

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy **Risiko: Niedrig**
Schlusskurs: EUR 4,13
Kursziel: EUR 8,60 (unverändert)

Im zweiten Quartal den operativen Turnaround geschafft

Adler Modemärkte hat im zweiten Quartal trotz eines schwachen Branchenumfeldes den operativen Turnaround vollzogen und das EBITDA signifikant gesteigert. Ursächlich hierfür waren langfristig wirksame Effizienzsteigerungsmaßnahmen, die ab 2019e von Kosteneinsparungen im unteren bis mittleren einstelligen Millionen-Euro-Bereich aus dem Wechsel des Logistik-Partners begleitet werden. Erwartungsgemäß wurde daher die Guidance für das Geschäftsjahr 2018e bestätigt, die Umsätze auf Vorjahresniveau und einen Anstieg des EBITDA auf eine Bandbreite zwischen EUR 26 und 29 Mio. (2017: EUR 25,4 Mio.) vorsieht. Damit steht die zukünftige Ertragsentwicklung in diametralem Gegensatz zu dem drastischen Kursverfall der vergangenen Monate. Bei unveränderten Umsatz- und Ergebnisschätzungen sowie Bewertungsparametern bestätigen wir unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie (Base-Case-Szenario) und bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Deutlicher Ergebnisanstieg in Q2/2018

Gestern hat Adler Modemärkte die Guidance bestätigt, wonach bei weitgehend unveränderten Erlösen mit einem EBITDA zwischen EUR 26 und 29 Mio. zu rechnen sei. Vorausgegangen war eine deutliche Ergebnisverbesserung im zweiten Quartal. Nach Vorlage vorläufiger Zahlen konnte das Unternehmen ein adjustiertes EBITDA von EUR 17,9 Mio. (Vorjahr EUR 16,6 Mio.) erzielen, wobei darin bereits negative Einmal-effekte von insgesamt EUR 0,8 Mio. für Beratungstätigkeiten im Rahmen der Etablierung der neuen Unternehmensstrategie „Adler 2020“ und für den zum Jahresende anstehenden Wechsel des Logistik-Dienstleisters berücksichtigt worden waren. Der um positive Effekte aus Immobilientransaktionen bereinigte Vorjahreswert lag bei EUR 16,6 Mio. Angabe gemäß waren für den Ertragsanstieg vor allem betriebliche Effizienzverbesserungsmaßnahmen verantwortlich, wodurch etwa die Rohertragsquote auf 54,3% (Vj.: 52,9%) gesteigert werden konnte. Während damit ergebnisseitig im zweiten Quartal ein klarer Turnaround erreicht werden konnte, lagen die Erlöse mit EUR 140,4 Mio. (-3,4% YoY) noch unter dem Vorjahreswert von EUR 145,3 Mio. Allerdings soll diese Lücke durch verstärkte Marketingmaßnahmen im Zuge des 70-jährigen Jubiläumsfeiern des Adler-Konzerns geschlossen werden.

Bestätigung von Buy-Rating und Kursziel

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG und unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 (Base-Case-Szenario).

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 Einzelhandelssumfelds, (2) in der von uns erwarteten deutlichen Ertragsverbesserung in diesem und dem kommenden Jahr; (3) in der Erreichung bzw. dem Übertreffen der aktuellen Guidance.

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 89,8 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück
H1/2018: 02. August 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	544,6	525,8	517,6	530,6
EBITDA	23,3	32,0	26,0	31,1
EBIT	6,6	15,6	10,9	16,1
EBT	1,7	10,7	8,0	15,2
EAT	0,4	3,9	4,7	10,7

% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	4,3	6,1	5,0	5,9
EBIT	1,2	3,0	2,1	3,0
EBT	0,3	2,0	1,5	2,9
EAT	0,1	0,7	0,9	2,0

Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,02	0,21	0,25	0,58
Dividende	0,00	0,05	0,20	0,20
Buchwert	5,18	5,40	5,60	5,98
Cashflow	0,99	1,47	1,25	1,63

