

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy

Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 10,25

Kursziel: EUR 15,10 (vorher: EUR 14,80)

Bestes Jahr der Firmengeschichte

Die nicht bereits im Trading Statement vom vergangenen Monat veröffentlichten Finanzkennzahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr lagen nochmals deutlich über den Erwartungen und zeigen die Wirkung der eingeleiteten Maßnahmen zur nachhaltigen Ertragsverbesserung. Nach der guten Kursentwicklung der letzten Monate bestätigen wir unser Buy-Rating und erhöhen unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 15,10 von EUR 14,80 je Aktie.

Rückblick auf 2013

Gestern hat Adler Modemärkte den 2013er Jahresabschluss veröffentlicht. Dabei fielen die nach der Veröffentlichung des Trading Statements im Februar noch ausstehenden Ertragszahlen nochmals deutlich besser aus als vom Kapitalmarkt erwartet. Bereits bekannt war, dass Adler im vergangenen Jahr **Nettoumsätze** von EUR 528,6 Mio. (+4,5% YoY) und ein **EBITDA** von EUR 42,9 Mio. (+20,8%) erwirtschaftet hat. Mit einem LFL-Wachstum von 3,6% konnte der textile Einzelhandel deutlich distanziert werden.

Noch nicht bekannt waren **(1)** eine deutliche Verbesserung der **Rohermtragsmarge** um 270 Basispunkte auf 55,6%, hauptsächlich hervorgerufen durch ein weiter verbessertes Lagerbestandshaltungsmanagement, wodurch in geringerem Maße Rabattierungen vorgenommen werden mussten, **(2)** geringere Abschreibungen, hervorgerufen durch Veränderungen im Finanzierungsleasing und der Standortoptimierung, was ein über den Erwartungen liegendes **EBIT** von EUR 28,9 Mio. (+41,1% YoY) zur Folge hatte, und **(3)** eine rückläufige Steuerquote, ausgelöst durch höhere aktive latente Steuern, was zu einem über den Erwartungen liegenden **Nachsteuerergebnis** von EUR 18,6 Mio. (+84,4% YoY) führte.

| 2013 | Consensus | Sphene | Reported |
|--------------------------|-----------|--------|----------|
| Rohermtragsmarge | 55,2% | 56,2% | 55,6% |
| Nettoergebnis (EUR Mio.) | 15,8 | 16,3 | 18,6 |
| YoY | 56,4% | 61,4% | 83,9% |
| EPS (EUR) | 0,88 | 0,88 | 1,05 |
| YoY | 63,0% | 63,0% | 88,2% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Guidance 2014e

Im vergangenen Jahr konnten Umsatz und EBITDA von einer stärkeren Inanspruchnahme der Kundenkartenrabatte um jeweils EUR 3,8 Mio. profitieren. Der um diese Effekte bereinigte Umsatz lag damit bei EUR 524,8 Mio. und das EBITDA bei EUR 39,1 Mio. Ausgehend von einer entsprechend bereinigten GuV erwartet das Management für 2014e bei Umsatz und EBITDA Wachstumsraten im unteren einstelligen Prozentbereich. Unterstellen wir, dass damit Wachstumsraten zwischen 2% und 4% gemeint sind, errechnet sich für 2014e eine Umsatz-Guidance zwischen EUR 535,3 Mio. und EUR 545,8 Mio. sowie eine EBITDA-Guidance zwischen EUR 39,9 Mio. und EUR 40,6 Mio. Diese Zahlen liegen im Rahmen unserer Erwartungen, so dass wir keine nennenswerten Änderungen unserer Prognosen vornehmen.

| |
|---|
| WKN/ISIN: A1H8MU/DE000A1H8MU2 |
| Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share, GEX |
| Transparenzlevel: Prime Standard |
| Gewichtete Anzahl Aktien: 17,6 Mio. |
| Marktkapitalisierung: EUR 180,6 Mio. |
| Handelsvolumen/Tag: 30.000 Stück |
| Q1/2014: 13.05.2014 |

| EUR Mio. (31/12) | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoumsatz | 506,1 | 528,6 | 541,9 | 558,9 |
| EBITDA | 35,5 | 42,9 | 40,7 | 45,9 |
| EBIT | 20,5 | 28,9 | 26,2 | 30,7 |
| EBT | 16,2 | 24,6 | 23,1 | 28,4 |
| EAT | 10,1 | 18,6 | 15,7 | 19,3 |

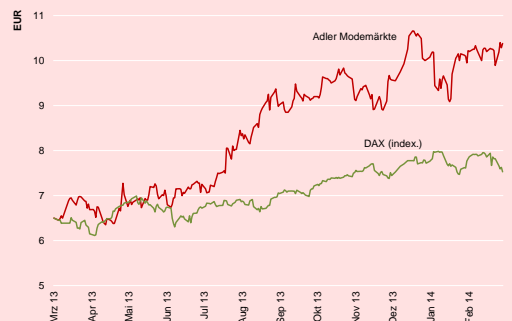
| % vom Umsatz | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|--------------|------|------|-------|-------|
| EBITDA | 7,0 | 8,1 | 7,5 | 8,2 |
| EBIT | 4,0 | 5,5 | 4,8 | 5,5 |
| EBT | 3,2 | 4,7 | 4,3 | 5,1 |
| EAT | 2,0 | 3,5 | 2,9 | 3,4 |

| Je Aktie/EUR | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|--------------|------|------|-------|-------|
| EPS | 0,54 | 1,05 | 0,89 | 1,09 |
| Dividende | 0,40 | 0,45 | 0,50 | 0,55 |
| Buchwert | 4,32 | 5,22 | 5,66 | 6,26 |
| Cashflow | 1,68 | 2,19 | 2,14 | 2,48 |

| % | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| EK-Quote | 38,0% | 40,3% | 41,5% | 42,5% |
| Gearing | 32,9% | 14,5% | 17,0% | 13,6% |

| x | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|-----------|------|------|-------|-------|
| KGv | 9,7 | 7,2 | 11,5 | 9,4 |
| EV/Umsatz | 0,25 | 0,29 | 0,38 | 0,36 |
| EV/EBIT | 6,2 | 5,3 | 7,8 | 6,6 |
| KBV | 1,2 | 1,4 | 1,8 | 1,6 |

| EUR Mio. | 2014e | 2015e |
|------------------|-----------|-------|
| Guidance: Umsatz | +2-4% YoY | - |
| Guidance: EBITDA | +2-4% YoY | - |



