

# Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 11,60

Kursziel: EUR 16,90 (unverändert)

## Q2 mit deutlich steigender Dynamik

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.

### H1/2015 im Überblick

Im ersten Halbjahr 2015 konnte Adler Modemärkte die **Nettoumsätze** um 4,9% auf EUR 268,4 Mio. von EUR 255,9 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum verbessern. Die inzwischen unter Adler Orange firmierenden Kressner-Filialen waren mit rund EUR 9,0 Mio. für den größeren Teil des externen Umsatzwachstums verantwortlich, die Übernahme eines Mom-&-Pop-Stores von hefa Moden in Lollar für einen weiteren Teil.

Vom schwachen Branchenumfeld – so meldete das Konjunkturbarometer für die deutsche Textil- und Bekleidungsbranche zum Halbjahr ein Minus von -2% – konnte sich Adler Modemärkte nur bedingt entziehen: Auf vergleichbarer Fläche (LFL) lagen die Umsätze im ersten Halbjahr 2015 um -0,7% unter dem Vorjahreswert. Das **EBITDA** verschlechterte sich im ersten Halbjahr auf EUR 4,5 Mio. von EUR 12,9 Mio. in H1/2014 (-64,9% YoY). Die **Ergebnisse vor und nach Steuern** lagen zum Halbjahr mit EUR -5,8 Mio. bzw. EUR -5,3 Mio. ebenfalls unter den Vorjahreswerten von EUR 2,9 Mio. bzw. EUR 1,4 Mio. Ursächlich hierfür waren – neben dem LFL-Umsatzrückgang – insbesondere die Belastungen aus der Integration der zum Jahresbeginn erworbenen Kressner-Filialen: Allein die Restrukturierungskosten auf der Personalseite summierten sich zum Halbjahr auf EUR 3,0 Mio. Überdies dürften im Halbjahr Belastungen aus Abwertungen des Warenbestands von EUR ca. 1,5 Mio. angefallen sein.

TABELLE 1: VERGLEICH H1/2015 REPORTED VS. ERWARTET

		Reported	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	268,4	267,2	0,4%
Rohertrag	EUR Mio.	143,1	144,8	-1,2%
Rohertragsmarge	%	53,3%	54,2%	-0,9pp
EBITDA	EUR Mio.	4,5	7,4	-39,0%
EBITDA-Marge	%	1,7%	2,8%	-1,1pp
Nettoergebnis	EUR Mio.	-5,3	-2,7	91,7%
EPS	EUR	-0,28	-0,15	91,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Q2/2015 mit deutlich steigender Dynamik

Im zweiten Quartal 2015 konnte Adler Modemärkte die **Nettoumsätze** auf EUR 153,3 Mio. (Vorjahr: EUR 142,7 Mio.) verbessern. Das Umsatzwachstum hat damit im zweiten Quartal (+7,4% bzw. LFL 2,2%) gegenüber dem ersten Quartal (+1,7% bzw. LFL -4,1%) deutlich an Dynamik gewonnen. Nachdem die Integrationskosten überwiegend im ersten Quartal angefallen waren, lag das **EBITDA** trotz neuerlicher Abverkaufsbelastungen im zweiten Quartal mit EUR 17,5 Mio. nur knapp unter dem Vorjahreswert von EUR 18,5 Mio. (-5,1% YoY). Auf dem Conference Call wurde bestätigt, dass sich Adler Orange deutlich besser entwickle als bislang erwartet: Angaben gemäß werden bereits für 2016 „signifikante Ergebnisbeiträge“ aus Adler Orange erwartet; bislang wurde für das kommende Jahr nur der Break-Even von Adler-Orange prognostiziert.

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 214,7 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück
Q3/2015: 12.11.2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	528,6	535,3	550,4	566,2
EBITDA	42,9	41,5	40,8	45,9
EBIT	28,9	26,2	24,6	29,3
EBT	24,6	21,2	19,7	22,9
EAT	18,6	14,1	12,7	15,6

% 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	3,6	4,0
EAT	3,5	2,6	2,3	2,8

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	1,05	0,77	0,69	0,84
Dividende	0,45	0,50	0,55	0,60
Buchwert	5,22	5,72	5,90	6,19
Cashflow	2,19	1,98	1,94	2,14

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	40,3%	43,2%	42,5%	41,4%
Gearing	14,5%	-2,1%	10,8%	12,4%

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	7,2	15,1	16,9	13,8
EV/Umsatz	0,29	0,41	0,43	0,42
EV/EBIT	5,3	8,4	9,5	8,1
KBV	1,4	2,0	2,0	1,9

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

## Bekräftigung der Guidance

Auf Grundlage der sukzessive anziehenden Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2015 hält das Management für das Gesamtjahr weiterhin ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich für realistisch; Online-Umsätze werden dabei für etwa EUR 6,0 Mio. oder ca. 1,1% der von uns erwarteten Konzernumsätze verantwortlich sein. Auch beim EBITDA bleibt das Management bei seiner Aussage, dass aufgrund der Vorleistungen und des Aufwands für die Integration der übernommenen Kressner-Bekleidungshäuser „bestenfalls mit einer Stagnation auf dem erreichten hohen Niveau“ gerechnet, aber auch ein „geringfügiger Rückgang“ nicht ausgeschlossen werden kann.