%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	43,1%	41,4%	42,7%	41,9%
Gearing	23,9%	-4,8%	-3,8%	-21,3%

x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	325,1	26,7	16,2	7,1
EV/Umsatz	0,30	0,20	0,15	0,11
EV/EBIT	24,4	6,7	7,2	3,7
KBV	1,4	1,0	0,7	0,7

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	↔	n/a
Guidance: EBITDA (adj.)	26-29	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

Risiken für unser Rating und Kursziel

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

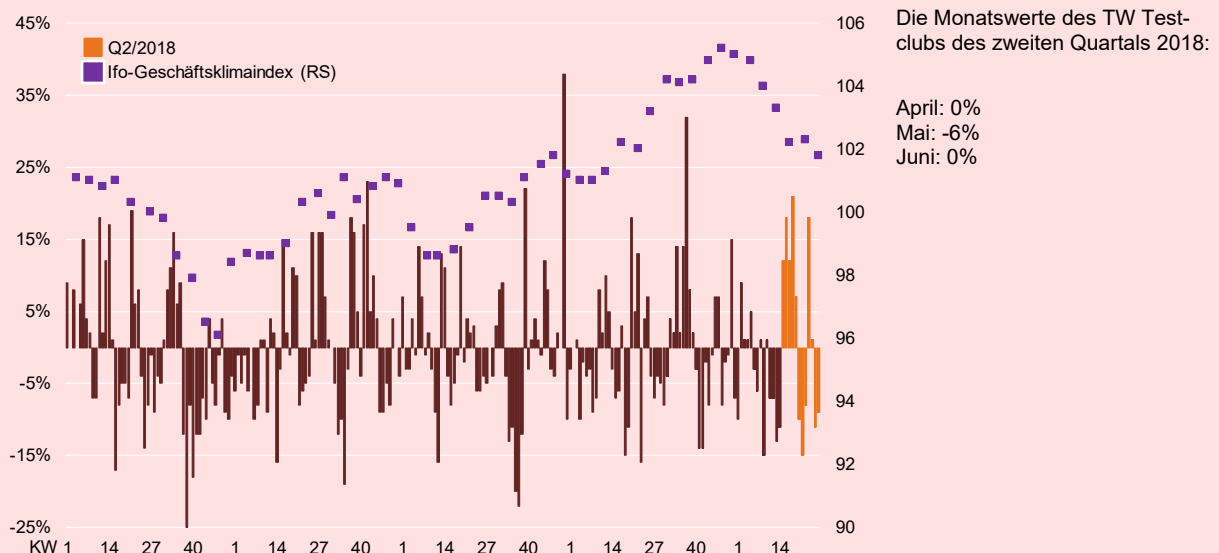
- ⊖ Nach zwei Gewinnwarnungen im vergangenen Jahr hat die **Reputation des Unternehmens** am Kapitalmarkt gelitten; daher ist es nach u. E. erforderlich, dass Adler Modemärkte im laufenden Jahr die ausgegebene Guidance im Idealfall übererfüllt.
- ⊖ Das Geschäftsmodell ist auf Kunden im Alter von über 55 Jahren sowie auf Käuferschichten mit leicht unterdurchschnittlichen Einkommen ausgerichtet; insofern bestehen Abhängigkeit vom Konsumverhalten dieser Käufergruppen sowie von der konjunkturellen Entwicklung im Allgemeinen.
- ⊖ Auf der Einkaufsseite bestehen **Währungsrisiken** durch Sourcing im CHY- und USD-Raum.
- ⊖ Aus der Nutzung der Adler-Kundenkarte ergeben sich mögliche, wenngleich nach u. E. unwahrscheinliche **Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen**.
- ⊖ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete für das erste Halbjahr 2018 einen deutlichen Rückgang der Erlöse im textilen Einzelhandel um -2%.

TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex im Einklang

Das erste Halbjahr 2018 haben die Textilunternehmen im TW-Testclub mit einem Minus von 2% abgeschlossen: Dabei waren die Erlöse im April und Juni unverändert, waren jedoch im Mai mit -6% deutlich rückläufig.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-18



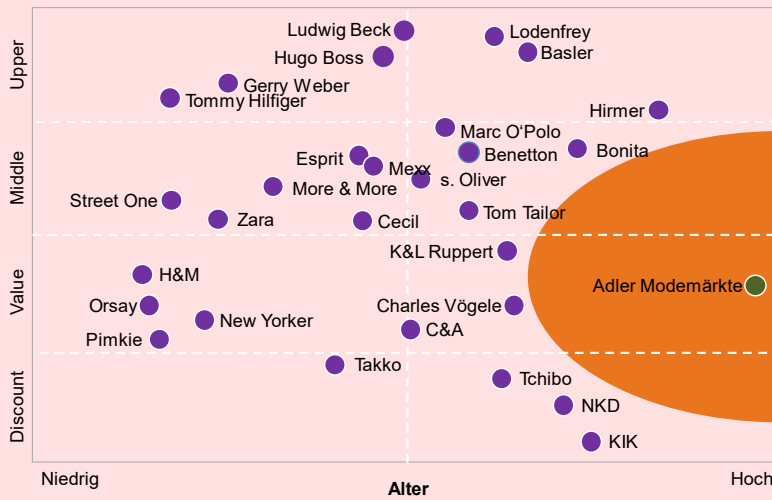
QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Unternehmensprofil

Mit 182 Modemärkten per Ende 2017 (davon 155 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 Ein-

zelhändlern untergeordnete Rolle spielen.

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

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 insgesamt elf Eigenmarken erwirtschaftet.

Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die 2017 von rund 3,4 Mio. Kunden genutzt wurde und damit zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	517,6	530,6
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-243,2	-261,2	-256,5	-244,1	-233,2	-236,7
in % der Nettoerlöse	%	-45,4%	-46,1%	-47,1%	-46,4%	-45,1%	-44,6%
Rohrertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	284,4	293,9
in % der Nettoerlöse	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,9%	55,4%
YoY	%	-0,6%	4,4%	-5,5%	-2,2%	0,9%	3,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	9,8	8,9	8,7	18,8	7,3	7,2
in % der Nettoerlöse	%	1,8%	1,6%	1,6%	3,6%	1,4%	1,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-95,2	-102,5	-102,3	-96,8	-96,6	-98,5
in % der Nettoerlöse	%	-17,8%	-18,1%	-18,8%	-18,4%	-18,7%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,4	-16,3	-16,7	-16,5	-15,1	-15,0
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-2,9%	-2,8%
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	-171,7	-169,1	-171,5
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-31,4%	-31,4%	-32,7%	-32,7%	-32,3%
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	26,0	31,1
in % der Nettoerlöse	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	5,0%	5,9%
YoY	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-18,6%	19,4%
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	10,9	16,1
in % der Nettoerlöse	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	2,1%	3,0%
YoY	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-29,9%	47,7%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-5,0	-4,9	-4,9	-4,9	-3,0	-0,9
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-5,1	-4,9	-4,9	-5,2	-3,0	-1,0
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	8,0	15,2
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	1,5%	2,9%
YoY	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	-25,6%	90,9%
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	-6,8	-3,2	-4,5
in % des EBT	%	-33,3%	-34,8%	-76,0%	-63,9%	-40,7%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	4,7	10,7
in % der Nettoerlöse	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	0,9%	2,0%
YoY	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	22,3%	126,9%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,25	0,58

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2018e)