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

Unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel liegt bei EUR 15,10 je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 11,40, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 18,00 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 10,25 ergibt sich damit ein Base-Case-Kurspotenzial von 47,3%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktie der Adler Modemärkte AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Wir gehen davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens durch die sich aus der strategischen Zusammenarbeit mit dem Großaktionär Steilmann-Boecker ergebenden Synergieeffekte im Einkauf und im Vertrieb sowie durch interne Optimierungsmaßnahmen weiter verbessern wird. Wir sehen daher in einem langfristig ausgerichteten, standardisierten dreistufigen DCF-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien von Adler Modemärkte.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Modellannahmen im Überblick

- ✦ dass sich die EBIT-Margen (bezogen auf die Nettoerlöse) von 5,5% in 2015e auf 6,8% in 2024e sukzessive erhöhen. Für die danach beginnende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 7,0% unterstellt;
- ✦ eine durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,6%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 0,4% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Creditreform-Unternehmensrating von BBB- abgeleitet haben;
- ✦ eine im Zeitablauf leicht rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich durch rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ✦ dass sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen gewerbesteuerlichen Belastung am Standort der Konzernzentrale und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 30,0% bewegt;
- ✦ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes beta von 1,1, das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

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 |
| Fundamental-beta | 1,10 |

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ dass die Freien Cashflows von Adler Modemärkte mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von derzeit 5,8% diskontiert werden. Dieser setzt sich aus dem risikolosen Zins von 1,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem Fundamental-beta von 1,1 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 4,8% zusammen. Mit einem von uns für Adler Modemärkte unterstellten Rating von BBB- (Creditreform) 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 für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von ~33,3%/66,6% anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2014e

Kosten Eigenkapital (nach CAPM)

| | | |
|--|----------|-------------|
| Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe | % | 1,6% |
| Fundamental-beta | | 1,1 |
| Implizit erwartete Risikoprämie | % | 4,8% |
| Kosten des Eigenkapitals | % | 6,9% |
| Angestrebte Zielkapitalstruktur | % | 33,0% |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals | % | 2,3% |

Kosten Verschuldung

| | | |
|--|----------|-------------|
| Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe | % | 1,6% |
| Risikoaufschlag Fremdkapital | % | 6,0% |
| Kosten des verzinslichen Fremdkapitals | % | 7,6% |
| Steuerquote (normalisiert) | % | 30,0% |
| Kosten des Fremdkapitals nach Steuern | % | 5,3% |
| Angestrebte Zielkapitalstruktur | % | 67,0% |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals | % | 3,6% |

| | | |
|---------------------------------------|----------|-------------|
| WACC basierend auf Marktwerten | % | 5,8% |
|---------------------------------------|----------|-------------|

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 im Zeitablauf stetigen Anstieg der WACC von derzeit 5,3% auf dann 6,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 15,10 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Adler Modemärkte (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Unternehmenswert von EUR 15,10 je Aktie ergibt. Dabei werden 69,9% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 30,1% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 15,10 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

| | | |
|--------------------------------|-----------------|--------------|
| PV des Terminal Value | EUR Mio. | 195,1 |
| PV der Cashflows über 10 Jahre | EUR Mio. | 84,1 |
| Summe PV | EUR Mio. | 279,2 |
| Finanzschulden | EUR Mio. | 67,9 |
| Cash | EUR Mio. | 54,5 |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 265,9 |
| Anzahl Aktien | Mio. | 17,6 |
| Kursziel je Aktie | EUR | 15,10 |

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 unterstellen wir, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen wird und dem Unternehmen die Umsetzung weiterer Kostensenkungsmaßnahmen nicht länger gelingen würde. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monate erwartete Unternehmenswert von Adler Modemärkte bis auf EUR 11,40 je Aktie zurückgehen.

✦ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben; dieses

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 11,40 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 18,00 je Aktie.

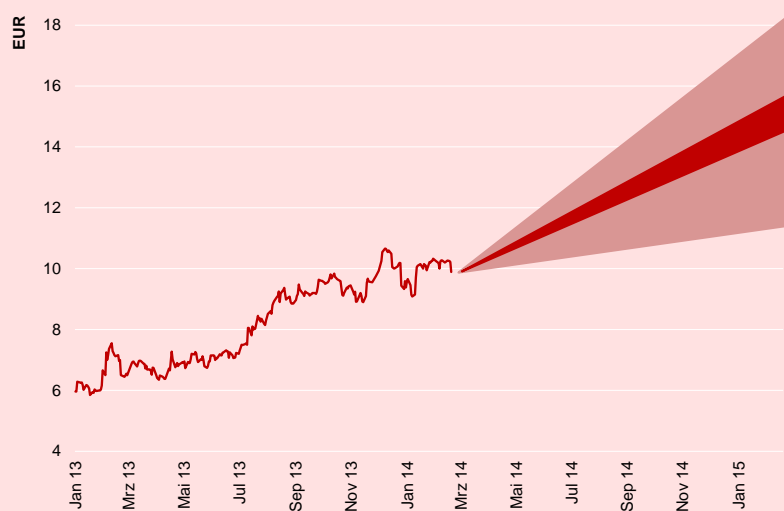
Szenario könnte sich beispielsweise aus einem noch erfolgreicherem Ausbau des Filialgeschäfts ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 2,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 10,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 2,90 auf EUR 18,00 je Aktie anheben.

