

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 12,65

Kursziel: EUR 16,50 (vorher: EUR 15,80)

Attraktive und wertschöpfende Übernahme

Die Übernahme der Bekleidungshaus Kressner GmbH & Co. KG ist für Adler Modemärkte nach unserer Einschätzung attraktiv und wertschöpfend zugleich. In den vergangenen zwölf Monaten hat die Aktie der Adler Modemärkte mit einem Plus von 31,9% DAX (+5,1% YoY) und SDAX (+4,1%) deutlich outperformat. Vor dem Hintergrund der im Peergroup-Vergleich nach wie vor attraktiven Bewertung und angesichts einer 4,0%-igen Dividendenrendite (auf Basis unserer Ausschüttungserwartungen für das laufende Geschäftsjahr) sehen wir noch erhebliches weiteres Kurspotenzial und bestätigen daher unser Buy-Rating.

Übernahme von Kressner zum Jahresanfang 2015

Adler Modemärkte übernimmt alle Anteile am Bekleidungs- haus Kressner, das in Hessen, NRW, Rheinland-Pfalz, Sachsen und Thüringen insgesamt neun Mom and Pop-Shops betreibt. Die Übergabe der Geschäftsanteile wird voraussichtlich Anfang des kommenden Jahres abgeschlossen sein. Mit Ausnahme eines Standorts, der Ende 2015 geschlossen werden wird, werden anschließend alle Kressner-Filialen sukzessive umfirmiert und unter dem Adler-Logo weitergeführt.

Idealer Übernahmekandidat

Die Übernahme des vor über 30 Jahren gegründete Einzelhandelsunternehmens ist für Adler Modemärkte aus folgenden Gründen attraktiv: **(1)** Mit einer gesamten Verkaufsfläche von 20.000 m² (entsprechend ca. 2.200 m² pro Laden) sind die Kressner-Modemärkte ein attraktives und innerhalb der Zielgruppe etabliertes Filial-Portfolio an großen Verkaufsflächen, das sonst am Markt nur schwer verfügbar ist und wenn, dann nur zu deutlich schlechteren (Miet-)Konditionen. **(2)** Abgesehen von Wetzlar befindet sich kein Standort von Kressner in nächster Nähe zu einem Adler Modemarkt, so dass keine Kannibalisierungseffekte zu befürchten sind; Angaben gemäß sind die Kressner-Standorte für Adler Modemärkte so attraktiv, dass diese dort auch ohne die Übernahme von Kressner früher oder später eigene Märkte eröffnet hätte. **(3)** Verkäufer ist neben der Gründerfamilie die REWE Beteiligungs-Holding National GmbH; die häufig unmittelbare Nähe zu REWE-Märkten bringt eine deutlich höhere Frequenz von potenziellen Käufern mit sich als andere Standorte. **(4)** Rund 70% der Umsätze werden über 100.000 ausgegebene „Kressner Freunde“-Kundenkarten abgewickelt, damit bieten sich Synergien zur Adler Kundenkarte.

Kaufpreis auf rund EUR 8,0 Mio. geschätzt

Über die Konditionen der Übernahme haben die Beteiligten Stillschweigen vereinbart. Wir gehen davon aus, dass der Kaufpreis inklusive Nettoverschuldung, Kosten für die Umflagung und eventuell anfallende Abfindungszahlungen nicht höher ausfallen wird, als wenn Adler die acht Modemärkte selbst eröffnet hätte. Bei Neueröffnungen fallen üblicherweise Investitionen für Sachanlagen in Höhe von 250 EUR/m² und für Working Capital in Höhe von EUR 0,5 Mio. pro Ladengeschäft an. Damit errechnet sich ein geschätzter Kaufpreis (debt and cash free) für die acht Kressner-Modemärkte von etwa EUR 8,0 Mio.