IFRS (31.12.)		Q1/18e	Q2/18e	H1/18e	Q3/18e	9M/18e	Q4/18e	2018e
Nettoumsatz	EUR Mio.	102,7	140,4	243,1	121,9	364,9	152,7	517,6
YoY	%	-5,6%	-3,4%	-4,3%	1,4%	-2,5%	0,7%	-1,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-52,6	-58,6	-111,2	-58,7	-169,9	-63,3	-233,2
in % der Nettoerlöse	%	-51,2%	-41,7%	-45,7%	-48,2%	-46,6%	-41,5%	-45,1%
Rohertrag	EUR Mio.	50,1	81,8	131,9	63,1	195,0	89,4	284,4
in % der Nettoerlöse	%	48,8%	58,3%	54,3%	51,8%	53,4%	58,5%	54,9%
YoY	%	-5,0%	0,1%	-1,9%	4,4%	0,0%	3,0%	0,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,2	2,0	3,1	1,3	4,5	2,8	7,3
in % der Nettoerlöse	%	1,1%	1,4%	1,3%	1,1%	1,2%	1,8%	1,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,9	-24,8	-49,7	-23,2	-72,9	-23,7	-96,6
in % der Nettoerlöse	%	-24,3%	-17,7%	-20,5%	-19,1%	-20,0%	-15,5%	-18,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,1	-3,7	-7,8	-3,6	-11,4	-3,7	-15,1
in % der Nettoerlöse	%	-4,0%	-2,7%	-3,2%	-2,9%	-3,1%	-2,4%	-2,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,2	-40,3	-84,4	-41,6	-126,0	-43,1	-169,1
in % der Nettoerlöse	%	-43,0%	-28,7%	-34,7%	-34,1%	-34,5%	-28,2%	-32,7%
EBITDA	EUR Mio.	-17,8	18,7	0,9	-0,3	0,6	25,5	26,0
in % der Nettoerlöse	%	-17,4%	13,4%	0,4%	-0,3%	0,2%	16,7%	5,0%
YoY	%	43,2%	-17,4%	-91,1%	-90,4%	-91,4%	0,4%	-18,6%
EBIT	EUR Mio.	-21,9	15,0	-6,9	-3,9	-10,8	21,7	10,9
in % der Nettoerlöse	%	-21,4%	10,7%	-2,8%	-3,2%	-3,0%	14,2%	2,1%
YoY	%	31,7%	-19,0%	n/a	-48,2%	91,0%	2,4%	-29,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,3	-0,7	-2,0	-0,6	-2,6	-0,3	-3,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,3	-0,7	-2,0	-0,7	-2,7	-0,3	-3,0
EBT	EUR Mio.	-23,2	14,3	-8,9	-4,6	-13,5	21,4	8,0
in % der Nettoerlöse	%	-22,6%	10,2%	-3,7%	-3,8%	-3,7%	14,0%	1,5%
YoY	%	28,9%	-16,7%	989,9%	-48,3%	39,4%	5,2%	-25,6%
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.	6,0	-4,2	1,7	1,3	3,1	-6,3	-3,2
in % des EBT	%	-25,7%	-29,5%	-19,5%	-29,5%	-22,9%	-29,5%	-40,7%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-17,3	10,1	-7,2	-3,2	-10,4	15,1	4,7
in % der Nettoerlöse	%	-16,8%	7,2%	-2,9%	-2,6%	-2,8%	9,9%	0,9%
YoY	%	30,9%	-18,6%	819,2%	-48,5%	47,5%	38,6%	22,3%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,93	0,55	-0,39	-0,17	-0,56	0,82	0,25

