

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy

Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 12,74

Kursziel: EUR 16,90 (bislang: EUR 18,00)

Unter Vorjahr, aber über Branchendurchschnitt

Im saisonal für Adler Modemärkte eher ertragsschwachen ersten Quartal ergaben sich Belastungen aus einem gedrückten Textil-Einzelhandelsumfeld und den Kosten für die Integration der übernommenen Kressner-Filialen. Aus unserem dreistufigen DCF-Modell ermitteln wir nach Anpassung unseres Prognosemodells ein Kursziel für die Aktien der Adler Modemärkte AG von EUR 16,90 (Base-Case-Szenario) und bestätigen unser Buy-Rating. Eine Unterbewertung im Peergroup-Vergleich und eine weiterhin attraktive Dividendenrendite sollten den Kurs nach unten absichern.

Interne und externe Belastungen des Umsatzes ...

Im ersten Quartal 2015 erwirtschaftete Adler Modemärkte Nettoumsätze in Höhe von EUR 115,1 Mio. (+1,7% YoY). Hierin ist allerdings die Übernahme von acht Kressner-Filialen sowie eines weiteren Modemarktes enthalten; bleiben diese unberücksichtigt, ergab sich ein Umsatzrückgang auf vergleichbarer Fläche (LFL) von -4,1%. Ursächlich für diese Entwicklung war zum einen ein anhaltend schwaches Marktumfeld (-5,0% YoY), aber auch eine schwer zu erreichende Vorlage aus dem Vorjahr, als die Erlöse witterungsbedingt um 8,4% gesteigert werden konnten.

TABELLE 1: VERGLEICH Q1/2015 REPORTED VS. ERWARTET

		Reported	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	115,1	118,0	-2,4%
Rohertrag	EUR Mio.	56,9	59,0	-3,5%
Rohertragsmarge	%	49,4%	50,0%	-0,6pp
EBITDA	EUR Mio.	-13,0	-9,9	-31,5%
EBITDA-Marge	%	-11,3%	-7,6%	-3,7pp
Nettoergebnis	EUR Mio.	-13,5	-10,5	-28,7%
EPS	EUR	-0,73	-0,60	-22,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

... spiegeln sich auch im EBITDA wider

Die Kressner-Übernahme spiegelt sich insbesondere in einer rückläufigen Rohertragsmarge wider: Sie verringerte sich durch den höheren Wareneinsatz aus der Bestückung der neu erworbenen Modemärkte und dem Abverkauf der Kressner-Bestandware um rund 200 bps auf 49,4%. Ebenfalls Einmalcharakter hatten Sonderausgaben im Personalbereich in Form von Abfindungen und Rückstellungen, die das Ergebnis um EUR 1,1 Mio. belasteten. In Summe verringerte sich das EBITDA im Q1/2015 auf EUR -13,0 Mio. von EUR -5,6 Mio. im Q1/2013 und das EBIT auf EUR -17,0 Mio. von EUR -9,2 Mio.

Bestätigung der Guidance

Nach dem ersten Quartal rechnet das Management vor dem Hintergrund einer wieder expansiveren Filial-Strategie unverändert mit einem mittleren einstelligen prozentualen Umsatzwachstum. Wegen der erwarteten Kosten für die Umflagung, die Sortimentsumstellung und Personalanpassungen im Zuge der Kressner-Integration wird beim EBITDA „bestenfalls“ eine Stagnation auf Vorjahresniveau prognostiziert, eventuell sogar ein leichter Rückgang.

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 235,8 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück
Q2/2015: 06.08.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	528,6	535,3	549,9	565,0
EBITDA	42,9	41,5	40,8	45,9
EBIT	28,9	26,2	24,6	29,2
EBT	24,6	21,2	20,1	24,4
EAT	18,6	14,1	13,4	16,6

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

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	1,05	0,77	0,73	0,90
Dividende	0,45	0,50	0,55	0,60
Buchwert	5,22	5,72	5,93	6,28
Cashflow	2,19	1,98	1,96	2,22

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	40,3%	43,2%	43,4%	43,6%
Gearing	14,5%	-2,1%	9,9%	13,2%

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	7,2	15,1	17,5	14,2
EV/Umsatz	0,29	0,41	0,46	0,46
EV/EBIT	5,3	8,4	10,4	8,9
KBV	1,4	2,0	2,1	2,0

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	ca.+2-4% YoY	-
Guidance: EBITDA	→	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

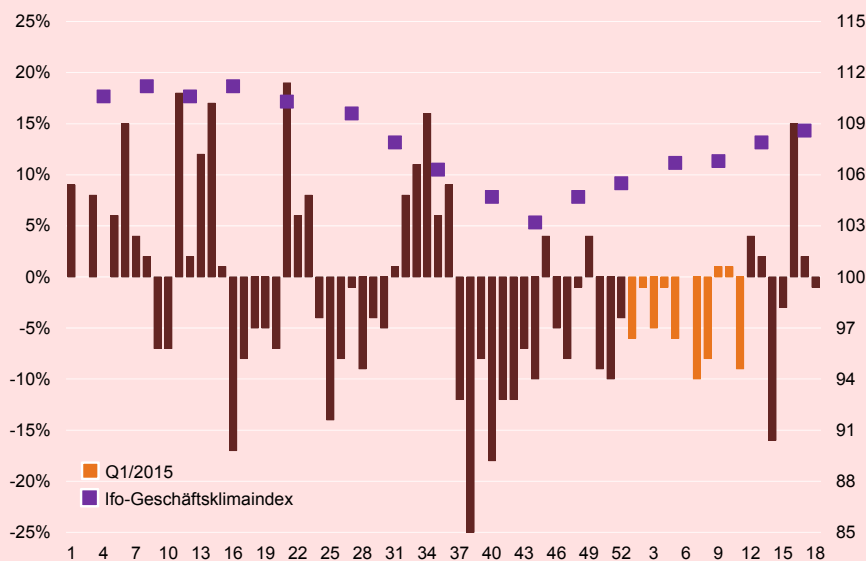
+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

