

# Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Schlusskurs: EUR 6,12

Kursziel: EUR 8,20 (bislang EUR 7,50)

## Deutlicher Abbau der Nettoverschuldung

Mit einem EBITDA von rund EUR 25 Mio. konnte im vergangenen Geschäftsjahr die Guidance, wonach bei leicht rückläufigen Bruttoerlösen ein EBITDA (adjustiert um Einmaleffekte) zwischen EUR 27 und 30 Mio. erwirtschaftet werden soll, nicht erreicht werden. Deutlich verbessert hat sich demgegenüber der Freie Cashflow, so dass zum Jahresende die Nettoverschuldung nach unserer Einschätzung in eine positive Nettofinanzposition gedreht werden konnte. Aus fundamentalanalytischer Hinsicht hat dies weitaus größere Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung als die Gewinnwarnung, deren Auswirkungen nach unserer Einschätzung zum Großteil auf das abgelaufene Geschäftsjahr beschränkt bleiben. Wir heben dementsprechend unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 8,20 von bislang EUR 7,50 an. Nach der klaren Outperformance der Aktie in diesem Jahr (+27,1% vs. DAX 14,4% LTM) bekräftigen wir angesichts einer von uns auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kursentwicklung von 34,0% unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

### Eckdaten für 2017

Gestern hat Adler Modemärkte untestierte Eckdaten für das abgelaufene Geschäftsjahr vorgelegt. Demnach erwirtschaftete Adler Modemärkte im Jahr 2017 **Bruttoumsätze** von EUR 525,8 Mio. Gegenüber dem Vorjahr, als Bruttoumsätze von EUR 544,6 Mio. erwirtschaftet worden waren, entspricht dies einem Rückgang von -3,4%. Bezogen auf das vierte Quartal 2017 lagen die Bruttoerlöse bei EUR 151,6 Mio. und damit um -10,6% unter dem Vorjahreswert. Damit bewegte sich Adler Modemärkte im vierten Quartal im Rahmen des textilen Marktumfeldes, das infolge der milden Temperaturen ebenfalls zum Teil zweistellige Rückgänge vermeldet hatte.

Angesichts des Umsatzrückgangs um rund EUR 18,8 Mio. ist es wenig verwunderlich, dass das **adjustierte EBITDA** ohne Einbeziehung von Einmaleffekten mit rund EUR 25 Mio. (Vorjahr: EUR 23,3 Mio.) das untere Ende der Guidance um EUR 2 Mio. unterbot; in Aussicht gestellt worden waren ein EBITDA-Anstieg in einer Bandbreite zwischen EUR 27 und 30 Mio.

### Bruttoliquidität EUR 3,40 je Aktie (56% des Aktienkurses)

Unter Einbeziehung positiver (aus Immobilientransaktionen in Österreich) und negativer (aus Restrukturierungsmaßnahmen und Personalabbau) Sondereffekte, deren Saldo Angaben gemäß bei EUR 6 Mio. lag, konnte das **ausgewiesene EBITDA** auf rund EUR 31 Mio. verbessert werden. Der **Freie Cashflow** verbesserte sich infolge der Einmaleffekte auf einen Rekordwert von rund EUR 35 Mio. (Vorjahr EUR 11,4 Mio.), so dass die **Bruttoliquidität** zum Jahresende auf über EUR 63 Mio. (Vorjahr: EUR 42,8 Mio.) verbessert werden konnte.

Damit konnte die **Nettoverschuldung** nach u. E. zum Jahresende erstmals in eine positive Nettofinanzposition gewandelt werden. Angaben gemäß bildet die vorhandene Liquidität die Grundlage für eine neue strategische Ausrichtung, deren Inhalte spätestens Mitte März bekannt gegeben werden sollen.

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 113,3 Mio.  
 Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück  
 Jahresabschluss 2017: 15. März 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017e	2018e	2019e
Nettoumsatz	544,6	525,8	529,5	533,7
EBITDA	23,3	31,0	25,3	29,4
EBIT	6,6	14,6	10,5	14,7
EBT	1,7	10,0	7,9	13,7
EAT	0,4	6,8	5,6	9,6

% vom Umsatz	2016	2017e	2018e	2019e
EBITDA	4,3	5,9	4,8	5,5
EBIT	1,2	2,8	2,0	2,8
EBT	0,3	1,9	1,5	2,6
EAT	0,1	1,3	1,1	1,8

Je Aktie/EUR	2016	2017e	2018e	2019e
EPS	0,02	0,37	0,30	0,52
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,20
Buchwert	5,18	5,55	5,75	6,07
Cashflow	0,99	1,43	1,23	1,53

%	2016	2017e	2018e	2019e
EK-Quote	43,1%	43,1%	42,0%	39,8%
Gearing	23,9%	-2,8%	-24,4%	-48,0%

x	2016	2017e	2018e	2019e
KGV	325,1	15,1	20,4	11,8
EV/Umsatz	0,30	0,20	0,18	0,13
EV/EBIT	24,4	7,3	9,0	4,6
KBV	1,4	1,0	1,1	1,0