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,8	6,7	6,5	5,6	4,5	3,7
Sachanlagen	EUR Mio.	72,5	81,6	78,1	75,0	73,9	71,9
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	7,4	7,5	7,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	87,7	84,9
Vorräte	EUR Mio.	75,6	81,3	75,4	73,7	72,9	72,2
DIO	d	51	52	50	50	51	49
Lagerumschlag	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	0,2	1,9	0,6	0,6	0,7	0,7
DSO	0	0	1	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	5,5	8,2	8,0	14,6	14,3	14,0
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	67,2	92,4
in % der Bilanzsumme	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	27,7%	35,0%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	155,1	179,3
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	0,3	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	242,8	264,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz (Passiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
PASSIVA							
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
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	-2,7	-2,2	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-37,6	-38,9	-47,7	-43,9	-40,1	-33,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	103,7	110,7
Eigenkapitalquote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,7%	41,9%
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	2,3	2,4	2,5
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,2	1,3	1,4	1,6
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,0	4,7	4,7	5,4	5,9	6,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	47,7	49,5	46,3	50,2	55,3	60,8
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	63,5	64,6	60,7	64,7	71,1	78,1
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,2	11,7	10,9	0,3	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in % der Erlöse	%	5,9%	5,7%	4,6%	5,3%	5,3%	5,2%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,2	3,4	4,5	4,4	4,3	4,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	20,4	19,8	19,5	24,3	30,2	37,6
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	2,4	0,2	0,1	3,8	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	6,3	6,8	5,8	5,7	5,6	5,5
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	75,1	74,0	66,0	76,4	67,9	75,4
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	242,8	264,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

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

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	2,9%	2,3%	1,9%	1,4%
Sachanlagen	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	27,2%
Grundstücke	%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	4,8%	4,3%	4,5%	3,1%	3,1%	2,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,1%	40,9%	42,9%	36,8%	36,1%	32,1%
Vorräte	%	30,9%	33,4%	33,9%	30,6%	30,0%	27,3%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,1%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Übrige Forderungen	%	2,3%	3,4%	3,6%	6,0%	5,9%	5,3%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	27,7%	35,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,8%	58,9%	57,0%	63,1%	63,9%	67,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