TW Testclub im Kontrast zum Ifo-Geschäftsklimaindex

Während der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft im ersten Quartal sukzessive auf den höchsten Stand seit Juli 2014 gestiegen ist, war das erste Quartal für den stationären textilen Einzelhandel unverändert von massiven Einbrüchen gekennzeichnet: Mit -3%, -7% und -4% waren alle drei Monate des Auftaktquartals im negativen Bereich, per Saldo schloss das erste Quartal 2015 mit einem Rückgang von -5% ab. Ursächlich für diese Entwicklung ist ein Mix aus (1) Wettereinflüssen, (2) fehlenden innovativen Modetrends und (3) einer tendenziell steigenden Bedeutung von Alternativangeboten wie Smartphones. Die häufig ebenfalls als Ursache für die schwache Entwicklung im stationären Einzelhandel genannten Online-Marktplätze konnten sich dagegen im ersten Quartal nicht von der schwachen Branchenkonjunktur abheben: So meldete der Bundesverband E-Commerce und Versandhandel (bevh) für den textilen Diszanzhandel im ersten Quartal 2015 ein Umsatzminus von -3%.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB 2014 UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN, TEXTILWIRTSCHAFT, IFO INSTITUT

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 16,90 je Aktie

Unser aus einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel verringert sich nach Anpassung diverser Modellparameter (u. a. mussten die Diskontierungssätze aufgrund der deutlich gestiegenen Zinsen zehnjähriger Bundesanleihen nach oben angepasst werden) nach dem Auftaktquartal auf EUR 16,90 von EUR 18,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 12,74 ergibt sich damit auf Sicht von zwölf Monaten ein Base-Case-Kurspotenzial von 46,1%. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktie der Adler Modemärkte AG.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 16,90 je Aktie

TABELLE 2: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV des Terminal Value	EUR Mio.	189,8
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	120,3
Summe PV	EUR Mio.	310,1
Finanzschulden	EUR Mio.	67,4
Cash	EUR Mio.	69,7
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	312,3
Anzahl Aktien	Mio.	18,5
Kursziel je Aktie	EUR	16,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Alternative Szenarien

In alternativen Bull- und Bear-Case-Szenarien analysieren wir die Auswirkungen einer Anpassung der Terminal Value-EBIT-Marge und des durchschnittlichen jährlichen Wachstums während des Terminal Value. Dabei unterstellen wir, dass ein noch stärkerer Ausbau des Filialgeschäfts und eine Hebung von Synergieeffekten aus der Zusammenarbeit mit Steilmann-Boecker gelingen (Bull-Case-Szenario) bzw. im anderen Fall, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärft und weitere Kostensenkungsmaßnahmen nicht durchsetzbar sind (Bear-Case-Szenario).

Die aus diesen beiden Szenarien abgeleiteten Kursziele liegen bei EUR 20,50 (bislang EUR 23,00) bzw. EUR 12,50 (bislang EUR 11,90).

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 einen Umschwung in der Konsumentenstimmung, **(2)** in weiteren strategischen Übernahmen bzw. einer anhaltend hohen Run-Rate an Neueröffnungen, **(3)** in einer Anhebung der Guidance im Jahresverlauf.

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 178 Modemärkten per Q1/2015 (davon 154 in Deutschland, 21 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. Im vergangenen Jahr wurden 85,4% der Umsätze mit Eigenmarken, insbesondere Bexleys, erwirtschaftet. 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 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 eine strategische Zusammenarbeit könnten mittelfristig Synergieeffekte im Einkauf und im Vertrieb erzielt werden.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Nettoumsatz	EUR Mio.	473,2	474,6	405,8	444,8	476,6
YoY	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-253,1	-239,6	-205,3	-210,4	-231,0
in % der Nettoerlöse	%	-53,5%	-50,5%	-50,6%	-47,3%	-48,5%
Rohertrag	EUR Mio.	220,1	235,0	200,6	234,4	245,6
in % der Nettoerlöse	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
YoY	%	n/a	6,8%	-14,7%	16,9%	4,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	15,6	23,4	17,7	8,2	10,3
in % der Nettoerlöse	%	3,3%	4,9%	4,4%	1,8%	2,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-87,6	-128,2	-80,6	-75,0	-77,9
in % der Nettoerlöse	%	-18,5%	-27,0%	-19,8%	-16,9%	-16,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-6,2	-28,2	-17,8	-13,6	-14,8
in % der Nettoerlöse	%	-1,3%	-5,9%	-4,4%	-3,0%	-3,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-146,0	-157,4	-125,3	-129,8	-146,9
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-33,2%	-30,9%	-29,2%	-30,8%
EBITDA	EUR Mio.	2,2	-27,2	12,5	37,8	31,2
in % der Nettoerlöse	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
YoY	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
EBIT	EUR Mio.	-4,0	-55,4	-5,4	24,3	16,4
in % der Nettoerlöse	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
YoY	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	9,5	-6,2	-3,1	-0,6	-3,5
Zinserträge	EUR Mio.	10,4	0,8	1,9	3,5	0,2
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,9	-7,0	-5,0	-4,1	-3,7
EBT	EUR Mio.	5,5	-61,6	-8,5	23,7	12,9
in % der Nettoerlöse	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
YoY	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	2,1	2,4	-0,1	4,8	-4,4
in % des EBT	%	39,0%	-3,8%	1,8%	20,2%	-34,0%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	7,6	-59,2	-8,6	28,5	8,5
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
YoY	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
Anzahl Aktien	Mio.	15,9	15,9	15,9	15,9	18,5
EPS	EUR	0,48	-3,74	-0,54	1,80	0,46