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBITDA (adj.)	n/a	n/a



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

## Anhebung des Kurszieles auf EUR 8,20

Infolge der deutlich verbesserten Nettoliquiditätsposition errechnet sich nach Anpassung unserer Umsatz- und Ertragserwartungen aus unserem DCF-Modell ein Wert des Eigenkapitals von EUR 8,20 je Aktie (bislang EUR 7,50). Angesichts eines Kurspotenzials von 34,0% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

**TABELLE 1: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG**

Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	11,7
in % des Enterprise Value	%	7,8%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	74,1
in % des Enterprise Value	%	49,4%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	64,0
in % des Enterprise Value	%	42,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>149,8</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-60,3
Liquidität	EUR Mio.	63,2
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>152,7</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>8,20</b>
Aktueller Kurs	EUR	6,12
Kurspotenzial	%	34,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Multiples bei Erreichung unseres Kursziels

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 8,20 je Aktie wäre Adler Modemärkte mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung mit EUR 8,20 je Aktie		Bewertung beim aktuellen Kurs	
	2018e	2019e	2018e	2019e
KGV	27,3x	15,8x	20,4x	11,8x
EV/Umsatz	0,25x	0,20x	0,18x	0,13x
EV/EBITDA	12,6x	7,2x	9,0x	4,6x
KBV	1,4x	1,4x	1,1x	1,0x

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 Einzelhandelsumfelds, **(2)** in weiteren strategischen Übernahmen und **(3)** in Aussagen über die strategische Neuausrichtung im Rahmen der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2017.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

## Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken für unser Rating und unser Kursziel bzw. mögliche Schwächen aus dem Geschäftsmodell ergeben sich nach u. E. aus den folgenden Punkten:

- ⊖ Nach mehreren Gewinnwarnungen in den vergangenen beiden Jahren hat die **Reputation des Unternehmens** am Kapitalmarkt gelitten; daher ist es nach u. E. erforderlich, dass Adler Modemärkte im laufenden Jahr die noch auszubehende Guidance im Idealfall übererfüllt.
- ⊖ Das Geschäftsmodell ist auf Kunden im Alter von über 45 Jahren sowie auf Käuferschichten mit leicht unterdurchschnittlichen Einkommen ausgerichtet; insofern bestehen Abhängigkeiten vom Konsumverhalten dieser Käufergrup-

pen sowie von der konjunkturellen Entwicklung im Allgemeinen.

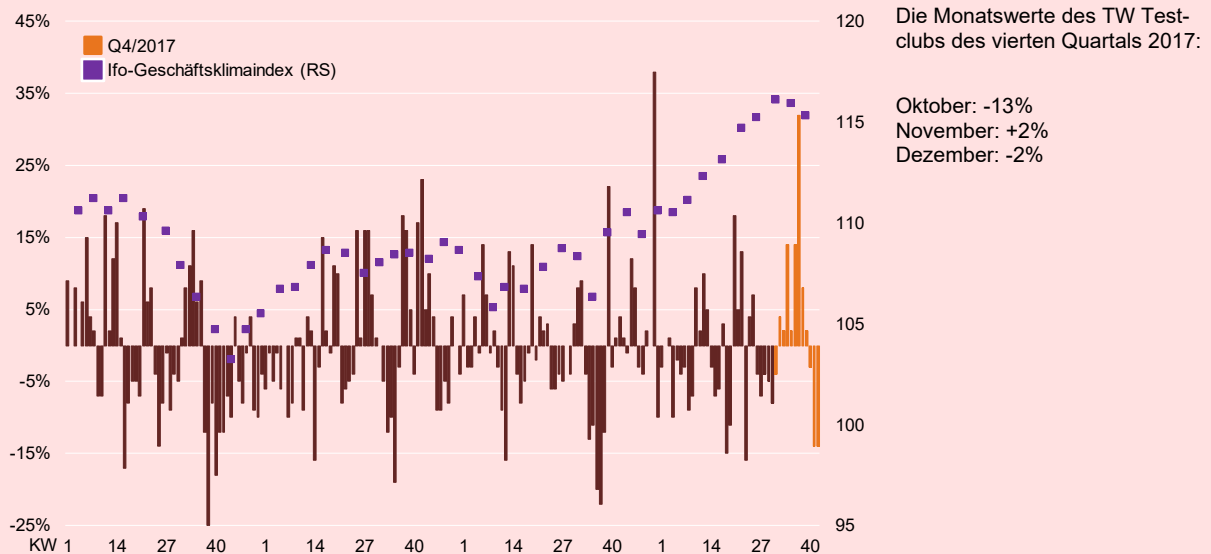
- ⊕ Auf der Einkaufsseite bestehen **Währungsrisiken** durch Sourcing im CHY- und USD-Raum (dabei profitiert Adler Modemärkte von der aktuellen Stärke des Euro).
- ⊕ Aus der Nutzung der Adler-Kundenkarte ergeben sich mögliche, wenngleich nach u. E. unwahrscheinliche **Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen**.
- ⊕ Es bestehen aus unserer Sicht **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

**Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete im vierten Quartal 2017 eine rückläufige Entwicklung der Erlöse im textilen Einzelhandel.**

### TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex im Einklang

Das vierte Quartal 2017 haben die Textilunternehmen im TW-Testclub mit einem deutlichen Minus abgeschlossen. Prozentual stark rückläufig waren die Erlöse bereits im Oktober (-13%). Auf die Ertragslage weitaus belastender dürfte sich jedoch die Entwicklung im für das Gesamtjahresergebnis entscheidenden Monat Dezember ausgewirkt haben, in dem die Erlöse um -2% unter ihrem Vorjahreswert lagen. Die gute Entwicklung des dritten Quartals, als im textilen Einzelhandel deutliche Zuwächse verbucht wurden, konnte damit nicht fortgesetzt werden.

**ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-17**



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

### Unternehmensprofil

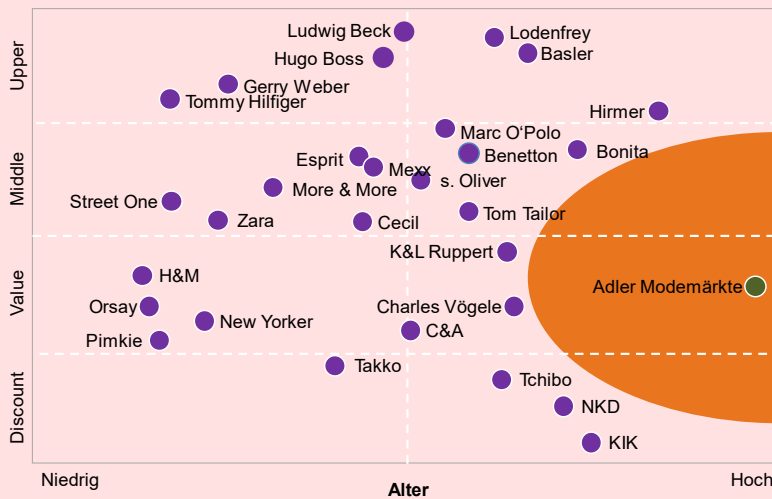
Mit 184 Modemärkten per Ende Q2/2017 (davon 157 in Deutschland, 22 in Österreich, drei in Luxemburg und zwei in der Schweiz) sowie einen Online-Shop zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über 45-Jährigen im deutschsprachigen Raum. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnetere Rolle spielen.

Darüber hinaus bewegt sich Adler Modemärkte in einer nach unserer Einschätzung demographisch äußerst attraktiven Nische, deren Bedeutung, gemessen an den textilen Gesamtausgaben, in den kommenden Jahrzehnten deutlich zunehmen wird. Im vergangenen Jahr wurden 85,0% der Umsätze mit Eigen-

marken, 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 2016 von rund 3,6 Mio. Kunden genutzt wurde und damit zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

**ABBILDUNG 2: POSITIONIERUNG IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL**



Hinsichtlich der Altersstruktur der Kunden hält Adler Modemärkte eine echte Nischenstellung im deutschen Einzelhandel und hat sich gleichzeitig als Value-for-Money-Anbieter positioniert, der hochwertige Produkte zu einem attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet. Damit kann sich Adler Modemärkte nach u. E. der starken Wettbewerbsintensität besser entziehen als Wettbewerber, die jüngere Altersklassen adressieren und für die das Setzen bzw. frühzeitige Erkennen modischer Trends überlebenswichtig ist.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>529,5</b>	<b>533,7</b>
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-243,2	-261,2	-256,5	-251,7	-254,6	-254,0
in % der Nettoerlöse	%	-45,4%	-46,1%	-47,1%	-47,9%	-48,1%	-47,6%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>292,0</b>	<b>304,9</b>	<b>288,1</b>	<b>274,1</b>	<b>274,9</b>	<b>279,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	54,6%	53,9%	52,9%	52,1%	51,9%	52,4%
YoY	%	-0,6%	4,4%	-5,5%	-4,9%	0,3%	1,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	9,8	8,9	8,7	14,1	14,8	15,5
in % der Nettoerlöse	%	1,8%	1,6%	1,6%	2,7%	2,8%	2,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-95,2	-102,5	-102,3	-98,1	-98,7	-99,5
in % der Nettoerlöse	%	-17,8%	-18,1%	-18,8%	-18,7%	-18,6%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,4	-16,3	-16,7	-16,4	-14,8	-14,6
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-2,8%	-2,7%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	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%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-165,1	-178,0	-171,2	-159,1	-165,7	-166,4
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-31,4%	-31,4%	-30,3%	-31,3%	-31,2%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>41,5</b>	<b>33,3</b>	<b>23,3</b>	<b>31,0</b>	<b>25,3</b>	<b>29,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	7,8%	5,9%	4,3%	5,9%	4,8%	5,5%
YoY	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	33,1%	-18,4%	16,1%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,2</b>	<b>17,0</b>	<b>6,6</b>	<b>14,6</b>	<b>10,5</b>	<b>14,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	4,9%	3,0%	1,2%	2,8%	2,0%	2,8%
YoY	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	119,6%	-27,9%	40,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-5,0	-4,9	-4,9	-4,6	-2,6	-1,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-2,7	-1,2
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,2</b>	<b>12,1</b>	<b>1,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>13,7</b>
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	2,1%	0,3%	1,9%	1,5%	2,6%
YoY	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	485,7%	-21,2%	73,0%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	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%
Steuern	EUR Mio.	-7,1	-4,2	-1,3	-3,2	-2,3	-4,0
in % des EBT	%	-33,3%	-34,8%	-76,0%	-31,8%	-29,5%	-29,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,1</b>	<b>7,9</b>	<b>0,4</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>9,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	2,6%	1,4%	0,1%	1,3%	1,1%	1,8%
YoY	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	n/a	-18,6%	73,0%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,77</b>	<b>0,43</b>	<b>0,02</b>	<b>0,37</b>	<b>0,30</b>	<b>0,52</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2017e)

