

# Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 10,25

Kursziel: EUR 16,90 (unverändert)

## Stabilität auch in wetterfühligem Umfeld

Mit LFL-Wachstumsraten von 0,1% (9M/2015) bzw. 1,8% (Q3/2015) konnte sich Adler Modemärkte von den Vorgaben des deutschen Textileinzelhandels, der etwa im August von einem temperaturbedingten Einbruch der Absatzzahlen berichtet hatte, deutlich abheben. Wir bestätigen unser Kursziel von EUR 16,90 (Base-Case-Szenario) und unser Buy-Rating.

### 9M/2015 im Überblick

In den ersten neun Monaten 2015 konnte Adler Modemärkte die **Nettoumsätze** um 5,5% auf EUR 398,6 Mio. von EUR 377,9 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum verbessern. Für den größten Teil des Umsatzwachstums waren die inzwischen unter Adler Orange firmierenden Kressner-Filialen verantwortlich, aber auch die Übernahme von zwei Hefa-Modemärkten und die Eröffnung von zwei Adler Modemärkten trugen zum Umsatzwachstum bei. Auf vergleichbarer Fläche (LFL) lagen die Erlöse um 0,1% über dem Vorjahreswert. Damit konnte Adler Modemärkte nicht nur das Minus des ersten Halbjahres (-0,7% LFL) ins Positive drehen, sondern sich auch deutlich vom textilen Einzelhandelsumfeld absetzen, das nach neun Monaten kumulative Umsatzeinbußen von -2% verzeichnen musste.

Das **EBITDA** verschlechterte sich nach neun Monaten auf EUR 4,6 Mio. von EUR 18,3 Mio. in 9M/2014 (-75,0% YoY). Verantwortlich hierfür waren (1) eine von Einmaleffekten (u. a. von Baukostenzuschüssen) positiv beeinflusste Vorjahresvorgabe, (2) die planmäßigen Belastungen aus der Integration der erworbenen Kressner- und Hefa-Filialen, insbesondere für Personalabfindungen und Rückstellungen, (3) unter den Erwartungen liegenden Umsätze mit Konzessionslieferanten wie etwa Tom Tailor, und (4) im Jahresvergleich höhere Marketingausgaben. Infolgedessen lag auch das **EBIT** nach neun Monaten bei EUR -7,5 Mio. (Vorjahr EUR 6,8 Mio.).

TABELLE 1: VERGLEICH 9M/2015 REPORTED VS. ERWARTET

|                 |          | Reported | Erwartet | Δ      |
|-----------------|----------|----------|----------|--------|
| Umsatz          | EUR Mio. | 398,6    | 392,6    | 1,5%   |
| Rohertrag       | EUR Mio. | 210,1    | 210,7    | -0,3%  |
| Rohertragsmarge | %        | 52,7%    | 53,7%    | -1,0pp |
| EBITDA          | EUR Mio. | 4,6      | 13,3     | -65,6% |
| EBITDA-Marge    | %        | 1,1%     | 3,4%     | -2,2pp |
| Nettoergebnis   | EUR Mio. | -9,3     | -2,8     | n/a    |
| EPS             | EUR      | -0,50    | -0,15    | n/a    |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Q3/2015 mit deutlich steigender Dynamik

Im dritten Quartal 2015 konnte Adler Modemärkte die **Nettoumsätze** auf EUR 130,2 Mio. (Vorjahr: EUR 122,0 Mio., +6,8% YoY) steigern. LFL belief sich das Umsatzwachstum in Q3/2015 auf 1,8% und lag damit ebenfalls deutlich über der Gesamtmarktentwicklung, die im dritten Quartal eine stagnierende Entwicklung aufgezeigt hatte. Das **EBITDA** lag mit EUR 0,1 Mio. deutlich unter dem Vorjahreswert von EUR 5,4 Mio., was insbesondere auf gestiegene Marketingaufwendungen zurückzuführen ist. Bei nahezu konstanten Abschreibungen verringerte sich das **EBIT** auf EUR -4,0 Mio. von EUR 1,5 Mio. in Q3/2014.

|                                                         |
|---------------------------------------------------------|
| 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 189,7 Mio.                    |
| Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück                        |
| Jahresabschluss 2015: März 2016                         |

| EUR Mio. (31/12) | 2013  | 2014  | 2015e | 2016e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoumsatz      | 528,6 | 535,3 | 556,5 | 579,3 |
| EBITDA           | 42,9  | 41,5  | 40,0  | 44,9  |
| EBIT             | 28,9  | 26,2  | 24,0  | 28,4  |
| EBT              | 24,6  | 21,2  | 18,9  | 21,6  |
| EAT              | 18,6  | 14,1  | 11,9  | 14,7  |

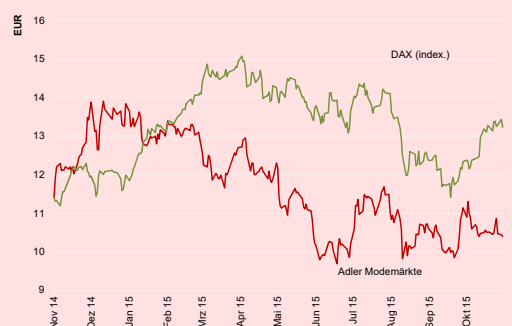
| % vom Umsatz | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e |
|--------------|------|------|-------|-------|
| EBITDA       | 8,1  | 7,8  | 7,2   | 7,7   |
| EBIT         | 5,5  | 4,9  | 4,3   | 4,9   |
| EBT          | 4,7  | 4,0  | 3,4   | 3,7   |
| EAT          | 3,5  | 2,6  | 2,1   | 2,5   |

