4%	5,3%	20,1%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,56</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,82</b>	<b>0,79</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2007-2011

		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,1	5,1	2,6	3,0	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	22,3	80,7	63,8	52,2	50,7
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,0	3,4	3,4	3,4
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	2,1	2,2	8,3	7,9
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	1,1	1,0	0,7	0,6	0,9
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,6</b>	<b>88,9</b>	<b>72,6</b>	<b>67,5</b>	<b>66,4</b>
Vorräte	EUR Mio.	55,7	62,5	53,6	56,7	73,5
DIO	d	42	47	48	46	56
Lagerumschlag	x	0,0	9,0	9,1	9,4	7,7
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	39,0	13,3	41,7	5,2	7,2
DSO	d	30	10	37	4	5
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	23,4	25,2	37,0	33,0	40,0
in % der Bilanzsumme	%	16,1%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>118,1</b>	<b>101,0</b>	<b>132,3</b>	<b>95,2</b>	<b>121,0</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>145,4</b>	<b>189,9</b>	<b>205,0</b>	<b>162,7</b>	<b>187,4</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	15,9	15,9	15,9	15,9	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	33,5	85,1	138,2	101,0	123,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	-16,1	-18,2	65,5	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	-59,2	-66,5	-141,2	-67,2
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>49,3</b>	<b>25,5</b>	<b>69,3</b>	<b>41,2</b>	<b>74,8</b>
Eigenkapitalquote	%	33,9%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	5,0	4,8	4,4	4,1
Rückstellungen	EUR Mio.	17,6	1,1	0,9	1,0	1,1
Latente Steuern	EUR Mio.	1,8	0,1	0,3	0,6	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	54,2	45,2	36,3	27,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	3,2	3,5	3,3	4,6	4,3
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,6</b>	<b>63,9</b>	<b>54,5</b>	<b>47,2</b>	<b>38,2</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,0	15,8	13,6	14,2	15,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	25,8	34,7	33,1	27,8	30,6
in % der Erlöse	%	5,5%	7,3%	8,2%	6,3%	6,4%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	16,4	4,7	2,8	2,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	42,4	23,9	19,6	19,5	16,9
Steuerschulden	EUR Mio.	0,0	1,1	1,2	0,3	0,0
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	8,6	9,0	9,8	9,4
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>73,2</b>	<b>100,5</b>	<b>81,2</b>	<b>74,4</b>	<b>74,4</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>145,4</b>	<b>189,9</b>	<b>205,0</b>	<b>162,7</b>	<b>187,4</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz, 2012-2015e

		2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>					
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	8,1	9,8	11,4
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	64,6	68,6	72,6
Grundstücke	EUR Mio.	2,0	3,4	3,4	3,4
Latente Steuern	EUR Mio.	7,8	7,9	8,0	8,1
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>80,9</b>	<b>84,5</b>	<b>90,3</b>	<b>96,0</b>
Vorräte	EUR Mio.	78,2	89,9	98,9	108,8
DIO	d	56	62	66	70
Lagerumschlag	x	1,7	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	9,0	9,9	10,9	12,0
DSO	d	6	7	7	8
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,1	32,6	29,2	30,3
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	15,0%	12,7%	12,2%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>129,5</b>	<b>132,6</b>	<b>139,2</b>	<b>151,3</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>210,5</b>	<b>217,1</b>	<b>229,5</b>	<b>247,2</b>
<b>Passiva</b>					
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	17,6	17,6	17,6	17,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	119,4	119,4	119,4	119,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-57,1	-52,3	-46,0	-37,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>79,9</b>	<b>84,7</b>	<b>91,0</b>	<b>100,0</b>
Eigenkapitalquote	%	38,0%	39,0%	39,7%	40,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,8	4,2	4,6	5,1
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,4	1,5	1,7
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	1,4	1,6	1,8
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	41,1	45,2	49,7	54,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	4,1	4,5	5,0	5,5
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>51,8</b>	<b>56,9</b>	<b>62,6</b>	<b>68,9</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,4	6,8	4,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	36,6	39,7	43,0
in % der Erlöse	%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	2,4	2,4	2,3
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	21,8	24,4
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	6,0	4,7	3,7
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>78,8</b>	<b>75,5</b>	<b>75,9</b>	<b>78,3</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>210,5</b>	<b>217,1</b>	<b>229,5</b>	<b>247,2</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (normalisierte Fassung), 2007-2011