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	549,9	565,0
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-234,9	-243,2	-249,5	-258,0
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,4%	-45,4%	-45,4%	-45,7%
Rohertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	292,0	300,4	306,9
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,6%	54,6%	54,6%	54,3%
YoY	%	9,1%	9,6%	-0,6%	2,9%	2,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	7,7	9,8	9,9	10,4
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,8%	1,8%	1,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-92,0	-95,2	-101,8	-102,5
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-17,4%	-17,8%	-18,5%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,0	-15,4	-16,2	-16,7
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,6%	-2,9%	-3,0%	-3,0%
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	-165,1	-167,7	-169,0
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,5%	-30,8%	-30,5%	-29,9%
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,5	40,8	45,9
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	8,1%	7,8%	7,4%	8,1%
YoY	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-1,7%	12,4%
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,2	24,6	29,2
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	5,5%	4,9%	4,5%	5,2%
YoY	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-6,1%	18,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-5,0	-4,5	-4,8
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,4	-5,1	-4,6	-4,9
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	20,1	24,4
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	4,7%	4,0%	3,7%	4,3%
YoY	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-5,3%	21,5%
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	-6,6	-7,8
in % des EBT	%	-37,6%	-24,5%	-33,3%	-33,1%	-32,0%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	10,1	18,6	14,1	13,4	16,6
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	3,5%	2,6%	2,4%	2,9%
YoY	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-4,9%	23,4%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,54	1,05	0,77	0,73	0,90

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014)

IFRS (31.12.)		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14	9M/14	Q4/14	2014
Nettoumsatz	EUR Mio.	113,2	142,7	255,9	122,0	377,9	157,4	535,3
YoY	%	8,4%	-0,5%	3,3%	2,2%	2,9%	-2,5%	1,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-54,9	-60,8	-115,7	-57,3	-173,0	-70,2	-243,2
in % der Nettoerlöse	%	-48,5%	-42,6%	-45,2%	-47,0%	-45,8%	-44,6%	-45,4%
Rohrertrag	EUR Mio.	58,3	81,9	140,2	64,7	204,8	87,2	292,0
in % der Nettoerlöse	%	51,5%	57,4%	54,8%	53,0%	54,2%	55,4%	54,6%
YoY	%	12,7%	0,0%	4,9%	2,0%	4,0%	-9,8%	-0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,8	2,6	4,4	2,9	7,3	2,5	9,8
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	1,8%	1,7%	2,4%	1,9%	1,6%	1,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,2	-24,0	-48,3	-22,6	-70,9	-24,2	-95,2
in % der Nettoerlöse	%	-21,4%	-16,8%	-18,9%	-18,6%	-18,8%	-15,4%	-17,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,7	-3,9	-7,6	-3,9	-11,5	-3,9	-15,4
in % der Nettoerlöse	%	-3,2%	-2,7%	-3,0%	-3,2%	-3,0%	-2,5%	-2,9%
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	-42,2	-165,1
in % der Nettoerlöse	%	-36,6%	-29,4%	-32,6%	-32,4%	-32,5%	-26,8%	-30,8%
EBITDA	EUR Mio.	-5,6	18,5	12,9	5,4	18,3	23,2	41,5
in % der Nettoerlöse	%	-4,9%	12,9%	5,0%	4,4%	4,8%	14,8%	7,8%
YoY	%	-38,7%	-1,8%	32,7%	300,4%	65,4%	-26,9%	-3,1%
EBIT	EUR Mio.	-9,2	14,6	5,3	1,5	6,8	19,4	26,2
in % der Nettoerlöse	%	-8,2%	10,2%	2,1%	1,2%	1,8%	12,3%	4,9%
YoY	%	-26,4%	-5,0%	91,5%	n/a	937,5%	-31,5%	-9,4%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-2,5	-1,2	-3,7	-1,2	-5,0
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	-1,3	-5,1
EBT	EUR Mio.	-10,5	13,3	2,9	0,2	3,1	18,1	21,2
in % der Nettoerlöse	%	-9,2%	9,3%	1,1%	0,2%	0,8%	11,5%	4,0%
YoY	%	-23,3%	-6,8%	342,9%	n/a	n/a	-33,3%	-13,8%
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%	-29,6%	-33,3%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-8,2	9,6	1,4	0,0	1,4	12,8	14,1
in % der Nettoerlöse	%	-7,2%	6,7%	0,5%	0,0%	0,4%	8,1%	2,6%
YoY	%	-22,3%	-10,2%	982,0%	n/a	n/a	-38,7%	-23,8%
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	0,69	0,77