| Je Aktie/EUR | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e |
|--------------|------|------|-------|-------|
| EPS          | 1,05 | 0,77 | 0,64  | 0,79  |
| Dividende    | 0,45 | 0,50 | 0,55  | 0,60  |
| Buchwert     | 5,22 | 5,72 | 5,85  | 6,09  |
| Cashflow     | 2,19 | 1,98 | 1,89  | 2,06  |

| %        | 2013  | 2014  | 2015e | 2016e |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| EK-Quote | 40,3% | 43,2% | 41,9% | 40,3% |
| Gearing  | 14,5% | -2,1% | 11,7% | 12,8% |

| x         | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e |
|-----------|------|------|-------|-------|
| KGV       | 7,2  | 15,1 | 16,0  | 12,9  |
| EV/Umsatz | 0,29 | 0,41 | 0,38  | 0,37  |
| EV/EBIT   | 5,3  | 8,4  | 8,8   | 7,5   |
| KBV       | 1,4  | 2,0  | 1,8   | 1,7   |

| 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

## Bestätigung der Umsatz- und EBITDA-Guidance

Auf Basis der Umsatzentwicklung der ersten neun Monaten hält das Management für das Gesamtjahr weiterhin ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich für realistisch und bestätigt auch beim EBITDA die Guidance, 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 eine temporäre Verringerung der Erträge nicht ausgeschlossen werden kann.

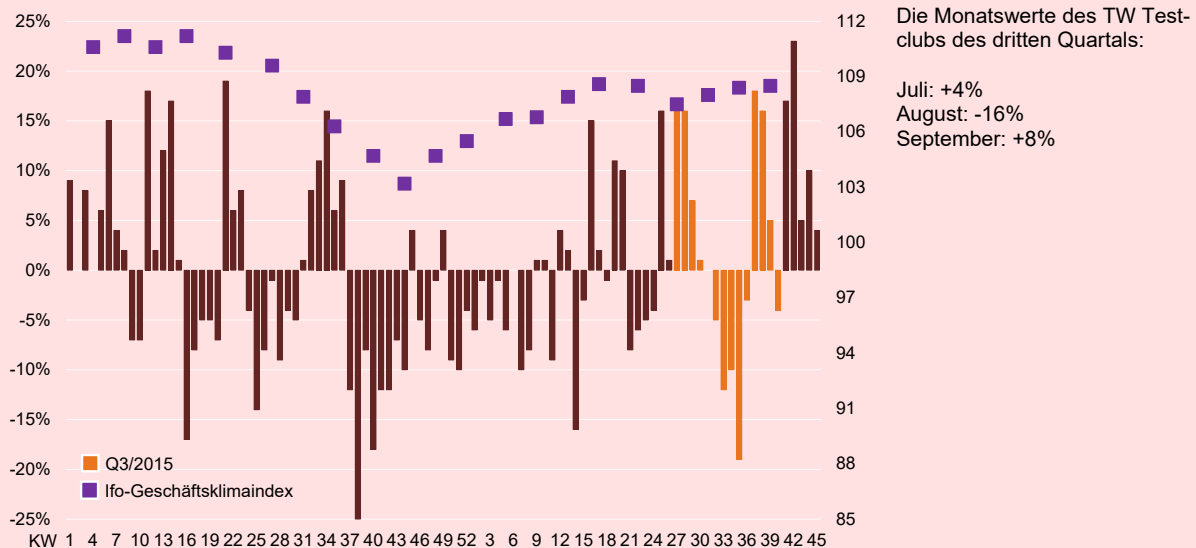
Für das vierte Quartal rechnet das Unternehmen mit einem EBITDA, das deutlich über seinem Vorjahreswert von EUR 23,2 Mio. liegen wird. Mittelfristig geht das Management ferner davon aus, dass die übernommenen Märkte zu neuem, profitablen Wachstum beitragen werden.

## Nur geringfügige Anpassung unserer Prognosen

Nach Veröffentlichung der Neunmonatszahlen haben wir unsere Schätzungen geringfügig angepasst: Für das laufende Jahr rechnen wir zukünftig mit Umsätzen in Höhe von EUR 556,5 Mio. (bislang EUR 550,4 Mio.). Unsere EBITDA-Schätzungen nehmen wir dagegen leicht auf EUR 40,0 Mio. von EUR 40,8 Mio. zurück. Unsere EBITDA-Prognosen für 2016e bleiben unverändert (EUR 44,9 Mio.).

**Das relevante Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete für die ersten neun Monate ein Minus von -2%. Im Oktober könnte allerdings mit einem Plus von 11% eine Trendwende eingeleitet worden sein.**

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



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

## TW Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex

Im dritten Quartal 2015 konnte der Ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft wieder an die Jahreshöchststände des ersten Quartals anschließend. Die Auswirkungen auf den stationären textilen Einzelhandel waren indes begrenzt: So ergaben sich zwar für den Juli (+4%) und den September (+8%) positive Werte im TW-Testclub, für den August wurde allerdings mit -16% der schlechteste Monatswert seit mehr als 15 Jahren gemeldet. Per Saldo schlossen die ersten drei Quartale 2015 daher mit einem Minus von -2% ab.