**TABELLE 3: GUIDANCE IM DETAIL**

	Entwicklung gg. Vorjahr	Kommentar
Umsatz	↗	Mittleres einstelliges Wachstum
Rohertragsmarge	↗	Leichte Verbesserung
Personalaufwendungen	↗	Leichter Anstieg
Transport- und Logistikkosten	↗	Leichter Anstieg
EBITDA	⇒/↘	Stabil bzw. leichter Rückgang
Expansion	↗	5-10 Neueröffnungen insbesondere von Mom-&-Pop-Stores Weitere Schließungen möglich

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

## Nur geringfügige Anpassung unserer Prognosen

Obwohl die Ertragszahlen leicht unter unseren Erwartungen lagen, haben wir nur geringfügige Änderungen unserer Prognosen vorgenommen. Für das laufende Jahr rechnen wir zukünftig mit Umsätzen in Höhe von EUR 550,4 Mio. (+2,8% YoY). Unter der Voraussetzung, dass die Integrationskosten aus der Übernahme der Kressner-Filialen weiterhin zurückgehen, rechnen wir mit dem Erreichen der Ergebnis-Guidance und einem EBITDA von EUR 40,8 Mio. (-1,8% YoY).

**Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete für das erste Halbjahr ein Minus von -2%. Nachdem das Minus zum ersten Quartal noch -5% betragen hatte, waren im Juni und insbesondere im Juli deutlich positive Impulse festzustellen.**

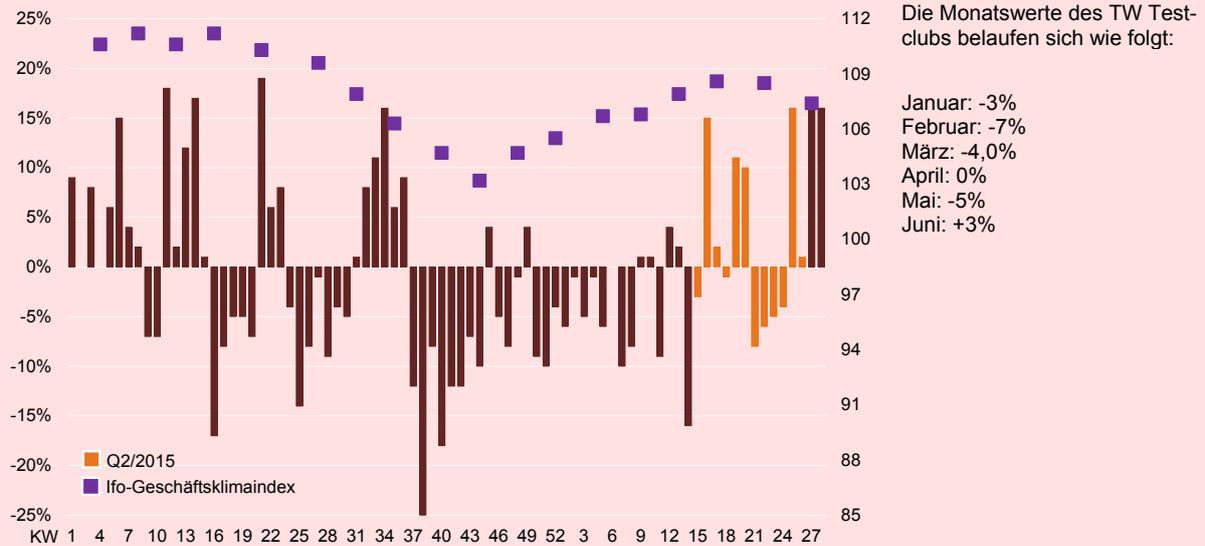
## TW Testclub im Kontrast zum Ifo-Geschäftsklimaindex

Während der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft im ersten Quartal dieses Jahres 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% lagen alle drei Monate des Auftaktquartals im negativen Bereich. Angesichts eines umsatzschwachen Winterquartals 2014 hatte die Branche indes auf eine Erholung gehofft.

Textiles Einzelhandelsumfeld erst zu Sommerbeginn mit Impulsen

Im zweiten Quartal konnte die Abwärtsspirale jedoch beendet werden: Mit einem Zuwachs von 3% war der Juni der erste Monat seit September 2014, der einen positiven Abschluss aufzeigte, so dass das erste Halbjahr 2015 per Saldo mit einem Rückgang von -2% abschloss. Getrieben von Preisnachlässen dürfte auch der Juli – trotz heißer Temperaturen – mit einem deutlichen Plus abgeschlossen haben.

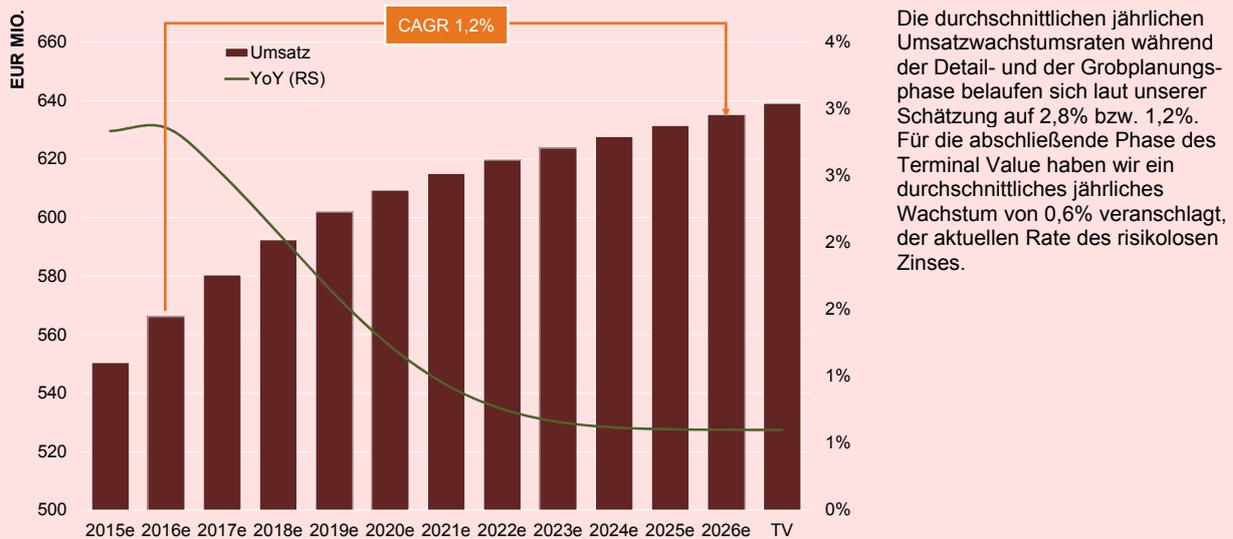
ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB 2014/15 UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX



QUELLE: SPHENE CAPITAL, TEXTILWIRTSCHAFT, IFO INSTITUT

Nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet und berechnen nach der Anpassung diverser Modellparameter ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 16,90 (unverändert) je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 11,60 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 46,1%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 12,20, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 20,60 je Aktie. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Basisannahmen für das DCF-Modell

In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens nach der Kressner-Integration sowie durch interne

Optimierungsmaßnahmen nach Ablauf des Übergangsjahres 2015 weiter verbessern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien von Adler Modemärkte.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2016e zugrunde und erwarten akquisitionsgetriebene durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Nettoumsätze 2014-16e in Höhe von 2,8%.
- Ⓢ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 1,2% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden. Zudem gehen wir davon aus, dass während der Detail- und der Grobplanungsphase durchschnittlich fünf Filialen pro Jahr eröffnet werden.
- Ⓢ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- Ⓢ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 4,6% in 2016e auf 5,9% in 2026e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management das angestrebte Wachstum durch Filialneueröffnungen gelingt. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 6,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und dem Ausmaß von Filialneueröffnungen könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- Ⓢ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,6%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- Ⓢ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,3% pro Jahr, die wir aus einem von uns unterstellten Investment Grade Rating von aktuell BBB abgeleitet haben;
- Ⓢ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 0,9 sehen und das sich aus folgenden Faktoren zusammensetzt:

### TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	-0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>0,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- Ⓢ dass sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der niedrigen gewerbesteuerlichen Belastung am Standort der Konzernzentrale in Haibach und infolge fehlender

Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 29,1% bewegen wird;

**TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTlichen GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>	%	
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Fundamental-beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>1,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>1,9%</b>
<b>Kosten des Fremdkapitals nach Steuern</b>	%	
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	29,1%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,4%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>4,3%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>6,3%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊕ dass die Freien Cashflows von Adler Modemärkte zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 6,3% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 9,0% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 1,0% als gerechtfertigt an, da der aktuelle Vorstand nach unserer Einschätzung für den erwarteten Erfolg des Unternehmens von hoher Bedeutung ist. Mit einem von uns für Adler Modemärkte unterstellten Investment Grade-Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als ausreichend an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Adler Modemärkte eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 20/80 anstrebt;
- ⊕ dass Adler Modemärkte im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir während der Grobplanungsphase einen Rückgang der WACC von derzeit 6,3% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

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

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Adler Modemärkte (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 16,90 je Aktie (unverändert) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Values von EUR 309,9 Mio. werden mit EUR 204,9 Mio. rund 66,1% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 104,9 Mio. oder 33,9% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

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

**TABELLE 5: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG**

PV des Terminal Value	EUR	204,9
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR	104,9
<b>Summe PV</b>	<b>EUR</b>	<b>309,9</b>
Finanzschulden	EUR	67,4
Cash	EUR	69,7
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>312,1</b>
Anzahl Aktien	Mio.	18,5
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>16,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

- Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 6,0% um 300 Basispunkte auf 3,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,0% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität verschärfen und dem Unternehmen die Umsetzung der Filialisierungsstrategie nicht länger gelingen würde. Auch ein Scheitern des Turnaround könnte in diesem Szenario widergespiegelt werden. In diesem Szenario würde der von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Equity Value von Adler Modemärkte bis auf EUR 12,20 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 einer Ausweitung des Online-Shops von Adler Modemärkte, oder durch einen Ausbau des Eigenmarkenanteils ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 9,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 3,70 auf EUR 20,60 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 12,20 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 20,60 je Aktie.

**ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE**



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 16,90 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 12,20) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 20,60) gelingt die Margenausweitung, beispielsweise durch eine Erweiterung des Online-Shops, noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Kursziel EUR 16,90 je Aktie

Bei Erreichung unseres (Base Case-Szenario) Kurszieles wäre die Adler Modemärkte-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

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

	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 16,90	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	16,9x	13,8x	24,6x	20,1x
EV/Umsatz	0,43x	0,42x	0,61x	0,61x
EV/EBIT	9,5x	8,1x	13,7x	11,9x
KBV	2,0x	1,9x	2,9x	2,7x

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 verbesserte Stimmung im textilen Einzelhandel, **(2)** in weiteren strategischen Übernahmen bzw. einer anhaltend hohen Run-Rate an Neueröffnungen, **(3)** in einer Bestätigung bzw. 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 179 Modemärkten per Q2/2015 (davon 155 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
<b>Nettoumsatz</b>	EUR Mio.	<b>473,2</b>	<b>474,6</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>
YoY	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-253,1	-239,6	-205,3	-210,4	-231,0
in % der Nettoerlöse	%	-53,5%	-50,5%	-50,6%	-47,3%	-48,5%
<b>Rohertrag</b>	EUR Mio.	<b>220,1</b>	<b>235,0</b>	<b>200,6</b>	<b>234,4</b>	<b>245,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
YoY	%	n/a	6,8%	-14,7%	16,9%	4,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	15,6	23,4	17,7	8,2	10,3
in % der Nettoerlöse	%	3,3%	4,9%	4,4%	1,8%	2,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-87,6	-128,2	-80,6	-75,0	-77,9
in % der Nettoerlöse	%	-18,5%	-27,0%	-19,8%	-16,9%	-16,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-6,2	-28,2	-17,8	-13,6	-14,8
in % der Nettoerlöse	%	-1,3%	-5,9%	-4,4%	-3,0%	-3,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-146,0	-157,4	-125,3	-129,8	-146,9
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-33,2%	-30,9%	-29,2%	-30,8%
<b>EBITDA</b>	EUR Mio.	<b>2,2</b>	<b>-27,2</b>	<b>12,5</b>	<b>37,8</b>	<b>31,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
YoY	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-4,0</b>	<b>-55,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>24,3</b>	<b>16,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
YoY	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
Finanzergebnis	EUR Mio.	9,5	-6,2	-3,1	-0,6	-3,5
Zinserträge	EUR Mio.	10,4	0,8	1,9	3,5	0,2
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,9	-7,0	-5,0	-4,1	-3,7
<b>EBT</b>	EUR Mio.	<b>5,5</b>	<b>-61,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>23,7</b>	<b>12,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
YoY	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	2,1	2,4	-0,1	4,8	-4,4
in % des EBT	%	39,0%	-3,8%	1,8%	20,2%	-34,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	EUR Mio.	<b>7,6</b>	<b>-59,2</b>	<b>-8,6</b>	<b>28,5</b>	<b>8,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
YoY	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
Anzahl Aktien	Mio.	15,9	15,9	15,9	15,9	18,5
<b>EPS</b>	EUR	<b>0,48</b>	<b>-3,74</b>	<b>-0,54</b>	<b>1,80</b>	<b>0,46</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Nettoumsatz</b>	EUR Mio.	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>550,4</b>	<b>566,2</b>
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-234,9	-243,2	-250,2	-257,2
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,4%	-45,4%	-45,5%	-45,4%
<b>Rohertrag</b>	EUR Mio.	<b>267,9</b>	<b>293,7</b>	<b>292,0</b>	<b>300,2</b>	<b>309,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,6%	54,6%	54,5%	54,6%
YoY	%	9,1%	9,6%	-0,6%	2,8%	2,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	7,7	9,8	9,3	9,7
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,8%	1,7%	1,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-92,0	-95,2	-99,9	-102,6
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-17,4%	-17,8%	-18,1%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,0	-15,4	-16,2	-16,6
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,6%	-2,9%	-2,9%	-2,9%
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	-168,8	-170,2
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,5%	-30,8%	-30,7%	-30,1%
<b>EBITDA</b>	EUR Mio.	<b>35,5</b>	<b>42,9</b>	<b>41,5</b>	<b>40,8</b>	<b>45,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	8,1%	7,8%	7,4%	8,1%
YoY	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-1,8%	12,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>20,5</b>	<b>28,9</b>	<b>26,2</b>	<b>24,6</b>	<b>29,3</b>
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	5,5%	4,9%	4,5%	5,2%
YoY	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-6,0%	18,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-5,0	-4,9	-6,3
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,4	-5,1	-5,0	-6,5
<b>EBT</b>	EUR Mio.	<b>16,2</b>	<b>24,6</b>	<b>21,2</b>	<b>19,7</b>	<b>22,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	4,7%	4,0%	3,6%	4,0%
YoY	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-7,2%	16,3%
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	-7,0	-7,3
in % des EBT	%	-37,6%	-24,5%	-33,3%	-35,3%	-32,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	EUR Mio.	<b>10,1</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	3,5%	2,6%	2,3%	2,8%
YoY	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-10,0%	22,3%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	EUR	<b>0,54</b>	<b>1,05</b>	<b>0,77</b>	<b>0,69</b>	<b>0,84</b>