		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	%	1,4%	2,7%	1,2%	1,8%	1,9%
Sachanlagen	%	15,4%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	1,6%	2,1%	1,8%
Latente Steuern	%	0,0%	1,1%	1,1%	5,1%	4,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,8%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>17,6%</b>	<b>46,8%</b>	<b>35,4%</b>	<b>41,5%</b>	<b>35,4%</b>
Vorräte	%	38,3%	32,9%	26,2%	34,9%	39,2%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	26,8%	7,0%	20,4%	3,2%	3,8%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	16,1%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>81,2%</b>	<b>53,2%</b>	<b>64,6%</b>	<b>58,5%</b>	<b>64,6%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summa Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	%	10,9%	8,4%	7,7%	9,7%	9,9%
Kapitalrücklage	%	23,0%	44,8%	67,4%	62,1%	65,9%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-8,5%	-8,9%	40,2%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	-31,2%	-32,5%	-86,8%	-35,9%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>33,9%</b>	<b>13,5%</b>	<b>33,8%</b>	<b>25,3%</b>	<b>39,9%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	2,6%	2,3%	2,7%	2,2%
Rückstellungen	%	12,1%	0,6%	0,4%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	1,2%	0,0%	0,2%	0,4%	0,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	0,0%	28,5%	22,0%	22,3%	14,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,2%	1,9%	1,6%	2,8%	2,3%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>15,5%</b>	<b>33,6%</b>	<b>26,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>20,4%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	3,4%	8,3%	6,6%	8,7%	8,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	17,8%	18,3%	16,2%	17,1%	16,3%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	8,6%	2,3%	1,7%	1,3%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	29,1%	12,6%	9,5%	12,0%	9,0%
Steuerschulden	%	0,0%	0,6%	0,6%	0,2%	0,0%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	0,0%	4,5%	4,4%	6,0%	5,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>50,3%</b>	<b>52,9%</b>	<b>39,6%</b>	<b>45,7%</b>	<b>39,7%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2015e

		2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>					
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	3,7%	4,3%	4,6%
Sachanlagen	%	30,8%	29,8%	29,9%	29,4%
Grundstücke	%	1,0%	1,6%	1,5%	1,4%
Latente Steuern	%	3,7%	3,6%	3,5%	3,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>38,5%</b>	<b>38,9%</b>	<b>39,4%</b>	<b>38,8%</b>
Vorräte	%	37,1%	41,4%	43,1%	44,0%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	4,6%	4,7%	4,8%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	15,0%	12,7%	12,2%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>61,5%</b>	<b>61,1%</b>	<b>60,6%</b>	<b>61,2%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summa Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Passiva</b>					
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	8,1%	7,7%	7,1%
Kapitalrücklage	%	56,7%	55,0%	52,0%	48,3%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-24,1%	-20,0%	-15,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>38,0%</b>	<b>39,0%</b>	<b>39,7%</b>	<b>40,5%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	20,8%	21,7%	22,1%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>24,6%</b>	<b>26,2%</b>	<b>27,3%</b>	<b>27,9%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,8%	3,0%	1,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	16,9%	17,3%	17,4%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	9,0%	9,5%	9,9%
Steuerschulden	%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,8%	2,1%	1,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>37,4%</b>	<b>34,8%</b>	<b>33,1%</b>	<b>31,7%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement, 2008-11