IFRS (31.12.)		Q1/17	Q2/17	H1/17	Q3/17	9M/17	Q4/17e	2017e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>108,7</b>	<b>145,3</b>	<b>254,0</b>	<b>120,2</b>	<b>374,2</b>	<b>151,6</b>	<b>525,8</b>
YoY	%	3,2%	-4,2%	-1,2%	1,9%	-0,2%	-10,6%	-3,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-56,0	-63,5	-119,5	-59,7	-179,2	-72,5	-251,7
in % der Nettoerlöse	%	-51,5%	-43,7%	-47,1%	-49,7%	-47,9%	-47,8%	-47,9%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>52,7</b>	<b>81,8</b>	<b>134,5</b>	<b>60,4</b>	<b>194,9</b>	<b>79,1</b>	<b>274,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	48,5%	56,3%	52,9%	50,3%	52,1%	52,2%	52,1%
YoY	%	4,5%	-3,5%	-0,5%	7,8%	1,9%	-18,3%	-4,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,5	9,6	11,1	1,3	12,4	1,7	14,1
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	6,6%	4,4%	1,1%	3,3%	1,1%	2,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,3	-25,7	-50,0	-23,1	-73,1	-24,9	-98,1
in % der Nettoerlöse	%	-22,4%	-17,7%	-19,7%	-19,2%	-19,5%	-16,5%	-18,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,2	-4,1	-8,3	-4,0	-12,3	-4,1	-16,4
in % der Nettoerlöse	%	-3,9%	-2,8%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-2,7%	-3,1%
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.	-42,4	-43,0	-85,4	-42,2	-127,6	-31,5	-159,1
in % der Nettoerlöse	%	-39,0%	-29,6%	-33,6%	-35,2%	-34,1%	-20,8%	-30,3%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-12,5</b>	<b>22,7</b>	<b>10,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,6</b>	<b>24,4</b>	<b>31,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	-11,5%	15,6%	4,0%	-3,0%	1,8%	16,1%	5,9%
YoY	%	-24,9%	31,1%	n/a	-57,4%	n/a	-21,4%	33,1%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-16,7</b>	<b>18,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>20,3</b>	<b>14,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	-15,3%	12,8%	0,7%	-6,3%	-1,5%	13,4%	2,8%
YoY	%	-19,3%	40,8%	n/a	-40,6%	-71,9%	-24,6%	119,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,7	-1,3	-4,0	-0,6	-4,6
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,7	-1,3	-4,0	-0,6	-4,6
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,0</b>	<b>17,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>19,7</b>	<b>10,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	-16,6%	11,8%	-0,3%	-7,4%	-2,6%	13,0%	1,9%
YoY	%	-17,8%	44,0%	-91,8%	-37,5%	-59,9%	-23,8%	485,7%
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.	4,8	-4,8	0,0	2,6	2,6	-5,8	-3,2
in % des EBT	%	-26,8%	-27,8%	-4,5%	-29,2%	-27,1%	-29,5%	-31,8%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-13,2</b>	<b>12,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>13,9</b>	<b>6,8</b>
in % der Nettoerlöse	%	-12,1%	8,5%	-0,3%	-5,2%	-1,9%	9,2%	1,3%
YoY	%	-12,3%	75,8%	-90,2%	-34,9%	-60,0%	-22,9%	n/a
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,71</b>	<b>0,67</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,38</b>	<b>0,75</b>	<b>0,37</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,8	6,7	6,5	5,3	4,3	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	72,5	81,6	78,1	73,6	64,1	62,1
Grundstücke	EUR Mio.	1,5	0,4	0,4	0,4	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	11,8	10,5	10,0	9,5	9,6	9,7
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>93,1</b>	<b>99,7</b>	<b>95,5</b>	<b>89,4</b>	<b>80,1</b>	<b>77,4</b>
Vorräte	EUR Mio.	75,6	81,3	75,4	76,9	76,1	75,4
DIO	d	51	52	50	53	52	51
Lagerumschlag	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	5,7	10,1	8,6	8,8	8,6	8,4
DSO	d	4	6	6	6	6	6
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,2	88,8	121,3
in % der Bilanzsumme	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,5%	35,0%	42,9%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>150,9</b>	<b>143,5</b>	<b>126,8</b>	<b>148,9</b>	<b>173,5</b>	<b>205,1</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>244,3</b>	<b>243,4</b>	<b>222,6</b>	<b>238,2</b>	<b>253,6</b>	<b>282,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	127,4	127,4	127,4	127,4	127,4	127,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	-2,7	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-37,6	-38,9	-47,7	-40,9	-37,2	-31,3
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>105,6</b>	<b>104,9</b>	<b>95,8</b>	<b>102,7</b>	<b>106,4</b>	<b>112,3</b>
Eigenkapitalquote	%	43,2%	43,1%	43,1%	43,1%	42,0%	39,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,2	2,9	2,6	1,1	1,2	1,2
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,2	0,5	0,6	0,6
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,0	4,7	4,7	4,6	5,1	5,6
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	47,7	49,5	46,3	51,0	56,1	61,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	6,4	7,0	7,7