WKN/ISIN: A1H8MU/DE000A1H8MU2
Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share, GEX
Transparenzlevel: Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 18,5 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 234,2 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 30.000 Stück
Jahresabschluss 2014: 19.03.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014e	2015e	2016e
Nettoumsatz	528,6	542,6	586,1	634,1
EBITDA	42,9	41,3	41,5	47,8
EBIT	28,9	26,1	25,6	30,2
EBT	24,6	21,6	22,2	27,4
EAT	18,6	14,6	15,5	18,6

% vom Umsatz	2013	2014e	2015e	2016e
EBITDA	8,1	7,6	7,1	7,5
EBIT	5,5	4,8	4,4	4,8
EBT	4,7	4,0	3,8	4,3
EAT	3,5	2,7	2,6	2,9

Je Aktie/EUR	2013	2014e	2015e	2016e
EPS	1,05	0,79	0,84	1,01
Dividende	0,45	0,50	0,55	0,60
Buchwert	5,22	5,82	6,15	6,60
Cashflow	2,19	1,99	2,06	2,43

%	2013	2014e	2015e	2016e
EK-Quote	40,3%	43,8%	44,4%	45,1%
Gearing	14,5%	10,3%	18,5%	21,6%

x	2013	2014e	2015e	2016e
KGV	7,2	16,1	15,1	12,6
EV/Umsatz	0,29	0,46	0,45	0,42
EV/EBIT	5,3	9,6	10,3	8,9
KBV	1,4	2,2	2,1	1,9

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

Anpassung unserer Prognosen

Durch die Übernahme der Mietverträge, die Angaben gemäß deutlich günstigere Konditionen aufweisen als derzeit marktüblich, und die hohe Attraktivität der Standorte ist die Übernahme für Adler Modemärkte nach unserer Einschätzung mittelfristig erheblich wertschöpfend. Zunächst führt der durch die Umfirmierung notwendige Abverkauf jedoch zu einer Belastung der Rohertragsmarge, die sich in Verbindung mit weiteren Einmalkosten auf einen mittleren einstelligen Mio.-Betrag summieren dürfte. Mit einem positiven EBITDA-Beitrag aus der Übernahme rechnet Adler Modemärkte in 2016, mit dem Break-even für das Jahr 2018. Wir haben daher unsere Prognosen für das folgende Geschäftsjahr angepasst und rechnen zukünftig mit folgender Entwicklung:

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2015e			2016e		
		neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Umsatz	EUR Mio.	586,1	562,1	4,3%	634,1	n/a	n/a
Rohertrag	EUR Mio.	320,2	309,3	3,5%	344,5	n/a	n/a
Rohertragsmarge	%	54,6%	55,0%	-0,4pp	54,3%	n/a	n/a
EBITDA	EUR Mio.	41,5	46,6	-10,9%	47,8	n/a	n/a
EBITDA-Marge	%	7,1%	8,3%	-1,2pp	7,5%	n/a	n/a
Nettoergebnis	EUR Mio.	15,6	19,0	-18,1%	18,9	n/a	n/a
EPS	EUR	0,84	1,03	-18,1%	1,02	n/a	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 16,50 (bislang 15,80) je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Adler Modemärkte (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Unternehmenswert von EUR 16,50 (bislang EUR 15,80) je Aktie ergibt. Dabei werden 81,4% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 18,6% aus den in der Grobplanungphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 16,50 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR Mio.	257,3
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	58,6
Summe PV	EUR Mio.	315,9
Finanzschulden	EUR Mio.	68,5
Cash	EUR Mio.	57,4
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	304,8
Anzahl Aktien	Mio.	18,5
Kursziel je Aktie	EUR	16,50