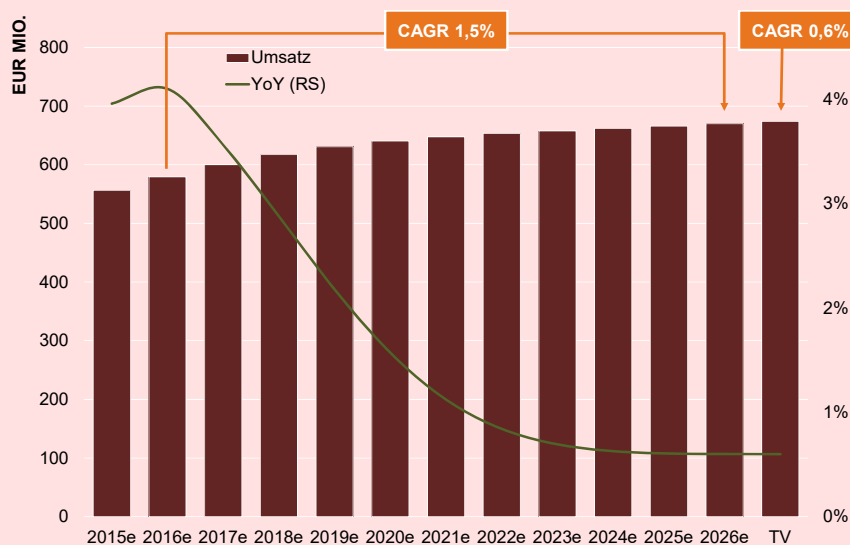
In fünf von neun Monaten des Jahres gingen die Umsätze im Vorjahresvergleich zurück – am stärksten im August. Dem stehen lediglich drei Plusmonate (Juni,

Textiles Einzelhandelsumfeld erst zu Sommerbeginn mit Impulsen

Juli und September) und ein Pari im April gegenüber. Die Werte des vierten Quartals sind hingegen bislang vielversprechend. So konnten für den Oktober zweistellige Zuwachsraten von 11% vermeldet werden.

**Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG und unser Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 16,90 (unverändert) je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 10,25 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 46,1%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 12,30, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 20,50 je Aktie.**

**ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM**



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 4,0% bzw. 1,5%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,6% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

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:

- ⑤ 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 4,0%.
- ⑤ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 1,5% 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.
- ⑤ 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 Bundes-

anleihen 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 4,5% 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% (Peak Margins) 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 2: 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;
- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger);
- Ⓢ 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).

**TABELLE 3: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)**

|                                                        |   |             |
|--------------------------------------------------------|---|-------------|
| <b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>              | % | <b>8,7%</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

**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 310,9 Mio. werden mit EUR 229,6 Mio. rund 73,9% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 81,3 Mio. oder 26,1% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

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

**TABELLE 4: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG**

|                                |            |              |
|--------------------------------|------------|--------------|
| PV des Terminal Value          | EUR        | 229,6        |
| PV der Cashflows über 10 Jahre | EUR        | 81,3         |
| <b>Summe PV</b>                | <b>EUR</b> | <b>310,9</b> |
| Finanzschulden                 | EUR        | 67,4         |
| Cash                           | EUR        | 69,7         |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>  | <b>EUR</b> | <b>313,1</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 12,30 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 3,60 auf EUR 20,50 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 12,30 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 20,50 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 12,30) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 20,50) 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 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

|           | Bewertung zu aktuellem Kurs |       | Bewertung zu Kursziel EUR 16,90 |       |
|-----------|-----------------------------|-------|---------------------------------|-------|
|           | 2015e                       | 2016e | 2015e                           | 2016e |
| KGV       | 16,0x                       | 12,9x | 26,3x                           | 21,3x |
| EV/Umsatz | 0,38x                       | 0,37x | 0,60x                           | 0,58x |
| EV/EBIT   | 8,8x                        | 7,5x  | 13,9x                           | 11,8x |
| KBV       | 1,8x                        | 1,7x  | 2,9x                            | 2,8x  |

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 des textilen Einzelhandels Umfelds, **(2)** in weiteren strategischen Übernahmen bzw. einer anhaltend hohen Run-Rate an Neueröffnungen, **(3)** in einer Erreichung der Guidance.