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
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>113,2</b>	<b>142,7</b>	<b>255,9</b>	<b>122,0</b>	<b>377,9</b>	<b>157,4</b>	<b>535,3</b>
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%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>58,3</b>	<b>81,9</b>	<b>140,2</b>	<b>64,7</b>	<b>204,8</b>	<b>87,2</b>	<b>292,0</b>
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%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,6</b>	<b>18,5</b>	<b>12,9</b>	<b>5,4</b>	<b>18,3</b>	<b>23,2</b>	<b>41,5</b>
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%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,2</b>	<b>14,6</b>	<b>5,3</b>	<b>1,5</b>	<b>6,8</b>	<b>19,4</b>	<b>26,2</b>
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
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,5</b>	<b>13,3</b>	<b>2,9</b>	<b>0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>18,1</b>	<b>21,2</b>
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%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,1</b>
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
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,45</b>	<b>0,52</b>	<b>0,08</b>	<b>0,00</b>	<b>0,08</b>	<b>0,69</b>	<b>0,77</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2015)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15	H1/15	Q3/15e	9M/15e	Q4/15e	2015e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>115,1</b>	<b>153,3</b>	<b>268,4</b>	<b>124,2</b>	<b>392,6</b>	<b>157,8</b>	<b>550,4</b>
YoY	%	1,7%	7,4%	4,9%	1,8%	3,9%	0,3%	2,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-58,2	-67,1	-125,3	-56,6	-181,9	-68,3	-250,2
in % der Nettoerlöse	%	-50,6%	-43,8%	-46,7%	-45,6%	-46,3%	-43,3%	-45,5%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>56,9</b>	<b>86,2</b>	<b>143,1</b>	<b>67,6</b>	<b>210,7</b>	<b>89,5</b>	<b>300,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,4%	56,2%	53,3%	54,4%	53,7%	56,7%	54,5%
YoY	%	-2,4%	5,2%	2,1%	4,5%	2,8%	2,7%	2,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,6	2,1	3,6	3,0	6,7	2,6	9,3
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	1,4%	1,4%	2,4%	1,7%	1,6%	1,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-27,4	-25,6	-53,0	-22,8	-75,8	-24,1	-99,9
in % der Nettoerlöse	%	-23,8%	-16,7%	-19,7%	-18,4%	-19,3%	-15,2%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-8,0	-4,1	-12,1	-4,1	-16,2
in % der Nettoerlöse	%	-3,4%	-2,6%	-3,0%	-3,3%	-3,1%	-2,6%	-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.	-44,1	-45,1	-89,2	-39,0	-128,2	-40,6	-168,8
in % der Nettoerlöse	%	-38,3%	-29,4%	-33,2%	-31,4%	-32,7%	-25,7%	-30,7%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,0</b>	<b>17,5</b>	<b>4,5</b>	<b>8,8</b>	<b>13,3</b>	<b>27,5</b>	<b>40,8</b>
in % der Nettoerlöse	%	-11,3%	11,4%	1,7%	7,1%	3,4%	17,4%	7,4%
YoY	%	133,0%	-5,1%	-64,9%	62,5%	-27,3%	18,2%	-1,8%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-17,0</b>	<b>13,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>4,7</b>	<b>1,2</b>	<b>23,4</b>	<b>24,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	-14,7%	8,8%	-1,3%	3,8%	0,3%	14,8%	4,5%
YoY	%	83,5%	-7,3%	n/a	213,2%	-81,9%	20,8%	-6,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,2	-2,4	-1,1	-3,5	-1,4	-4,9
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-3,6	-1,4	-5,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,2</b>	<b>12,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>22,0</b>	<b>19,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	-15,8%	8,0%	-2,2%	2,8%	-0,6%	13,9%	3,6%
YoY	%	73,6%	-7,5%	n/a	n/a	n/a	21,4%	-7,2%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	4,6	-4,1	0,6	-1,0	-0,5	-6,5	-7,0
in % des EBT	%	-25,6%	-33,0%	-9,9%	-29,5%	20,3%	-29,5%	-35,3%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,5</b>	<b>8,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>15,5</b>	<b>12,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	-11,7%	5,4%	-2,0%	2,0%	-0,7%	9,8%	2,3%
YoY	%	65,1%	-13,7%	n/a	n/a	n/a	21,5%	-10,0%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,73</b>	<b>0,45</b>	<b>-0,28</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,84</b>	<b>0,69</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2007-2011

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz, 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	6,2	6,8	7,8	8,5
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	72,2	72,5	81,2	83,2
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
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>80,9</b>	<b>89,1</b>	<b>93,1</b>	<b>102,9</b>	<b>105,8</b>
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	64,5	72,6
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	23,9%	28,5%	25,1%	26,2%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>129,5</b>	<b>139,1</b>	<b>150,9</b>	<b>153,9</b>	<b>170,9</b>
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
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>244,3</b>	<b>257,1</b>	<b>277,0</b>
<b>Passiva</b>						
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	-34,1	-28,7
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>79,9</b>	<b>92,0</b>	<b>105,6</b>	<b>109,1</b>	<b>114,5</b>
Eigenkapitalquote	%	38,0%	40,3%	43,2%	42,5%	41,4%
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
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>51,8</b>	<b>62,1</b>	<b>63,5</b>	<b>69,9</b>	<b>76,9</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,3	10,2	13,4	17,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	34,2	31,7	29,7	27,9
in % der Erlöse	%	6,7%	6,5%	5,9%	5,4%	4,9%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	3,6	4,2	6,6	10,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	20,4	20,9	21,5
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	5,4	6,3	6,9	7,6
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>78,8</b>	<b>74,3</b>	<b>75,1</b>	<b>78,0</b>	<b>85,6</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>244,3</b>	<b>257,1</b>	<b>277,0</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (normalisierte Fassung), 2007-2011

