

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Konkretisierung des Standortoptimierungsprogramms

Obwohl die vorläufigen Eckdaten für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 nach einer Vorabmeldung bereits bekannt waren, brachte die Veröffentlichung des Geschäftsberichts und der anschließende Conference Call für Analysten nochmals tiefgehende Einblicke für die Einschätzung der weiteren Geschäftsentwicklung. Quantifiziert wurden nicht nur im Detail die Auswirkungen der IFRS 16-Umstellung, die bei Adler Modemärkte aufgrund der hohen Bedeutung des operativen Leasing signifikant sind, sondern auch die mittelfristig erwarteten Ergebnisbeiträge des erweiterten Effizienzsteigerungsprogramms, insbesondere aus der bereits in diesem Jahr eingeleiteten Filialbereinigung.

Wie gewohnt wurde auch die Guidance für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht, die trotz eines anspruchsvollen Marktumfelds von Umsätzen von knapp unter EUR 500 Mio. (Vorjahr: EUR 507,1 Mio.) und einer weiteren Verbesserung des operativen EBITDA ohne Einbeziehung von Einmaleffekten in einer Bandbreite zwischen EUR 27 und 30 Mio. (vor IFRS 16-Umstellung, Vorjahr EUR 26,2 Mio.) ausgeht.

Obwohl das Unternehmen seine Versprechungen erfüllt hat und auch der Jahresauftakt Angabe gemäß deutlich über den Vorjahreswerten lag, wird die Aktie weiterhin mit einem deutlichen Abschlag zu unserem inneren Wert gehandelt. Wir bekräftigen unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell auf Sicht von 24 Monaten abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie, was gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 3,40 einem Kurssteigerungspotenzial von 152,9% entspricht. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Konkretisierung des Standortoptimierungsprogramms

In dem gestern vorgelegten Geschäftsbericht sowie der anschließenden Telefonkonferenz für Analysten hat Adler Modemärkte das angekündigte Standortoptimierungsprogramm konkretisiert, mit dem das laufende, mittelfristig ausgelegte Effizienzprogramm „Strategie 2020“ erweitert werden soll. Darin ist bis 2021 die Schließung von bis zu 17 defizitären Modemärkten mit einem kumulierten Umsatzbeitrag von ca. EUR 20 Mio. und einem operativen Ergebnis auf EBITDA-Ebene von etwa EUR -2 Mio. vorgesehen. Angabe gemäß sind alle Lagen (Einkaufs- und Fachmarktzentren ebenso wie Innenstadtlagen und Märkte auf der „grünen Wiese“) ohne regionale Einschränkung (erwähnt wurde explizit auch Österreich) oder Flächenbegrenzung betroffen. Mit der Schließung von sieben bis neun Modemärkten soll Angabe gemäß der Großteil der Filialoptimierung bereits in diesem Jahr umgesetzt werden. Erste, kleinere positive Effekte der Filialschließungen auf das bereinigte EBITDA sollen daher bereits in diesem Jahr sichtbar werden.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 3,40
Kursziel: EUR 8,60 (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 62,9 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~10.000 Stück
Q1/2019: 07. Mai 2019

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	507,1	498,8	496,2	501,8
EBITDA	20,7	20,4	25,4	40,4
EBIT	3,3	3,2	8,2	23,3
EBT	-1,6	0,9	6,0	21,1
EAT	-2,6	0,7	4,2	14,9

% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	4,1	4,1	5,1	8,0
EBIT	0,7	0,6	1,6	4,6
EBT	-0,3	0,2	1,2	4,2
EAT	-0,5	0,1	0,9	3,0

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,14	0,04	0,23	0,80
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,25
Buchwert	5,20	5,24	5,37	5,97
Cashflow	0,85	0,98	1,25	2,06

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	42,5%	43,2%	42,4%	45,4%
Gearing	1,4%	-2,5%	-6,0%	-8,1%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	95,8	14,9	4,2
EV/Umsatz	0,13	0,13	0,13	0,12
EV/EBITDA	19,6	21,0	7,7	2,6
KBV	0,6	0,6	0,6	0,6

EUR Mio.	2019e	2020e	2020e
Guidance: Umsatz	<500	n/a	n/a
Guidance: EBITDA (berichtet)	18-21	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

Jahresabschluss im Detail

Aus dem gestern veröffentlichten Geschäftsbericht 2018 werden die operativen Fortschritte deutlich:

- ⑤ **Umsatz:** Im vergangenen Jahr konnte sich Adler Modemärkte nicht vom schwachen Einzelhandelsumfeld absetzen. Auf vergleichbarer Fläche („LFL“) ergab sich eine rückläufige Entwicklung in allen vier Quartalen. Die Rückgänge lagen dabei zwischen -1,3% (Q3/2018) und -6,2% (Q1/2018). Im saisonal stärksten vierten Quartal lag der Rückgang auf vergleichbarer Fläche bei -1,8%. Auf Gesamtjahressicht gingen die LFL-Erlöse um -3,5% zurück.
- ⑤ **Materialaufwand:** Im Jahr 2018 sank die Materialaufwandsquote um 110 Basispunkte auf 45,3% (Vorjahr: 46,4%) und damit im dritten Jahr in Folge zurück. Besonders markant war die Steigerung der Rohertragsmarge mit einem Plus von 160 Basispunkten im vierten Quartal. Verantwortlich für diese Entwicklung waren **(1)** der Verzicht auf exzessive Rabattierungen – ein elementarer Vorteil des nicht auf Modetrends setzenden Geschäftsmodells von Adler Modemärkte –, **(2)** eine Anpassung der Einkaufsvolumina und **(3)** eine Stärkung der Eigenmarken, die im Vergleich zu ebenfalls von Adler Modemärkte angebotenen Fremddmarken eine signifikant höhere Rohertragsmarge aufweisen.
- ⑤ **Personalaufwand:** Gegenläufig entwickelte sich dagegen die Personalaufwandsquote, die im vergangenen Jahr auf 19,2% von 18,4% im Vorjahr anwuchs. Ohne Einbeziehung von freiwilligen Lohn- und Gehaltssteigerungen, die einen Effekt von etwa EUR 2 Mio. gehabt haben, wäre die bereinigte Lohnaufwandsquote dagegen nur um 40 Basispunkte auf 18,8% (Vorjahr 18,4%) angestiegen.
- ⑤ **Sonstige betriebliche Aufwendungen:** In nahezu allen Bereichen konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahresvergleich (EUR -6,5 Mio.) gesenkt werden; besonders markant fiel der Rückgang im Bereich der Werbekosten (EUR -2,6 Mio.) aus, wo sich der Verzicht auf TV-Werbung bemerkbar machte.
- ⑤ **EBITDA:** Per Saldo wurde das um Restrukturierungs- und Beratungskosten bereinigte EBITDA im vergangenen Jahr auf EUR 26,2 Mio. von EUR 25,4 Mio. in 2017 (+1,9% YoY) gesteigert. Die bereinigte EBITDA-Marge verbesserte sich damit auf 5,2% von 4,8% im Vorjahr. Ohne Eliminierung der Einmaleffekte ergab sich ein EBITDA-Rückgang auf EUR 20,7 Mio. (Vorjahr: EUR 32,0 Mio.).
- ⑤ **Jahresüberschuss:** Nach Berücksichtigung leicht höherer Abschreibungen und Zinsaufwendungen ergab sich im Geschäftsjahr 2018 ein unbereinigter Jahresfehlbetrag in Höhe von EUR -2,6 Mio. (Vorjahr: EUR 3,9 Mio.). Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR -0,14 (Vorjahr: EUR 0,21).
- ⑤ **Nettofinanzverbindlichkeiten:** Unverändert ist Adler Modemärkte ein bei Kreditinstituten unverschuldetes Unternehmen. Zinstragende Verbindlichkeiten bestehen ausschließlich gegenüber einer Tochter der Metro AG aus einer Immobilienfinanzierung, das aktuell mit 0,9% p. a. verzinst ist. Unter Einbeziehung der Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing lag die Nettoverschuldung zum Bilanzstichtag bei EUR 1,4 Mio. (Vorjahr: EUR -4,8 Mio.).
- ⑤ **Working Capital:** Trotz rückläufiger Erlöse ist beim Working Capital ein Anstieg auf EUR 53,6 Mio. (Vorjahr: EUR 46,7 Mio.) festzustellen. Die Quote des Working Capital

tal zum Umsatz lag dementsprechend bei 10,6% (Vorjahr: 8,9%). Auf dem Conference Call wurde hierzu angemerkt, dass dieser Anstieg temporär und auf ein erhöhtes Geschäftsvolumen zum Jahreswechsel zurückzuführen wäre.