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 Q3/2015 (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>556,5</b> | <b>579,3</b> |
| YoY                                | %        | 6,2%         | 4,5%         | 1,3%         | 4,0%         | 4,1%         |
| Materialaufwand                    | EUR Mio. | -238,2       | -234,9       | -243,2       | -250,5       | -261,0       |
| in % der Nettoerlöse               | %        | -47,1%       | -44,4%       | -45,4%       | -45,0%       | -45,1%       |
| <b>Rohertrag</b>                   | EUR Mio. | <b>267,9</b> | <b>293,7</b> | <b>292,0</b> | <b>305,9</b> | <b>318,3</b> |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 52,9%        | 55,6%        | 54,6%        | 55,0%        | 54,9%        |
| YoY                                | %        | 9,1%         | 9,6%         | -0,6%        | 4,8%         | 4,0%         |
| Sonstige betriebliche Erträge      | EUR Mio. | 7,8          | 7,7          | 9,8          | 8,1          | 8,5          |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 1,5%         | 1,4%         | 1,8%         | 1,5%         | 1,5%         |
| Personalaufwand                    | EUR Mio. | -85,4        | -92,0        | -95,2        | -101,5       | -105,6       |
| in % der Nettoerlöse               | %        | -16,9%       | -17,4%       | -17,8%       | -18,2%       | -18,2%       |
| Abschreibungen                     | EUR Mio. | -15,0        | -14,0        | -15,4        | -16,0        | -16,5        |
| in % der Nettoerlöse               | %        | -3,0%        | -2,6%        | -2,9%        | -2,9%        | -2,8%        |
| Andere aktivierte Eigenleistungen  | EUR Mio. | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | EUR Mio. | -154,8       | -166,5       | -165,1       | -172,5       | -176,3       |
| in % der Nettoerlöse               | %        | -30,6%       | -31,5%       | -30,8%       | -31,0%       | -30,4%       |
| <b>EBITDA</b>                      | EUR Mio. | <b>35,5</b>  | <b>42,9</b>  | <b>41,5</b>  | <b>40,0</b>  | <b>44,9</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 7,0%         | 8,1%         | 7,8%         | 7,2%         | 7,7%         |
| YoY                                | %        | 13,8%        | 20,8%        | -3,1%        | -3,7%        | 12,1%        |
| <b>EBIT</b>                        | EUR Mio. | <b>20,5</b>  | <b>28,9</b>  | <b>26,2</b>  | <b>24,0</b>  | <b>28,4</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 4,0%         | 5,5%         | 4,9%         | 4,3%         | 4,9%         |
| YoY                                | %        | 25,0%        | 41,1%        | -9,4%        | -8,3%        | 18,2%        |
| Finanzergebnis                     | EUR Mio. | -4,3         | -4,3         | -5,0         | -5,1         | -6,8         |
| Zinserträge                        | EUR Mio. | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| Zinsaufwendungen                   | EUR Mio. | -4,5         | -4,4         | -5,1         | -5,1         | -6,9         |
| <b>EBT</b>                         | EUR Mio. | <b>16,2</b>  | <b>24,6</b>  | <b>21,2</b>  | <b>18,9</b>  | <b>21,6</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 3,2%         | 4,7%         | 4,0%         | 3,4%         | 3,7%         |
| YoY                                | %        | 25,4%        | 52,3%        | -13,8%       | -10,7%       | 14,0%        |
| 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         | -7,1         | -6,9         |
| in % des EBT                       | %        | -37,6%       | -24,5%       | -33,3%       | -37,3%       | -32,0%       |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>     | EUR Mio. | <b>10,1</b>  | <b>18,6</b>  | <b>14,1</b>  | <b>11,9</b>  | <b>14,7</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %        | 2,0%         | 3,5%         | 2,6%         | 2,1%         | 2,5%         |
| YoY                                | %        | 18,5%        | 84,4%        | -23,8%       | -16,0%       | 23,6%        |
| 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>0,64</b>  | <b>0,79</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>Rohertrag</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        | Q3/15        | 9M/15        | Q4/15e       | 2015e        |
|------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoumsatz</b>                 | <b>EUR Mio.</b> | <b>115,1</b> | <b>153,3</b> | <b>268,4</b> | <b>130,2</b> | <b>398,6</b> | <b>157,8</b> | <b>556,5</b> |
| YoY                                | %               | 1,7%         | 7,4%         | 4,9%         | 6,8%         | 5,5%         | 0,3%         | 4,0%         |
| Materialaufwand                    | EUR Mio.        | -58,2        | -67,1        | -125,3       | -63,3        | -188,6       | -62,0        | -250,5       |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -50,6%       | -43,8%       | -46,7%       | -48,6%       | -47,3%       | -39,3%       | -45,0%       |
| <b>Rohrertrag</b>                  | <b>EUR Mio.</b> | <b>56,9</b>  | <b>86,2</b>  | <b>143,1</b> | <b>67,0</b>  | <b>210,1</b> | <b>95,8</b>  | <b>305,9</b> |
| in % der Nettoerlöse               | %               | 49,4%        | 56,2%        | 53,3%        | 51,4%        | 52,7%        | 60,7%        | 55,0%        |
| YoY                                | %               | -2,4%        | 5,2%         | 2,1%         | 3,6%         | 2,5%         | 10,0%        | 4,8%         |
| Sonstige betriebliche Erträge      | EUR Mio.        | 1,6          | 2,1          | 3,6          | 1,8          | 5,5          | 2,6          | 8,1          |
| in % der Nettoerlöse               | %               | 1,4%         | 1,4%         | 1,4%         | 1,4%         | 1,4%         | 1,6%         | 1,5%         |
| Personalaufwand                    | EUR Mio.        | -27,4        | -25,6        | -53,0        | -24,0        | -77,0        | -24,5        | -101,5       |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -23,8%       | -16,7%       | -19,7%       | -18,4%       | -19,3%       | -15,6%       | -18,2%       |
| Abschreibungen                     | EUR Mio.        | -4,0         | -4,0         | -8,0         | -4,1         | -12,1        | -3,9         | -16,0        |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -3,4%        | -2,6%        | -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.        | -44,1        | -45,1        | -89,2        | -44,8        | -134,0       | -38,5        | -172,5       |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -38,3%       | -29,4%       | -33,2%       | -34,4%       | -33,6%       | -24,4%       | -31,0%       |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>EUR Mio.</b> | <b>-13,0</b> | <b>17,5</b>  | <b>4,5</b>   | <b>0,1</b>   | <b>4,6</b>   | <b>35,4</b>  | <b>40,0</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -11,3%       | 11,4%        | 1,7%         | 0,0%         | 1,1%         | 22,5%        | 7,2%         |
| YoY                                | %               | 133,0%       | -5,1%        | -64,9%       | -99,0%       | -75,0%       | 52,4%        | -3,7%        |
| <b>EBIT</b>                        | <b>EUR Mio.</b> | <b>-17,0</b> | <b>13,5</b>  | <b>-3,4</b>  | <b>-4,0</b>  | <b>-7,5</b>  | <b>31,5</b>  | <b>24,0</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -14,7%       | 8,8%         | -1,3%        | -3,1%        | -1,9%        | 20,0%        | 4,3%         |
| YoY                                | %               | 83,5%        | -7,3%        | n/a          | n/a          | n/a          | 62,8%        | -8,3%        |
| Finanzergebnis                     | EUR Mio.        | -1,2         | -1,2         | -2,4         | -1,2         | -3,6         | -1,4         | -5,1         |
| Zinserträge                        | EUR Mio.        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,1          |
| Zinsaufwendungen                   | EUR Mio.        | -1,2         | -1,2         | -2,4         | -1,2         | -3,7         | -1,5         | -5,1         |
| <b>EBT</b>                         | <b>EUR Mio.</b> | <b>-18,2</b> | <b>12,3</b>  | <b>-5,8</b>  | <b>-5,3</b>  | <b>-11,1</b> | <b>30,1</b>  | <b>18,9</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -15,8%       | 8,0%         | -2,2%        | -4,1%        | -2,8%        | 19,1%        | 3,4%         |
| YoY                                | %               | 73,6%        | -7,5%        | n/a          | n/a          | n/a          | 66,0%        | -10,7%       |
| 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          | 1,2          | 1,8          | -8,9         | -7,1         |
| in % des EBT                       | %               | -25,6%       | -33,0%       | -9,9%        | -23,3%       | -16,2%       | -29,5%       | -37,3%       |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>     | <b>EUR Mio.</b> | <b>-13,5</b> | <b>8,3</b>   | <b>-5,3</b>  | <b>-4,1</b>  | <b>-9,3</b>  | <b>21,2</b>  | <b>11,9</b>  |
| in % der Nettoerlöse               | %               | -11,7%       | 5,4%         | -2,0%        | -3,1%        | -2,3%        | 13,4%        | 2,1%         |
| YoY                                | %               | 65,1%        | -13,7%       | n/a          | n/a          | n/a          | 66,2%        | -16,0%       |
| 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>-0,22</b> | <b>-0,50</b> | <b>1,15</b>  | <b>0,64</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          | 7,2          | 7,8          |
| Sachanlagen                                                   | EUR Mio.        | 64,7         | 72,2         | 72,5         | 83,3         | 85,3         |
| 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>104,4</b> | <b>107,2</b> |
| Vorräte                                                       | EUR Mio.        | 78,2         | 77,5         | 75,6         | 83,1         | 91,4         |
| DIO                                                           | d               | 56           | 53           | 51           | 54           | 57           |
| 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         | 64,2         | 74,2         |
| in % der Bilanzsumme                                          | %               | 20,0%        | 23,9%        | 28,5%        | 24,9%        | 26,5%        |