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

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	7,6%	8,3%	7,7%	7,6%	7,0%
Kapitalrücklage	%	52,2%	52,3%	57,2%	52,8%	52,5%	48,2%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-15,4%	-16,0%	-21,5%	-18,2%	-16,5%	-12,5%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,7%	41,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,3%	1,2%	1,2%	0,9%	1,0%	0,9%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	20,3%	20,8%	20,8%	22,8%	23,0%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,9%	2,4%	2,6%	2,3%	2,5%	2,5%
Summe Langfristige Schulden	%	26,0%	26,5%	27,3%	26,8%	29,3%	29,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,2%	4,8%	4,9%	0,1%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	13,0%	13,2%	11,3%	11,4%	11,3%	10,4%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,4%	2,0%	1,8%	1,8%	1,6%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,3%	8,1%	8,8%	10,1%	12,4%	14,2%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	1,0%	0,1%	0,0%	1,6%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%
Summe kurzfristige Schulden	%	30,7%	30,4%	29,7%	31,7%	28,0%	28,5%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Cashflow-Statement, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	8,0	15,2
Abschreibungen	EUR Mio.	15,4	16,3	16,7	16,5	15,1	15,0
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	-0,3	0,7	0,7
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	2,2	-8,9	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	37,8	28,5	20,3	18,0	23,8	30,9
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	3,4	-10,1	7,4	-4,8	1,0	1,0
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-2,5	0,3	-6,8	2,3	-0,3	0,3
Δ Working Capital	EUR Mio.	2,9	-0,5	0,7	5,5	6,4	7,9
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	4,9	3,0	0,9
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.	-9,3	-5,0	-1,1	-0,5	-6,6	-4,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,9	1,4	-3,3	-4,2	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	27,2	36,4
YoY	%	-11,1%	-46,3%	13,7%	-4,7%	28,6%	33,9%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,7	-13,3	-11,0	-12,4	-14,1	-12,1
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	27,2	0,3	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-13,8	-12,1
YoY	%	24,6%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	-12,0%
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	13,4	24,3
YoY	%	-21,5%	-88,5%	295,7%	216,4%	-62,7%	81,3%
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	-9,2	-9,3	0,0	-0,9	-3,7
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,5	1,2	-1,1	-10,9	-0,2	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-7,6	-4,1	3,8	4,9	5,4
Δ Kundenkartenverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	-10,4	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-10,3	-4,9	-6,2	-18,6	-3,0	-0,9
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,5	0,9
YoY	%	-49,3%	108,3%	1,0%	-25,6%	-38,0%	n/a
Δ Liquidität	EUR Mio.	15,1	-17,6	-9,3	20,6	3,9	25,2
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	54,5	69,7	52,1	42,8	63,3	67,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	67,2	92,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Segmente, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	517,6	530,6
Deutschland	EUR Mio.	439,9	474,2	453,7	435,4	426,4	437,1
Österreich	EUR Mio.	76,3	73,0	71,2	68,9	67,7	69,4
Luxemburg	EUR Mio.	17,3	16,7	16,7	18,2	20,2	20,7
Schweiz	EUR Mio.	1,8	2,1	3,0	3,2	3,3	3,4
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	82,2%	83,8%	83,3%	82,8%	82,4%	82,4%
Österreich	%	14,3%	12,9%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Luxemburg	%	3,2%	3,0%	3,1%	3,5%	3,9%	3,9%
Schweiz	%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Deutschland	%	1,8%	7,8%	-4,3%	-4,0%	-2,1%	2,5%
Österreich	%	-2,9%	-4,3%	-2,5%	-3,2%	-1,8%	2,5%
Luxemburg	%	6,6%	-3,7%	0,0%	9,2%	10,9%	2,5%
Schweiz	%	6,1%	19,1%	43,0%	7,3%	4,0%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	517,6	530,6
Damen	EUR Mio.	256,9	271,7	261,4	252,4	248,5	254,7
Herren	EUR Mio.	144,5	152,8	147,0	142,0	139,8	143,3
Lingerie	EUR Mio.	53,5	56,6	54,5	52,6	51,8	53,1
Accessoires	EUR Mio.	80,3	84,9	81,7	78,9	77,6	79,6
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Damen	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Herren	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Lingerie	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Accessoires	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	517,6	530,6
Eigenmarken	EUR Mio.	457,1	396,2	354,0	315,5	341,6	385,2
Fremdmarken	EUR Mio.	78,1	169,8	190,6	210,3	176,0	145,4
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	85,4%	70,0%	65,0%	60,0%	66,0%	72,6%
Fremdmarken	%	14,6%	30,0%	35,0%	40,0%	34,0%	27,4%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
Eigenmarken	%	-2,9%	-13,3%	-10,7%	-10,9%	8,3%	12,8%
Fremdmarken	%	35,6%	117,3%	12,2%	10,4%	-16,3%	-17,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente II, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Anzahl Modemärkte		170	178	183	182	182	183
YoY	%	-0,6%	4,7%	2,8%	-0,5%	0,0%	0,5%
davon Deutschland		145	154	156	155	155	156
davon Österreich		22	21	22	22	22	22
davon Luxembourg		2	2	3	3	3	3
davon Schweiz		1	1	2	2	2	2
Nettoveränderung		-1	8	5	-1	0	1
davon Organisches Wachstum		4	2	5	2	0	1
davon Akquisitionen		0	9	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-5	-3	0	-3	0	0
Durchschnittliche Storezahl		171	174	181	183	0	0
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,1	3,2	3,0	2,9	2,8	2,9
YoY	%	1,9%	1,0%	-6,4%	-2,9%	-1,6%	1,9%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	284,0	292,2	290,6	290,6	292,2
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.593	1.595	1.597	1.596	1.596	1.597
Nettoumsatz je qm	EUR	1.977	1.993	1.864	1.810	1.782	1.816
Rohertrag je qm	EUR	1.079	1.074	986	970	979	1.006
LFL-Umsätze (YoY)	%	3,0%	-0,3%	-4,6%	-4,5%	-2,4%	-1,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I (2014-2019e)