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

## Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2016e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,7%	2,8%	3,0%	3,1%
Sachanlagen	%	30,8%	31,6%	29,7%	31,6%	30,0%
Grundstücke	%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	3,7%	3,8%	4,8%	4,7%	4,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>38,5%</b>	<b>39,0%</b>	<b>38,1%</b>	<b>40,0%</b>	<b>38,2%</b>
Vorräte	%	37,1%	33,9%	30,9%	32,3%	33,0%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	3,1%	2,3%	2,4%	2,5%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	23,9%	28,5%	25,1%	26,2%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>61,5%</b>	<b>60,9%</b>	<b>61,8%</b>	<b>59,9%</b>	<b>61,7%</b>
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%
<b>Summa Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	7,7%	7,6%	7,2%	6,7%
Kapitalrücklage	%	56,7%	52,3%	52,2%	49,6%	46,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-0,7%	-1,1%	-1,1%	-1,0%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-19,0%	-15,4%	-13,3%	-10,3%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>38,0%</b>	<b>40,3%</b>	<b>43,2%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,4%</b>
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%	0,6%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	1,1%	1,6%	1,7%	1,7%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	21,3%	19,5%	20,4%	20,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>24,6%</b>	<b>27,2%</b>	<b>26,0%</b>	<b>27,2%</b>	<b>27,8%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,5%	4,2%	5,2%	6,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	14,9%	13,0%	11,6%	10,1%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,6%	1,7%	2,6%	3,8%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,5%	8,3%	8,1%	7,8%
Steuerschulden	%	0,7%	0,6%	1,0%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>37,4%</b>	<b>32,5%</b>	<b>30,7%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,9%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## 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
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,7</b>	<b>-33,7</b>	<b>25,0</b>	<b>49,5</b>	<b>38,7</b>
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
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-6,5</b>	<b>-22,5</b>	<b>7,2</b>	<b>25,8</b>	<b>8,8</b>
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
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>-37,8</b>	<b>-16,8</b>	<b>-13,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	1038,3%	-55,7%	-21,2%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-6,5</b>	<b>-18,5</b>	<b>-30,7</b>	<b>9,0</b>	<b>-4,4</b>
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
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>18,2</b>	<b>42,4</b>	<b>-13,1</b>	<b>11,4</b>
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
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,4</b>	<b>25,2</b>	<b>37,0</b>	<b>33,0</b>	<b>40,0</b>

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	19,7	22,9
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,0	15,4	16,2	16,6
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
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>31,5</b>	<b>40,6</b>	<b>37,8</b>	<b>36,7</b>	<b>40,5</b>
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	-2,0	-1,9
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	1,0	0,5	2,5	3,9
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,3	5,0	-4,9	-6,3
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	-9,0	-7,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,9	1,4	4,9	6,3
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,7</b>	<b>40,9</b>	<b>36,4</b>	<b>20,1</b>	<b>26,2</b>
YoY	%	247,4%	33,4%	-11,1%	-44,7%	30,3%
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	-25,9	-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
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,7</b>	<b>-9,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-25,9</b>	<b>-19,4</b>
YoY	%	-26,5%	-5,7%	24,6%	126,7%	-25,2%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,0</b>	<b>31,8</b>	<b>24,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>6,8</b>
YoY	%	-578,4%	51,6%	-21,5%	-123,2%	-217,7%
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	1,8	4,5	5,6
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	5,3	0,0	5,4	5,9
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	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,9</b>	<b>-19,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>
YoY	%	-264,8%	2,5%	-49,3%	-106,4%	107,7%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	12,4	15,1	-5,2	8,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	54,5	69,7	64,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,1</b>	<b>54,5</b>	<b>69,7</b>	<b>64,5</b>	<b>72,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente, 2007-2011

<b>IFRS (31.12.)</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>473,2</b>	<b>474,6</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>
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
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>0,3%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1%</b>
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
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>563,0</b>	<b>486,6</b>	<b>534,7</b>	<b>564,5</b>
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
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-13,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,6%</b>
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%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>474,6</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>
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
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	n/a	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%
Fremdmarken	%	n/a	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-14,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1%</b>
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
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>550,4</b>	<b>566,2</b>
Deutschland	EUR Mio.	410,1	432,1	439,9	456,4	473,3
Österreich	EUR Mio.	80,1	78,6	76,3	73,7	71,2
Luxemburg	EUR Mio.	15,5	16,3	17,3	18,4	19,6
Schweiz	EUR Mio.	0,4	1,7	1,8	1,9	2,0
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	81,0%	81,7%	82,2%	82,9%	83,6%
Österreich	%	15,8%	14,9%	14,3%	13,4%	12,6%
Luxemburg	%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%	3,5%
Schweiz	%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Deutschland	%	7,3%	5,4%	1,8%	3,8%	3,7%
Österreich	%	1,2%	-1,9%	-2,9%	-3,4%	-3,4%
Luxemburg	%	1,0%	4,9%	6,6%	6,3%	6,6%
Schweiz	%	n/a	312,5%	6,1%	8,4%	4,0%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>550,4</b>	<b>566,2</b>
Damen	EUR Mio.	242,9	253,7	256,9	264,2	271,8
Herren	EUR Mio.	136,6	142,7	144,5	148,6	152,9
Lingerie	EUR Mio.	50,6	52,9	53,5	55,0	56,6
Accessoires	EUR Mio.	75,9	79,3	80,3	82,6	84,9
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Damen	%	-13,2%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
Herren	%	-11,3%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
Lingerie	%	-14,0%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
Accessoires	%	5,7%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>550,4</b>	<b>566,2</b>
Eigenmarken	EUR Mio.	455,5	471,0	457,1	451,6	452,2
Fremdmarken	EUR Mio.	50,6	57,6	78,1	98,8	114,0
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	90,0%	89,1%	85,4%	82,1%	79,9%
Fremdmarken	%	10,0%	10,9%	14,6%	17,9%	20,1%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Eigenmarken	%	6,1%	3,4%	-2,9%	-1,2%	0,1%
Fremdmarken	%	7,2%	13,9%	35,6%	26,4%	15,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente II, 2007-2011