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

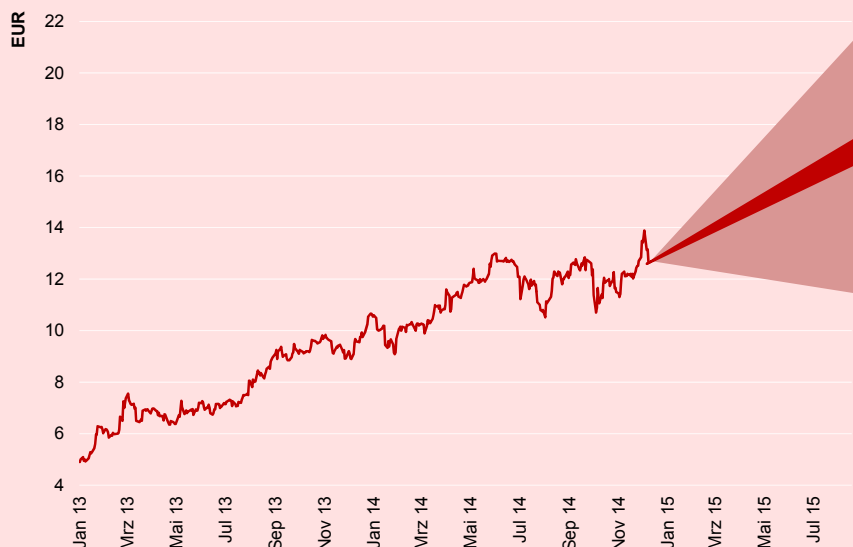
In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- 📉 **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 6,0% um 300 Basispunkte auf 3,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,1% von 0,7%. 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 Monaten erwartete Unternehmenswert von Adler Modemärkte bis auf EUR 10,50 je Aktie zurückgehen.
- 📈 **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben; dieses 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

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 10,50 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 21,30 je Aktie.

Value-Phase von 1,3% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 9,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 4,80 auf EUR 21,30 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 16,50 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 10,50) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 21,30) gelingt die Ertragsverbesserung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bewertung zum Kursziel von EUR 16,50 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 16,50	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	15,1x	12,6x	19,7x	16,4x
EV/Umsatz	0,45x	0,42x	0,57x	0,54x
EV/EBIT	10,3x	8,9x	13,0x	11,2x
KBV	2,1x	1,9x	2,7x	2,5x

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 weiteren strategischen Übernahmen bzw. einer anhaltend hohen Run-Rate von Neueröffnungen, (3) in einer im Jahresvergleich weiter verbesserten Rohertragsmarge.

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 Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen der Adler-Kundenkarte.

Unternehmensprofil

Mit derzeit 180 Modemärkten (davon 155 in Deutschland, 22 in Österreich, zwei in Luxemburg und einem in der Schweiz) 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.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2016e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	542,6	586,1	634,1
YoY	%	6,2%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-234,9	-245,8	-266,0	-289,6
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,4%	-45,3%	-45,4%	-45,7%
Rohertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	296,8	320,2	344,5
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,6%	54,7%	54,6%	54,3%
YoY	%	9,1%	9,6%	1,1%	7,9%	7,6%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	7,7	10,4	10,9	11,5
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,9%	1,9%	1,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-92,0	-95,7	-106,3	-113,2
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-17,4%	-17,6%	-18,1%	-17,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,0	-15,2	-15,9	-17,5
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,6%	-2,8%	-2,7%	-2,8%
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.	-154,8	-166,5	-170,2	-183,2	-195,0
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,5%	-31,4%	-31,3%	-30,7%
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,3	41,5	47,8
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	8,1%	7,6%	7,1%	7,5%
YoY	%	13,8%	20,8%	-3,6%	0,5%	15,0%
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,1	25,6	30,2
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	5,5%	4,8%	4,4%	4,8%
YoY	%	25,0%	41,1%	-9,5%	-2,1%	18,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-4,5	-3,4	-2,8
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,4	-4,6	-3,5	-2,9
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,6	22,2	27,4
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	4,7%	4,0%	3,8%	4,3%
YoY	%	25,4%	52,3%	-12,0%	2,6%	23,5%
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.	-6,1	-6,0	-7,1	-6,7	-8,8
in % des EBT	%	-37,6%	-24,5%	-32,8%	-30,3%	-32,0%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	10,1	18,6	14,6	15,5	18,6
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	3,5%	2,7%	2,6%	2,9%
YoY	%	18,5%	84,4%	-21,6%	6,3%	20,5%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,54	1,05	0,79	0,84	1,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014e)