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2015)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15e	H1/15e	Q3/15e	9M/15e	Q4/15e	2015e
Nettoumsatz	EUR Mio.	115,1	152,1	267,2	124,5	391,7	158,2	549,9
YoY	%	1,7%	6,6%	4,4%	2,1%	3,7%	0,5%	2,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-58,2	-64,2	-122,4	-57,9	-180,3	-69,2	-249,5
in % der Nettoerlöse	%	-50,6%	-42,2%	-45,8%	-46,5%	-46,0%	-43,7%	-45,4%
Rohrertrag	EUR Mio.	56,9	87,9	144,8	66,6	211,4	89,0	300,4
in % der Nettoerlöse	%	49,4%	57,8%	54,2%	53,5%	54,0%	56,3%	54,6%
YoY	%	-2,4%	7,4%	3,3%	3,0%	3,2%	2,1%	2,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,6	2,7	4,3	3,0	7,3	2,6	9,9
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	1,8%	1,6%	2,4%	1,9%	1,6%	1,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-27,4	-26,4	-53,7	-23,3	-77,1	-24,7	-101,8
in % der Nettoerlöse	%	-23,8%	-17,3%	-20,1%	-18,7%	-19,7%	-15,6%	-18,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,0	-4,1	-8,0	-4,1	-12,2	-4,1	-16,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,4%	-2,7%	-3,0%	-3,3%	-3,1%	-2,6%	-3,0%
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.	-44,1	-43,9	-88,0	-39,5	-127,5	-40,3	-167,7
in % der Nettoerlöse	%	-38,3%	-28,8%	-32,9%	-31,7%	-32,5%	-25,4%	-30,5%
EBITDA	EUR Mio.	-13,0	20,4	7,4	6,8	14,2	26,6	40,8
in % der Nettoerlöse	%	-11,3%	13,4%	2,8%	5,4%	3,6%	16,8%	7,4%
YoY	%	133,0%	10,6%	-42,4%	25,1%	-22,5%	14,6%	-1,7%
EBIT	EUR Mio.	-17,0	16,3	-0,6	2,7	2,0	22,6	24,6
in % der Nettoerlöse	%	-14,7%	10,7%	-0,2%	2,1%	0,5%	14,3%	4,5%
YoY	%	83,5%	12,0%	n/a	77,7%	-70,3%	16,5%	-6,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,0	-2,2	-1,0	-3,3	-1,2	-4,5
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,2	-1,1	-2,3	-1,0	-3,3	-1,3	-4,6
EBT	EUR Mio.	-18,2	15,3	-2,9	1,6	-1,2	21,3	20,1
in % der Nettoerlöse	%	-15,8%	10,0%	-1,1%	1,3%	-0,3%	13,5%	3,7%
YoY	%	73,6%	14,7%	n/a	565,1%	n/a	17,7%	-5,3%
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.	4,6	-4,5	0,1	-0,5	-0,4	-6,3	-6,6
in % des EBT	%	-25,6%	-29,5%	-4,6%	-29,5%	28,7%	-29,5%	-33,1%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-13,5	10,8	-2,7	1,2	-1,6	15,0	13,4
in % der Nettoerlöse	%	-11,7%	7,1%	-1,0%	0,9%	-0,4%	9,5%	2,4%
YoY	%	65,1%	12,6%	n/a	n/a	n/a	17,8%	-4,9%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,73	0,58	-0,15	0,06	-0,09	0,81	0,73