		2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	-61,6	-8,5	23,7	12,9
Abschreibungen	EUR Mio.	28,2	17,8	13,6	14,8
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-33,7</b>	<b>9,1</b>	<b>37,1</b>	<b>27,4</b>
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	19,1	-19,5	33,3	-18,7
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-9,6	-13,3	-7,2	2,4
Δ Working Capital	EUR Mio.	-19,7	11,1	-50,7	0,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,7	-0,2	-0,2	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	6,2	3,1	0,6	3,5
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	-7,1	0,3	0,5	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,8	0,3	0,1	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-0,5	-0,1	-0,5	-4,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	22,7	16,4	12,6	-1,3
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-22,5</b>	<b>7,2</b>	<b>25,8</b>	<b>8,8</b>
YoY	%	245,0%	-131,9%	258,7%	-65,8%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,7	0,9	0,6	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,8	-3,8	-4,4	-12,5
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	15,2	-35,0	-12,9	-0,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	15,2	-35,0	-12,9	0,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,0</b>	<b>-37,8</b>	<b>-16,8</b>	<b>-13,2</b>
YoY	%	n/a	-1038,3%	-55,7%	-21,2%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,5</b>	<b>-30,7</b>	<b>9,0</b>	<b>-4,4</b>
YoY	%	183,2%	65,8%	-129,5%	-148,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	51,6	53,1	-37,2	25,2
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	40,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	15,8	-2,5	0,2	-2,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	62,8	-8,6	-8,1	-8,9
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-152,0	0,4	32,0	-3,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,2</b>	<b>42,4</b>	<b>-13,1</b>	<b>11,4</b>
YoY	%	264,2%	133,0%	-130,8%	-187,6%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-0,3	11,8	-4,0	7,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	25,5	25,2	37,0	33,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,2</b>	<b>37,0</b>	<b>33,0</b>	<b>40,0</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement, 2012-15e

		2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	16,2	18,1	21,6	26,8
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,8	15,3	16,1
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	0,5	0,6	0,6
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>31,5</b>	<b>33,4</b>	<b>37,5</b>	<b>43,6</b>
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,6	-12,6	-10,0	-11,0
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	4,2	2,8	3,1	3,3
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,2	3,0	2,3
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-4,3	-7,0	-7,0	-8,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,7</b>	<b>20,7</b>	<b>26,6</b>	<b>29,5</b>
YoY	%	247,4%	-32,4%	28,1%	11,0%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-30,1	-18,2	-21,1	-21,7
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	18,6	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>-21,1</b>	<b>-21,7</b>
YoY	%	-26,5%	87,7%	15,6%	2,7%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,0</b>	<b>2,5</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>
YoY	%	-578,4%	-88,0%	118,5%	43,0%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	-7,4	-8,3	-9,3
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	-5,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	-2,9	-0,7	0,8
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	2,5	3,3	4,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-26,6	-4,2	-3,0	-2,3
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,9</b>	<b>-12,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-6,8</b>
YoY	%	-264,8%	-36,1%	-26,5%	-23,6%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	-9,5	-3,4	1,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	32,6	29,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,1</b>	<b>32,6</b>	<b>29,2</b>	<b>30,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente, 2007-2015e