| 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>153,6</b> | <b>172,5</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>258,3</b> | <b>280,0</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        | -34,9        | -30,4        |
| 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>108,3</b> | <b>112,8</b> |
| Eigenkapitalquote                                             | %               | 38,0%        | 40,3%        | 43,2%        | 41,9%        | 40,3%        |
| 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         | 14,3         | 20,0         |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen              | EUR Mio.        | 33,8         | 34,2         | 31,7         | 30,5         | 29,4         |
| in % der Erlöse                                               | %               | 6,7%         | 6,5%         | 5,9%         | 5,5%         | 5,1%         |
| Sonstige Rückstellungen                                       | EUR Mio.        | 2,5          | 3,6          | 4,2          | 6,7          | 10,7         |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)         | EUR Mio.        | 17,5         | 19,5         | 20,4         | 21,5         | 22,7         |
| Steuerschulden                                                | EUR Mio.        | 1,5          | 1,3          | 2,4          | 0,5          | 0,5          |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing                      | EUR Mio.        | 7,6          | 5,4          | 6,3          | 6,7          | 7,0          |
| <b>Summe kurzfristige Schulden</b>                            | <b>EUR Mio.</b> | <b>78,8</b>  | <b>74,3</b>  | <b>75,1</b>  | <b>80,1</b>  | <b>90,3</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>258,3</b> | <b>280,0</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%          | 2,8%          | 2,8%          |
| Sachanlagen                                                   | %        | 30,8%         | 31,6%         | 29,7%         | 32,2%         | 30,5%         |
| Grundstücke                                                   | %        | 1,0%          | 0,7%          | 0,6%          | 0,6%          | 0,5%          |
| Latente Steuern                                               | %        | 3,7%          | 3,8%          | 4,8%          | 4,6%          | 4,3%          |
| 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>40,4%</b>  | <b>38,3%</b>  |
| Vorräte                                                       | %        | 37,1%         | 33,9%         | 30,9%         | 32,2%         | 32,6%         |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände                 | %        | 4,3%          | 3,1%          | 2,3%          | 2,4%          | 2,5%          |
| Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere                     | %        | 20,0%         | 23,9%         | 28,5%         | 24,9%         | 26,5%         |
| 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>59,5%</b>  | <b>61,6%</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%          | 6,6%          |
| Kapitalrücklage                                               | %        | 56,7%         | 52,3%         | 52,2%         | 49,3%         | 45,5%         |
| Gewinnrücklagen                                               | %        | 0,0%          | -0,7%         | -1,1%         | -1,1%         | -1,0%         |
| Bilanzgewinn/-verlust                                         | %        | -27,1%        | -19,0%        | -15,4%        | -13,5%        | -10,9%        |
| 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>41,9%</b>  | <b>40,3%</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%         | 20,3%         | 20,6%         |
| Rückstellungen für Pensionen                                  | %        | 2,0%          | 2,6%          | 2,9%          | 3,0%          | 3,1%          |
| <b>Summe Langfristige Schulden</b>                            | <b>%</b> | <b>24,6%</b>  | <b>27,2%</b>  | <b>26,0%</b>  | <b>27,1%</b>  | <b>27,5%</b>  |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten                  | %        | 7,5%          | 4,5%          | 4,2%          | 5,5%          | 7,2%          |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen              | %        | 16,0%         | 14,9%         | 13,0%         | 11,8%         | 10,5%         |
| Sonstige Rückstellungen                                       | %        | 1,2%          | 1,6%          | 1,7%          | 2,6%          | 3,8%          |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)         | %        | 8,3%          | 8,5%          | 8,3%          | 8,3%          | 8,1%          |
| Steuerschulden                                                | %        | 0,7%          | 0,6%          | 1,0%          | 0,2%          | 0,2%          |
| Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing                      | %        | 3,6%          | 2,4%          | 2,6%          | 2,6%          | 2,5%          |
| <b>Summe kurzfristige Schulden</b>                            | <b>%</b> | <b>37,4%</b>  | <b>32,5%</b>  | <b>30,7%</b>  | <b>31,0%</b>  | <b>32,3%</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         | 18,9         | 21,6         |
| Abschreibungen                                        | EUR Mio.        | 15,0         | 14,0         | 15,4         | 16,0         | 16,5         |
| 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>35,8</b>  | <b>39,0</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         | -1,2         | -1,1         |
| Δ Working Capital                                     | EUR Mio.        | 0,4          | 1,0          | 0,5          | 2,5          | 4,0          |
| Gezahlte Zinsen                                       | EUR Mio.        | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zinsergebnis                                          | EUR Mio.        | 4,3          | 4,3          | 5,0          | -5,1         | -6,8         |
| 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         | -9,1         | -7,0         |
| 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>19,8</b>  | <b>25,5</b>  |
| YoY                                                   | %               | 247,4%       | 33,4%        | -11,1%       | -45,5%       | 28,9%        |
| 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        | -27,2        | -19,1        |
| 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>-27,2</b> | <b>-19,1</b> |
| YoY                                                   | %               | -26,5%       | -5,7%        | 24,6%        | 138,3%       | -29,6%       |
| <b>Free Cashflow</b>                                  | <b>EUR Mio.</b> | <b>21,0</b>  | <b>31,8</b>  | <b>24,9</b>  | <b>-7,4</b>  | <b>6,4</b>   |
| YoY                                                   | %               | -578,4%      | 51,6%        | -21,5%       | -129,6%      | -186,4%      |
| 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          | 6,0          | 7,7          |
| Saldo aus Finanzierungsleasing                        | EUR Mio.        | 11,6         | 5,3          | 0,0          | 5,1          | 5,6          |
| 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        | 0,1          | 0,4          |
| <b>Finanzierungscashflow</b>                          | <b>EUR Mio.</b> | <b>-18,9</b> | <b>-19,4</b> | <b>-9,8</b>  | <b>2,0</b>   | <b>3,6</b>   |
| YoY                                                   | %               | -264,8%      | 2,5%         | -49,3%       | -120,1%      | 83,1%        |
| Δ Liquidität                                          | EUR Mio.        | 2,1          | 12,4         | 15,1         | -5,4         | 10,0         |
| Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres          | EUR Mio.        | 40,0         | 42,1         | 54,5         | 69,7         | 64,2         |
| 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>64,2</b>  | <b>74,2</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>556,5</b>  | <b>579,3</b>  |
| Deutschland           | EUR Mio.        | 410,1         | 432,1         | 439,9         | 462,4         | 486,5         |
| 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%         | 83,1%         | 84,0%         |
| Österreich            | %               | 15,8%         | 14,9%         | 14,3%         | 13,2%         | 12,3%         |
| Luxemburg             | %               | 3,1%          | 3,1%          | 3,2%          | 3,3%          | 3,4%          |
| 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>4,0%</b>   | <b>4,1%</b>   |
| Deutschland           | %               | 7,3%          | 5,4%          | 1,8%          | 5,1%          | 5,2%          |
| 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>556,5</b>  | <b>579,3</b>  |
| Damen                 | EUR Mio.        | 242,9         | 253,7         | 256,9         | 267,1         | 278,1         |
| Herren                | EUR Mio.        | 136,6         | 142,7         | 144,5         | 150,2         | 156,4         |
| Lingerie              | EUR Mio.        | 50,6          | 52,9          | 53,5          | 55,6          | 57,9          |
| Accessoires           | EUR Mio.        | 75,9          | 79,3          | 80,3          | 83,5          | 86,9          |
| <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>4,0%</b>   | <b>4,1%</b>   |
| Damen                 | %               | -13,2%        | 4,5%          | 1,3%          | 4,0%          | 4,1%          |
| Herren                | %               | -11,3%        | 4,5%          | 1,3%          | 4,0%          | 4,1%          |
| Lingerie              | %               | -14,0%        | 4,5%          | 1,3%          | 4,0%          | 4,1%          |
| Accessoires           | %               | 5,7%          | 4,5%          | 1,3%          | 4,0%          | 4,1%          |
| <b>Umsatz (netto)</b> | <b>EUR Mio.</b> | <b>506,1</b>  | <b>528,6</b>  | <b>535,3</b>  | <b>556,5</b>  | <b>579,3</b>  |
| Eigenmarken           | EUR Mio.        | 455,5         | 471,0         | 457,1         | 456,7         | 463,0         |
| Fremdmarken           | EUR Mio.        | 50,6          | 57,6          | 78,1          | 99,7          | 116,3         |
| <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>4,0%</b>   | <b>4,1%</b>   |
| Eigenmarken           | %               | 6,1%          | 3,4%          | -2,9%         | -0,1%         | 1,4%          |
| Fremdmarken           | %               | 7,2%          | 13,9%         | 35,6%         | 27,6%         | 16,7%         |