Auswirkungen der „Strategie 2020“ bereits in diesem Jahr sichtbar

Auch das laufende Geschäftsjahr wird von erheblichen Einsparungen gekennzeichnet sein:

- ⑤ Im **Einkauf** arbeitet Adler Modemärkte zukünftig mit Hermes-Otto International zusammen, was sich in einer verbesserten Produktqualität ausdrücken wird.
- ⑤ In der **Logistik** rechnet Adler Modemärkte durch den Wechsel des Logistikpartners (zukünftig Meyer & Meyer) mit Einsparungen im unteren bis mittleren einstelligen Mio.-Euro-Bereich.
- ⑤ Im **Marketing** wird Adler Modemärkte weiterhin auf Fernsehwerbung verzichten und sondern die in der 3,2 Mio. aktive Mitglieder starken Kundenkartendatenbank vorliegenden Informationen in individualisierten und verstärkt digitalen Werbe-Mailings nutzen.
- ⑤ Das für dieses Jahr vorgesehene **Investitionsbudget** in Höhe von EUR 8 Mio. soll zur einen Hälfte für die Digitalisierung der Kundenansprache, die Erweiterung des Online-Shops und für die robotergestützte Inventarisierung (Projekt „Tory“ mit einem ROI von lediglich 1,5 Jahren), zur anderen Hälfte für den noch stärker kundenorientierten Ausbau der Modemärkte verwendet werden.
- ⑤ Die **Bedeutung externer Marken** soll in den kommenden beiden Jahren weiter abgebaut werden. Angabe gemäß soll die Anzahl der Fremdmarken auf 22 von 31 (2018) und der Anteil der damit erwirtschafteten Umsätze auf 15% von 20% (2018) verringert werden.

Auswirkungen der Umstellung von IFRS 16

Erstmalig für Geschäftsjahre, die mit dem 1. Januar beginnen, sind Leasingverhältnisse nach IFRS 16 neu zu klassifizieren. Danach ist für den Leasingnehmer nur noch ein einziges Bilanzierungsmodell vorgesehen, so dass zwischen Finanzierungs- und Operating-Leasingverhältnissen nicht länger unterschieden wird. Dieses Modell führt beim Leasingnehmer dazu, dass sämtliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aus Leasingvereinbarungen in der Bilanz zu erfassen sind, sofern deren Restlaufzeit länger als zwölf Monate beträgt (darunter besteht noch ein Ansatzwahlrecht).

Adler Modemärkte wird in erheblichem Maße von der IFRS-Umstellung betroffen sein, da bislang ein Teil der Mietverträge der Modemärkte, der Kfz- und IT-Leasingverträge als operatives Leasing qualifiziert wird. Die wesentlichen Auswirkungen ergeben sich aus der ausgelösten Bilanzverlängerung, die auf der Passivseite eine deutliche Verringerung der Eigenkapitalquote zur Folge hat. Ertragsseitig steigen durch IFRS 16 bei Adler Modemärkte EBITDA und EBIT deutlich an. Die Auswirkungen der Umstellung auf die Ergebnisrechnung des abgelaufenen Geschäftsjahres wurden in folgender Tabelle zusammengefasst:

TABELLE 1: VERGLEICH VON ECKDATEN 2018 MIT PRO-FORMA-IFRS 16-ANPASSUNG

		2018	IFRS 16-Anpassung	2018 nach Anpassung	Trend
Gewinn- und Verlustrechnung					
Umsatz	EUR Mio.	507,1	0	507,1	⇒
EBITDA	EUR Mio.	20,7	48,0	68,7	↑
Abschreibungen	EUR Mio.	-17,4	-30,0	-47,4	↑
EBIT	EUR Mio.	3,3	18,0	21,3	↑
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-4,9	-13,5	-18,4	↑
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-1,6	4,5	2,9	↔
Steuern	EUR Mio.	-0,9	-1,3	-2,3	↔
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-2,6	3,2	0,6	↔
Bilanz					
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	69,0	174,6	243,6	↑
Eigenkapital	EUR Mio.	96,3	-33,1	63,2	↓
Eigenkapitalquote	EUR Mio.	42,5%		15,2%	↓
Leasingverpflichtungen	EUR Mio.	54,1	221,0	275,1	↑
Bilanzsumme	EUR Mio.	226,8	187,9	414,7	↑

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Guidance für das laufende Geschäftsjahr

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand mit einem Umsatz, der sich leicht unter dem Vorjahresniveau bewegen wird. Bei dem um Einmaleffekte bereinigten operativen Ergebnis (auf EBITDA-Ebene) erwartet Adler Modemärkte eine Steigerung von EUR 26,2 Mio. (2018) auf einen Wert in der Bandbreite zwischen EUR 27 und 30 Mio. Dies entspricht einer Steigerungsrate zwischen 3,1% und 14,5%. Wir sehen unsere Prognosen durch diese Aussagen zur Guidance bestätigt und nehmen aus diesem Grund nur geringfügige Anpassungen unserer Umsatz- und Ertragsschätzungen vor.