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>63,5</b>	<b>64,6</b>	<b>60,7</b>	<b>63,7</b>	<b>70,0</b>	<b>77,0</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,2	11,7	10,9	3,0	0,8	0,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	31,7	32,0	25,3	35,0	34,7	35,0
in % der Erlöse	%	5,9%	5,7%	4,6%	6,7%	6,6%	6,6%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,2	3,4	4,5	8,8	17,4	34,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	20,4	19,8	19,5	19,2	19,0	18,8
Steuerschulden	EUR Mio.	2,4	0,2	0,1	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	6,3	6,8	5,8	5,2	4,7	4,3
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>75,1</b>	<b>74,0</b>	<b>66,0</b>	<b>71,8</b>	<b>77,2</b>	<b>93,2</b>
Potenz. Abfindungsanspruch Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>244,3</b>	<b>243,4</b>	<b>222,6</b>	<b>238,2</b>	<b>253,6</b>	<b>282,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## Bilanz (normalisierte Fassung), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	2,9%	2,2%	1,7%	1,3%
Sachanlagen	%	29,7%	33,5%	35,1%	30,9%	25,3%	22,0%
Grundstücke	%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,5%
Latente Steuern	%	4,8%	4,3%	4,5%	4,0%	3,8%	3,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>38,1%</b>	<b>40,9%</b>	<b>42,9%</b>	<b>37,5%</b>	<b>31,6%</b>	<b>27,4%</b>
Vorräte	%	30,9%	33,4%	33,9%	32,3%	30,0%	26,7%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	2,3%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%	3,0%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,5%	35,0%	42,9%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>61,8%</b>	<b>58,9%</b>	<b>57,0%</b>	<b>62,5%</b>	<b>68,4%</b>	<b>72,6%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,1%	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>100,0%</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	7,6%	8,3%	7,8%	7,3%	6,6%
Kapitalrücklage	%	52,2%	52,3%	57,2%	53,5%	50,2%	45,1%
Gewinnrücklagen	%	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-15,4%	-16,0%	-21,5%	-17,2%	-14,7%	-11,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>43,2%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,1%</b>	<b>42,0%</b>	<b>39,8%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,3%	1,2%	1,2%	0,5%	0,5%	0,4%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Latente Steuern	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,6%	1,9%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	20,3%	20,8%	21,4%	22,1%	21,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,9%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%	2,7%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>26,0%</b>	<b>26,5%</b>	<b>27,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,6%</b>	<b>27,3%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,2%	4,8%	4,9%	1,3%	0,3%	0,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	13,0%	13,2%	11,3%	14,7%	13,7%	12,4%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,4%	2,0%	3,7%	6,9%	12,2%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,1%	8,8%	8,1%	7,5%	6,6%
Steuerschulden	%	1,0%	0,1%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	1,9%	1,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>30,7%</b>	<b>30,4%</b>	<b>29,7%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,4%</b>	<b>33,0%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	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>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Cashflow-Statement, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,0	7,9	13,7
Abschreibungen	EUR Mio.	15,4	16,3	16,7	16,4	14,8	14,6
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	-1,2	-0,3	-0,2	0,7	0,8
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>37,8</b>	<b>28,5</b>	<b>18,1</b>	<b>26,3</b>	<b>23,4</b>	<b>29,1</b>
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	3,4	-6,5	7,4	-1,7	0,9	0,9
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-2,5	0,3	-6,8	9,8	-0,4	0,3
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,5	-0,6	1,0	4,4	8,6	17,0
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	5,0	4,9	4,9	4,6	2,6	1,1
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-9,2	-7,8	-1,0	-2,2	-2,4	-4,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,4	0,7	-1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>36,4</b>	<b>19,5</b>	<b>22,2</b>	<b>41,1</b>	<b>32,8</b>	<b>44,2</b>
YoY	%	-11,1%	-46,3%	13,7%	85,3%	-20,3%	35,1%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-16,2	-16,8	-13,0	-10,8	-5,4	-11,8