Bestätigung des Buy-Ratings, Anhebung des Kursziels auf EUR 15,10 von EUR 14,80 je Aktie

In den vergangenen zwölf Monaten hat die Aktie der Adler Modemärkte DAX (42,5%) wie SDAX (39,9%) outperformt. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer 4,9%igen Dividendenrendite (auf Basis des Vorschlags der Verwaltung für die bevorstehende HV) sehen wir noch erhebliches weiteres Kurspotenzial und bestätigen daher unser Buy-Rating.

Eine Dividendenrendite von aktuell 4,9% (2013) unterstützt unser Buy-Rating

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 15,10 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 11,40) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 18,00) gelingt die Ertragsverbesserung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 15,10 je Aktie

Bei Erreichung unseres Kurszieles wäre die Adler Modemärkte-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

| X | Bewertung zu aktuellem Kurs | | Bewertung zu Kursziel EUR 15,10 | |
|-----------|-----------------------------|-------|---------------------------------|-------|
| | 2014e | 2015e | 2014e | 2015e |
| KGV | 11,5x | 9,4x | 16,9x | 13,8x |
| EV/Umsatz | 0,38x | 0,36x | 0,53x | 0,52x |
| EV/EBIT | 7,8x | 6,6x | 11,1x | 9,4x |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Adler Modemärkte in den kommenden Monaten sehen wir (1) in Meldungen über eine anhaltend positive Konsumentenstimmung, (2) in einem im Jahresvergleich verbesserten Ergebnis im ersten und zweiten Quartal.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

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 Li-

quiditätsbelastung aus Rabattansprüchen der Adler-Kundenkarte.

Unternehmensprofil

Mit derzeit 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. Rund 90% der Umsätze erwirtschaftet Adler Modemärkte mit Eigenmarken, insbesondere Bexleys. Über Fremdmarken 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 Mono-Karten in Deutschland zählt.

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.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2015e

| | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoumsatz | EUR Mio. | 506,1 | 528,6 | 541,9 | 558,9 |
| YoY | % | 6,2% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Materialaufwand | EUR Mio. | -238,2 | -234,9 | -245,3 | -252,2 |
| in % der Nettoerlöse | % | -47,1% | -44,4% | -45,3% | -45,1% |
| Rohertag | EUR Mio. | 267,9 | 293,7 | 296,6 | 306,7 |
| in % der Nettoerlöse | % | 52,9% | 55,6% | 54,7% | 54,9% |
| YoY | % | 9,1% | 9,6% | 1,0% | 3,4% |
| Sonstige betriebliche Erträge | EUR Mio. | 7,8 | 7,7 | 8,0 | 8,4 |
| in % der Nettoerlöse | % | 1,5% | 1,4% | 1,5% | 1,5% |
| Personalaufwand | EUR Mio. | -85,4 | -92,0 | -96,7 | -100,2 |
| in % der Nettoerlöse | % | -16,9% | -17,4% | -17,8% | -17,9% |
| Abschreibungen | EUR Mio. | -15,0 | -14,0 | -14,5 | -15,3 |
| in % der Nettoerlöse | % | -3,0% | -2,6% | -2,7% | -2,7% |
| 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 | -166,5 | -167,3 | -169,0 |
| in % der Nettoerlöse | % | -30,6% | -31,5% | -30,9% | -30,2% |
| EBITDA | EUR Mio. | 35,5 | 42,9 | 40,7 | 45,9 |
| in % der Nettoerlöse | % | 7,0% | 8,1% | 7,5% | 8,2% |
| YoY | % | 13,8% | 20,8% | -5,0% | 12,8% |
| EBIT | EUR Mio. | 20,5 | 28,9 | 26,2 | 30,7 |
| in % der Nettoerlöse | % | 4,0% | 5,5% | 4,8% | 5,5% |
| YoY | % | 25,0% | 41,1% | -9,4% | 17,1% |
| Finanzergebnis | EUR Mio. | -4,3 | -4,3 | -3,1 | -2,3 |
| Zinserträge | EUR Mio. | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zinsaufwendungen | EUR Mio. | -4,5 | -4,4 | -3,2 | -2,4 |
| EBT | EUR Mio. | 16,2 | 24,6 | 23,1 | 28,4 |
| in % der Nettoerlöse | % | 3,2% | 4,7% | 4,3% | 5,1% |
| YoY | % | 25,4% | 52,3% | -6,1% | 22,7% |
| 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 | -6,0 | -7,4 | -9,1 |
| in % des EBT | % | -37,6% | -24,5% | -32,0% | -32,0% |
| Konzernjahresüberschuss | EUR Mio. | 10,1 | 18,6 | 15,7 | 19,3 |
| in % der Nettoerlöse | % | 2,0% | 3,5% | 2,9% | 3,4% |
| YoY | % | 18,5% | 84,4% | -15,4% | 22,7% |
| Anzahl Aktien | Mio. | 18,5 | 17,6 | 17,6 | 17,6 |
| EPS | EUR | 0,54 | 1,05 | 0,89 | 1,09 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014e)