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,1	5,1	2,6	3,0	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	22,3	80,7	63,8	52,2	50,7
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,0	3,4	3,4	3,4
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	2,1	2,2	8,3	7,9
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	1,1	1,0	0,7	0,6	0,9
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	25,6	88,9	72,6	67,5	66,4
Vorräte	EUR Mio.	55,7	62,5	53,6	56,7	73,5
DIO	d	42	47	48	46	56
Lagerumschlag	x	0,0	9,0	9,1	9,4	7,7
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	39,0	13,3	41,7	5,2	7,2
DSO	d	30	10	37	4	5
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	23,4	25,2	37,0	33,0	40,0
in % der Bilanzsumme	%	16,1%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	118,1	101,0	132,3	95,2	121,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	145,4	189,9	205,0	162,7	187,4
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	15,9	15,9	15,9	15,9	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	33,5	85,1	138,2	101,0	123,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	-75,4	-84,7	-75,7	-67,2
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	49,3	25,5	69,3	41,2	74,8
Eigenkapitalquote	%	33,9%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	5,0	4,8	4,4	4,1
Rückstellungen	EUR Mio.	17,6	1,1	0,9	1,0	1,1
Latente Steuern	EUR Mio.	1,8	0,1	0,3	0,6	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	54,2	45,2	36,3	27,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	3,2	3,5	3,3	4,6	4,3
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	22,6	63,9	54,5	47,2	38,2
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,0	15,8	13,6	14,2	15,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	25,8	34,7	33,1	27,8	30,6
in % der Erlöse	%	5,5%	7,3%	8,2%	6,3%	6,4%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	16,4	4,7	2,8	2,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	42,4	23,9	19,6	19,5	16,9
Steuerschulden	EUR Mio.	0,0	1,1	1,2	0,3	0,0
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	8,6	9,0	9,8	9,4
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	73,2	100,5	81,2	74,4	74,4
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	145,4	189,9	205,0	162,7	187,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	6,2	6,8	7,8	8,6
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	72,2	72,5	79,1	81,1
Grundstücke	EUR Mio.	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	7,8	8,6	11,8	12,0	12,1
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	80,9	89,1	93,1	100,9	103,8
Vorräte	EUR Mio.	78,2	77,5	75,6	83,1	91,4
DIO	d	56	53	51	54	58
Lagerumschlag	x	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	9,0	7,1	5,7	6,3	6,9
DSO	d	6	5	4	4	4
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,1	54,5	69,7	62,4	64,6
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	23,9%	28,5%	24,7%	24,2%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	129,5	139,1	150,9	151,8	162,9
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	244,3	253,0	266,9
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	-2,7	-2,7	-2,7
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-57,1	-43,4	-37,6	-33,3	-26,9
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	105,6	109,8	116,3
Eigenkapitalquote	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,4%	43,5%
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	3,9
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,5	1,5	1,6	1,8
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	2,5	4,0	4,4	4,8
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	41,1	48,6	47,7	52,5	57,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	4,1	5,9	7,1	7,9	8,6
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	51,8	62,1	63,5	69,9	76,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,3	10,2	10,0	9,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	34,2	31,7	29,4	27,3
in % der Erlöse	%	6,7%	6,5%	5,9%	5,3%	4,8%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	3,6	4,2	4,8	5,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	20,4	21,3	22,2
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	5,4	6,3	7,3	8,5
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	78,8	74,3	75,1	73,3	73,8
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	210,5	228,4	244,3	253,0	266,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung), 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	%	1,4%	2,7%	1,2%	1,8%	1,9%
Sachanlagen	%	15,4%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	1,6%	2,1%	1,8%
Latente Steuern	%	0,0%	1,1%	1,1%	5,1%	4,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,8%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%
Langfristige Vermögenswerte	%	17,6%	46,8%	35,4%	41,5%	35,4%
Vorräte	%	38,3%	32,9%	26,2%	34,9%	39,2%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	26,8%	7,0%	20,4%	3,2%	3,8%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	16,1%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	81,2%	53,2%	64,6%	58,5%	64,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	%	10,9%	8,4%	7,7%	9,7%	9,9%
Kapitalrücklage	%	23,0%	44,8%	67,4%	62,1%	65,9%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	-39,7%	-41,3%	-46,5%	-35,9%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	33,9%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	2,6%	2,3%	2,7%	2,2%
Rückstellungen	%	12,1%	0,6%	0,4%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	1,2%	0,0%	0,2%	0,4%	0,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	0,0%	28,5%	22,0%	22,3%	14,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,2%	1,9%	1,6%	2,8%	2,3%
Summe Langfristige Schulden	%	15,5%	33,6%	26,6%	29,0%	20,4%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	3,4%	8,3%	6,6%	8,7%	8,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	17,8%	18,3%	16,2%	17,1%	16,3%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	8,6%	2,3%	1,7%	1,3%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	29,1%	12,6%	9,5%	12,0%	9,0%
Steuerschulden	%	0,0%	0,6%	0,6%	0,2%	0,0%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	0,0%	4,5%	4,4%	6,0%	5,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	50,3%	52,9%	39,6%	45,7%	39,7%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,7%	2,8%	3,1%	3,2%
Sachanlagen	%	30,8%	31,6%	29,7%	31,3%	30,4%
Grundstücke	%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	3,7%	3,8%	4,8%	4,7%	4,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,5%	39,0%	38,1%	39,9%	38,9%
Vorräte	%	37,1%	33,9%	30,9%	32,9%	34,2%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	3,1%	2,3%	2,5%	2,6%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	23,9%	28,5%	24,7%	24,2%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,5%	60,9%	61,8%	60,0%	61,0%
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%	7,6%	7,3%	6,9%
Kapitalrücklage	%	56,7%	52,3%	52,2%	50,4%	47,7%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-0,7%	-1,1%	-1,1%	-1,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-19,0%	-15,4%	-13,2%	-10,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,4%	43,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,8%	1,5%	1,3%	1,4%	1,5%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	1,1%	1,6%	1,7%	1,8%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	21,3%	19,5%	20,7%	21,6%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,6%	2,9%	3,1%	3,2%
Summe Langfristige Schulden	%	24,6%	27,2%	26,0%	27,6%	28,8%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,5%	4,2%	4,0%	3,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	14,9%	13,0%	11,6%	10,2%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,5%	8,3%	8,4%	8,3%
Steuerschulden	%	0,7%	0,6%	1,0%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,4%	2,6%	2,9%	3,2%
Summe kurzfristige Schulden	%	37,4%	32,5%	30,7%	29,0%	27,7%
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, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	5,5	-61,6	-7,1	22,6	12,9
Abschreibungen	EUR Mio.	6,2	28,2	17,8	13,6	14,8
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	14,6	13,5	11,3
Cashflow	EUR Mio.	11,7	-33,7	25,0	49,5	38,7
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-95,9	19,1	7,6	-2,0	-18,5
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	68,2	-9,6	5,2	-0,2	-9,5
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,0	-19,7	-34,6	-22,3	-1,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2
Zinsergebnis	EUR Mio.	9,5	6,2	3,1	0,6	3,5
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-7,1	0,3	0,5	0,1
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,8	0,3	0,1	0,2
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	0,0	-0,5	-0,1	-0,5	-5,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	22,7	0,4	0,2	0,5
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-6,5	-22,5	7,2	25,8	8,8
YoY	%	n/a	245,0%	-131,9%	258,7%	-65,8%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,7	0,9	0,6	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	-11,8	-3,8	-4,4	-12,5
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	15,2	-35,0	-12,9	-0,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	15,2	-35,0	-12,9	0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	4,0	-37,8	-16,8	-13,2
YoY	%	n/a	n/a	1038,3%	-55,7%	-21,2%
Free Cashflow	EUR Mio.	-6,5	-18,5	-30,7	9,0	-4,4
YoY	%	n/a	183,2%	65,8%	-129,5%	-148,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	51,6	53,1	-37,2	25,2
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	40,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	5,0	15,8	-2,5	0,2	-2,0
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	62,8	-8,6	-8,1	-8,9
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-152,0	0,4	32,0	-3,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	5,0	18,2	42,4	-13,1	11,4
YoY	%	n/a	264,2%	133,0%	-130,8%	-187,6%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-1,5	-0,3	11,8	-4,0	7,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	24,9	25,5	25,2	37,0	33,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	23,4	25,2	37,0	33,0	40,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	20,1	24,4
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,0	15,4	16,2	16,7
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	2,0	1,2	0,9	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	37,8	37,2	42,1
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,6	2,5	3,4	-8,1	-8,9
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	4,2	0,4	-2,5	-2,3	-2,1
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	1,0	0,5	0,6	0,7
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,3	5,0	4,5	4,8
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	-9,2	-8,7	-7,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,9	1,4	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	30,7	40,9	36,4	23,2	28,6
YoY	%	247,4%	33,4%	-11,1%	-36,1%	23,0%
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	-16,2	-24,0	-19,4
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	4,8	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-11,4	-24,0	-19,4
YoY	%	-26,5%	-5,7%	24,6%	110,0%	-18,8%
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	24,9	-0,7	9,1
YoY	%	-578,4%	51,6%	-21,5%	-103,0%	n/a
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	1,8	1,5	1,6
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	5,3	0,0	5,8	6,4
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-26,6	-14,6	-12,6	-4,5	-4,8
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-9,8	-6,5	-7,0
YoY	%	-264,8%	2,5%	-49,3%	-33,7%	6,9%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	12,4	15,1	-7,2	2,2
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	54,5	69,7	62,4
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	69,7	62,4	64,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz (netto)	EUR Mio.	473,2	474,6	405,8	444,8	476,6
Deutschland	EUR Mio.	473,2	394,8	332,0	356,2	382,1
Österreich	EUR Mio.	0,0	65,9	60,9	74,6	79,1
Luxemburg	EUR Mio.	0,0	13,9	13,0	14,0	15,3
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	100,0%	83,2%	81,8%	80,1%	80,2%
Österreich	%	0,0%	13,9%	15,0%	16,8%	16,6%
Luxemburg	%	0,0%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
YoY	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
Deutschland	%	n/a	-16,6%	-15,9%	7,3%	7,3%
Österreich	%	n/a	n/a	-7,6%	22,5%	6,1%
Luxemburg	%	n/a	n/a	-6,8%	8,1%	9,5%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umsatz (netto)	EUR Mio.	n/a	563,0	486,6	534,7	564,5
Damen	EUR Mio.	n/a	290,9	246,4	260,8	279,8
Herren	EUR Mio.	n/a	166,8	146,3	150,0	154,0
Lingerie	EUR Mio.	n/a	55,5	48,8	54,1	58,8
Accessoires	EUR Mio.	n/a	49,8	45,1	69,8	71,9
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	n/a	51,7%	50,6%	48,8%	49,6%
Herren	%	n/a	29,6%	30,1%	28,1%	27,3%
Lingerie	%	n/a	9,9%	10,0%	10,1%	10,4%
Accessoires	%	n/a	8,8%	9,3%	13,1%	12,7%
YoY	%	n/a	n/a	-13,6%	9,9%	5,6%
Damen	%	n/a	n/a	-15,3%	5,8%	7,3%
Herren	%	n/a	n/a	-12,3%	2,5%	2,7%
Lingerie	%	n/a	n/a	-12,0%	10,8%	8,7%
Accessoires	%	n/a	n/a	-9,6%	54,9%	3,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	n/a	474,6	405,8	444,8	476,6
Eigenmarken	EUR Mio.	n/a	459,6	389,2	421,6	429,4
Fremdmarken	EUR Mio.	n/a	15,0	16,6	23,2	47,2
Anteil	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	n/a	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%
Fremdmarken	%	n/a	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%
YoY	%	n/a	n/a	-14,5%	9,6%	7,1%
Eigenmarken	%	n/a	n/a	-15,3%	8,3%	1,8%
Fremdmarken	%	n/a	n/a	10,7%	39,8%	103,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	549,9	565,0
Deutschland	EUR Mio.	410,1	432,1	439,9	455,2	470,8
Österreich	EUR Mio.	80,1	78,6	76,3	74,2	72,2
Luxemburg	EUR Mio.	15,5	16,3	17,3	18,6	19,9
Schweiz	EUR Mio.	0,4	1,7	1,8	1,9	2,0
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	81,0%	81,7%	82,2%	82,8%	83,3%
Österreich	%	15,8%	14,9%	14,3%	13,5%	12,8%
Luxemburg	%	3,1%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%
Schweiz	%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Deutschland	%	7,3%	5,4%	1,8%	3,5%	3,4%
Österreich	%	1,2%	-1,9%	-2,9%	-2,7%	-2,7%
Luxemburg	%	1,0%	4,9%	6,6%	7,1%	7,4%
Schweiz	%	n/a	312,5%	6,1%	8,4%	4,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	549,9	565,0
Damen	EUR Mio.	242,9	253,7	256,9	264,0	271,2
Herren	EUR Mio.	136,6	142,7	144,5	148,5	152,5
Lingerie	EUR Mio.	50,6	52,9	53,5	55,0	56,5
Accessoires	EUR Mio.	75,9	79,3	80,3	82,5	84,7
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	-10,3%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Damen	%	-13,2%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Herren	%	-11,3%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Lingerie	%	-14,0%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Accessoires	%	5,7%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	549,9	565,0
Eigenmarken	EUR Mio.	455,5	471,0	457,1	451,2	451,1
Fremdmarken	EUR Mio.	50,6	57,6	78,1	98,8	113,8
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	90,0%	89,1%	85,4%	82,0%	79,9%
Fremdmarken	%	10,0%	10,9%	14,6%	18,0%	20,1%
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
Eigenmarken	%	6,1%	3,4%	-2,9%	-1,3%	0,0%
Fremdmarken	%	7,2%	13,9%	35,6%	26,4%	15,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente II, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Anzahl Modemärkte		124	121	123	134	162
YoY	%	n/a	-2,4%	1,7%	8,9%	20,9%
davon Deutschland		106	103	104	106	132
davon Österreich		16	16	17	26	28
davon Luxembourg		2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	0	0	0
Nettoveränderung		n/a	-3	2	12	28
davon Organisches Wachstum		n/a	6	3	8	13
davon Akquisitionen		n/a	0	0	7	18
davon Schließungen/Verkäufe		n/a	-9	-1	-3	-3
Durchschnittliche Storezahl		n/a	123	122	129	148
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,8	3,9	3,3	3,3	2,9
YoY	%	n/a	2,8%	-15,9%	0,6%	-11,4%
Verkaufsfläche	1.000 qm	n/a	n/a	200,0	213,0	259,2
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	n/a	n/a	1.626	1.590	1.600
Nettoumsatz je qm	EUR	n/a	n/a	2.029	2.088	1.839
Rohhertrag je qm	EUR	n/a	n/a	1.003	1.101	948
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Segmente II, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Anzahl Modemärkte		169	171	170	183	188
YoY	%	4,3%	1,2%	-0,6%	7,6%	2,7%
davon Deutschland		139	143	145	158	160
davon Österreich		27	25	22	22	25
davon Luxembourg		2	2	2	2	2
davon Schweiz		1	1	1	1	1
Nettoveränderung		7	2	0	12	2
davon Organisches Wachstum		11	6	5	5	5
davon Akquisitionen		5	0	0	8	0
davon Schließungen/Verkäufe		-9	-4	-5	-1	-3
Durchschnittliche Storezahl		166	170	171	177	186
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0
YoY	%	1,8%	3,2%	1,9%	-4,6%	0,0%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	274,1	274,1	293,9	297,2
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.602	1.603	1.612	1.606	1.581
Nettoumsatz je qm	EUR	1.869	1.929	1.953	1.871	1.901
Rohhertrag je qm	EUR	989	1.072	1.066	1.022	1.033
LFL-Umsätze (YoY)	%	-2,5%	3,6%	3,0%	1,3%	-2,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Auf einen Blick I (2007-2011)