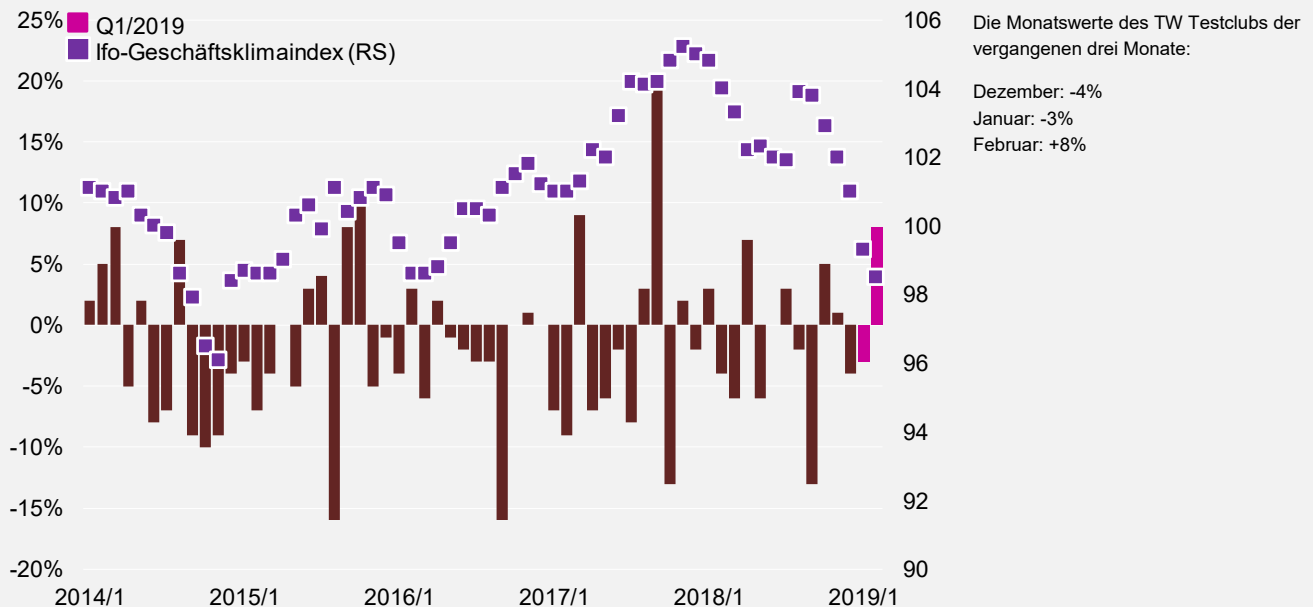
TABELLE 2: MANAGEMENT-GUIDANCE 2019E

		2018	2019e	Kommentar
Anzahl Modemärkte zum Jahresende		178	175-177	Schließung von vorauss. 7 bis 9 Modemärkten angekündigt, Eröffnung von bis zu sechs Modemärkten in typischen „Adler-Lagen“
Umsatz	EUR Mio.	507,1	<500	
Rohertragsmarge	%	54,7	↔	
Freie Cashflow	EUR Mio.	3,9	↔	
Kassenbestand	EUR Mio.	54,9	⇒	
Working Capital	EUR Mio.	53,6	↘	Basisbedingter Rückgang, nachdem Vorräte 2018 ungewöhnlich hoch ausgefallen waren
Restrukturierungsaufwendungen	EUR Mio.	5,5	8-10	Zurückzuführen auf mehrere Filialschließungen und weitere Effizienzsteigerungsmaßnahmen
EBITDA (berichtet)	EUR Mio.	20,7	18-21	
EBITDA (bereinigt)	EUR Mio.	26,2	27-30	Anstieg aufgrund der eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen im Logistik- und Personalbereich
EBITDA (nach IFRS 16-Anpassung)	EUR Mio.	68,7	64-69	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Der TW-Testclub, das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, hat für die vergangenen drei Monate uneinheitliche Umsätze gemeldet. Während Dezember und Januar noch unter ihren Vorjahreswerten blieben, lagen die Umsätze im Februar mit einem Plus von 8% deutlich über dem Vorjahreswert.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-19 (MONATSWERTE)



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex zuletzt mit konträrer Entwicklung

Insbesondere im Februar verlief die Entwicklung der teilnehmenden Textilunternehmen im TW-Testclub mit einem deutlichen Plus von 8% im Widerspruch zu allgemeinen Konjunkturerwartung, dargestellt anhand des Ifo-Geschäftsklimaindex, der im Februar erneut deutlich zurückfiel. Allerdings haben wir mehr und mehr den Eindruck, dass die von TextilWirtschaft befragten Unternehmen nicht immer repräsentativ für den deutschen Einzelhandel sind.

Nach unserer Einschätzung mehren sich die Anzeichen, dass die vom Vorstand eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen tatsächlich greifen. Trotz der für die kommenden beiden Jahren absehbaren Ertragsverbesserungen wird die Aktie von Adler Modemärkte nach wie vor mit einem deutlichen Bewertungsabschlag gehandelt. Eine Änderung der gängigen Markteinschätzungen könnte mit dem für den 9. Mai angekündigten Capital Markets Day eingeleitet werden. Wir bestätigen dementsprechend unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie. Angesichts einer von uns erwarteten Kursentwicklung von 152,9% (auf Sicht von 24 Monaten) bekräftigen wir daher unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Wir bestätigen unser Kursziel von EUR 8,60 und unser Buy-Rating

Wir haben unser dreistufiges Discounted Cashflow-Entity-Modell nur leicht überarbeitet und errechnen einen Enterprise Value in Höhe von EUR 160,6 Mio. Abzüglich der Nettoverschuldung (inklusive kurz- und langfristiger Leasingverpflichtungen) von EUR 1,4

Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 159,2 Mio. Bei insgesamt 18,5 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 8,60 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

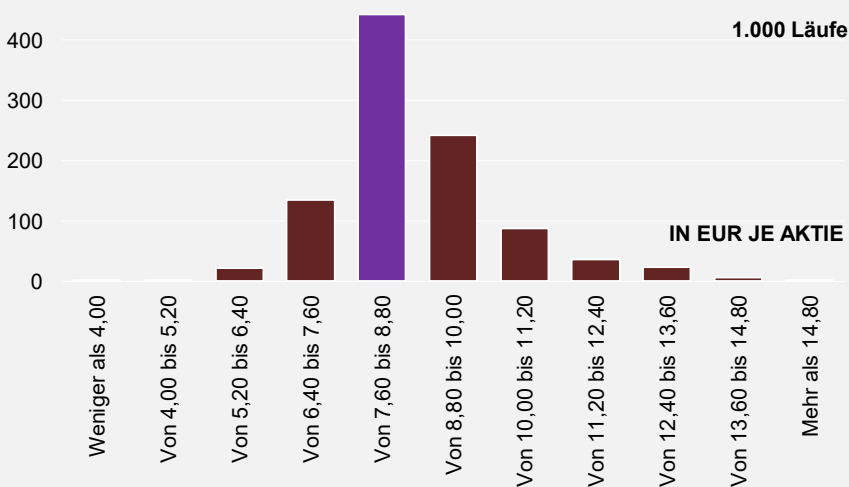
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	7,2%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	25,4
in % des Enterprise Value	%	15,8%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	91,3
in % des Enterprise Value	%	56,8%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	43,9
in % des Enterprise Value	%	27,3%
Enterprise Value	EUR Mio.	160,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-56,3
Liquidität	EUR Mio.	54,9
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	159,2
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	8,60

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 2 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

ABBILDUNG 2: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden.

Zu sehen ist ein linkssteiles-rechtsschiefes Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 7,60 und EUR 8,80 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Aus der obigen Monte-Carlo-Simulation wird ersichtlich, dass Equity Values von unter EUR 68,5 Mio. bzw. über EUR 288,8 Mio. bzw. von unter EUR 3,70 und über EUR 15,60 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 8,60 je Aktie wären die Aktien von Adler Modemärkte mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ADLER MODEMÄRKTE-AKTIE							
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	95,8x	14,9x	4,2x	242,3x	37,7x	10,7x
EV/Umsatz	x	0,13x	0,13x	0,12x	0,33x	0,32x	0,31x
EV/EBITDA	x	21,0x	7,7x	2,6x	51,6x	19,5x	6,8x
KBV	x	0,6x	0,6x	0,6x	1,6x	1,6x	1,4x
Dividendenrendite	%	2,9%	5,9%	7,4%	1,2%	2,3%	2,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bestätigung unseres Buy-Ratings

Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 3,40 entspricht der von uns ermittelte Wert des Eigenkapitals einer auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerung von 152,9%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien von Adler Modemärkte.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

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 der von uns erwarteten deutlichen Ertragsverbesserung in diesem und den kommenden Jahren; **(3)** in Meldungen über die Umplatzierung des Steilmann-Aktienpakets, **(5)** in dem am 9. Mai am Firmensitz stattfindenden Capital Markets Day.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

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

Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

- Ⓢ Das Geschäftsmodell ist auf Kunden im Alter von über 55 Jahren sowie auf Käufer-schichten mit leicht unterdurchschnittlichen Einkommen ausgerichtet; insofern be-stehen Abhängigkeiten 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 Liquiditätsbelastungen aus Rabattansprüchen.

Ⓢ Abhängigkeiten von **Schlüsselpersonen** im Vorstand.

Performance der Aktie im Peergroup-Vergleich

Seit Anfang 2018 hat sich die Aktie von Adler Modemärkte (-43,3%) im Durchschnitt der europäischen Peergroup textiler Einzelhandelsunternehmen entwickelt (vgl. nachstehende Tabelle 5):

TABELLE 5: PERFORMANCE DER TEXTIL-PEERGROUP

		Kurs 31.12.2018	Kurs aktuell	Performance (%)
H&M	SEK	139,34	142,52	2,3%
Ludwig Beck	EUR	29,80	28,00	-6,0%
Marks & Spencer	GBP	3,01	2,75	-8,6%
Hugo Boss	EUR	72,96	62,72	-14,0%
Inditex	EUR	29,63	25,23	-14,8%
Adler Modemärkte	EUR	5,96	3,38	-43,3%
Ahlers	EUR	5,90	3,00	-49,2%
Asos	GBP	74,34	29,81	-59,9%
Tom Tailor	EUR	10,98	2,44	-77,8%
Gerry Weber	EUR	9,25	0,36	-96,1%
Median/Mittelwert				-43,3%/-41,0%

QUELLE: ONVISTA, BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL

Mit Umsätzen von EUR 507,1 Mio. und 3.780 Mitarbeitern zählt die Adler Modemärkte AG mit Sitz in Haibach bei Aschaffenburg zu den größten Textileinzelhändlern Deutschlands. Das Unternehmen betreibt derzeit 178 Modemärkte, davon 150 in Deutschland, 23 in Österreich, drei in Luxemburg, zwei in der Schweiz sowie einen Online-Shop. Adler Modemärkte konzentriert sich auf Großflächenkonzepte mit einer Verkaufsfläche von mehr 1.400 Quadratmetern.

