

# Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

## Strategie der Rückbesinnung

Heute früh hat Adler Modemärkte die Eckpunkte der neuen Unternehmensstrategie veröffentlicht, die wir als Strategie der Rückbesinnung und Stärkung der Kernkompetenzen des Unternehmens ansehen. Auch eine Mittelfrist-Guidance wurde erstmals bekannt gegeben, die eine deutliche Verbesserung der Ertragslage vorsieht und damit in Einklang mit unseren Prognosen steht. Wir bekräftigen angesichts einer von uns auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kursentwicklung von 42,4% unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

### Eckpunkte der Strategie

Heute früh hat Adler Modemärkte die Eckpunkte der neuen „Strategie ADLER 2020“ bekannt gegeben. Demnach ist vorgesehen, dass

- ⊕ Profitabilitätssteigerung weiterhin den klaren Vorzug vor Umsatzwachstum hat;
- ⊕ sich Adler Modemärkte wieder stärker auf die Kernzielgruppe der Über-55-Jährigen („Best-Ager“) ausrichtet und Verjüngungsversuche beendet;
- ⊕ sich Adler Modemärkte gezielt auf die Bestandskunden fokussiert, weswegen TV-Werbung verringert und der Werbe-Fokus auf die Adler-Kundenkarte sowie auf Online-Marktplätze gerichtet wird;
- ⊕ der Anteil der mit Eigenmarken erzielten Umsätze von 75% auf 85% (2020e) ausgebaut werden soll;
- ⊕ das eigene Sortiment durch Kooperationen mit Anbietern von zielgruppenrelevanten nicht-textilen Produkten und Dienstleistungen erweitert werden soll;
- ⊕ der Online-Shop zur Neukundengewinnung über das „Click & Collect-Angebot“ für zusätzliche Frequenz in den Märkten sorgen soll.

### Mittelfrist-Guidance

Wird die Strategie 2020 erfolgreich umgesetzt, rechnet der Vorstand mit einer zeitnahen Stabilisierung der Umsätze und einer Rückkehr zu Umsatzwachstum bis spätestens 2020e. Das operative Ergebnis soll bis dann im deutlich zweistelligen Prozentbereich über dem aktuellen operativen Ergebnisniveau (EUR 25,0 Mio. 2017e) liegen.

Eine detaillierte Vorstellung der neuen Strategie wird im Rahmen der Veröffentlichung der Zahlen für das Geschäftsjahr 2017 am 15. März 2018 erfolgen.

### Risiken und Schwächen

Risiken für unser Rating und unser Kursziel bzw. mögliche Schwächen aus dem Geschäftsmodell ergeben sich nach u. E. aus (1) den Gewinnwarnungen der vergangenen beiden Jahre und der daraus resultierenden Belastung der Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt, (2) Abhängigkeiten vom Konsumverhalten der Best-Ager, (3) Währungsrisiken durch Sourcing im CHY- und USD-Raum, (4) der durch die Nutzung der Adler-Kundenkarte möglichen, wenngleich nach u. E. unwahrscheinlichen Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen, und (5) Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Vorstand.

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Schlusskurs: EUR 5,76

Kursziel: EUR 8,20 (unverändert)

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 106,6 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

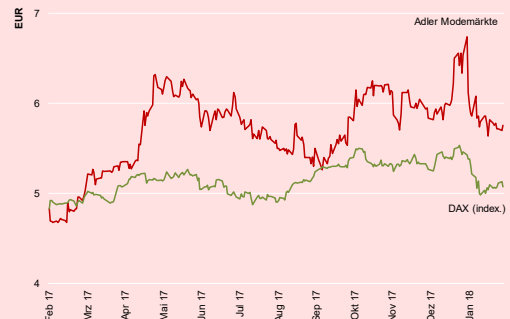
% vom Umsatz	2016	2017e	2018e	2019e
EBITDA	4,3	5,9	4,8	5,5
EBIT	1,2	2,8	2,0	2,8
EBT	0,3	1,9	1,5	2,6
EAT	0,1	1,3	1,1	1,8

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	19,2	11,1
EV/Umsatz	0,30	0,20	0,17	0,11
EV/EBIT	24,4	7,3	8,3	4,1
KBV	1,4	1,0	1,0	0,9

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

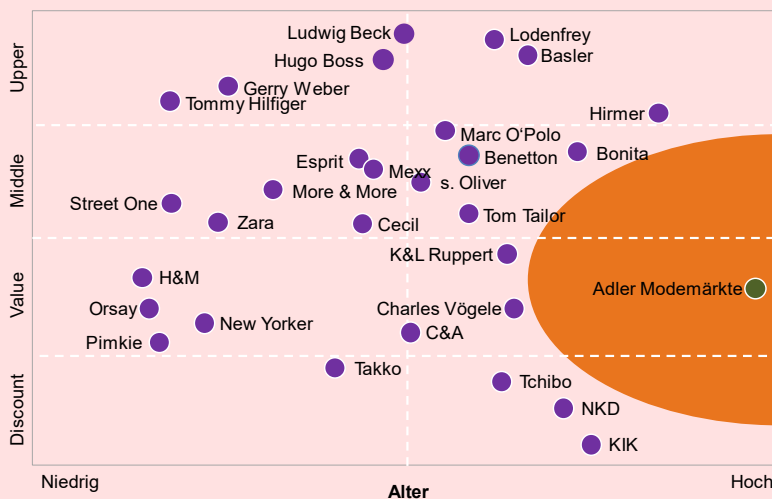
## Unternehmensprofil

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-55-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 75,0% der Umsätze mit Eigenmarken, insbesondere Bexleys, erwirtschaftet.

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 1: 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
Rohertrag	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	5,76	5,76
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	%						42,4%
<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 (2014-2019e)

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	106,6	106,6
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	87,7	60,5
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	45,0	45,0
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,41	0,42	0,30	0,20	0,17	0,11
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	3,5	2,1
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	8,3	4,1
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	19,2	11,1
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	4,7	3,8
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	1,0	0,9
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%	25,7%	30,4%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	65,3%	116,9%	0,0%	27,1%	66,5%	38,4%
Dividendenrendite	%	4,3%	4,4%	0,0%	1,8%	3,5%	3,5%
<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>															

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

**Monte Carlo-Simulation (1.000 Läufe)**

**IN EUR JE AKTIE**

Wertebereich (EUR)	Häufigkeit
Weniger als 4	~10
Von 4 bis 4,9	~10
Von 4,9 bis 5,8	~20
Von 5,8 bis 6,7	~40
Von 6,7 bis 7,6	~70
Von 7,6 bis 8,5	~250
Von 8,5 bis 9,4	~200
Von 9,4 bis 10,3	~200
Von 10,3 bis 11,2	~150
Von 11,2 bis 12,1	~70
Mehr als 12,1	~20

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 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. **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)
28.02.2018/11:50 Uhr	EUR 8,20/EUR 5,82	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
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 28.02.2018 um 11:10 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 5,80.