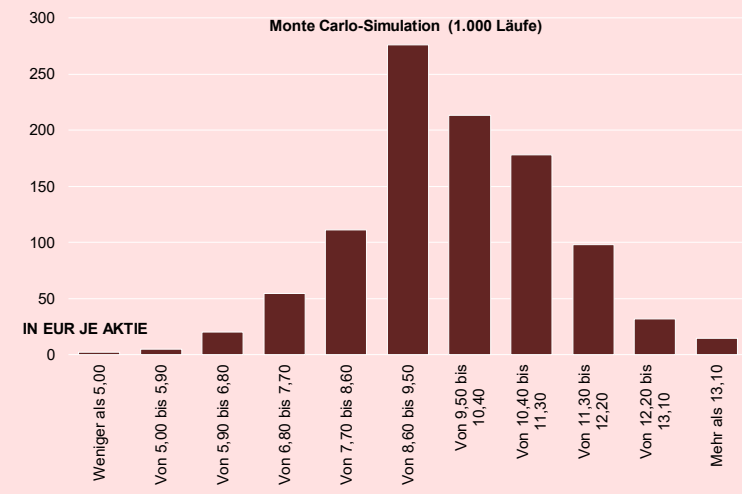
IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Key Data							
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	517,6	530,6
Rohhertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	284,4	293,9
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	26,0	31,1
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	10,9	16,1
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	8,0	15,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	4,7	10,7
Anzahl Mitarbeiter		4.213	4.203	4.082	3.746	3.798	3.819
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	13,91	13,84	9,85	6,32	6,74	
Kurs Tief	EUR	9,09	9,41	4,62	4,65	3,43	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,57	11,36	7,20	5,56	4,13	4,13
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,25	0,58
CFPS	EUR	1,98	1,54	0,99	1,47	1,25	1,63
BVPS	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,60	5,98
NAV	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,60	5,98
Dividende	EUR	0,50	0,50	0,00	0,05	0,20	0,20
Kursziel	EUR						8,10
Performance bis Kursziel	%						96,1%
Profitabilitätskennzahlen							
Rohertragsmarge	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,9%	55,4%
EBITDA-Marge	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	5,0%	5,9%
EBIT-Marge	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	2,1%	3,0%
EBT-Marge	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	1,5%	2,9%
Netto-Marge	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	0,9%	2,0%
FCF-Marge	%	4,7%	0,5%	2,1%	6,8%	2,6%	4,6%
ROE	%	14,3%	7,5%	0,4%	3,9%	4,6%	10,0%
ROCE	%	22,9%	16,2%	11,7%	17,1%	14,2%	17,5%
CE/Umsatz	%	23,0%	24,6%	24,9%	24,2%	24,1%	22,8%
NWC/Umsatz	%	8,2%	9,0%	9,3%	8,9%	8,9%	8,5%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	127,1	134,7	133,4	140,4	136,3	138,9
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	6,2	4,0	1,6	4,2	2,9	4,2
DSO	d	0	1	0	0	0	0
Inventory days	d	51	52	50	50	51	49
Capex/Umsatz	%	2,2%	2,3%	2,0%	2,4%	2,7%	2,3%
Wachstumsraten							
Nettoumsatz	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-1,6%	2,5%
EBITDA	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-18,6%	19,4%
EBIT	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-29,9%	47,7%
EBT	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	-25,6%	90,9%
Nettoergebnis	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	22,3%	126,9%
EPS	%	-27,3%	-44,2%	-94,8%	841,0%	22,3%	126,9%
CFPS	%	-9,6%	-22,4%	-35,4%	47,8%	-15,0%	30,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick II (2014-2019e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	87,7	84,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	155,1	179,3
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	103,7	110,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,6	138,5	126,7	141,2	139,0	153,5
Anlagenintensität	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	27,2%
EK-Quote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,7%	41,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-2,1%	17,9%	23,9%	-4,8%	-3,8%	-21,3%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,2
Working Capital	EUR Mio.	44,0	51,1	50,7	46,7	46,3	45,3
Capital Employed	EUR Mio.	123,3	139,4	135,3	127,3	124,7	120,9
Enterprise Value							
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	76,4	76,4
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	63,5	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,2	18,8	22,9	-4,8	-3,9	-23,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6
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	103,6	78,5	59,5
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	261,9	280,8	211,0	117,7	126,9	
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	172,9	198,8	114,2	86,8	65,6	
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	32,2	32,2