Unternehmensprofil

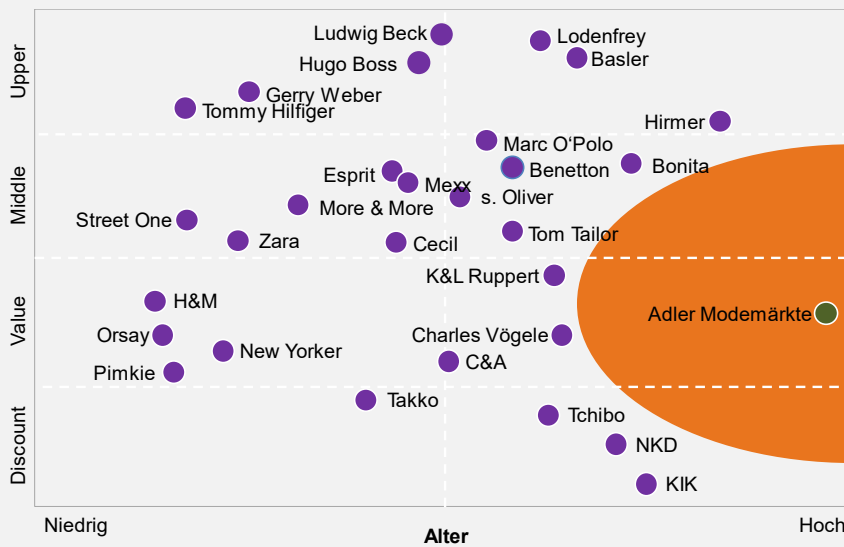
Mit 178 Modemärkten zum 31.12.2018 (davon 150 in Deutschland, 23 in Österreich, drei in Luxemburg und zwei in der Schweiz) sowie einen Online-Shop zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über-45-Jährigen im deutschsprachigen Raum. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnete 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. Ebenfalls zunehmen wird Angabe gemäß der Anteil der mit Eigenmarken erwirtschafteten Erlöse, die im vergangenen Jahr für 80,0% der Konzernerlöse verantwortlich waren (Zielvorga-

be 2020e: 85%).

Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die im vergangenen Jahr von rund 3,2 Mio. Kunden genutzt wurde und damit zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

ABBILDUNG 3: POSITIONIERUNG IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL



Hinsichtlich der Altersstruktur der Kunden hält Adler Modemärkte eine echte Nischenstellung im deutschen textilen 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: SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoumsatz	EUR Mio.	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3
YoY	%	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-239,6	-205,3	-210,4	-231,0	-238,2	-234,9	-243,2
in % der Nettoerlöse	%	-50,5%	-50,6%	-47,3%	-48,5%	-47,1%	-44,4%	-45,4%
Rohhertrag	EUR Mio.	235,0	200,6	234,4	245,6	267,9	293,7	292,0
in % der Nettoerlöse	%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%	52,9%	55,6%	54,6%
YoY	%	6,8%	-14,7%	16,9%	4,8%	9,1%	9,6%	-0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	23,4	17,7	8,2	10,3	7,8	7,7	9,8
in % der Nettoerlöse	%	4,9%	4,4%	1,8%	2,2%	1,5%	1,4%	1,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-128,2	-80,6	-75,0	-77,9	-85,4	-92,0	-95,2
in % der Nettoerlöse	%	-27,0%	-19,8%	-16,9%	-16,3%	-16,9%	-17,4%	-17,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-28,2	-17,8	-13,6	-14,8	-15,0	-14,0	-15,4
in % der Nettoerlöse	%	-5,9%	-4,4%	-3,0%	-3,1%	-3,0%	-2,6%	-2,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-157,4	-125,3	-129,8	-146,9	-154,8	-166,5	-165,1
in % der Nettoerlöse	%	-33,2%	-30,9%	-29,2%	-30,8%	-30,6%	-31,5%	-30,8%
EBITDA	EUR Mio.	-27,2	12,5	37,8	31,2	35,5	42,9	41,5
in % der Nettoerlöse	%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%	7,0%	8,1%	7,8%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	-55,4	-5,4	24,3	16,4	20,5	28,9	26,2
in % der Nettoerlöse	%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%	4,0%	5,5%	4,9%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-6,2	-3,1	-0,6	-3,5	-4,3	-4,3	-5,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-61,6	-8,5	23,7	12,9	16,2	24,6	21,2
in % der Nettoerlöse	%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%	3,2%	4,7%	4,0%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	2,4	-0,1	4,8	-4,4	-6,1	-6,0	-7,1
in % des EBT	%	-3,8%	1,8%	20,2%	-34,0%	-37,6%	-24,5%	-33,3%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	-59,2	-8,6	28,5	8,5	10,1	18,6	14,1
in % der Nettoerlöse	%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%	2,0%	3,5%	2,6%
YoY	%	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%	18,5%	84,4%	-23,8%
Anzahl Aktien	Mio.	15,9	15,9	15,9	18,5	18,5	17,6	18,5
EPS	EUR	-3,74	-0,54	1,80	0,46	0,54	1,05	0,77
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nettoumsatz	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	498,8	496,2	501,8
YoY	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-261,2	-256,5	-244,1	-229,8	-223,1	-219,8	-220,0
in % der Nettoerlöse	%	-46,1%	-47,1%	-46,4%	-45,3%	-44,7%	-44,3%	-43,8%
Rohhertrag	EUR Mio.	304,9	288,1	281,8	277,3	275,6	276,4	281,8
in % der Nettoerlöse	%	53,9%	52,9%	53,6%	54,7%	55,3%	55,7%	56,2%
YoY	%	4,4%	-5,5%	-2,2%	-1,6%	-0,6%	0,3%	1,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	8,9	8,7	18,8	6,1	6,1	6,1	6,0
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	1,6%	3,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-102,5	-102,3	-96,8	-97,5	-102,5	-100,7	-90,8
in % der Nettoerlöse	%	-18,1%	-18,8%	-18,4%	-19,2%	-20,5%	-20,3%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-16,3	-16,7	-16,5	-17,4	-17,3	-17,2	-17,1
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-3,4%	-3,5%	-3,5%	-3,4%
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.	-178,0	-171,2	-171,7	-165,2	-158,8	-156,5	-156,6
in % der Nettoerlöse	%	-31,4%	-31,4%	-32,7%	-32,6%	-31,8%	-31,5%	-31,2%
EBITDA	EUR Mio.	33,3	23,3	32,0	20,7	20,4	25,4	40,4
in % der Nettoerlöse	%	5,9%	4,3%	6,1%	4,1%	4,1%	5,1%	8,0%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	17,0	6,6	15,6	3,3	3,2	8,2	23,3
in % der Nettoerlöse	%	3,0%	1,2%	3,0%	0,7%	0,6%	1,6%	4,6%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-2,2	-2,2	-2,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	12,1	1,7	10,7	-1,6	0,9	6,0	21,1
in % der Nettoerlöse	%	2,1%	0,3%	2,0%	-0,3%	0,2%	1,2%	4,2%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	-4,2	-1,3	-6,8	-1,0	-0,3	-1,8	-6,2
in % des EBT	%	-34,8%	-76,0%	-63,9%	60,9%	-29,5%	-29,5%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	7,9	0,4	3,9	-2,6	0,7	4,2	14,9
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	0,1%	0,7%	-0,5%	0,1%	0,9%	3,0%
YoY	%	-44,1%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	542,2%	252,4%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,43	0,02	0,21	-0,14	0,04	0,23	0,80
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Erlösentwicklung nach Segmenten, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz (netto)	EUR Mio.	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3
Deutschland	EUR Mio.	394,8	332,0	356,2	382,1	410,1	432,1	439,9
Österreich	EUR Mio.	65,9	60,9	74,6	79,1	80,1	78,6	76,3
Luxemburg	EUR Mio.	13,9	13,0	14,0	15,3	15,5	16,3	17,3
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,8
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	83,2%	81,8%	80,1%	80,2%	81,0%	81,7%	82,2%
Österreich	%	13,9%	15,0%	16,8%	16,6%	15,8%	14,9%	14,3%
Luxemburg	%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,3%
YoY	%	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%
Deutschland	%	-16,6%	-15,9%	7,3%	7,3%	7,3%	5,4%	1,8%
Österreich	%	n/a	-7,6%	22,5%	6,1%	1,2%	-1,9%	-2,9%
Luxemburg	%	n/a	-6,8%	8,1%	9,5%	1,0%	4,9%	6,6%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	312,5%	6,1%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	563,0	486,6	534,7	564,5	506,1	528,6	535,3
Damen	EUR Mio.	290,9	246,4	260,8	279,8	242,9	253,7	256,9
Herren	EUR Mio.	166,8	146,3	150,0	154,0	136,6	142,7	144,5
Lingerie	EUR Mio.	55,5	48,8	54,1	58,8	50,6	52,9	53,5
Accessoires	EUR Mio.	49,8	45,1	69,8	71,9	75,9	79,3	80,3
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	51,7%	50,6%	48,8%	49,6%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	29,6%	30,1%	28,1%	27,3%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	9,9%	10,0%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	8,8%	9,3%	13,1%	12,7%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	n/a	-13,6%	9,9%	5,6%	-10,3%	4,5%	1,3%
Damen	%	n/a	-15,3%	5,8%	7,3%	-13,2%	4,5%	1,3%
Herren	%	n/a	-12,3%	2,5%	2,7%	-11,3%	4,5%	1,3%
Lingerie	%	n/a	-12,0%	10,8%	8,7%	-14,0%	4,5%	1,3%
Accessoires	%	n/a	-9,6%	54,9%	3,0%	5,7%	4,5%	1,3%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3
Eigenmarken	EUR Mio.	459,6	389,2	421,6	429,4	455,5	471,0	457,1
Fremdmarken	EUR Mio.	15,0	16,6	23,2	47,2	50,6	57,6	78,1
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	96,8%	95,9%	94,8%	90,1%	90,0%	89,1%	85,4%
Fremdmarken	%	3,2%	4,1%	5,2%	9,9%	10,0%	10,9%	14,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Erlösentwicklung nach Segmenten, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	498,8	496,2	501,8
Deutschland	EUR Mio.	474,2	453,7	435,4	417,7	411,0	406,9	411,0
Österreich	EUR Mio.	73,0	71,2	68,9	68,2	66,0	67,0	68,0
Luxemburg	EUR Mio.	16,7	16,7	18,2	17,8	18,2	18,7	19,1
Schweiz	EUR Mio.	2,1	3,0	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	83,8%	83,3%	82,8%	82,4%	82,4%	82,0%	81,9%
Österreich	%	12,9%	13,1%	13,1%	13,5%	13,2%	13,5%	13,5%
Luxemburg	%	3,0%	3,1%	3,5%	3,5%	3,6%	3,8%	3,8%
Schweiz	%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%
YoY	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Deutschland	%	7,8%	-4,3%	-4,0%	-4,1%	-1,6%	-1,0%	1,0%
Österreich	%	-4,3%	-2,5%	-3,2%	-1,0%	-3,2%	1,5%	1,4%
Luxemburg	%	-3,7%	0,0%	9,2%	-2,6%	2,5%	2,5%	2,4%
Schweiz	%	19,1%	43,0%	7,3%	7,7%	2,5%	2,5%	4,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	498,8	496,2	501,8
Damen	EUR Mio.	271,7	261,4	252,4	243,4	239,4	238,2	240,9
Herren	EUR Mio.	152,8	147,0	142,0	136,9	134,7	134,0	135,5
Lingerie	EUR Mio.	56,6	54,5	52,6	50,7	49,9	49,6	50,2
Accessoires	EUR Mio.	84,9	81,7	78,9	76,1	74,8	74,4	75,3
Anteil	%	100,0%	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%	48,0%
Herren	%	27,0%	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%	10,0%
Accessoires	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Damen	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Herren	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Lingerie	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Accessoires	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	498,8	496,2	501,8
Eigenmarken	EUR Mio.	396,2	354,0	315,5	334,7	362,1	396,3	404,7
Fremdmarken	EUR Mio.	169,8	190,6	210,3	172,4	136,7	99,9	97,1
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	70,0%	65,0%	60,0%	66,0%	72,6%	79,9%	80,7%
Fremdmarken	%	30,0%	35,0%	40,0%	34,0%	27,4%	20,1%	19,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erlösentwicklung nach Segmenten II, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Anzahl Modemärkte		121	123	135	162	169	171	170
YoY		-2,4%	1,7%	9,8%	20,0%	4,3%	1,2%	-0,6%