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	14,3	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	4,8	0,0	2,2	0,3	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,4</b>	<b>-16,6</b>	<b>-10,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-11,8</b>
YoY	%	24,6%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	118,8%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,9</b>	<b>2,9</b>	<b>11,4</b>	<b>45,0</b>	<b>27,4</b>	<b>32,4</b>
YoY	%	-21,5%	-88,5%	295,7%	295,8%	-39,2%	18,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-7,9	-9,3	-9,3	0,0	-1,9	-3,7
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,8	-0,3	-1,5	-9,7	-1,9	-0,3
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-10,9	-4,1	4,1	4,6	5,1
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-12,6	0,0	-5,9	-18,9	-2,6	-1,1
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,8</b>	<b>-20,5</b>	<b>-20,7</b>	<b>-24,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,1</b>
YoY	%	-49,3%	108,3%	1,0%	18,8%	-92,7%	-105,9%
Δ Liquidität	EUR Mio.	15,1	-17,6	-9,3	20,4	25,6	32,5
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	54,5	69,7	52,1	42,8	63,2	88,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>69,7</b>	<b>52,1</b>	<b>42,8</b>	<b>63,2</b>	<b>88,8</b>	<b>121,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>529,5</b>	<b>533,7</b>
Deutschland	EUR Mio.	439,9	474,2	453,7	436,1	440,4	444,8
Österreich	EUR Mio.	76,3	73,0	71,2	69,7	68,4	67,3
Luxemburg	EUR Mio.	17,3	16,7	16,7	17,0	17,5	18,2
Schweiz	EUR Mio.	1,8	2,1	3,0	3,1	3,2	3,4
<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>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	82,2%	83,8%	83,3%	82,9%	83,2%	83,3%
Österreich	%	14,3%	12,9%	13,1%	13,2%	12,9%	12,6%
Luxemburg	%	3,2%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%
Schweiz	%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>
Deutschland	%	1,8%	7,8%	-4,3%	-3,9%	1,0%	1,0%
Österreich	%	-2,9%	-4,3%	-2,5%	-2,2%	-1,9%	-1,6%
Luxemburg	%	6,6%	-3,7%	0,0%	1,6%	3,1%	4,3%
Schweiz	%	6,1%	19,1%	43,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>529,5</b>	<b>533,7</b>
Damen	EUR Mio.	256,9	271,7	261,4	252,4	254,2	256,2
Herren	EUR Mio.	144,5	152,8	147,0	142,0	143,0	144,1
Lingerie	EUR Mio.	53,5	56,6	54,5	52,6	53,0	53,4
Accessoires	EUR Mio.	80,3	84,9	81,7	78,9	79,4	80,1
<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>	<b>100,0%</b>
Damen	%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>
Damen	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
Herren	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
Lingerie	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
Accessoires	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>529,5</b>	<b>533,7</b>
Eigenmarken	EUR Mio.	457,1	464,0	433,5	418,4	420,4	422,8
Fremdmarken	EUR Mio.	78,1	102,1	111,1	107,4	109,1	110,9
<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>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	85,4%	82,0%	79,6%	79,6%	79,4%	79,2%
Fremdmarken	%	14,6%	18,0%	20,4%	20,4%	20,6%	20,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>
Eigenmarken	%	-2,9%	1,5%	-6,6%	-3,5%	0,5%	0,6%
Fremdmarken	%	35,6%	30,6%	8,8%	-3,3%	1,6%	1,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente II, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>170</b>	<b>178</b>	<b>183</b>	<b>185</b>	<b>186</b>	<b>187</b>
YoY	%	-0,6%	4,7%	2,8%	1,1%	0,5%	0,5%
davon Deutschland		145	154	156	158	159	160
davon Österreich		22	21	22	22	22	22
davon Luxembourg		2	2	3	3	3	3
davon Schweiz		1	1	2	2	2	2
<b>Nettoveränderung</b>		<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
davon Organisches Wachstum		4	2	5	2	1	1
davon Akquisitionen		0	9	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-5	-3	0	0	0	0
Durchschnittliche Storezahl		171	174	181	184	0	0
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,1	3,2	3,0	2,8	2,8	2,9
YoY	%	1,9%	1,0%	-6,4%	-4,5%	0,2%	0,3%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	284,0	292,2	295,5	297,2	298,8
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.593	1.595	1.597	1.597	1.598	1.598
Nettoumsatz je qm	EUR	1.977	1.993	1.864	1.779	1.782	1.786
Rohertrag je qm	EUR	1.079	1.074	986	928	925	936
LFL-Umsätze (YoY)	%	3,0%	-0,3%	-4,6%	-2,8%	-2,4%	0,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## Auf einen Blick I (2014-2019e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Key Data</b>							
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	529,5	533,7
Rohhertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	274,1	274,9	279,7
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	31,0	25,3	29,4
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	14,6	10,5	14,7
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,0	7,9	13,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	6,8	5,6	9,6