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Key Data						
Nettoumsatz	EUR Mio.	473,2	474,6	405,8	444,8	476,6
Rohhertrag	EUR Mio.	220,1	235,0	200,6	234,4	245,6
EBITDA	EUR Mio.	2,2	-27,2	12,5	37,8	31,2
EBIT	EUR Mio.	-4,0	-55,4	-5,4	24,3	16,4
EBT	EUR Mio.	5,5	-61,6	-8,5	23,7	12,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	7,6	-59,2	-8,6	28,5	8,5
Anzahl Mitarbeiter		2.820	6.491	4.702	4.174	4.480
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	10,20
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	3,90
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	8,25
EPS	EUR	0,48	-3,74	-0,54	1,80	0,46
CFPS	EUR	0,74	-2,10	0,68	2,28	1,50
BVPS	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
NAV	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
Profitabilitätskennzahlen						
Rohertragsmarge	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
EBITDA-Marge	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
EBIT-Marge	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
EBT-Marge	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
Netto-Marge	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
FCF-Marge	%	-1,4%	-3,9%	-7,6%	2,0%	-0,9%
ROE	%	15,4%	-158,3%	-18,2%	51,6%	14,7%
ROCE	%	1,5%	-14,6%	6,6%	28,8%	20,3%
CE/Umsatz	%	19,7%	26,7%	31,7%	20,1%	21,9%
NWC/Umsatz	%	14,6%	8,7%	15,3%	7,7%	10,5%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	167,8	73,1	86,3	106,6	106,4
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	-1,4	-8,5	-1,1	5,8	3,7
DSO	d	30	10	37	4	5
Inventory days	d	42	47	48	46	56
Capex/Umsatz	%	0,0%	2,5%	0,9%	1,0%	2,6%
Wachstumsraten						
Nettoumsatz	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
EBIT	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
EBT	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
EPS	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-74,4%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	238,0%	-34,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick I (2012-2016e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Key Data						
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	549,9	565,0
Rohhertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	292,0	300,4	306,9
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,5	40,8	45,9
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,2	24,6	29,2
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	20,1	24,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	10,1	18,6	14,1	13,4	16,6
Anzahl Mitarbeiter		4.390	4.294	4.213	4.408	4.456
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	6,60	9,93	13,91		
Kurs Tief	EUR	4,01	4,84	9,09		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,27	7,57	11,57	12,74	12,74
EPS	EUR	0,54	1,05	0,77	0,73	0,90
CFPS	EUR	1,68	2,19	1,98	1,96	2,22
BVPS	EUR	4,32	5,22	5,72	5,93	6,28
NAV	EUR	4,32	5,22	5,72	5,93	6,28
Dividende	EUR	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60
Kursziel	EUR					16,90
Performance bis Kursziel	%					46,1%
Profitabilitätskennzahlen						
Rohertragsmarge	%	52,9%	55,6%	54,6%	54,6%	54,3%
EBITDA-Marge	%	7,0%	8,1%	7,8%	7,4%	8,1%
EBIT-Marge	%	4,0%	5,5%	4,9%	4,5%	5,2%
EBT-Marge	%	3,2%	4,7%	4,0%	3,7%	4,3%
Netto-Marge	%	2,0%	3,5%	2,6%	2,4%	2,9%
FCF-Marge	%	4,1%	6,0%	4,7%	-0,1%	1,6%
ROE	%	13,0%	21,6%	14,3%	12,5%	14,7%
ROCE	%	19,5%	22,6%	21,9%	18,9%	19,4%
CE/Umsatz	%	24,5%	24,4%	24,1%	26,7%	28,4%
NWC/Umsatz	%	10,5%	9,5%	9,3%	10,9%	12,6%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	115,3	123,1	127,1	124,8	126,8
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	4,7	6,7	6,2	5,6	6,5
DSO	d	6	5	4	4	4
Inventory days	d	56	53	51	54	58
Capex/Umsatz	%	5,9%	4,0%	3,0%	4,4%	3,4%
Wachstumsraten						
Nettoumsatz	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,7%	2,7%
EBITDA	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-1,7%	12,4%
EBIT	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-6,1%	18,6%
EBT	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-5,3%	21,5%
Nettoergebnis	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-4,9%	23,4%
EPS	%	18,5%	93,7%	-27,3%	-5,1%	23,4%
CFPS	%	12,5%	30,1%	-9,6%	-0,9%	13,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II (2007-2011)