davon Deutschland		103	104	107	132	139	143	145
davon Österreich		16	17	26	28	27	25	22
davon Luxembourg		2	2	2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	0	0	1	1	1
Nettoveränderung		-3	2	12	27	7	2	-1
davon Organisches Wachstum		6	3	8	13	11	6	4
davon Akquisitionen		0	0	7	18	5	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-9	-1	-3	-4	-9	-4	-5
Durchschnittliche Anzahl an Stores		123	122	129	149	166	170	171
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,9	3,3	3,3	2,9	3,0	3,1	3,1
YoY	%	2,8%	-15,9%	-0,1%	-10,7%	1,8%	3,2%	1,9%
Verkaufsfläche	1.000 qm	n/a	200,0	213,0	257,6	269,1	272,4	270,8
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	n/a	1.626	1.578	1.590	1.592	1.593	1.593
Nettoumsatz je qm	EUR	n/a	2.029	2.088	1.850	1.881	1.941	1.977
Rohertrag je qm	EUR	n/a	1.003	1.101	954	995	1.078	1.079
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	n/a	n/a	1,0%	-2,5%	3,6%	3,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Erlösentwicklung nach Segmenten II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Anzahl Modemärkte		178	183	182	178	175	173	175
YoY		4,7%	2,8%	-0,5%	-2,2%	-1,7%	-1,1%	1,2%
davon Deutschland		154	156	155	150	148	146	148
davon Österreich		21	22	22	23	22	22	22
davon Luxembourg		2	3	3	3	3	3	3
davon Schweiz		1	2	2	2	2	2	2
Nettoveränderung		8	5	-1	-2	-3	-2	2
davon Organisches Wachstum		2	5	2	1	6	6	2
davon Akquisitionen		9	0	0	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-3	0	-3	-3	-9	-8	0
Durchschnittliche Anzahl an Stores		174	181	183	180	177	174	174
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,2	3,0	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9
YoY	%	1,0%	-6,4%	-2,9%	-1,4%	0,0%	0,6%	0,0%
Verkaufsfläche	1.000 qm	284,0	292,2	290,6	287,3	282,3	279,0	282,3
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	1.595	1.597	1.596	1.614	1.613	1.613	1.613
Nettoumsatz je qm	EUR	1.993	1.864	1.810	1.765	1.767	1.778	1.777
Rohertrag je qm	EUR	1.074	986	970	965	976	991	998
LFL-Umsätze (YoY)	%	-0,3%	-4,6%	-4,5%	-3,5%	-3,6%	-4,7%	2,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,1	2,6	3,0	3,5	5,9	6,2	6,8
Sachanlagen	EUR Mio.	80,7	63,8	52,2	50,7	64,7	72,2	72,5
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	3,4	3,4	3,4	2,0	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	2,1	2,2	8,3	7,9	7,8	8,6	11,8
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	1,0	0,7	0,6	0,9	0,5	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	88,9	72,6	67,5	66,4	80,9	89,1	93,1
Vorräte	EUR Mio.	62,5	53,6	56,7	73,5	78,2	77,5	75,6
DIO	d	47	48	46	56	56	53	51
Lagerumschlag	x	9,0	9,1	9,4	7,7	1,7	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	3,7	0,6	1,3	1,2	0,1	0,1	0,2
DSO	0	3	1	1	1	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	9,6	41,1	3,9	6,0	8,9	7,0	5,5
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	25,2	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5	69,7
in % der Bilanzsumme	%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%	20,0%	23,9%	28,5%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	101,0	132,3	95,2	121,0	129,5	139,1	150,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Summa Aktiva	EUR Mio.	189,9	205,0	162,7	187,4	210,5	228,4	244,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,7	6,5	5,6	4,8	4,3	3,9	3,5
Sachanlagen	EUR Mio.	81,6	78,1	75,0	69,0	68,0	67,0	66,0
Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Latente Steuern	EUR Mio.	10,5	10,0	7,4	9,0	9,1	9,2	9,2
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	99,7	95,5	88,6	83,4	82,1	80,7	79,5
Vorräte	EUR Mio.	81,3	75,4	73,7	78,7	77,1	78,7	80,2
DIO	d	52	50	50	56	56	57	58
Lagerumschlag	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	1,9	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
DSO	0	1	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	8,2	8,0	14,6	9,7	10,2	10,0	9,8
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	52,1	42,8	63,3	54,9	55,3	64,6	74,0
in % der Bilanzsumme	%	21,4%	19,2%	26,3%	24,2%	24,6%	27,6%	30,4%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	143,5	126,8	152,2	143,4	142,6	153,3	164,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	243,4	222,6	241,1	226,8	224,7	234,0	243,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	15,9	15,9	15,9	18,5	17,6	17,6	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	85,1	138,2	101,0	123,5	119,4	119,4	127,4
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-2,7
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-75,4	-84,7	-75,7	-67,2	-57,1	-43,4	-37,6
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	25,5	69,3	41,2	74,8	79,9	92,0	105,6
Eigenkapitalquote	%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,0	4,8	4,4	4,1	3,8	3,5	3,2
Rückstellungen	EUR Mio.	1,1	0,9	1,0	1,1	1,2	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,3	0,6	0,3	0,1	0,1	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,7	1,3	2,5	4,0
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	54,2	45,2	36,3	27,7	41,1	48,6	47,7
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	3,5	3,3	4,6	4,3	4,1	5,9	7,1
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	63,9	54,5	47,2	38,2	51,8	62,1	63,5
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	13,6	14,2	15,0	15,8	10,3	10,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	34,7	33,1	27,8	30,6	33,8	34,2	31,7
in % der Erlöse	%	7,3%	8,2%	6,3%	6,4%	6,7%	6,5%	5,9%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	16,4	4,7	2,8	2,4	2,5	3,6	4,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	23,9	19,6	19,5	16,9	17,5	19,5	20,4
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	1,1	1,2	0,3	0,0	1,5	1,3	2,4
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	8,6	9,0	9,8	9,4	7,6	5,4	6,3
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	100,5	81,2	74,4	74,4	78,8	74,3	75,1
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	189,9	205,0	162,7	187,4	210,5	228,4	244,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	18,5	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	127,4
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	-2,2	-2,3	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-38,9	-47,7	-43,9	-47,4	-46,7	-44,4	-33,2
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	104,9	95,8	99,9	96,3	97,0	99,3	110,5
Eigenkapitalquote	%	43,1%	43,1%	41,4%	42,5%	43,2%	42,4%	45,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,9	2,6	2,3	1,9	2,0	2,1	2,3
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,7	4,7	5,4	4,9	5,3	5,9	6,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	49,5	46,3	50,2	47,3	42,6	46,8	51,5
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	5,9	5,8	5,5	5,2	5,7	6,3	6,9
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	64,6	60,7	64,7	60,8	57,3	63,0	69,2
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	11,7	10,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	32,0	25,3	27,6	25,1	24,8	24,6	24,3
in % der Erlöse	%	5,7%	4,6%	5,3%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	3,4	4,5	4,4	5,6	7,1	9,0	11,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	19,8	19,5	24,3	21,9	19,9	18,0	16,3
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	10,4	9,8	9,9	10,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	0,2	0,1	3,8	0,3	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	6,8	5,8	5,7	6,7	7,9	9,3	11,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	74,0	66,0	76,4	69,7	70,4	71,7	63,9
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	243,4	222,6	241,1	226,8	224,7	234,0	243,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,7%	1,2%	1,8%	1,9%	2,8%	2,7%	2,8%
Sachanlagen	%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%	30,8%	31,6%	29,7%
Grundstücke	%	0,0%	1,6%	2,1%	1,8%	1,0%	0,7%	0,6%
Latente Steuern	%	1,1%	1,1%	5,1%	4,2%	3,7%	3,8%	4,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige Vermögenswerte	%	46,8%	35,4%	41,5%	35,4%	38,5%	39,0%	38,1%
Vorräte	%	32,9%	26,2%	34,9%	39,2%	37,1%	33,9%	30,9%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	1,9%	0,3%	0,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,1%
Übrige Forderungen	%	5,1%	20,1%	2,4%	3,2%	4,2%	3,1%	2,3%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	13,3%	18,0%	20,3%	21,4%	20,0%	23,9%	28,5%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	53,2%	64,6%	58,5%	64,6%	61,5%	60,9%	61,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,9%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%
Sachanlagen	%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	30,3%	28,6%	27,1%
Grundstücke	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Latente Steuern	%	4,3%	4,5%	3,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	40,9%	42,9%	36,8%	36,8%	36,5%	34,5%	32,6%