		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14	9M/14	Q4/14e	2014e
Nettoumsatz	EUR Mio.	113,2	142,7	255,9	122,0	377,9	164,7	542,6
YoY	%	8,4%	-0,5%	3,3%	2,2%	2,9%	2,0%	2,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-54,9	-60,8	-115,7	-57,3	-173,0	-72,7	-245,8
in % der Nettoerlöse	%	-48,5%	-42,6%	-45,2%	-47,0%	-45,8%	-44,2%	-45,3%
Rohertrag	EUR Mio.	58,3	81,9	140,2	64,7	204,8	92,0	296,8
in % der Nettoerlöse	%	51,5%	57,4%	54,8%	53,0%	54,2%	55,8%	54,7%
YoY	%	12,7%	0,0%	4,9%	2,0%	4,0%	-4,9%	1,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,8	2,6	4,4	2,9	7,3	3,1	10,4
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	1,8%	1,7%	2,4%	1,9%	1,9%	1,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,2	-24,0	-48,3	-22,6	-70,9	-24,8	-95,7
in % der Nettoerlöse	%	-21,4%	-16,8%	-18,9%	-18,6%	-18,8%	-15,0%	-17,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,7	-3,9	-7,6	-3,9	-11,5	-3,7	-15,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,2%	-2,7%	-3,0%	-3,2%	-3,0%	-2,3%	-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.	-41,4	-42,0	-83,4	-39,5	-122,9	-47,3	-170,2
in % der Nettoerlöse	%	-36,6%	-29,4%	-32,6%	-32,4%	-32,5%	-28,7%	-31,4%
EBITDA	EUR Mio.	-5,6	18,5	12,9	5,4	18,3	23,0	41,3
in % der Nettoerlöse	%	-4,9%	12,9%	5,0%	4,4%	4,8%	14,0%	7,6%
YoY	%	-38,7%	-1,8%	32,7%	300,4%	65,4%	-27,6%	-3,6%
EBIT	EUR Mio.	-9,2	14,6	5,3	1,5	6,8	19,3	26,1
in % der Nettoerlöse	%	-8,2%	10,2%	2,1%	1,2%	1,8%	11,7%	4,8%
YoY	%	-26,4%	-5,0%	91,5%	n/a	937,5%	-31,6%	-9,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-2,5	-1,2	-3,7	-0,8	-4,5
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-2,5	-1,3	-3,8	-0,8	-4,6
EBT	EUR Mio.	-10,5	13,3	2,9	0,2	3,1	18,5	21,6
in % der Nettoerlöse	%	-9,2%	9,3%	1,1%	0,2%	0,8%	11,3%	4,0%
YoY	%	-23,3%	-6,8%	342,9%	n/a	n/a	-31,7%	-12,0%
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.	2,3	-3,7	-1,5	-0,2	-1,7	-5,4	-7,1
in % des EBT	%	-21,7%	-28,1%	-51,6%	-98,0%	-55,3%	-29,0%	-32,8%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-8,2	9,6	1,4	0,0	1,4	13,2	14,6
in % der Nettoerlöse	%	-7,2%	6,7%	0,5%	0,0%	0,4%	8,0%	2,7%
YoY	%	-22,3%	-10,2%	982,0%	n/a	n/a	-36,7%	-21,6%
Anzahl Aktien	Mio.	18,4	18,4	18,4	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,45	0,52	0,08	0,00	0,08	0,71	0,79