<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Deutschland	EUR Mio.	473,2	394,8	332,0	356,2	382,1	410,1	426,9	439,7	457,4
Österreich	EUR Mio.	0,0	65,9	60,9	74,6	79,1	80,1	80,4	82,4	84,9
Luxemburg	EUR Mio.	0,0	13,9	13,0	14,0	15,3	15,5	16,2	16,9	17,7
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	2,0	3,3	3,5
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	100,0%	83,2%	81,8%	80,1%	80,2%	81,0%	81,2%	81,1%	81,2%
Österreich	%	0,0%	13,9%	15,0%	16,8%	16,6%	15,8%	15,3%	15,2%	15,1%
Luxemburg	%	0,0%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	0,6%	0,6%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>0,3%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,9%</b>
Deutschland	%	n/a	-16,6%	-15,9%	7,3%	7,3%	7,3%	4,1%	3,0%	4,0%
Österreich	%	n/a	n/a	-7,6%	22,5%	6,1%	1,2%	0,3%	2,5%	3,0%
Luxemburg	%	n/a	n/a	-6,8%	8,1%	9,5%	1,0%	4,8%	4,0%	4,5%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	400,0%	66,6%	5,0%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>563,0</b>	<b>486,6</b>	<b>534,7</b>	<b>564,5</b>	<b>506,1</b>	<b>525,5</b>	<b>542,3</b>	<b>563,4</b>
Damen	EUR Mio.	n/a	290,9	246,4	260,8	279,8	242,9	252,2	260,3	270,4
Herren	EUR Mio.	n/a	166,8	146,3	150,0	154,0	136,6	141,9	146,4	152,1
Lingerie	EUR Mio.	n/a	55,5	48,8	54,1	58,8	50,6	52,5	54,2	56,3
Accessoires	EUR Mio.	n/a	49,8	45,1	69,8	71,9	75,9	78,8	81,3	84,5
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Damen	%	n/a	51,7%	50,6%	48,8%	49,6%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	n/a	29,6%	30,1%	28,1%	27,3%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	n/a	9,9%	10,0%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	n/a	8,8%	9,3%	13,1%	12,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-13,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,9%</b>
Damen	%	n/a	n/a	-15,3%	5,8%	7,3%	-13,2%	3,8%	3,2%	3,9%
Herren	%	n/a	n/a	-12,3%	2,5%	2,7%	-11,3%	3,8%	3,2%	3,9%
Lingerie	%	n/a	n/a	-12,0%	10,8%	8,7%	-14,0%	3,8%	3,2%	3,9%
Accessoires	%	n/a	n/a	-9,6%	54,9%	3,0%	5,7%	3,8%	3,2%	3,9%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>474,6</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>	<b>506,1</b>	<b>525,5</b>	<b>542,3</b>	<b>563,4</b>
Eigenmarken	EUR Mio.	n/a	459,6	389,2	421,6	429,4	455,5	468,2	478,3	492,0
Fremdmarken	EUR Mio.	n/a	15,0	16,6	23,2	47,2	50,6	57,3	63,9	71,4
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	n/a	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%	90,0%	89,1%	88,2%	87,3%
Fremdmarken	%	n/a	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%	10,0%	10,9%	11,8%	12,7%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-14,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,9%</b>
Eigenmarken	%	n/a	n/a	-15,3%	8,3%	1,8%	6,1%	2,8%	2,2%	2,9%
Fremdmarken	%	n/a	n/a	10,7%	39,8%	103,4%	7,2%	13,2%	11,6%	11,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Segmente, 2007-2015e

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>124</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	<b>134</b>	<b>162</b>	<b>169</b>	<b>171</b>	<b>173</b>	<b>175</b>
YoY		n/a	-2,4%	1,7%	8,9%	20,9%	4,3%	1,2%	1,2%	1,2%
davon Deutschland		106	103	104	106	132	139	143	145	147
davon Österreich		16	16	17	26	28	27	25	25	25
davon Luxembourg		2	2	2	2	2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	0	0	0	1	1	1	1
<b>Nettoveränderung</b>		<b>n/a</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
davon Organisches Wachstum		n/a	6	3	8	13	11	6	6	5
davon Akquisitionen		n/a	0	0	7	18	5	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		n/a	-9	-1	-3	-3	-9	-4	-4	-3
Durchschnittliche Storezahl		n/a	123	122	129	148	166	170	172	174
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,8	3,9	3,3	3,3	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2
YoY	%	n/a	2,8%	-15,9%	0,6%	-11,4%	1,8%	2,6%	2,0%	2,7%
Verkaufsfläche	1.000 qm	n/a	n/a	200,0	213,0	259,2	270,8	274,1	277,4	280,7
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	n/a	n/a	1.626	1.590	1.600	1.602	1.603	1.603	1.604
Nettoumsatz je qm	EUR	n/a	n/a	2.029	2.088	1.839	1.869	1.917	1.955	2.008
Rohhertrag je qm	EUR	n/a	n/a	1.003	1.101	948	989	1.059	1.082	1.113
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,0%	-2,5%	1,5%	6,4%	3,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I (2007-2011)