Vorräte	%	33,4%	33,9%	30,6%	34,7%	34,3%	33,6%	32,9%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,8%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Übrige Forderungen	%	3,4%	3,6%	6,0%	4,3%	4,6%	4,3%	4,0%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	21,4%	19,2%	26,3%	24,2%	24,6%	27,6%	30,4%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	58,9%	57,0%	63,1%	63,2%	63,5%	65,5%	67,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	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%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	7,7%	9,7%	9,9%	8,4%	7,7%	7,6%
Kapitalrücklage	%	44,8%	67,4%	62,1%	65,9%	56,7%	52,3%	52,2%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,7%	-1,1%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-39,7%	-41,3%	-46,5%	-35,9%	-27,1%	-19,0%	-15,4%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	2,6%	2,3%	2,7%	2,2%	1,8%	1,5%	1,3%
Rückstellungen	%	0,6%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	0,0%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	1,1%	1,6%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	28,5%	22,0%	22,3%	14,8%	19,5%	21,3%	19,5%
Rückstellungen für Pensionen	%	1,9%	1,6%	2,8%	2,3%	2,0%	2,6%	2,9%
Summe Langfristige Schulden	%	33,6%	26,6%	29,0%	20,4%	24,6%	27,2%	26,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	8,3%	6,6%	8,7%	8,0%	7,5%	4,5%	4,2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	18,3%	16,2%	17,1%	16,3%	16,0%	14,9%	13,0%
Sonstige Rückstellungen	%	8,6%	2,3%	1,7%	1,3%	1,2%	1,6%	1,7%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	12,6%	9,5%	12,0%	9,0%	8,3%	8,5%	8,3%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	0,6%	0,6%	0,2%	0,0%	0,7%	0,6%	1,0%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	4,5%	4,4%	6,0%	5,0%	3,6%	2,4%	2,6%
Summe kurzfristige Schulden	%	52,9%	39,6%	45,7%	39,7%	37,4%	32,5%	30,7%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	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%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	8,3%	7,7%	8,2%	8,2%	7,9%	7,6%
Kapitalrücklage	%	52,3%	57,2%	52,8%	56,2%	56,7%	54,4%	52,3%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-16,0%	-21,5%	-18,2%	-20,9%	-20,8%	-19,0%	-13,6%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	43,1%	43,1%	41,4%	42,5%	43,2%	42,4%	45,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,2%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%
Latente Steuern	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,9%	2,1%	2,2%	2,1%	2,4%	2,5%	2,7%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	20,3%	20,8%	20,8%	20,9%	19,0%	20,0%	21,2%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,4%	2,6%	2,3%	2,3%	2,5%	2,7%	2,8%
Summe Langfristige Schulden	%	26,5%	27,3%	26,8%	26,8%	25,5%	26,9%	28,4%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,8%	4,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	13,2%	11,3%	11,4%	11,1%	11,1%	10,5%	10,0%
Sonstige Rückstellungen	%	1,4%	2,0%	1,8%	2,5%	3,2%	3,9%	4,7%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,1%	8,8%	10,1%	9,7%	8,8%	7,7%	6,7%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	4,3%	4,3%	4,4%	4,3%	0,0%
Steuerschulden	%	0,1%	0,0%	1,6%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,8%	2,6%	2,4%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Summe kurzfristige Schulden	%	30,4%	29,7%	31,7%	30,7%	31,3%	30,6%	26,2%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	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%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	-61,6	-7,1	22,6	12,9	16,2	24,6	21,2
Abschreibungen	EUR Mio.	28,2	17,8	13,6	14,8	15,0	14,0	15,4
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	2,0	1,2
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	14,2	10,3	11,3	0,5	-0,5	0,0
Cashflow	EUR Mio.	-33,7	24,7	46,3	38,7	31,5	40,1	37,8
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	19,0	-19,5	1,3	-18,7	-6,4	2,5	3,4
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-9,6	5,2	-0,2	-9,5	2,7	0,4	-2,5
Δ Sonstige Bilanzpositionen	EUR Mio.	-19,7	-7,1	-22,3	-2,8	1,8	1,8	2,9
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	6,2	3,1	0,6	3,5	4,3	4,3	5,0
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	-7,1	0,3	0,5	0,1	1,2	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,8	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-0,5	-0,1	-0,5	-5,0	-4,3	-7,1	-9,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	22,7	0,4	0,2	2,6	0,0	-1,1	-0,9
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-22,6	7,2	25,8	8,8	30,7	40,9	36,4
YoY	%	320,9%	-131,8%	258,7%	-65,8%	247,4%	33,4%	-11,1%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,7	0,9	0,6	0,0	1,5	1,9	0,2
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,8	-3,8	-4,4	-12,5	-11,5	-11,1	-11,7
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	15,2	-35,0	-12,9	-0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	4,0	-37,8	-16,8	-13,2	-9,7	-9,2	-11,4
YoY	%	n/a	n/a	-55,7%	-21,2%	-26,5%	-5,7%	24,6%
Free Cashflow	EUR Mio.	-18,6	-30,7	9,0	-4,4	21,0	31,8	24,9
YoY	%	245,9%	64,7%	-129,5%	-148,5%	-578,4%	51,6%	-21,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	51,6	53,1	-37,2	25,2	0,0	0,0	8,9
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,4	-7,9
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	15,8	-2,5	0,2	0,5	0,6	-5,8	-0,5
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	62,8	-8,6	-8,1	-8,9	-13,6	5,3	0,0
Δ Kundenkarteverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-152,0	0,4	32,0	-5,6	-0,8	-11,4	-10,3
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	18,2	42,4	-13,1	11,4	-18,9	-19,4	-9,8
YoY	%	264,2%	133,0%	n/a	n/a	n/a	2,5%	-49,3%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-0,4	11,8	-4,0	7,1	2,1	12,4	15,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	25,6	25,2	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	25,2	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5	69,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	12,1	1,7	10,7	-1,6	0,9	6,0	21,1
Abschreibungen	EUR Mio.	16,3	16,7	16,5	17,4	17,3	17,2	17,1
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-1,2	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,7	0,8
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	1,4	2,2	-8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	28,5	20,3	18,0	15,5	18,9	23,9	39,0
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-10,1	7,4	-4,8	0,4	1,1	-1,3	-1,4
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	0,3	-6,8	2,3	-2,5	-0,3	-0,2	-0,2
Δ Sonstige Bilanzpositionen	EUR Mio.	-0,5	0,7	5,5	-1,6	-0,1	0,6	1,3
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,9	4,9	4,9	4,9	2,2	2,2	2,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-5,0	-1,1	-0,5	-6,1	-0,1	-1,8	-6,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,4	-3,3	-4,2	-0,9	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	19,5	22,2	21,2	9,9	21,7	23,2	34,6
YoY	%	-46,3%	13,7%	-4,7%	-53,2%	119,6%	7,0%	48,8%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-13,3	-11,0	-12,4	-10,6	-15,8	-15,8	-15,7
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	-3,5	0,0	0,0	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	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	27,2	4,7	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-16,6	-10,8	14,8	-5,9	-15,8	-15,8	-15,7
YoY	%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	166,1%	-0,3%	-0,3%
Free Cashflow	EUR Mio.	2,9	11,4	35,9	3,9	5,9	7,5	18,9
YoY	%	-88,5%	295,7%	216,4%	-89,0%	49,5%	26,5%	152,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	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	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-9,2	-9,3	0,0	-0,9	0,0	-1,9	-3,7
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	-1,1	-10,9	-0,3	0,1	0,1	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-7,6	-4,1	3,8	-1,9	-3,5	5,7	6,3
Δ Kundenkarteverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	10,4	-0,6	0,1	0,1	-10,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-4,9	-6,2	-18,6	-8,6	-2,2	-2,2	-2,2
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-20,5	-20,7	-15,4	-12,4	-5,6	1,8	-9,4
YoY	%	108,3%	1,0%	-25,6%	-19,6%	-55,0%	n/a	n/a
Δ Liquidität	EUR Mio.	-17,6	-9,3	20,6	-8,4	0,3	9,3	9,5
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	54,9	55,3	64,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	52,1	42,8	63,3	54,9	55,3	64,6	74,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Key Data								
Nettoumsatz	EUR Mio.	474,6	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3
Rohhertrag	EUR Mio.	235,0	200,6	234,4	245,6	267,9	293,7	292,0
EBITDA	EUR Mio.	-27,2	12,5	37,8	31,2	35,5	42,9	41,5
EBIT	EUR Mio.	-55,4	-5,4	24,3	16,4	20,5	28,9	26,2
EBT	EUR Mio.	-61,6	-8,5	23,7	12,9	16,2	24,6	21,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	-59,2	-8,6	28,5	8,5	10,1	18,6	14,1
Anzahl Mitarbeiter		6.491	4.702	4.174	4.480	4.390	4.294	4.213
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	10,20	6,60	9,93	13,91