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,41	0,42	0,30	0,20	0,15	0,11
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,49	0,50	0,39	0,22	0,25	
EV/Umsatz (Tief)	x	0,32	0,35	0,21	0,16	0,13	
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	5,3	7,1	7,0	3,2	3,0	1,9
EV/EBITDA (Hoch)	x	6,3	8,4	9,1	3,7	4,9	
EV/EBITDA (Tief)	x	4,2	6,0	4,9	2,7	2,5	
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	8,4	13,8	24,4	6,7	7,2	3,7
EV/EBIT (Hoch)	x	10,0	16,5	31,8	7,6	11,6	
EV/EBIT (Tief)	x	6,6	11,7	17,2	5,6	6,0	
KGV (Durchschnitt)	x	15,1	26,6	325,1	26,7	16,2	7,1
KGV (Hoch)	x	18,2	32,4	444,7	30,3	26,4	
KGV (Tief)	x	11,9	22,0	208,6	22,3	13,5	
KCF (Durchschnitt)	x	5,8	7,4	7,3	3,8	3,3	2,5
KCF (Hoch)	x	7,0	9,0	9,9	4,3	5,4	
KCF (Tief)	x	4,6	6,1	4,7	3,2	2,8	
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	2,0	1,4	1,0	0,7	0,7
KBV (Hoch)	x	2,4	2,4	1,9	1,2	1,2	
KBV (Tief)	x	1,6	1,7	0,9	0,9	0,6	
FCF-Yield	%	11,7%	1,4%	8,5%	34,9%	17,5%	31,8%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	65,3%	116,9%	0,0%	24,0%	78,5%	34,6%
Dividendenrendite	%	4,3%	4,4%	0,0%	0,9%	4,8%	4,8%
Cashflow							
Operativer Cashflow	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	27,2	36,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-13,8	-12,1
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	13,4	24,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,5	0,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
Umsatz	EUR Mio.	517,6	530,6	543,9	550,7	556,6	561,8	566,2	570,2	573,9	577,4	581,0	584,4	588,0	591,5	595,0	598,6
YoY	%	-1,6%	2,5%	2,5%	1,3%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	10,9	16,1	20,6	24,9	24,9	24,8	24,8	24,6	24,5	24,4	24,2	24,1	23,9	23,8	23,6	23,9
EBIT-Marge	%	2,1%	3,0%	3,8%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Steuern	EUR Mio.	-3,2	-4,5	-5,8	-7,1	-7,2	-7,2	-7,2	-7,1	-7,1	-7,1	-7,0	-7,0	-6,9	-6,9	-6,9	-6,9
Steuerquote (τ)	%	29,7%	27,8%	28,3%	28,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	7,7	11,6	14,8	17,8	17,7	17,6	17,6	17,5	17,4	17,3	17,2	17,1	17,0	16,9	16,8	17,0
Reinvestment	EUR Mio.	-13,4	-11,2	-11,2	-11,2	-7,0	-4,8	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-1,8
FCFF	EUR Mio.	-5,7	0,5	3,6	6,6	10,7	12,8	14,0	14,6	14,8	14,9	14,9	14,8	14,7	14,5	14,4	15,2
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%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-5,7	0,4	3,3	5,9	9,0	10,4	10,8	10,7	10,4	10,0	9,4	8,9	8,4	7,9	7,4	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	3,9															
in % des Enterprise Value	%	2,1%															
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	103,3															
in % des Enterprise Value	%	54,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	82,5															
in % des Enterprise Value	%	43,5%															
Enterprise Value	EUR Mio.	189,7															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-71,9															
Liquidität	EUR Mio.	40,7															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	158,4															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	8,60															



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)
19.07.2018/08:40 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,13	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
08.05.2018/15:00 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,72	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
19.04.2018/08:45 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,88	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
16.03.2018/08:30 Uhr	EUR 8,60/EUR 5,74	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
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.

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 19.07.2018 um 08:40 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 4,13.