		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Key Data</b>						
Nettoumsatz	EUR Mio.	473,2	474,6	405,8	444,8	476,6
Rohertrag	EUR Mio.	220,1	235,0	200,6	234,4	245,6
EBITDA	EUR Mio.	2,2	-27,2	12,5	37,8	31,2
EBIT	EUR Mio.	-4,0	-55,4	-5,4	24,3	16,4
EBT	EUR Mio.	5,5	-61,6	-8,5	23,7	12,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	7,6	-59,2	-8,6	28,5	8,5
Anzahl Mitarbeiter		2.820	6.491	4.702	4.174	4.480
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	10,20
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	3,90
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	8,25
EPS	EUR	0,48	-3,74	-0,54	1,80	0,46
CFPS	EUR	0,74	-2,10	0,68	2,28	1,50
BVPS	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
NAV	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
Rohertragsmarge	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
EBITDA-Marge	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
EBIT-Marge	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
EBT-Marge	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
Netto-Marge	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
FCF-Marge	%	-1,4%	-3,9%	-7,6%	2,0%	-0,9%
ROE	%	15,4%	-158,3%	-18,2%	51,6%	14,7%
ROCE	%	1,5%	-14,6%	6,6%	28,8%	20,3%
CE/Umsatz	%	19,7%	26,7%	31,7%	20,1%	21,9%
NWC/Umsatz	%	14,6%	8,7%	15,3%	7,7%	10,5%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	167,8	73,1	86,3	106,6	106,4
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	-1,4	-8,5	-1,1	5,8	3,7
DSO	d	30	10	37	4	5
Inventory days	d	42	47	48	46	56
Capex/Umsatz	%	0,0%	2,5%	0,9%	1,0%	2,6%
<b>Wachstumsraten</b>						
Nettoumsatz	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
EBIT	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
EBT	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
EPS	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-74,4%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	238,0%	-34,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Auf einen Blick I (2012-2015e)

		2012	2013e	2014e	2015e
<b>Key Data</b>					
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	525,5	542,3	563,4
Rohhertrag	EUR Mio.	267,9	290,1	300,1	312,5
EBITDA	EUR Mio.	35,5	37,1	39,9	45,2
EBIT	EUR Mio.	20,5	22,3	24,6	29,1
EBT	EUR Mio.	16,2	18,1	21,6	26,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	10,1	12,2	14,7	18,2
Anzahl Mitarbeiter		4.390	4.294	4.344	4.394
<b>Je Aktie</b>					
Kurs Hoch	EUR	6,60	9,93		
Kurs Tief	EUR	4,01	4,84		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,27	7,57	9,16	9,16
EPS	EUR	0,54	0,66	0,79	0,98
CFPS	EUR	1,68	1,77	1,99	2,32
BVPS	EUR	4,32	4,58	4,92	5,40
NAV	EUR	4,32	4,58	4,92	5,40
Dividende	EUR	0,40	0,45	0,50	0,55
Kursziel	EUR				14,30
Performance bis Kursziel	%				56,1%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>					
Rohertragsmarge	%	52,9%	55,2%	55,3%	55,5%
EBITDA-Marge	%	7,0%	7,1%	7,4%	8,0%
EBIT-Marge	%	4,0%	4,2%	4,5%	5,2%
EBT-Marge	%	3,2%	3,4%	4,0%	4,8%
Netto-Marge	%	2,0%	2,3%	2,7%	3,2%
FCF-Marge	%	4,1%	0,5%	1,0%	1,4%
ROE	%	13,0%	14,8%	16,7%	19,1%
ROCE	%	19,5%	18,5%	18,3%	19,0%
CE/Umsatz	%	24,5%	25,9%	27,4%	28,7%
NWC/Umsatz	%	10,5%	12,0%	12,9%	13,8%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	115,3	122,4	124,8	128,2
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	4,7	5,2	5,7	6,6
DSO	d	6	7	7	8
Inventory days	d	56	62	66	70
Capex/Umsatz	%	5,9%	3,5%	3,9%	3,8%
<b>Wachstumsraten</b>					
Nettoumsatz	%	6,2%	3,8%	3,2%	3,9%
EBITDA	%	13,8%	4,4%	7,8%	13,3%
EBIT	%	25,0%	8,9%	10,3%	18,4%
EBT	%	25,4%	11,9%	19,2%	24,4%
Nettoergebnis	%	18,5%	21,2%	20,1%	24,4%
EPS	%	18,5%	21,2%	20,1%	24,4%
CFPS	%	12,5%	5,4%	12,4%	16,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