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2012-2016e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	6,2	7,3	8,4	9,7
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	72,2	74,9	82,3	86,3
Grundstücke	EUR Mio.	2,0	1,5	3,4	3,4	3,4
Latente Steuern	EUR Mio.	7,8	8,6	8,7	8,8	8,9
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	80,9	89,1	94,7	103,3	108,8
Vorräte	EUR Mio.	78,2	77,5	85,3	93,8	103,2
DIO	d	56	53	57	58	59
Lagerumschlag	x	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	9,0	7,1	7,8	8,6	9,4
DSO	d	6	5	5	5	5
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,1	54,5	57,4	50,5	49,7
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	23,9%	23,4%	19,7%	18,3%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	129,5	139,1	150,4	152,9	162,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Summa Aktiva	EUR Mio.	210,5	228,4	245,4	256,5	271,3
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	17,6	17,6	18,5	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	119,4	119,4	127,4	127,4	127,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-57,1	-43,4	-36,8	-30,5	-22,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	107,5	113,8	122,2
Eigenkapitalquote	%	38,0%	40,3%	43,8%	44,4%	45,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,8	3,5	3,2	3,5	3,8
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,5	1,6	1,8	1,9
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	2,5	2,8	3,1	3,4
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	41,1	48,6	53,4	58,8	64,6
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	4,1	5,9	6,5	7,2	7,9
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	51,8	62,1	67,6	74,4	81,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,3	6,6	4,3	2,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	34,2	34,9	35,6	36,4
in % der Erlöse	%	6,7%	6,5%	6,4%	6,1%	5,7%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	3,6	3,6	3,7	3,7
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	19,3	19,1	19,0
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	1,3	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	5,4	5,3	5,1	4,9
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	78,8	74,3	70,2	68,3	67,3
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	210,5	228,4	245,4	256,5	271,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2016e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%
Sachanlagen	%	30,8%	31,6%	30,5%	32,1%	31,8%
Grundstücke	%	1,0%	0,7%	1,4%	1,3%	1,2%
Latente Steuern	%	3,7%	3,8%	3,5%	3,4%	3,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,5%	39,0%	38,6%	40,3%	40,1%
Vorräte	%	37,1%	33,9%	34,8%	36,6%	38,0%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	3,1%	3,2%	3,3%	3,5%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	23,9%	23,4%	19,7%	18,3%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,5%	60,9%	61,3%	59,6%	59,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	7,7%	7,5%	7,2%	6,8%
Kapitalrücklage	%	56,7%	52,3%	51,9%	49,7%	47,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-19,0%	-15,0%	-11,9%	-8,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	38,0%	40,3%	43,8%	44,4%	45,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,8%	1,5%	1,3%	1,4%	1,4%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	21,3%	21,8%	22,9%	23,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
Summe Langfristige Schulden	%	24,6%	27,2%	27,6%	29,0%	30,2%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,5%	2,7%	1,7%	1,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	14,9%	14,2%	13,9%	13,4%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,5%	7,9%	7,5%	7,0%
Steuerschulden	%	0,7%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,4%	2,1%	2,0%	1,8%
Summe kurzfristige Schulden	%	37,4%	32,5%	28,6%	26,6%	24,8%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-16e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	16,2	24,6	21,6	22,2	27,4
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,0	15,2	15,9	17,5
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	2,0	0,7	0,8	0,9
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	31,5	40,6	37,6	39,0	45,9
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,6	2,5	-8,5	-9,3	-10,2
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	4,2	0,4	0,7	0,8	0,8
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	1,0	0,0	0,0	0,1
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,3	4,5	3,4	2,8
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-4,3	-7,0	-8,0	-6,8	-8,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	30,7	40,9	26,4	27,0	30,4
YoY	%	247,4%	33,4%	-35,4%	2,3%	12,4%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	1,9	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-30,1	-21,3	-20,7	-24,5	-22,9
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	18,6	10,2	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-20,7	-24,5	-22,9
YoY	%	-26,5%	-5,7%	126,5%	18,1%	-6,6%
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	5,7	2,5	7,5
YoY	%	-578,4%	51,6%	-82,1%	-55,4%	196,7%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	8,9	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	-7,4	-7,9	-9,2	-10,2
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	-2,6	-4,0	-2,0	-1,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	5,3	4,7	5,2	5,7
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-26,6	-14,6	-4,5	-3,4	-2,8
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-2,8	-9,4	-8,3
YoY	%	-264,8%	2,5%	-85,3%	231,2%	-11,5%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	12,4	2,8	-6,9	-0,8
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	54,5	57,4	50,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	42,1	54,5	57,4	50,5	49,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV		
Nettoumsatz	EUR Mio.	586,1	628,9	666,5	695,8	716,0	729,0	737,3	743,5	748,9	754,1	759,4	759,1		
Umsatzwachstum	%	8,0%	7,3%	6,0%	4,4%	2,9%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%		
EBIT	EUR Mio.	25,6	28,1	30,4	32,5	34,1	35,5	36,6	37,7	38,7	39,7	40,8	45,5		
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	6,0%		
Steuerquote (τ)	%	30,3%	30,0%	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	19,7	21,3	22,7	23,9	24,8	25,6	26,4	27,1	27,8	28,5	31,9		
Reinvestment	EUR Mio.	-33,0	-30,8	-24,9	-17,7	-11,3	-6,8	-4,3	-3,1	-2,7	-2,6	-2,6	-3,7		
FCFF	EUR Mio.	-15,2	-11,2	-3,6	5,0	12,6	18,0	21,4	23,3	24,4	25,2	25,9	28,2		
WACC	%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%		
Diskontierungssatz	%	94,1%	88,6%	83,4%	78,7%	74,2%	70,0%	66,1%	62,5%	59,1%	55,9%	52,9%			
PV FCFF	EUR Mio.	-14,3	-9,9	-3,0	4,0	9,3	12,6	14,1	14,5	14,4	14,1	13,7			
PV Terminal Value	EUR Mio.	257,3							Langfristige Wachstumsrate						
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	58,6							0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%
Summe der Barwerte	EUR Mio.	315,9							3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	68,5							10,50	10,10	9,80	9,50	9,20	8,90	8,50
Liquidität	EUR Mio.	57,4							12,90	12,60	12,20	11,80	11,40	11,00	10,60
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	304,8							15,40	15,00	14,60	14,20	13,70	13,20	12,80
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5							17,90	17,40	17,00	16,50	16,00	15,40	14,90
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	16,50							20,40	19,90	19,30	18,80	18,20	17,60	17,00
									7,0%	8,0%	9,0%				
									22,90	22,30	21,70	21,10	20,50	19,80	19,20
									25,40	24,70	24,10	23,40	22,70	22,00	21,30