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	25,6	88,9	72,6	67,5	66,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	118,1	101,0	132,3	95,2	121,0
Eigenkapital	EUR Mio.	49,3	25,5	69,3	41,2	74,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	95,8	164,4	135,7	121,5	112,6
Anlagenintensität	%	15,4%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%
EK-Quote	%	33,9%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-37,3%	228,7%	51,3%	76,9%	21,6%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-1,2	-0,4	-3,4	0,8	1,2
Working Capital	EUR Mio.	68,9	41,1	62,2	34,2	50,1
Capital Employed	EUR Mio.	93,3	126,9	128,5	89,4	104,3
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	152,7
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	188,8
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	72,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-18,4	58,4	35,6	31,7	16,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	3,2	3,5	3,3	4,6	4,3
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	173,2
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	209,2
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	92,7
Free Float	%	n/a	n/a	n/a	n/a	58,4%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	89,2
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,36
EV/Umsatz (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,44
EV/Umsatz (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,19
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6
EV/EBITDA (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	6,7
EV/EBITDA (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	3,0
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	10,6
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	12,8
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	18,0
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	22,2
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,5
KCF (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5
KCF (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	6,8
KCF (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6
KBV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0
KBV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,5
KBV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,0
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-2,9%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%
Cashflow						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-6,5	-22,5	7,2	25,8	8,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	4,0	-37,8	-16,8	-13,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-6,5	-18,5	-30,7	9,0	-4,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	5,0	18,2	42,4	-13,1	11,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II (2013-2016e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	80,9	89,1	93,1	100,9	103,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	129,5	139,1	150,9	151,8	162,9
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	105,6	109,8	116,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	130,5	136,4	138,6	143,1	150,7
Anlagenintensität	%	30,8%	31,6%	29,7%	31,3%	30,4%
EK-Quote	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,4%	43,6%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	32,9%	14,5%	-2,1%	9,9%	13,2%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	1,0	0,5	0,5	0,6	0,5
Working Capital	EUR Mio.	53,4	50,5	49,6	60,0	71,0
Capital Employed	EUR Mio.	124,0	128,9	128,8	146,9	160,7
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	97,5	133,4	213,8	235,8	235,8
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	122,2	175,0	257,0		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	74,2	85,3	167,9		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	26,3	13,3	-2,2	10,9	15,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	4,1	5,9	7,1	7,9	8,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	128,0	152,7	218,7	254,6	259,8
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	152,6	194,3	261,9		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6	104,6	172,9		
Free Float	%	56,6%	41,3%	47,1%	47,2%	47,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	55,2	55,1	100,7	111,3	111,3
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,25	0,29	0,41	0,46	0,46
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,30	0,37	0,49		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,20	0,32		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	3,6	5,3	6,2	5,7
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,3	4,5	6,3		
EV/EBITDA (Tief)	x	2,9	2,4	4,2		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	6,2	5,3	8,4	10,4	8,9
EV/EBIT (Hoch)	x	7,4	6,7	10,0		
EV/EBIT (Tief)	x	5,1	3,6	6,6		
KGV (Durchschnitt)	x	9,7	7,2	15,1	17,5	14,2
KGV (Hoch)	x	12,1	9,4			
KGV (Tief)	x	7,4	4,6			
KCF (Durchschnitt)	x	3,1	3,5	5,8	6,5	5,7
KCF (Hoch)	x	3,9	4,5	7,0		
KCF (Tief)	x	2,4	2,2	4,6		
KBV (Durchschnitt)	x	1,2	1,4	2,0	2,1	2,0
KBV (Hoch)	x	1,5	1,9	2,4		
KBV (Tief)	x	0,9	0,9	1,6		
FCF-Yield	%	21,5%	23,8%	11,7%	-0,3%	3,9%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	73,5%	42,7%	65,3%	75,7%	66,9%
Dividendenrendite	%	7,6%	5,9%	4,3%	4,3%	4,7%
Cashflow						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	30,7	40,9	36,4	23,2	28,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-11,4	-24,0	-19,4
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	24,9	-0,7	9,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-9,8	-6,5	-7,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