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>124</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	<b>134</b>	<b>162</b>
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
<b>Nettoveränderung</b>		<b>n/a</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>28</b>
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
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>169</b>	<b>171</b>	<b>170</b>	<b>179</b>	<b>185</b>
YoY	%	4,3%	1,2%	-0,6%	5,3%	3,4%
davon Deutschland		139	143	145	155	157
davon Österreich		27	25	22	21	25
davon Luxembourg		2	2	2	2	2
davon Schweiz		1	1	1	1	1
<b>Nettoveränderung</b>		<b>7</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>2</b>
davon Organisches Wachstum		11	6	5	1	5
davon Akquisitionen		5	0	0	9	0
davon Schließungen/Verkäufe		-9	-4	-5	-1	-3
Durchschnittliche Storezahl		166	170	171	175	182
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
YoY	%	1,8%	3,2%	1,9%	-2,3%	-0,5%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	274,1	274,1	288,9	292,2
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.602	1.603	1.612	1.614	1.579
Nettoumsatz je qm	EUR	1.869	1.929	1.953	1.905	1.938
Rohhertrag je qm	EUR	989	1.072	1.066	1.039	1.058
LFL-Umsätze (YoY)	%	-2,5%	3,6%	3,0%	1,3%	-2,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Auf einen Blick I (2007-2011)

IFRS (31.12.)		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Key Data</b>						
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
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	10,20
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	3,90
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	8,25
EPS	EUR	0,48	-3,74	-0,54	1,80	0,46
CFPS	EUR	0,74	-2,10	0,68	2,28	1,50
BVPS	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
NAV	EUR	3,11	1,61	4,37	2,60	4,04
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
Rohertragsmarge	%	46,5%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%
EBITDA-Marge	%	0,5%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%
EBIT-Marge	%	-0,9%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%
EBT-Marge	%	1,2%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%
Netto-Marge	%	1,6%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%
FCF-Marge	%	-1,4%	-3,9%	-7,6%	2,0%	-0,9%
ROE	%	15,4%	-158,3%	-18,2%	51,6%	14,7%
ROCE	%	1,5%	-14,6%	6,6%	28,8%	20,3%
CE/Umsatz	%	19,7%	26,7%	31,7%	20,1%	21,9%
NWC/Umsatz	%	14,6%	8,7%	15,3%	7,7%	10,5%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	167,8	73,1	86,3	106,6	106,4
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	-1,4	-8,5	-1,1	5,8	3,7
DSO	d	30	10	37	4	5
Inventory days	d	42	47	48	46	56
Capex/Umsatz	%	0,0%	2,5%	0,9%	1,0%	2,6%
<b>Wachstumsraten</b>						
Nettoumsatz	%	n/a	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	203,4%	-17,6%
EBIT	%	n/a	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%
EBT	%	n/a	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%
EPS	%	n/a	n/a	-85,4%	n/a	-74,4%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	238,0%	-34,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick I (2012-2016e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Key Data</b>						
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	550,4	566,2
Rohertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	292,0	300,2	309,0
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,5	40,8	45,9
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,2	24,6	29,3
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	19,7	22,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	10,1	18,6	14,1	12,7	15,6
Anzahl Mitarbeiter		4.390	4.294	4.213	4.182	4.229
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	6,60	9,93	13,91	13,84	
Kurs Tief	EUR	4,01	4,84	9,09	9,69	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,27	7,57	11,57	11,60	11,60
EPS	EUR	0,54	1,05	0,77	0,69	0,84
CFPS	EUR	1,68	2,19	1,98	1,94	2,14
BVPS	EUR	4,32	5,22	5,72	5,90	6,19
NAV	EUR	4,32	5,22	5,72	5,90	6,19
Dividende	EUR	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60
Kursziel	EUR					16,90
Performance bis Kursziel	%					46,1%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
Rohertragsmarge	%	52,9%	55,6%	54,6%	54,5%	54,6%
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%	3,6%	4,0%
Netto-Marge	%	2,0%	3,5%	2,6%	2,3%	2,8%
FCF-Marge	%	4,1%	6,0%	4,7%	-1,1%	1,2%
ROE	%	13,0%	21,6%	14,3%	11,9%	13,9%
ROCE	%	19,5%	22,6%	21,9%	18,7%	19,2%
CE/Umsatz	%	24,5%	24,4%	24,1%	27,0%	28,6%
NWC/Umsatz	%	10,5%	9,5%	9,3%	10,8%	12,4%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	115,3	123,1	127,1	131,6	133,9
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	4,7	6,7	6,2	5,9	6,9
DSO	d	6	5	4	4	4
Inventory days	d	56	53	51	54	58
Capex/Umsatz	%	5,9%	4,0%	3,0%	4,7%	3,4%
<b>Wachstumsraten</b>						
Nettoumsatz	%	6,2%	4,5%	1,3%	2,8%	2,9%
EBITDA	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-1,8%	12,5%
EBIT	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-6,0%	18,8%
EBT	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-7,2%	16,3%
Nettoergebnis	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-10,0%	22,3%
EPS	%	18,5%	93,7%	-27,3%	-10,1%	22,3%
CFPS	%	12,5%	30,1%	-9,6%	-2,2%	10,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick II (2007-2011)