Anzahl Mitarbeiter		4.213	4.203	4.082	3.808	3.828	3.849
<b>Je Aktie</b>							
Kurs Hoch	EUR	13,91	13,84	9,85	6,32	6,74	
Kurs Tief	EUR	9,09	9,41	4,62	4,65	5,82	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,57	11,36	7,20	5,56	6,12	6,12
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,37	0,30	0,52
CFPS	EUR	1,98	1,54	0,99	1,43	1,23	1,53
BVPS	EUR	5,72	5,66	5,18	5,55	5,75	6,07
NAV	EUR	5,72	5,66	5,18	5,55	5,75	6,07
Dividende	EUR	0,50	0,50	0,00	0,10	0,20	0,20
Kursziel	EUR						8,20
Performance bis Kursziel	%						34,0%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>							
Rohertragsmarge	%	54,6%	53,9%	52,9%	52,1%	51,9%	52,4%
EBITDA-Marge	%	7,8%	5,9%	4,3%	5,9%	4,8%	5,5%
EBIT-Marge	%	4,9%	3,0%	1,2%	2,8%	2,0%	2,8%
EBT-Marge	%	4,0%	2,1%	0,3%	1,9%	1,5%	2,6%
Netto-Marge	%	2,6%	1,4%	0,1%	1,3%	1,1%	1,8%
FCF-Marge	%	4,7%	0,5%	2,1%	8,6%	5,2%	6,1%
ROE	%	14,3%	7,5%	0,4%	6,9%	5,3%	8,8%
ROCE	%	21,9%	15,3%	11,1%	16,3%	14,5%	17,4%
CE/Umsatz	%	24,1%	26,1%	26,3%	24,7%	22,4%	21,4%
NWC/Umsatz	%	9,3%	10,5%	10,8%	9,6%	9,5%	9,1%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	127,1	134,7	133,4	138,1	138,3	138,7
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	6,2	4,0	1,6	3,8	2,7	3,8
DSO	d	4	6	6	6	6	6
Inventory days	d	51	52	50	53	52	51
Capex/Umsatz	%	3,0%	3,0%	2,4%	2,0%	1,0%	2,2%
<b>Wachstumsraten</b>							
Nettoumsatz	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,7%	0,8%
EBITDA	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	33,1%	-18,4%	16,1%
EBIT	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	119,6%	-27,9%	40,0%
EBT	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	485,7%	-21,2%	73,0%
Nettoergebnis	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	n/a	-18,6%	73,0%
EPS	%	-27,3%	-44,2%	-94,8%	n/a	-18,6%	73,0%
CFPS	%	-9,6%	-22,4%	-35,4%	44,0%	-14,3%	24,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## Auf einen Blick II (2013-2017e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	89,4	80,1	77,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	148,9	173,5	205,1
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	102,7	106,4	112,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,6	138,5	126,7	135,6	147,2	170,1
Anlagenintensität	%	29,7%	33,5%	35,1%	30,9%	25,3%	22,0%
EK-Quote	%	43,2%	43,1%	43,1%	43,1%	42,0%	39,8%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-2,1%	17,9%	23,9%	-2,8%	-24,4%	-48,0%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,5	0,9	2,0	0,3	0,2	0,1
Working Capital	EUR Mio.	49,6	59,4	58,8	50,7	50,1	48,8
Capital Employed	EUR Mio.	128,8	147,6	143,4	129,6	118,5	114,4
<b>Enterprise Value</b>							
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	213,8	210,3	133,3	102,9	113,3	113,3
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	257,0	256,2	182,3	117,0	124,8	
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	167,9	174,2	85,5	86,1	107,7	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,2	18,8	22,9	-2,9	-26,0	-53,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	6,4	7,0	7,7
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	218,7	234,9	162,0	106,4	94,3	67,1
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	261,9	280,8	211,0	120,5	105,8	
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	172,9	198,8	114,2	89,6	88,8	
Free Float	%	47,1%	47,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	100,7	99,2	56,2	43,4	47,8	47,8
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,41	0,42	0,30	0,20	0,18	0,13
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,49	0,50	0,39	0,23	0,20	
EV/Umsatz (Tief)	x	0,32	0,35	0,21	0,17	0,17	
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	5,3	7,1	7,0	3,4	3,7	2,3
EV/EBITDA (Hoch)	x	6,3	8,4	9,1	3,9	4,2	
EV/EBITDA (Tief)	x	4,2	6,0	4,9	2,9	3,5	
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	8,4	13,8	24,4	7,3	9,0	4,6
EV/EBIT (Hoch)	x	10,0	16,5	31,8	8,3	10,1	
EV/EBIT (Tief)	x	6,6	11,7	17,2	6,1	8,4	
KGV (Durchschnitt)	x	15,1	26,6	325,1	15,1	20,4	11,8
KGV (Hoch)	x	18,2	32,4	444,7	17,1	22,4	
KGV (Tief)	x	11,9	22,0	208,6	12,6	19,4	
KCF (Durchschnitt)	x	5,8	7,4	7,3	3,9	5,0	4,0
KCF (Hoch)	x	7,0	9,0	9,9	4,4	5,5	
KCF (Tief)	x	4,6	6,1	4,7	3,3	4,8	
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	2,0	1,4	1,0	1,1	1,0
KBV (Hoch)	x	2,4	2,4	1,9	1,1	1,2	
KBV (Tief)	x	1,6	1,7	0,9	0,8	1,0	
FCF-Yield	%	11,7%	1,4%	8,5%	43,7%	24,1%	28,6%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	65,3%	116,9%	0,0%	27,1%	66,5%	38,4%
Dividendenrendite	%	4,3%	4,4%	0,0%	1,8%	3,3%	3,3%
<b>Cashflow</b>							
Operativer Cashflow	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	41,1	32,8	44,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	3,8	-5,4	-11,8