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2008-2016e

Umsatz (netto)	EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Deutschland	EUR Mio.	394,8	332,0	356,2	382,1	410,1	432,1	444,5	486,4	532,5
Österreich	EUR Mio.	65,9	60,9	74,6	79,1	80,1	78,6	78,1	78,1	78,2
Luxemburg	EUR Mio.	13,9	13,0	14,0	15,3	15,5	16,3	17,6	19,1	20,8
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	2,4	2,5	2,6
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	83,2%	81,8%	80,1%	80,2%	81,0%	81,7%	81,9%	83,0%	84,0%
Österreich	%	13,9%	15,0%	16,8%	16,6%	15,8%	14,9%	14,4%	13,3%	12,3%
Luxemburg	%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
YoY	%	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Deutschland	%	-16,6%	-15,9%	7,3%	7,3%	7,3%	5,4%	2,9%	9,4%	9,5%
Österreich	%	n/a	-7,6%	22,5%	6,1%	1,2%	-1,9%	-0,6%	0,0%	0,1%
Luxemburg	%	n/a	-6,8%	8,1%	9,5%	1,0%	4,9%	8,0%	8,7%	8,8%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	312,5%	45,5%	5,0%	4,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	563,0	486,6	534,7	564,5	506,1	528,6	542,6	586,1	634,1
Damen	EUR Mio.	290,9	246,4	260,8	279,8	242,9	253,7	260,4	281,3	304,4
Herren	EUR Mio.	166,8	146,3	150,0	154,0	136,6	142,7	146,5	158,3	171,2
Lingerie	EUR Mio.	55,5	48,8	54,1	58,8	50,6	52,9	54,3	58,6	63,4
Accessoires	EUR Mio.	49,8	45,1	69,8	71,9	75,9	79,3	81,4	87,9	95,1
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	51,7%	50,6%	48,8%	49,6%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	29,6%	30,1%	28,1%	27,3%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	9,9%	10,0%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	8,8%	9,3%	13,1%	12,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	n/a	-13,6%	9,9%	5,6%	-10,3%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Damen	%	n/a	-15,3%	5,8%	7,3%	-13,2%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Herren	%	n/a	-12,3%	2,5%	2,7%	-11,3%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Lingerie	%	n/a	-12,0%	10,8%	8,7%	-14,0%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Accessoires	%	n/a	-9,6%	54,9%	3,0%	5,7%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	542,6	586,1	634,1
Eigenmarken	EUR Mio.	459,6	389,2	421,6	429,4	455,5	471,0	478,6	511,8	548,2
Fremdmarken	EUR Mio.	15,0	16,6	23,2	47,2	50,6	57,6	64,0	74,3	85,9
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%	90,0%	89,1%	88,2%	87,3%	86,5%
Fremdmarken	%	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%	10,0%	10,9%	11,8%	12,7%	13,5%
YoY	%	n/a	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
Eigenmarken	%	n/a	-15,3%	8,3%	1,8%	6,1%	3,4%	1,6%	6,9%	7,1%
Fremdmarken	%	n/a	10,7%	39,8%	103,4%	7,2%	13,9%	11,0%	16,1%	15,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2008-2016e