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick II (2013-2016e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	80,9	89,1	93,1	102,9	105,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	129,5	139,1	150,9	153,9	170,9
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	105,6	109,1	114,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	130,5	136,4	138,6	147,9	162,4
Anlagenintensität	%	30,8%	31,6%	29,7%	31,6%	30,0%
EK-Quote	%	38,0%	40,3%	43,2%	42,5%	41,4%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	32,9%	14,5%	-2,1%	10,8%	12,4%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	1,0	0,5	0,5	0,7	0,7
Working Capital	EUR Mio.	53,4	50,5	49,6	59,7	70,4
Capital Employed	EUR Mio.	124,0	128,9	128,8	148,6	162,1
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	97,5	133,4	213,8	214,7	214,7
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	122,2	175,0	257,0	256,2	
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	74,2	85,3	167,9	179,4	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	26,3	13,3	-2,2	11,8	14,1
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	234,4	237,5
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	152,6	194,3	261,9	275,8	
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6	104,6	172,9	199,0	
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	101,3	101,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,25	0,29	0,41	0,43	0,42
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,30	0,37	0,49	0,50	
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,20	0,32	0,36	
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	3,6	5,3	5,7	5,2
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,3	4,5	6,3	6,8	
EV/EBITDA (Tief)	x	2,9	2,4	4,2	4,9	
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	6,2	5,3	8,4	9,5	8,1
EV/EBIT (Hoch)	x	7,4	6,7	10,0	11,2	
EV/EBIT (Tief)	x	5,1	3,6	6,6	8,1	
KGV (Durchschnitt)	x	9,7	7,2	15,1	16,9	13,8
KGV (Hoch)	x	12,1	9,4			
KGV (Tief)	x	7,4	4,6			
KCF (Durchschnitt)	x	3,1	3,5	5,8	6,0	5,4
KCF (Hoch)	x	3,9	4,5	7,0	7,1	
KCF (Tief)	x	2,4	2,2	4,6	5,0	
KBV (Durchschnitt)	x	1,2	1,4	2,0	2,0	1,9
KBV (Hoch)	x	1,5	1,9	2,4	2,3	
KBV (Tief)	x	0,9	0,9	1,6	1,6	
FCF-Yield	%	21,5%	23,8%	11,7%	-2,7%	3,2%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	73,5%	42,7%	65,3%	79,9%	71,3%
Dividendenrendite	%	7,6%	5,9%	4,3%	4,7%	5,2%
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	30,7	40,9	36,4	20,1	26,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-11,4	-25,9	-19,4
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	24,9	-5,8	6,8
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-9,8	0,6	1,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DCF-Modell

IFRS (31.12.)		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV	
<b>Nettoumsatz</b>	EUR Mio.	<b>550,4</b>	<b>566,2</b>	<b>580,4</b>	<b>592,4</b>	<b>602,0</b>	<b>609,4</b>	<b>615,1</b>	<b>619,7</b>	<b>623,8</b>	<b>627,7</b>	<b>631,5</b>	<b>635,3</b>	<b>639,1</b>	
Umsatzwachstum	%	2,8%	2,9%	2,5%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>24,6</b>	<b>26,1</b>	<b>27,5</b>	<b>28,8</b>	<b>30,1</b>	<b>31,2</b>	<b>32,3</b>	<b>33,4</b>	<b>34,4</b>	<b>35,4</b>	<b>36,5</b>	<b>37,5</b>	<b>38,3</b>	
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,5%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	6,0%	
Steuerquote (τ)	%	35,3%	32,0%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	
<b>EBIT(1-τ)</b>	EUR Mio.	<b>15,9</b>	<b>17,7</b>	<b>19,5</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>	<b>22,1</b>	<b>22,9</b>	<b>23,7</b>	<b>24,4</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>	<b>26,6</b>	<b>27,2</b>	
Reinvestment	EUR Mio.	-19,8	-13,5	-15,7	-11,8	-8,4	-6,0	-4,4	-3,4	-3,0	-2,8	-2,7	-2,7	-2,9	
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>8,6</b>	<b>12,9</b>	<b>16,2</b>	<b>18,6</b>	<b>20,2</b>	<b>21,4</b>	<b>22,3</b>	<b>23,1</b>	<b>23,9</b>	<b>24,3</b>	
WACC	%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	94,1%	88,6%	83,4%	78,6%	74,1%	69,9%	66,0%	62,4%	58,9%	55,8%	52,8%	50,0%	0,0%	
<b>PV FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>6,8</b>	<b>9,5</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,2</b>	<b>11,9</b>		
									<b>TV-Wachstumsrate im Terminal Value</b>						
PV Terminal Value	EUR Mio.	204,9							<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>
PV Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	104,9						<b>3,0%</b>	12,20	11,90	11,60	11,30	11,00	10,70	10,30
<b>Summe der Barwerte</b>	EUR Mio.	<b>309,9</b>						<b>4,0%</b>	14,20	13,90	13,50	13,20	12,80	12,40	12,00
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	67,4						<b>5,0%</b>	16,20	15,80	15,40	15,00	14,60	14,20	13,70
Liquidität	EUR Mio.	69,7						<b>6,0%</b>	18,10	17,70	17,30	<b>16,90</b>	16,40	15,90	15,50
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	EUR Mio.	<b>312,1</b>						<b>7,0%</b>	20,10	19,70	19,20	18,70	18,20	17,70	17,20
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5						<b>8,0%</b>	22,10	21,60	21,10	20,60	20,00	19,50	18,90
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	EUR	<b>16,90</b>						<b>9,0%</b>	24,00	23,50	23,00	22,40	21,80	21,20	20,60
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN															

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:**

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
06.08.2015	EUR 16,90	Buy	1; 8
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 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.