## Auf einen Blick II (2007-2011)

<b>Bilanzkennzahlen</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	25,6	88,9	72,6	67,5	66,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	118,1	101,0	132,3	95,2	121,0
Eigenkapital	EUR Mio.	49,3	25,5	69,3	41,2	74,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	95,8	164,4	135,7	121,5	112,6
Anlagenintensität	%	15,4%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%
EK-Quote	%	33,9%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-37,3%	228,7%	51,3%	76,9%	21,6%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-1,2	-0,4	-3,4	0,8	1,2
Working Capital	EUR Mio.	68,9	41,1	62,2	34,2	50,1
Capital Employed	EUR Mio.	93,3	126,9	128,5	89,4	104,3
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	152,7
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	188,8
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	72,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-18,4	58,4	35,6	31,7	16,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	3,2	3,5	3,3	4,6	4,3
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	173,2
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	209,2
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	92,7
Free Float	%	n/a	n/a	n/a	n/a	58,4%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	89,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,36
EV/Umsatz (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,44
EV/Umsatz (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,19
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6
EV/EBITDA (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	6,7
EV/EBITDA (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	3,0
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	10,6
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	12,8
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	18,0
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	22,2
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,5
KCF (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5
KCF (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	6,8
KCF (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6
KBV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0
KBV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,5
KBV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,0
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-2,9%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-6,5	-22,5	7,2	25,8	8,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	4,0	-37,8	-16,8	-13,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-6,5	-18,5	-30,7	9,0	-4,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	5,0	18,2	42,4	-13,1	11,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick II (2012-2015e)