IFRS (31.12.)		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV	
Nettoumsatz	EUR Mio.	549,9	565,0	578,6	590,1	599,3	606,5	612,0	616,6	620,7	624,5	628,3	632,0	635,8	
Umsatzwachstum	%	2,7%	2,7%	2,4%	2,0%	1,6%	1,2%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
EBIT	EUR Mio.	24,6	26,4	28,2	29,9	31,6	33,2	34,7	36,2	37,7	39,2	40,7	42,2	38,2	
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,5%	4,7%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,0%	
Steuerquote (τ)	%	33,1%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	16,5	17,9	19,2	20,3	21,5	22,6	23,6	24,6	25,6	26,6	27,6	28,7	25,9	
Reinvestment	EUR Mio.	-18,1	-13,8	-13,0	-9,3	-6,4	-4,4	-3,2	-2,5	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,8	
FCFF	EUR Mio.	-1,7	4,2	6,2	11,1	15,1	18,2	20,4	22,1	23,5	24,6	25,7	26,7	23,2	
WACC	%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	93,9%	88,3%	83,0%	78,1%	73,5%	69,3%	65,3%	61,7%	58,3%	55,1%	52,1%	49,4%		
PV FCFF	EUR Mio.	-1,6	3,7	5,1	8,7	11,1	12,6	13,3	13,6	13,7	13,6	13,4	13,2		
									TV-Wachstumsrate im Terminal Value						
PV Terminal Value	EUR Mio.	189,8							0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	120,3					3,0%	12,50	12,20	12,00	11,70	11,50	11,20	11,00	
Summe der Barwerte	EUR Mio.	310,1					4,0%	14,30	14,00	13,70	13,50	13,20	12,90	12,60	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	67,4					5,0%	16,10	15,80	15,50	15,20	14,80	14,50	14,10	
Liquidität	EUR Mio.	69,7					6,0%	17,90	17,60	17,20	16,90	16,50	16,10	15,70	
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	312,3					7,0%	19,70	19,40	19,00	18,60	18,20	17,70	17,30	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5					8,0%	21,50	21,10	20,70	20,30	19,80	19,40	18,90	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	16,90					9,0%	23,40	22,90	22,50	22,00	21,50	21,00	20,50	
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN															

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)
12.05.2015	EUR 16,90	Buy	1; 8
23.03.2015	EUR 18,00	Buy	1; 8
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 Finanzdatenangebern, 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.