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        | 159        |
| davon Österreich                                      |          | 27         | 25         | 22         | 21         | 22         |
| davon Luxembourg                                      |          | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| davon Schweiz                                         |          | 1          | 1          | 1          | 1          | 2          |
| <b>Nettoveränderung</b>                               |          | <b>7</b>   | <b>2</b>   | <b>0</b>   | <b>9</b>   | <b>2</b>   |
| davon Organisches Wachstum                            |          | 11         | 6          | 5          | 2          | 5          |
| davon Akquisitionen                                   |          | 5          | 0          | 0          | 10         | 0          |
| davon Schließungen/Verkäufe                           |          | -9         | -4         | -5         | -3         | -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%       | -1,3%      | 0,7%       |
| 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      | 1.926      | 1.982      |
| Rohertrag je qm                                       | EUR      | 989        | 1.072      | 1.066      | 1.059      | 1.089      |
| LFL-Umsätze (YoY)                                     | %        | -2,5%      | 3,6%       | 3,0%       | 1,3%       | -1,0%      |
| 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  | 556,5  | 579,3 |
| Rohertrag                        | EUR Mio. | 267,9 | 293,7 | 292,0  | 305,9  | 318,3 |
| EBITDA                           | EUR Mio. | 35,5  | 42,9  | 41,5   | 40,0   | 44,9  |
| EBIT                             | EUR Mio. | 20,5  | 28,9  | 26,2   | 24,0   | 28,4  |
| EBT                              | EUR Mio. | 16,2  | 24,6  | 21,2   | 18,9   | 21,6  |
| Nettoergebnis                    | EUR Mio. | 10,1  | 18,6  | 14,1   | 11,9   | 14,7  |
| Anzahl Mitarbeiter               |          | 4.390 | 4.294 | 4.213  | 4.209  | 4.255 |
| <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  | 10,25  | 10,25 |
| EPS                              | EUR      | 0,54  | 1,05  | 0,77   | 0,64   | 0,79  |
| CFPS                             | EUR      | 1,68  | 2,19  | 1,98   | 1,89   | 2,06  |
| BVPS                             | EUR      | 4,32  | 5,22  | 5,72   | 5,85   | 6,09  |
| NAV                              | EUR      | 4,32  | 5,22  | 5,72   | 5,85   | 6,09  |
| 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%  | 55,0%  | 54,9% |
| EBITDA-Marge                     | %        | 7,0%  | 8,1%  | 7,8%   | 7,2%   | 7,7%  |
| EBIT-Marge                       | %        | 4,0%  | 5,5%  | 4,9%   | 4,3%   | 4,9%  |
| EBT-Marge                        | %        | 3,2%  | 4,7%  | 4,0%   | 3,4%   | 3,7%  |
| Netto-Marge                      | %        | 2,0%  | 3,5%  | 2,6%   | 2,1%   | 2,5%  |
| FCF-Marge                        | %        | 4,1%  | 6,0%  | 4,7%   | -1,3%  | 1,1%  |
| ROE                              | %        | 13,0% | 21,6% | 14,3%  | 11,1%  | 13,3% |
| ROCE                             | %        | 19,5% | 22,6% | 21,9%  | 18,2%  | 18,8% |
| CE/Umsatz                        | %        | 24,5% | 24,4% | 24,1%  | 26,8%  | 28,0% |
| NWC/Umsatz                       | %        | 10,5% | 9,5%  | 9,3%   | 10,6%  | 11,9% |
| Pro-Kopf-Umsatz                  | kEUR     | 115,3 | 123,1 | 127,1  | 132,2  | 136,2 |
| Pro-Kopf-EBIT                    | kEUR     | 4,7   | 6,7   | 6,2    | 5,7    | 6,7   |
| DSO                              | d        | 6     | 5     | 4      | 4      | 4     |
| Inventory days                   | d        | 56    | 53    | 51     | 54     | 57    |
| Capex/Umsatz                     | %        | 5,9%  | 4,0%  | 3,0%   | 4,9%   | 3,3%  |
| <b>Wachstumsraten</b>            |          |       |       |        |        |       |
| Nettoumsatz                      | %        | 6,2%  | 4,5%  | 1,3%   | 4,0%   | 4,1%  |
| EBITDA                           | %        | 13,8% | 20,8% | -3,1%  | -3,7%  | 12,1% |
| EBIT                             | %        | 25,0% | 41,1% | -9,4%  | -8,3%  | 18,2% |
| EBT                              | %        | 25,4% | 52,3% | -13,8% | -10,7% | 14,0% |
| Nettoergebnis                    | %        | 18,5% | 84,4% | -23,8% | -16,0% | 23,6% |
| EPS                              | %        | 18,5% | 93,7% | -27,3% | -16,1% | 23,6% |
| CFPS                             | %        | 12,5% | 30,1% | -9,6%  | -4,6%  | 9,0%  |