| | | Q1/14e | Q2/14e | H1/14e | Q3/14e | 9M/14e | Q4/14e | 2014e |
|------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoumsatz | EUR Mio. | 107,3 | 146,7 | 254,0 | 121,9 | 375,8 | 166,0 | 541,9 |
| YoY | % | 2,8% | 2,3% | 2,5% | 2,1% | 2,4% | 2,8% | 2,5% |
| Materialaufwand | EUR Mio. | -55,2 | -64,2 | -119,4 | -58,3 | -177,6 | -67,7 | -245,3 |
| in % der Nettoerlöse | % | -51,5% | -43,7% | -47,0% | -47,8% | -47,3% | -40,8% | -45,3% |
| Rohertag | EUR Mio. | 52,0 | 82,6 | 134,6 | 63,6 | 198,2 | 98,4 | 296,6 |
| in % der Nettoerlöse | % | 48,5% | 56,3% | 53,0% | 52,2% | 52,7% | 59,2% | 54,7% |
| YoY | % | 0,7% | 0,8% | 0,7% | 0,3% | 0,6% | 1,8% | 1,0% |
| Sonstige betriebliche Erträge | EUR Mio. | 1,5 | 1,5 | 3,1 | 1,9 | 4,9 | 3,1 | 8,0 |
| in % der Nettoerlöse | % | 1,4% | 1,0% | 1,2% | 1,5% | 1,3% | 1,9% | 1,5% |
| Personalaufwand | EUR Mio. | -24,9 | -25,1 | -50,1 | -22,9 | -73,0 | -23,7 | -96,7 |
| in % der Nettoerlöse | % | -23,2% | -17,1% | -19,7% | -18,8% | -19,4% | -14,3% | -17,8% |
| Abschreibungen | EUR Mio. | -3,6 | -3,6 | -7,2 | -3,6 | -10,8 | -3,7 | -14,5 |
| in % der Nettoerlöse | % | -3,4% | -2,5% | -2,8% | -3,0% | -2,9% | -2,2% | -2,7% |
| 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. | -39,2 | -40,8 | -80,1 | -41,8 | -121,9 | -45,4 | -167,3 |
| in % der Nettoerlöse | % | -36,6% | -27,8% | -31,5% | -34,3% | -32,4% | -27,3% | -30,9% |
| EBITDA | EUR Mio. | -10,6 | 18,1 | 7,6 | 0,7 | 8,3 | 32,5 | 40,7 |
| in % der Nettoerlöse | % | -9,9% | 12,4% | 3,0% | 0,6% | 2,2% | 19,6% | 7,5% |
| YoY | % | 16,0% | -3,6% | -22,1% | -48,8% | -25,3% | 2,0% | -5,0% |
| EBIT | EUR Mio. | -14,2 | 14,6 | 0,4 | -2,9 | -2,6 | 28,7 | 26,2 |
| in % der Nettoerlöse | % | -13,2% | 9,9% | 0,1% | -2,4% | -0,7% | 17,3% | 4,8% |
| YoY | % | 12,7% | -5,4% | -87,0% | 37,5% | n/a | 1,8% | -9,4% |
| Finanzergebnis | EUR Mio. | -0,8 | -0,8 | -1,5 | -0,7 | -2,3 | -0,8 | -3,1 |
| 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 |
| EBT | EUR Mio. | -15,0 | 13,8 | -1,2 | -3,7 | -4,8 | 27,9 | 23,1 |
| in % der Nettoerlöse | % | -14,0% | 9,4% | -0,5% | -3,0% | -1,3% | 16,8% | 4,3% |
| YoY | % | 9,4% | -3,7% | n/a | 14,4% | 89,3% | 2,9% | -6,1% |
| 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. | 4,8 | -4,4 | 0,4 | 1,2 | 1,5 | -8,9 | -7,4 |
| in % des EBT | % | -32,0% | -32,0% | -32,0% | -32,0% | -32,0% | -32,0% | -32,0% |
| Konzernjahresüberschuss | EUR Mio. | -10,2 | 9,4 | -0,8 | -2,5 | -3,3 | 19,0 | 15,7 |
| in % der Nettoerlöse | % | -9,5% | 6,4% | -0,3% | -2,0% | -0,9% | 11,4% | 2,9% |
| YoY | % | -3,7% | -12,3% | n/a | 5,2% | 47,0% | -8,7% | -15,4% |
| Anzahl Aktien | Mio. | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 |
| EPS | EUR | -0,58 | 0,53 | -0,05 | -0,14 | -0,19 | 1,08 | 0,89 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2012-2015e

| | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|---|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva | | | | | |
| Immaterielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 5,9 | 6,2 | 7,6 | 8,8 |
| Sachanlagen | EUR Mio. | 64,7 | 72,2 | 76,2 | 80,2 |
| Grundstücke | EUR Mio. | 2,0 | 1,5 | 3,4 | 3,4 |
| Latente Steuern | EUR Mio. | 7,8 | 8,6 | 8,7 | 8,8 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | EUR Mio. | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Langfristige Vermögenswerte | EUR Mio. | 80,9 | 89,1 | 96,3 | 101,6 |
| Vorräte | EUR Mio. | 78,2 | 77,5 | 85,3 | 93,8 |
| DIO | d | 56 | 53 | 57 | 60 |
| Lagerumschlag | x | 1,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände | EUR Mio. | 9,0 | 7,1 | 7,8 | 8,6 |
| DSO | d | 6 | 5 | 5 | 6 |
| Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere | EUR Mio. | 42,1 | 54,5 | 51,0 | 55,2 |
| in % der Bilanzsumme | % | 20,0% | 23,9% | 21,2% | 21,3% |
| Eigene Anteile | EUR Mio. | 0,3 | 0,0 | 0,3 | 0,3 |
| Kurzfristige Vermögenswerte | EUR Mio. | 129,5 | 139,1 | 144,3 | 157,8 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 |
| Summa Aktiva | EUR Mio. | 210,5 | 228,4 | 240,6 | 259,4 |
| Passiva | | | | | |
| 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 | -1,6 | -1,6 | -1,6 |
| Bilanzgewinn/-verlust | EUR Mio. | -57,1 | -43,4 | -35,6 | -25,1 |
| Anteile anderer Gesellschafter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigenkapital | EUR Mio. | 79,9 | 92,0 | 99,8 | 110,3 |
| Eigenkapitalquote | % | 38,0% | 40,3% | 41,5% | 42,5% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten | EUR Mio. | 3,8 | 3,5 | 3,9 | 4,3 |
| Rückstellungen | EUR Mio. | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 1,8 |
| Latente Steuern | EUR Mio. | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,3 | 2,5 | 2,8 | 3,1 |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing | EUR Mio. | 41,1 | 48,6 | 53,4 | 58,8 |
| Rückstellungen für Pensionen | EUR Mio. | 4,1 | 5,9 | 6,5 | 7,2 |
| Summe Langfristige Schulden | EUR Mio. | 51,8 | 62,1 | 68,3 | 75,2 |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten | EUR Mio. | 15,8 | 10,3 | 6,8 | 4,4 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | EUR Mio. | 33,8 | 34,2 | 34,5 | 34,9 |
| in % der Erlöse | % | 6,7% | 6,5% | 6,4% | 6,2% |
| Sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 2,5 | 3,6 | 5,1 | 7,2 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle) | EUR Mio. | 17,5 | 19,5 | 21,7 | 24,2 |
| Steuerschulden | EUR Mio. | 1,5 | 1,3 | 0,5 | 0,5 |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing | EUR Mio. | 7,6 | 5,4 | 3,9 | 2,8 |
| Summe kurzfristige Schulden | EUR Mio. | 78,8 | 74,3 | 72,5 | 74,0 |
| Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summe Passiva | EUR Mio. | 210,5 | 228,4 | 240,6 | 259,4 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | |

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2015e

| | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|---|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Aktiva | | | | | |
| Immaterielle Vermögenswerte | % | 2,8% | 2,7% | 3,1% | 3,4% |
| Sachanlagen | % | 30,8% | 31,6% | 31,7% | 30,9% |
| Grundstücke | % | 1,0% | 0,7% | 1,4% | 1,3% |
| Latente Steuern | % | 3,7% | 3,8% | 3,6% | 3,4% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | % | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Langfristige Vermögenswerte | % | 38,5% | 39,0% | 40,0% | 39,2% |
| Vorräte | % | 37,1% | 33,9% | 35,4% | 36,2% |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände | % | 4,3% | 3,1% | 3,2% | 3,3% |
| Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere | % | 20,0% | 23,9% | 21,2% | 21,3% |
| Eigene Anteile | % | 0,1% | 0,0% | 0,1% | 0,1% |
| Kurzfristige Vermögenswerte | % | 61,5% | 60,9% | 60,0% | 60,8% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte | % | 0,0% | 0,1% | 0,0% | 0,0% |
| Summa Aktiva | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Passiva | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | % | 8,4% | 7,7% | 7,3% | 6,8% |
| Kapitalrücklage | % | 56,7% | 52,3% | 49,6% | 46,0% |
| Gewinnrücklagen | % | 0,0% | -0,7% | -0,7% | -0,6% |
| Bilanzgewinn/-verlust | % | -27,1% | -19,0% | -14,8% | -9,7% |
| Anteile anderer Gesellschafter | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eigenkapital | % | 38,0% | 40,3% | 41,5% | 42,5% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten | % | 1,8% | 1,5% | 1,6% | 1,6% |
| Rückstellungen | % | 0,6% | 0,6% | 0,7% | 0,7% |
| Latente Steuern | % | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 0,6% | 1,1% | 1,2% | 1,2% |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing | % | 19,5% | 21,3% | 22,2% | 22,6% |
| Rückstellungen für Pensionen | % | 2,0% | 2,6% | 2,7% | 2,8% |
| Summe Langfristige Schulden | % | 24,6% | 27,2% | 28,4% | 29,0% |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten | % | 7,5% | 4,5% | 2,8% | 1,7% |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | % | 16,0% | 14,9% | 14,4% | 13,5% |
| Sonstige Rückstellungen | % | 1,2% | 1,6% | 2,1% | 2,8% |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle) | % | 8,3% | 8,5% | 9,0% | 9,3% |
| Steuerschulden | % | 0,7% | 0,6% | 0,2% | 0,2% |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing | % | 3,6% | 2,4% | 1,6% | 1,1% |
| Summe kurzfristige Schulden | % | 37,4% | 32,5% | 30,1% | 28,5% |
| Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Summe Passiva | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-15e

| | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|---|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss vor Steuern | EUR Mio. | 16,2 | 24,6 | 23,1 | 28,4 |
| Abschreibungen | EUR Mio. | 15,0 | 14,0 | 14,5 | 15,3 |
| Zuschreibungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ langfristige Rückstellungen | EUR Mio. | -0,1 | 2,0 | 0,7 | 0,8 |
| 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 |
| Cashflow | EUR Mio. | 31,5 | 40,6 | 38,4 | 44,4 |
| Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist. | EUR Mio. | -6,6 | 2,5 | -8,5 | -9,3 |
| Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist. | EUR Mio. | 4,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Δ Working Capital | EUR Mio. | 0,4 | 1,0 | 1,5 | 2,1 |
| Gezahlte Zinsen | EUR Mio. | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zinsergebnis | EUR Mio. | 4,3 | 4,3 | 3,1 | 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 | -8,3 | -9,2 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | 0,0 | -0,9 | 0,0 | 0,0 |
| Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit | EUR Mio. | 30,7 | 40,9 | 26,6 | 30,8 |
| YoY | % | 247,4% | 33,4% | -34,9% | 15,7% |
| Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 1,5 | 1,9 | 0,0 | 0,0 |
| Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV | EUR Mio. | -30,1 | -21,3 | -21,7 | -20,5 |
| 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 | 10,2 | 0,0 | 0,0 |
| Investiver Cashflow | EUR Mio. | -9,7 | -9,2 | -21,7 | -20,5 |
| YoY | % | -26,5% | -5,7% | 137,3% | -5,8% |
| Free Cashflow | EUR Mio. | 21,0 | 31,8 | 4,9 | 10,4 |
| YoY | % | -578,4% | 51,6% | -84,6% | 111,3% |
| 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 | -7,9 | -8,8 |
| Erwerb eigener Anteile | EUR Mio. | -5,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Bankverbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,1 | -2,6 | -0,8 | 0,8 |
| Saldo aus Finanzierungsleasing | EUR Mio. | 11,6 | 5,3 | 3,3 | 4,2 |
| Auszahlung für Minderheitsgesellschafter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -26,6 | -14,6 | -3,1 | -2,3 |
| Finanzierungscashflow | EUR Mio. | -18,9 | -19,4 | -8,5 | -6,1 |
| YoY | % | -264,8% | 2,5% | -56,2% | -27,9% |
| Δ Liquidität | EUR Mio. | 2,1 | 12,4 | -3,6 | 4,2 |
| Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres | EUR Mio. | 40,0 | 42,1 | 54,5 | 51,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres | EUR Mio. | 42,1 | 54,5 | 51,0 | 55,2 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | |

DCF-Modell

| | | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | TV |
|--|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoumsatz | EUR Mio. | 541,9 | 558,9 | 574,7 | 588,9 | 601,3 | 612,5 | 622,9 | 633,1 | 643,3 | 653,6 | 664,0 | 674,6 |
| Umsatzwachstum | % | 2,5% | 3,1% | 2,8% | 2,5% | 2,1% | 1,9% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| EBIT | EUR Mio. | 26,2 | 30,7 | 32,4 | 34,1 | 35,7 | 37,3 | 38,9 | 40,4 | 42,1 | 43,7 | 45,4 | 47,2 |
| EBIT-Marge (Nettoumsatz) | % | 4,8% | 5,5% | 5,6% | 5,8% | 5,9% | 6,1% | 6,2% | 6,4% | 6,5% | 6,7% | 6,8% | 7,0% |
| Steuerquote (τ) | % | 32,0% | 32,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| EBIT(1-τ) | EUR Mio. | 17,8 | 20,9 | 22,7 | 23,9 | 25,0 | 26,1 | 27,2 | 28,3 | 29,4 | 30,6 | 31,8 | 33,1 |
| Reinvestment | EUR Mio. | -29,8 | -29,4 | -20,7 | -14,4 | -10,5 | -8,3 | -7,3 | -6,9 | -6,8 | -6,9 | -7,0 | -8,0 |
| FCFF | EUR Mio. | -12,0 | -8,5 | 1,9 | 9,5 | 14,5 | 17,8 | 19,9 | 21,4 | 22,6 | 23,7 | 24,8 | 25,1 |
| WACC | % | 5,8% | 5,8% | 5,9% | 6,0% | 6,1% | 6,2% | 6,3% | 6,3% | 6,4% | 6,5% | 6,6% | 6,6% |
| Diskontierungssatz | % | 100,0% | 94,5% | 89,2% | 84,2% | 79,3% | 74,7% | 70,3% | 66,1% | 62,1% | 58,3% | 54,7% | |
| PV FCFF | EUR Mio. | -12,0 | -8,1 | 1,7 | 8,0 | 11,5 | 13,3 | 14,0 | 14,2 | 14,1 | 13,8 | 13,6 | |
| | | | | | | | | | Langfristige Wachstumsrate | | | | |
| PV Terminal Value | EUR Mio. | 195,1 | | | | | 1,0% | 1,2% | 1,4% | 1,6% | 1,8% | 2,0% | 2,2% |
| PV Cashflow Detailplanung | EUR Mio. | 84,1 | | | | | 4,0% | 11,40 | 11,00 | 10,70 | 10,30 | 10,00 | 9,60 |
| Summe der Barwerte | EUR Mio. | 279,2 | | | | | 5,0% | 13,10 | 12,70 | 12,30 | 11,90 | 11,50 | 11,10 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 67,9 | | | | | 6,0% | 14,70 | 14,30 | 13,90 | 13,50 | 13,10 | 12,60 |
| Liquidität | EUR Mio. | 54,5 | | | | | 7,0% | 16,40 | 16,00 | 15,50 | 15,10 | 14,60 | 14,10 |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 265,9 | | | | | 8,0% | 18,10 | 17,70 | 17,20 | 16,70 | 16,20 | 15,60 |
| Anzahl ausstehender Aktien | Mio. | 17,6 | | | | | 9,0% | 19,80 | 19,30 | 18,80 | 18,30 | 17,70 | 17,10 |
| Wert des Eigenkapitals je Aktie | EUR | 15,10 | | | | | 10,0% | 21,50 | 21,00 | 20,40 | 19,80 | 19,20 | 18,60 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2007-2015e