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Anzahl Modemärkte		121	123	134	162	169	171	170	183	188
YoY		-2,4%	1,7%	8,9%	20,9%	4,3%	1,2%	-0,6%	7,6%	2,7%
davon Deutschland		103	104	106	132	139	143	145	158	160
davon Österreich		16	17	26	28	27	25	22	22	25
davon Luxembourg		2	2	2	2	2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	0	0	1	1	1	1	1
Nettoveränderung		-3	2	12	28	7	2	0	13	2
davon Organisches Wachstum		6	3	8	13	11	6	5	5	5
davon Akquisitionen		0	0	7	18	5	0	0	9	0
davon Schließungen/Verkäufe		-9	-1	-3	-3	-9	-4	-5	-1	-3
Durchschnittliche Storezahl		123	122	129	148	166	170	171	177	186
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,9	3,3	3,3	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,4
YoY	%	2,8%	-15,9%	0,6%	-11,4%	1,8%	3,2%	3,2%	0,4%	5,3%
Verkaufsfläche	1.000 qm	n/a	200,0	213,0	259,2	270,8	274,1	274,1	295,5	298,8
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	n/a	1.626	1.590	1.600	1.602	1.603	1.612	1.615	1.589
Nettoumsatz je qm	EUR	n/a	2.029	2.088	1.839	1.869	1.929	1.980	1.983	2.122
Rohhertrag je qm	EUR	n/a	1.003	1.101	948	989	1.072	1.083	1.083	1.153
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	n/a	n/a	1,0%	-2,5%	3,6%	3,5%	2,6%	2,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I (2013-2016e)

		2013	2014e	2015e	2016e
Key Data					
Nettoumsatz	EUR Mio.	528,6	542,6	586,1	634,1
Rohhertrag	EUR Mio.	293,7	296,8	320,2	344,5
EBITDA	EUR Mio.	42,9	41,3	41,5	47,8
EBIT	EUR Mio.	28,9	26,1	25,6	30,2
EBT	EUR Mio.	24,6	21,6	22,2	27,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	18,6	14,6	15,5	18,6
Anzahl Mitarbeiter		4.294	4.185	4.505	4.555
Je Aktie					
Kurs Hoch	EUR	9,93			
Kurs Tief	EUR	4,84			
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	7,57	12,65	12,65	12,65
EPS	EUR	1,05	0,79	0,84	1,01
CFPS	EUR	2,19	1,99	2,06	2,43
BVPS	EUR	5,22	5,82	6,15	6,60
NAV	EUR	5,22	5,82	6,15	6,60
Dividende	EUR	0,45	0,50	0,55	0,60
Kursziel	EUR			16,50	
Performance bis Kursziel	%			30,4%	
Profitabilitätskennzahlen					
Rohertragsmarge	%	55,6%	54,7%	54,6%	54,3%
EBITDA-Marge	%	8,1%	7,6%	7,1%	7,5%
EBIT-Marge	%	5,5%	4,8%	4,4%	4,8%
EBT-Marge	%	4,7%	4,0%	3,8%	4,3%
Netto-Marge	%	3,5%	2,7%	2,6%	2,9%
FCF-Marge	%	6,0%	1,0%	0,4%	1,2%
ROE	%	21,6%	14,6%	14,0%	15,8%
ROCE	%	22,6%	20,0%	17,9%	18,9%
CE/Umsatz	%	24,4%	25,9%	26,9%	27,2%
NWC/Umsatz	%	9,5%	10,7%	11,4%	12,0%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	123,1	129,6	130,1	139,2
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	6,7	6,2	5,7	6,6
DSO	d	5	5	5	5
Inventory days	d	53	57	58	59
Capex/Umsatz	%	4,0%	3,8%	4,2%	3,6%
Wachstumsraten					
Nettoumsatz	%	4,5%	2,6%	8,0%	8,2%
EBITDA	%	20,8%	-3,6%	0,5%	15,0%
EBIT	%	41,1%	-9,5%	-2,1%	18,1%
EBT	%	52,3%	-12,0%	2,6%	23,5%
Nettoergebnis	%	84,4%	-21,6%	6,3%	20,5%
EPS	%	93,7%	-25,3%	6,1%	20,5%
CFPS	%	30,1%	-9,0%	3,4%	17,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Auf einen Blick II (2013-2016e)