<b>Bilanzkennzahlen</b>		<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	80,9	84,5	90,3	96,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	129,5	132,6	139,2	151,3
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	84,7	91,0	100,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	130,5	132,4	138,5	147,2
Anlagenintensität	%	30,8%	29,8%	29,9%	29,4%
EK-Quote	%	38,0%	39,0%	39,7%	40,5%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	32,9%	39,2%	40,3%	37,7%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	1,0	0,7	0,5	0,3
Working Capital	EUR Mio.	53,4	63,2	70,1	77,7
Capital Employed	EUR Mio.	124,0	135,9	148,5	161,7
<b>Enterprise Value</b>					
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	97,5	140,1	169,6	169,6
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	122,2	183,8		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	74,2	89,6		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	26,3	33,2	36,7	37,7
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	4,1	4,5	5,0	5,5
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	128,0	177,9	211,2	212,8
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	152,6	221,6		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6	127,4		
Free Float	%	56,6%	41,3%	46,1%	46,1%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	55,2	57,9	78,2	78,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,25	0,34	0,39	0,38
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,30	0,42		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,24		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	4,8	5,3	4,7
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,3	6,0		
EV/EBITDA (Tief)	x	2,9	3,4		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	6,2	8,0	8,6	7,3
EV/EBIT (Hoch)	x	7,4	9,9		
EV/EBIT (Tief)	x	5,1	5,7		
KGV (Durchschnitt)	x	9,7	11,5	11,6	9,3
KGV (Hoch)	x	12,1	15,1		
KGV (Tief)	x	7,4	7,3		
KCF (Durchschnitt)	x	3,1	4,3	4,6	3,9
KCF (Hoch)	x	3,9	5,6		
KCF (Tief)	x	2,4	2,7		
KBV (Durchschnitt)	x	1,2	1,7	1,9	1,7
KBV (Hoch)	x	1,5	2,2		
KBV (Tief)	x	0,9	1,1		
FCF-Yield	%	21,5%	1,8%	3,2%	4,6%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	73,5%	68,3%	63,2%	55,8%
Dividendenrendite	%	7,6%	5,9%	5,5%	6,0%
<b>Cashflow</b>					
Operativer Cashflow	EUR Mio.	30,7	20,7	26,6	29,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-18,2	-21,1	-21,7
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	2,5	5,5	7,9
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-18,9	-12,1	-8,9	-6,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV					
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>542,3</b>	<b>563,4</b>	<b>582,8</b>	<b>599,6</b>	<b>613,8</b>	<b>626,0</b>	<b>637,0</b>	<b>647,5</b>	<b>657,9</b>	<b>668,4</b>	<b>679,1</b>	<b>690,0</b>					
Umsatzwachstum	%	3,2%	3,9%	3,4%	2,9%	2,4%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%					
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	24,6	29,1	31,2	33,1	35,0	36,9	38,7	40,5	42,3	44,2	46,1	48,3					
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,5%	5,2%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%					
Steuerquote (τ)	%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%					
<b>EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	16,7	19,8	21,2	22,5	23,8	25,1	26,3	27,5	28,8	30,0	31,4	32,8					
Reinvestment	EUR Mio.	-28,0	-29,3	-16,7	-10,0	-6,6	-4,8	-4,0	-3,7	-3,6	-3,6	-3,7	-7,9					
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>4,5</b>	<b>12,5</b>	<b>17,3</b>	<b>20,3</b>	<b>22,3</b>	<b>23,8</b>	<b>25,2</b>	<b>26,4</b>	<b>27,7</b>	<b>24,9</b>					
WACC	%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%					
Diskontierungssatz	%	100,0%	94,6%	89,4%	84,4%	79,6%	75,0%	70,6%	66,5%	62,5%	58,6%	55,0%	0,0%					
<b>PV FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>4,0</b>	<b>10,6</b>	<b>13,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,8</b>	<b>15,8</b>	<b>15,7</b>	<b>15,5</b>	<b>15,2</b>						
PV Terminal Value	EUR Mio.	197,3	TV EBIT- Marge						Langfristige Wachstumsrate									
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	101,3									<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	
<b>Summe der Barwerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>298,6</b>							<b>4,0%</b>	10,40	10,20	10,00	9,80	9,50	9,30	9,10		
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	65,8							<b>5,0%</b>	12,00	11,80	11,60	11,30	11,00	10,70	10,50		
Liquidität	EUR Mio.	32,6							<b>6,0%</b>	13,70	13,40	13,10	12,80	12,50	12,20	11,90		
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>265,4</b>							<b>7,0%</b>	15,30	15,00	14,70	<b>14,30</b>	14,00	13,60	13,30		
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5							<b>8,0%</b>	16,90	16,60	16,20	15,90	15,50	15,10	14,70		
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>14,30</b>							<b>9,0%</b>	18,60	18,20	17,80	17,40	17,00	16,50	16,10		
									<b>10,0%</b>	20,20	19,80	19,30	18,90	18,40	18,00	17,50		

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.



Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

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

#### Disclaimer

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

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

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

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

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

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

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

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

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
07.02.2014	EUR 14,30	Buy	1; 2; 8

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

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

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung des Erstellers dieser Studie**

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