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz (netto) | EUR Mio. | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
| Deutschland | EUR Mio. | 473,2 | 394,8 | 332,0 | 356,2 | 382,1 | 410,1 | 432,1 | 441,1 | 454,7 |
| Österreich | EUR Mio. | 0,0 | 65,9 | 60,9 | 74,6 | 79,1 | 80,1 | 78,6 | 80,6 | 83,0 |
| Luxemburg | EUR Mio. | 0,0 | 13,9 | 13,0 | 14,0 | 15,3 | 15,5 | 16,3 | 16,9 | 17,7 |
| Schweiz | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 1,7 | 3,3 | 3,5 |
| Anteil | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Deutschland | % | 100,0% | 83,2% | 81,8% | 80,1% | 80,2% | 81,0% | 81,7% | 81,4% | 81,4% |
| Österreich | % | 0,0% | 13,9% | 15,0% | 16,8% | 16,6% | 15,8% | 14,9% | 14,9% | 14,8% |
| Luxemburg | % | 0,0% | 2,9% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,1% | 3,1% | 3,1% | 3,2% |
| Schweiz | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,3% | 0,6% | 0,6% |
| YoY | % | n/a | 0,3% | -14,5% | 9,6% | 7,1% | 6,2% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Deutschland | % | n/a | -16,6% | -15,9% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 5,4% | 2,1% | 3,1% |
| Österreich | % | n/a | n/a | -7,6% | 22,5% | 6,1% | 1,2% | -1,9% | 2,5% | 3,0% |
| Luxemburg | % | n/a | n/a | -6,8% | 8,1% | 9,5% | 1,0% | 4,9% | 4,0% | 4,5% |
| Schweiz | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 312,5% | 101,9% | 5,0% |
| Umsatz (netto) | EUR Mio. | n/a | 563,0 | 486,6 | 534,7 | 564,5 | 506,1 | 528,6 | 541,9 | 558,9 |
| Damen | EUR Mio. | n/a | 290,9 | 246,4 | 260,8 | 279,8 | 242,9 | 253,7 | 260,1 | 268,3 |
| Herren | EUR Mio. | n/a | 166,8 | 146,3 | 150,0 | 154,0 | 136,6 | 142,7 | 146,3 | 150,9 |
| Lingerie | EUR Mio. | n/a | 55,5 | 48,8 | 54,1 | 58,8 | 50,6 | 52,9 | 54,2 | 55,9 |
| Accessoires | EUR Mio. | n/a | 49,8 | 45,1 | 69,8 | 71,9 | 75,9 | 79,3 | 81,3 | 83,8 |
| Anteil | % | n/a | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| 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% |
| YoY | % | n/a | n/a | -13,6% | 9,9% | 5,6% | -10,3% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Damen | % | n/a | n/a | -15,3% | 5,8% | 7,3% | -13,2% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Herren | % | n/a | n/a | -12,3% | 2,5% | 2,7% | -11,3% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Lingerie | % | n/a | n/a | -12,0% | 10,8% | 8,7% | -14,0% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Accessoires | % | n/a | n/a | -9,6% | 54,9% | 3,0% | 5,7% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Umsatz (netto) | EUR Mio. | n/a | 474,6 | 405,8 | 444,8 | 476,6 | 506,1 | 528,6 | 541,9 | 558,9 |
| Eigenmarken | EUR Mio. | n/a | 459,6 | 389,2 | 421,6 | 429,4 | 455,5 | 471,0 | 478,0 | 488,1 |
| Fremdmarken | EUR Mio. | n/a | 15,0 | 16,6 | 23,2 | 47,2 | 50,6 | 57,6 | 63,9 | 70,8 |
| Anteil | % | n/a | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| 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% |
| YoY | % | n/a | n/a | -14,5% | 9,6% | 7,1% | 6,2% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| Eigenmarken | % | n/a | n/a | -15,3% | 8,3% | 1,8% | 6,1% | 3,4% | 1,5% | 2,1% |
| Fremdmarken | % | n/a | n/a | 10,7% | 39,8% | 103,4% | 7,2% | 13,9% | 10,9% | 10,9% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2007-2015e

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|-----------------------------------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Anzahl Modemärkte | | 124 | 121 | 123 | 134 | 162 | 169 | 171 | 173 | 175 |
| 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 |
| Nettoveränderung | | n/a | -3 | 2 | 12 | 28 | 7 | 2 | 2 | 2 |
| 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% | 3,2% | 1,3% | 2,0% |
| 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 | 1.929 | 1.954 | 1.991 |
| Rohhertrag je qm | EUR | n/a | n/a | 1.003 | 1.101 | 948 | 989 | 1.072 | 1.069 | 1.093 |
| LFL-Umsätze (YoY) | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 1,0% | -2,5% | 3,6% | 3,5% | 2,5% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I (2012-2015e)

| | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|---|----------|-------|-------|--------|-------|
| Key Data | | | | | |
| Nettoumsatz | EUR Mio. | 506,1 | 528,6 | 541,9 | 558,9 |
| Rohhertrag | EUR Mio. | 267,9 | 293,7 | 296,6 | 306,7 |
| EBITDA | EUR Mio. | 35,5 | 42,9 | 40,7 | 45,9 |
| EBIT | EUR Mio. | 20,5 | 28,9 | 26,2 | 30,7 |
| EBT | EUR Mio. | 16,2 | 24,6 | 23,1 | 28,4 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | 10,1 | 18,6 | 15,7 | 19,3 |
| Anzahl Mitarbeiter | | 4.390 | 4.294 | 4.344 | 4.394 |
| Je Aktie | | | | | |
| Kurs Hoch | EUR | 6,60 | 9,93 | | |
| Kurs Tief | EUR | 4,01 | 4,84 | | |
| Durchschnitts-/Schlusskurs | EUR | 5,27 | 7,57 | 10,25 | 10,25 |
| EPS | EUR | 0,54 | 1,05 | 0,89 | 1,09 |
| CFPS | EUR | 1,68 | 2,19 | 2,14 | 2,48 |
| BVPS | EUR | 4,32 | 5,22 | 5,66 | 6,26 |
| NAV | EUR | 4,32 | 5,22 | 5,66 | 6,26 |
| Dividende | EUR | 0,40 | 0,45 | 0,50 | 0,55 |
| Kursziel | EUR | | | | 15,10 |
| Performance bis Kursziel | % | | | | 47,3% |
| Profitabilitätskennzahlen | | | | | |
| Rohertragsmarge | % | 52,9% | 55,6% | 54,7% | 54,9% |
| EBITDA-Marge | % | 7,0% | 8,1% | 7,5% | 8,2% |
| EBIT-Marge | % | 4,0% | 5,5% | 4,8% | 5,5% |
| EBT-Marge | % | 3,2% | 4,7% | 4,3% | 5,1% |
| Netto-Marge | % | 2,0% | 3,5% | 2,9% | 3,4% |
| FCF-Marge | % | 4,1% | 6,0% | 0,9% | 1,9% |
| ROE | % | 13,0% | 21,6% | 16,4% | 18,4% |
| ROCE | % | 19,5% | 22,6% | 19,5% | 20,0% |
| CE/Umsatz | % | 24,5% | 24,4% | 26,3% | 28,0% |
| NWC/Umsatz | % | 10,5% | 9,5% | 10,8% | 12,1% |
| Pro-Kopf-Umsatz | kEUR | 115,3 | 123,1 | 124,7 | 127,2 |
| Pro-Kopf-EBIT | kEUR | 4,7 | 6,7 | 6,0 | 7,0 |
| DSO | d | 6 | 5 | 5 | 6 |
| Inventory days | d | 56 | 53 | 57 | 60 |
| Capex/Umsatz | % | 5,9% | 4,0% | 4,0% | 3,7% |
| Wachstumsraten | | | | | |
| Nettoumsatz | % | 6,2% | 4,5% | 2,5% | 3,1% |
| EBITDA | % | 13,8% | 20,8% | -5,0% | 12,8% |
| EBIT | % | 25,0% | 41,1% | -9,4% | 17,1% |
| EBT | % | 25,4% | 52,3% | -6,1% | 22,7% |
| Nettoergebnis | % | 18,5% | 84,4% | -15,4% | 22,7% |
| EPS | % | 18,5% | 93,7% | -15,4% | 22,7% |
| CFPS | % | 12,5% | 30,1% | -2,4% | 15,9% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | |