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	45,0	27,4	32,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-24,5	-1,8	0,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>529,5</b>	<b>533,7</b>	<b>538,3</b>	<b>543,4</b>	<b>547,9</b>	<b>551,9</b>	<b>555,6</b>	<b>559,1</b>	<b>562,5</b>	<b>565,9</b>	<b>569,3</b>	<b>572,8</b>	<b>576,2</b>	<b>579,7</b>	<b>583,1</b>	<b>586,6</b>
YoY	%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,5</b>	<b>14,7</b>	<b>19,0</b>	<b>23,4</b>	<b>23,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>21,7</b>	<b>21,3</b>	<b>20,9</b>	<b>20,5</b>	<b>20,2</b>	<b>19,8</b>	<b>17,5</b>	<b>17,6</b>
EBIT-Marge	%	2,0%	2,8%	3,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,0%	3,0%
Steuern	EUR Mio.	-2,3	-4,0	-5,4	-6,7	-6,7	-6,6	-6,5	-6,4	-6,3	-6,2	-6,1	-6,0	-5,8	-5,7	-5,1	-5,1
Steuerquote (τ)	%	22,1%	27,4%	28,5%	28,8%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,2</b>	<b>10,7</b>	<b>13,6</b>	<b>16,7</b>	<b>16,4</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>15,7</b>	<b>15,4</b>	<b>15,1</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>	<b>12,4</b>	<b>12,5</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-4,8	-10,5	-10,6	-10,5	-7,8	-6,2	-5,2	-4,8	-4,5	-4,4	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-1,3
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>	<b>11,2</b>
WACC	%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,9%	92,0%	88,2%	84,5%	80,8%	77,2%	73,7%	70,2%	66,8%	63,5%	60,3%	57,2%	54,2%	51,3%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	11,7															
in % des Enterprise Value	%	7,8%															
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	74,1															
in % des Enterprise Value	%	49,4%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	64,0															
in % des Enterprise Value	%	42,7%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>149,8</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-60,3															
Liquidität	EUR Mio.	63,2															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>152,7</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>8,20</b>															

TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	11,7
in % des Enterprise Value	%	7,8%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	74,1
in % des Enterprise Value	%	49,4%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	64,0
in % des Enterprise Value	%	42,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>149,8</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-60,3
Liquidität	EUR Mio.	63,2
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>152,7</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>8,20</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei 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 oder an Dritte weitergegeben 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 Anlagendingen 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. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der 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 über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag 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)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital 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 § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 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 für die Beschreibung der Interessenkonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende 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.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Uhrzeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
31.01.2018/11:00 Uhr	EUR 8,20/EUR 6,16	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
09.11.2017/14:50 Uhr	EUR 7,50/EUR 6,14	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
03.08.2017/14:30 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,72	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
11.05.2017/14:25 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,43	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
20.03.2017/12:45 Uhr	EUR 7,00/EUR 4,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
02.02.2017/12:30 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,23	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

**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, Multiplikatorenmodelle 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 Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Erklärung der Ersteller der Studien**

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.

Diese Studie wurde am 31.01.2018 um 09:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 6,14.