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  | 104,4 | 107,2 |
| Umlaufvermögen                                      | EUR Mio. | 129,5 | 139,1 | 150,9 | 153,6 | 172,5 |
| Eigenkapital                                        | EUR Mio. | 79,9  | 92,0  | 105,6 | 108,3 | 112,8 |
| Verbindlichkeiten                                   | EUR Mio. | 130,5 | 136,4 | 138,6 | 150,0 | 167,2 |
| Anlagenintensität                                   | %        | 30,8% | 31,6% | 29,7% | 32,2% | 30,5% |
| EK-Quote                                            | %        | 38,0% | 40,3% | 43,2% | 41,9% | 40,3% |
| Gearing (Nettoverschuldung/EK)                      | %        | 32,9% | 14,5% | -2,1% | 11,7% | 12,8% |
| Bruttoverschuldung/EBIT                             | x        | 1,0   | 0,5   | 0,5   | 0,7   | 0,8   |
| Working Capital                                     | EUR Mio. | 53,4  | 50,5  | 49,6  | 58,8  | 68,9  |
| Capital Employed                                    | EUR Mio. | 124,0 | 128,9 | 128,8 | 149,3 | 162,0 |
| <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 | 189,7 | 189,7 |
| 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  | 12,7  | 14,5  |
| 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 | 210,3 | 212,8 |
| Enterprise Value (Hoch)                             | EUR Mio. | 152,6 | 194,3 | 261,9 | 276,8 |       |
| Enterprise Value (Tief)                             | EUR Mio. | 104,6 | 104,6 | 172,9 | 199,9 |       |
| 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 | 89,5  | 89,5  |
| <b>Bewertungskennzahlen</b>                         |          |       |       |       |       |       |
| EV/Umsatz (Durchschnitt)                            | x        | 0,25  | 0,29  | 0,41  | 0,38  | 0,37  |
| 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   | 5,3   | 4,7   |
| EV/EBITDA (Hoch)                                    | x        | 4,3   | 4,5   | 6,3   | 6,9   |       |
| EV/EBITDA (Tief)                                    | x        | 2,9   | 2,4   | 4,2   | 5,0   |       |
| EV/EBIT (Durchschnitt)                              | x        | 6,2   | 5,3   | 8,4   | 8,8   | 7,5   |
| EV/EBIT (Hoch)                                      | x        | 7,4   | 6,7   | 10,0  | 11,5  |       |
| EV/EBIT (Tief)                                      | x        | 5,1   | 3,6   | 6,6   | 8,3   |       |
| KGV (Durchschnitt)                                  | x        | 9,7   | 7,2   | 15,1  | 16,0  | 12,9  |
| KGV (Hoch)                                          | x        | 12,1  | 9,4   |       |       |       |
| KGV (Tief)                                          | x        | 7,4   | 4,6   |       |       |       |
| KCF (Durchschnitt)                                  | x        | 3,1   | 3,5   | 5,8   | 5,4   | 5,0   |
| KCF (Hoch)                                          | x        | 3,9   | 4,5   | 7,0   | 7,3   |       |
| KCF (Tief)                                          | x        | 2,4   | 2,2   | 4,6   | 5,1   |       |
| KBV (Durchschnitt)                                  | x        | 1,2   | 1,4   | 2,0   | 1,8   | 1,7   |
| KBV (Hoch)                                          | x        | 1,5   | 1,9   | 2,4   | 2,4   |       |
| KBV (Tief)                                          | x        | 0,9   | 0,9   | 1,6   | 1,7   |       |
| FCF-Yield                                           | %        | 21,5% | 23,8% | 11,7% | -3,9% | 3,4%  |
| Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)            | %        | 73,5% | 42,7% | 65,3% | 85,7% | 75,6% |
| Dividendenrendite                                   | %        | 7,6%  | 5,9%  | 4,3%  | 5,4%  | 5,9%  |
| <b>Cashflow</b>                                     |          |       |       |       |       |       |
| Operativer Cashflow                                 | EUR Mio. | 30,7  | 40,9  | 36,4  | 19,8  | 25,5  |
| Investiver Cashflow                                 | EUR Mio. | -9,7  | -9,2  | -11,4 | -27,2 | -19,1 |
| Free Cashflow                                       | EUR Mio. | 21,0  | 31,8  | 24,9  | -7,4  | 6,4   |
| Finanz-Cashflow                                     | EUR Mio. | -18,9 | -19,4 | -9,8  | 2,0   | 3,6   |