Auf einen Blick II (2012-2015e)

| Bilanzkennzahlen | | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e |
|---|----------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 80,9 | 89,1 | 96,3 | 101,6 |
| Umlaufvermögen | EUR Mio. | 129,5 | 139,1 | 144,3 | 157,8 |
| Eigenkapital | EUR Mio. | 79,9 | 92,0 | 99,8 | 110,3 |
| Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 130,5 | 136,4 | 140,8 | 149,2 |
| Anlagenintensität | % | 30,8% | 31,6% | 31,7% | 30,9% |
| EK-Quote | % | 38,0% | 40,3% | 41,5% | 42,5% |
| Gearing (Nettoverschuldung/EK) | % | 32,9% | 14,5% | 17,0% | 13,6% |
| Bruttoverschuldung/EBIT | x | 1,0 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| Working Capital | EUR Mio. | 53,4 | 50,5 | 58,5 | 67,5 |
| Capital Employed | EUR Mio. | 124,0 | 128,9 | 142,3 | 156,4 |
| Enterprise Value | | | | | |
| Anzahl Aktien | Mio. | 18,5 | 17,6 | 17,6 | 17,6 |
| Marktkapitalisierung (Durchschnitt) | EUR Mio. | 97,5 | 133,4 | 180,6 | 180,6 |
| Marktkapitalisierung (Hoch) | EUR Mio. | 122,2 | 175,0 | | |
| Marktkapitalisierung (Tief) | EUR Mio. | 74,2 | 85,3 | | |
| Nettoverschuldung | EUR Mio. | 26,3 | 13,3 | 17,0 | 15,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 4,1 | 5,9 | 6,5 | 7,2 |
| Anteile Dritter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Enterprise Value (Durchschnitt) | EUR Mio. | 128,0 | 152,7 | 204,1 | 202,8 |
| Enterprise Value (Hoch) | EUR Mio. | 152,6 | 194,3 | | |
| Enterprise Value (Tief) | EUR Mio. | 104,6 | 104,6 | | |
| Free Float | % | 56,6% | 41,3% | 46,1% | 46,1% |
| Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt) | EUR Mio. | 55,2 | 55,1 | 83,3 | 83,3 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | |
| EV/Umsatz (Durchschnitt) | x | 0,25 | 0,29 | 0,38 | 0,36 |
| EV/Umsatz (Hoch) | x | 0,30 | 0,37 | | |
| EV/Umsatz (Tief) | x | 0,21 | 0,20 | | |
| EV/EBITDA (Durchschnitt) | x | 3,6 | 3,6 | 5,0 | 4,4 |
| EV/EBITDA (Hoch) | x | 4,3 | 4,5 | | |
| EV/EBITDA (Tief) | x | 2,9 | 2,4 | | |
| EV/EBIT (Durchschnitt) | x | 6,2 | 5,3 | 7,8 | 6,6 |
| EV/EBIT (Hoch) | x | 7,4 | 6,7 | | |
| EV/EBIT (Tief) | x | 5,1 | 3,6 | | |
| KGV (Durchschnitt) | x | 9,7 | 7,2 | 11,5 | 9,4 |
| KGV (Hoch) | x | 12,1 | 9,4 | | |
| KGV (Tief) | x | 7,4 | 4,6 | | |
| KCF (Durchschnitt) | x | 3,1 | 3,5 | 4,8 | 4,1 |
| KCF (Hoch) | x | 3,9 | 4,5 | | |
| KCF (Tief) | x | 2,4 | 2,2 | | |
| KBV (Durchschnitt) | x | 1,2 | 1,4 | 1,8 | 1,6 |
| KBV (Hoch) | x | 1,5 | 1,9 | | |
| KBV (Tief) | x | 0,9 | 0,9 | | |
| FCF-Yield | % | 21,5% | 23,8% | 2,7% | 5,7% |
| Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis) | % | 73,5% | 42,7% | 56,1% | 50,3% |
| Dividendenrendite | % | 7,6% | 5,9% | 4,9% | 5,4% |
| Cashflow | | | | | |
| Operativer Cashflow | EUR Mio. | 30,7 | 40,9 | 26,6 | 30,8 |
| Investiver Cashflow | EUR Mio. | -9,7 | -9,2 | -21,7 | -20,5 |
| Free Cashflow | EUR Mio. | 21,0 | 31,8 | 4,9 | 10,4 |
| Finanz-Cashflow | EUR Mio. | -18,9 | -19,4 | -8,5 | -6,1 |

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



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) |
|------------|-----------|-------------------|-----------------------------------|
| 21.03.2014 | EUR 15,10 | Buy | 1; 8 |
| 20.02.2014 | EUR 14,80 | Buy | 1; 8 |
| 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.