Bilanzkennzahlen		2013	2014e	2015e	2016e
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	89,1	94,7	103,3	108,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	139,1	150,4	152,9	162,3
Eigenkapital	EUR Mio.	92,0	107,5	113,8	122,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	136,4	137,9	142,7	149,1
Anlagenintensität	%	31,6%	30,5%	32,1%	31,8%
EK-Quote	%	40,3%	43,8%	44,4%	45,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	14,5%	10,3%	18,5%	21,6%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,5	0,4	0,3	0,2
Working Capital	EUR Mio.	50,5	58,2	66,7	76,2
Capital Employed	EUR Mio.	128,9	140,3	157,4	172,2
Enterprise Value					
Anzahl Aktien	Mio.	17,6	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	133,4	233,7	234,2	234,2
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	175,0			
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	85,3			
Nettoverschuldung	EUR Mio.	13,3	11,1	21,1	26,4
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	5,9	6,5	7,2	7,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	152,7	251,4	262,4	268,5
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	194,3			
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6			
Free Float	%	41,3%	46,1%	46,1%	46,1%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	55,1	107,8	108,0	108,0
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,29	0,46	0,45	0,42
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,37			
EV/Umsatz (Tief)	x	0,20			
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	6,1	6,3	5,6
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,5			
EV/EBITDA (Tief)	x	2,4			
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	5,3	9,6	10,3	8,9
EV/EBIT (Hoch)	x	6,7			
EV/EBIT (Tief)	x	3,6			
KGV (Durchschnitt)	x	7,2	16,1	15,1	12,6
KGV (Hoch)	x	9,4			
KGV (Tief)	x	4,6			
KCF (Durchschnitt)	x	3,5	6,3	6,1	5,2
KCF (Hoch)	x	4,5			
KCF (Tief)	x	2,2			
KBV (Durchschnitt)	x	1,4	2,2	2,1	1,9
KBV (Hoch)	x	1,9			
KBV (Tief)	x	0,9			
FCF-Yield	%	23,8%	2,4%	1,1%	3,2%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	42,7%	63,5%	65,8%	59,6%
Dividendenrendite	%	5,9%	4,0%	4,3%	4,7%
Cashflow					
Operativer Cashflow	EUR Mio.	40,9	26,4	27,0	30,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,2	-20,7	-24,5	-22,9
Free Cashflow	EUR Mio.	31,8	5,7	2,5	7,5
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-19,4	-2,8	-9,4	-8,3

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)
19.12.2014	EUR 16,50	Buy	1; 8
13.11.2014	EUR 15,80	Buy	1; 8
07.08.2014	EUR 15,70	Buy	1; 8
14.05.2014	EUR 15,30	Buy	1; 8
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.