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>556,5</b>                              | <b>579,3</b> | <b>599,9</b>         | <b>617,2</b> | <b>630,7</b> | <b>640,6</b> | <b>647,8</b> | <b>653,2</b> | <b>657,7</b> | <b>661,9</b> | <b>665,9</b> | <b>669,9</b> | <b>673,9</b> |
| Umsatzwachstum                         | %        | 4,0%                                      | 4,1%         | 3,6%                 | 2,9%         | 2,2%         | 1,6%         | 1,1%         | 0,8%         | 0,7%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         |
| <b>EBIT</b>                            | EUR Mio. | 24,0                                      | 25,8         | 27,6                 | 29,2         | 30,7         | 32,1         | 33,4         | 34,6         | 35,8         | 36,9         | 38,1         | 39,2         | 40,4         |
| EBIT-Marge (Nettoumsatz)               | %        | 4,3%                                      | 4,5%         | 4,6%                 | 4,7%         | 4,9%         | 5,0%         | 5,2%         | 5,3%         | 5,4%         | 5,6%         | 5,7%         | 5,9%         | 6,0%         |
| Steuerquote (τ)                        | %        | 37,3%                                     | 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. | 15,1                                      | 17,6         | 19,5                 | 20,7         | 21,8         | 22,8         | 23,7         | 24,5         | 25,3         | 26,2         | 27,0         | 27,8         | 28,7         |
| Reinvestment                           | EUR Mio. | -20,5                                     | -12,7        | -21,3                | -18,9        | -15,7        | -12,3        | -9,3         | -7,3         | -6,1         | -5,6         | -5,5         | -5,5         | -3,1         |
| <b>FCFF</b>                            | EUR Mio. | <b>-5,4</b>                               | <b>4,8</b>   | <b>-1,8</b>          | <b>1,8</b>   | <b>6,1</b>   | <b>10,5</b>  | <b>14,4</b>  | <b>17,3</b>  | <b>19,2</b>  | <b>20,5</b>  | <b>21,5</b>  | <b>22,3</b>  | <b>25,6</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                     | %        | 100,0%                                    | 94,1%        | 88,6%                | 83,5%        | 78,8%        | 74,3%        | 70,1%        | 66,3%        | 62,6%        | 59,2%        | 56,1%        | 53,1%        | 0,0%         |
| <b>PV FCFF</b>                         | EUR Mio. | <b>-5,4</b>                               | <b>4,6</b>   | <b>-1,6</b>          | <b>1,5</b>   | <b>4,8</b>   | <b>7,8</b>   | <b>10,1</b>  | <b>11,4</b>  | <b>12,0</b>  | <b>12,2</b>  | <b>12,0</b>  | <b>11,9</b>  |              |
|                                        |          | <b>TV-Wachstumsrate im Terminal Value</b> |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| PV Terminal Value                      | EUR Mio. | 229,6                                     |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| PV Cashflow Detail-,Grobplanung        | EUR Mio. | 81,3                                      |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Summe der Barwerte</b>              | EUR Mio. | <b>310,9</b>                              |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Zinstragende Verbindlichkeiten         | EUR Mio. | 67,4                                      |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liquidität                             | EUR Mio. | 69,7                                      |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>          | EUR Mio. | <b>313,2</b>                              |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Anzahl ausstehender Aktien             | Mio.     | 18,5                                      |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b> | EUR      | <b>16,90</b>                              |              |                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>TV EBIT-Marge</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <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>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>3,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>4,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>5,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>6,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>7,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>8,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                        |          |                                           |              | <b>9,0%</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 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) |
|------------|-----------|-------------------|-----------------------------------|
| 12.11.2015 | EUR 16,90 | Buy               | 1; 8                              |
| 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.