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	3,90	4,01	4,84	9,09
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	8,25	5,27	7,57	11,57
EPS	EUR	-3,74	-0,54	1,80	0,46	0,54	1,05	0,77
CFPS	EUR	-2,10	0,68	2,28	1,50	1,68	2,19	1,98
BVPS	EUR	1,61	4,37	2,60	4,04	4,32	5,22	5,72
NAV	EUR	1,61	4,37	2,60	4,04	4,32	5,22	5,72
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	0,45	0,50
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	49,5%	49,4%	52,7%	51,5%	52,9%	55,6%	54,6%
EBITDA-Marge	%	-5,7%	3,1%	8,5%	6,5%	7,0%	8,1%	7,8%
EBIT-Marge	%	-11,7%	-1,3%	5,5%	3,4%	4,0%	5,5%	4,9%
EBT-Marge	%	-13,0%	-2,1%	5,3%	2,7%	3,2%	4,7%	4,0%
Netto-Marge	%	-12,5%	-2,1%	6,4%	1,8%	2,0%	3,5%	2,6%
FCF-Marge	%	-3,9%	-7,6%	2,0%	-0,9%	4,1%	6,0%	4,7%
ROE	%	-158,3%	-18,2%	51,6%	14,7%	13,0%	21,6%	14,3%
ROCE	%	-15,8%	9,7%	30,1%	21,6%	21,0%	23,9%	22,9%
CE/Umsatz	%	24,7%	21,5%	19,2%	20,6%	22,7%	23,1%	23,0%
NWC/Umsatz	%	6,6%	5,2%	6,8%	9,2%	8,8%	8,2%	8,2%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	73,1	86,3	106,6	106,4	115,3	123,1	127,1
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-8,5	-1,1	5,8	3,7	4,7	6,7	6,2
DSO	d	3	1	1	1	0	0	0
Inventory days	d	47	48	46	56	56	53	51
Capex/Umsatz	%	2,5%	0,9%	1,0%	2,6%	2,3%	2,1%	2,2%
Wachstumsraten								
Nettoumsatz	%	0,3%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%
EBITDA	%	n/a	n/a	203,4%	-17,6%	13,8%	20,8%	-3,1%
EBIT	%	n/a	-90,3%	n/a	-32,5%	25,0%	41,1%	-9,4%
EBT	%	n/a	-86,2%	n/a	-45,6%	25,4%	52,3%	-13,8%
Nettoergebnis	%	n/a	-85,4%	n/a	-70,1%	18,5%	84,4%	-23,8%
EPS	%	n/a	-85,4%	n/a	-74,4%	18,5%	93,7%	-27,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Nettoumsatz	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	498,8	496,2	501,8
Rohertrag	EUR Mio.	304,9	288,1	281,8	277,3	275,6	276,4	281,8
EBITDA	EUR Mio.	33,3	23,3	32,0	20,7	20,4	25,4	40,4
EBIT	EUR Mio.	17,0	6,6	15,6	3,3	3,2	8,2	23,3
EBT	EUR Mio.	12,1	1,7	10,7	-1,6	0,9	6,0	21,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	7,9	0,4	3,9	-2,6	0,7	4,2	14,9
Anzahl Mitarbeiter		4.203	4.082	3.746	3.780	3.716	3.674	3.716
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	13,84	9,85	6,32	6,74	3,70		
Kurs Tief	EUR	9,41	4,62	4,65	2,93	3,18		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,36	7,20	5,56	3,18	3,40	3,40	3,40
EPS	EUR	0,43	0,02	0,21	-0,14	0,04	0,23	0,80
CFPS	EUR	1,54	0,99	1,47	0,85	0,98	1,25	2,06
BVPS	EUR	5,66	5,18	5,40	5,20	5,24	5,37	5,97
NAV	EUR	5,66	5,18	5,40	5,20	5,24	5,37	5,97
Dividende	EUR	0,50	0,00	0,05	0,00	0,10	0,20	0,25
Kursziel	EUR							8,60
Performance bis Kursziel	%							152,9%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	53,9%	52,9%	53,6%	54,7%	55,3%	55,7%	56,2%
EBITDA-Marge	%	5,9%	4,3%	6,1%	4,1%	4,1%	5,1%	8,0%
EBIT-Marge	%	3,0%	1,2%	3,0%	0,7%	0,6%	1,6%	4,6%
EBT-Marge	%	2,1%	0,3%	2,0%	-0,3%	0,2%	1,2%	4,2%
Netto-Marge	%	1,4%	0,1%	0,7%	-0,5%	0,1%	0,9%	3,0%
FCF-Marge	%	0,5%	2,1%	6,8%	0,8%	1,2%	1,5%	3,8%
ROE	%	7,5%	0,4%	3,9%	-2,6%	0,7%	4,3%	14,2%
ROCE	%	16,2%	11,7%	17,1%	11,1%	11,1%	13,8%	21,9%
CE/Umsatz	%	24,6%	24,9%	24,2%	25,1%	25,0%	25,2%	25,0%
NWC/Umsatz	%	9,0%	9,3%	8,9%	10,6%	10,5%	10,9%	11,1%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	134,7	133,4	140,4	134,2	134,2	135,1	135,0
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	4,0	1,6	4,2	0,9	0,8	2,2	6,3
DSO	d	1	0	0	0	0	0	0
Inventory days	d	52	50	50	56	56	57	58
Capex/Umsatz	%	2,3%	2,0%	2,4%	2,1%	3,2%	3,2%	3,1%
Wachstumsraten								
Nettoumsatz	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,6%	-0,5%	1,1%
EBITDA	%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-35,3%	-1,4%	24,2%	59,1%
EBIT	%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-78,5%	-5,8%	159,5%	184,5%
EBT	%	-42,8%	-85,9%	525,1%	n/a	n/a	542,2%	252,4%
Nettoergebnis	%	-44,1%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	542,2%	252,4%
EPS	%	-44,2%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	542,2%	252,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	88,9	72,6	67,5	66,4	80,9	89,1	93,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	101,0	132,3	95,2	121,0	129,5	139,1	150,9
Eigenkapital	EUR Mio.	25,5	69,3	41,2	74,8	79,9	92,0	105,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	164,4	135,7	121,5	112,6	130,5	136,4	138,6
Anlagenintensität	%	42,5%	31,1%	32,1%	27,0%	30,8%	31,6%	29,7%
EK-Quote	%	13,5%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	228,7%	51,3%	76,9%	21,6%	32,9%	14,5%	-2,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-0,4	-3,4	0,8	1,2	1,0	0,5	0,5
Working Capital	EUR Mio.	31,5	21,1	30,3	44,1	44,5	43,4	44,0
Capital Employed	EUR Mio.	117,3	87,4	85,5	98,2	115,1	121,9	123,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	18,5	18,5	17,6	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	152,7	97,5	133,4	213,8
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	188,8	122,2	175,0	257,0
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	72,2	74,2	85,3	167,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	58,4	35,6	31,7	16,2	26,3	13,3	-2,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	3,5	3,3	4,6	4,3	4,1	5,9	7,1
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	173,2	128,0	152,7	218,7
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	209,2	152,6	194,3	261,9
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	92,7	104,6	104,6	172,9
Free Float	%	n/a	n/a	n/a	58,4%	56,6%	41,3%	47,1%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	89,2	55,2	55,1	100,7
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	0,36	0,25	0,29	0,41
EV/Umsatz (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	0,44	0,30	0,37	0,49
EV/Umsatz (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	0,19	0,21	0,20	0,32
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	5,6	3,6	3,6	5,3
EV/EBITDA (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	6,7	4,3	4,5	6,3
EV/EBITDA (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	3,0	2,9	2,4	4,2
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	10,6	6,2	5,3	8,4
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	12,8	7,4	6,7	10,0
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	5,7	5,1	3,6	6,6
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	18,0	9,7	7,2	15,1
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	22,2	12,1	9,4	18,2
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	8,5	7,4	4,6	11,9
KCF (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	5,5	3,1	3,5	5,8
KCF (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	6,8	3,9	4,5	7,0
KCF (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	2,6	2,4	2,2	4,6
KBV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	2,0	1,2	1,4	2,0
KBV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	2,5	1,5	1,9	2,4
KBV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	1,0	0,9	0,9	1,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	99,7	95,5	88,6	83,4	82,1	80,7	79,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	143,5	126,8	152,2	143,4	142,6	153,3	164,1
Eigenkapital	EUR Mio.	104,9	95,8	99,9	96,3	97,0	99,3	110,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,5	126,7	141,2	130,5	127,7	134,7	133,1
Anlagenintensität	%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	30,3%	28,6%	27,1%
EK-Quote	%	43,1%	43,1%	41,4%	42,5%	43,2%	42,4%	45,4%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	17,9%	23,9%	-4,8%	1,4%	-2,5%	-6,0%	-8,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,9	2,0	0,2	0,7	0,8	0,3	0,1
Working Capital	EUR Mio.	51,1	50,7	46,7	53,6	52,3	54,1	55,9
Capital Employed	EUR Mio.	139,4	135,3	127,3	127,4	124,6	125,0	125,5
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	210,3	133,3	102,9	58,9	62,9	62,9	62,9
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	256,2	182,3	117,0	124,8	68,5		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	174,2	85,5	86,1	54,2	58,9		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	18,8	22,9	-4,8	1,4	-2,4	-5,9	-8,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	5,9	5,8	5,5	5,2	5,7	6,3	6,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	234,9	162,0	103,6	65,4	66,3	63,3	60,9
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	280,8	211,0	117,7	131,3	71,8		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	198,8	114,2	86,8	60,8	62,2		
Free Float	%	47,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	99,2	56,2	43,4	24,8	26,5	26,5	26,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,42	0,30	0,20	0,13	0,13	0,13	0,12
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,50	0,39	0,22	0,26	0,14		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,35	0,21	0,16	0,12	0,12		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	7,1	7,0	3,2	3,2	3,2	2,5	1,5
EV/EBITDA (Hoch)	x	8,4	9,1	3,7	6,3	3,5		
EV/EBITDA (Tief)	x	6,0	4,9	2,7	2,9	3,0		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	13,8	24,4	6,7	19,6	21,0	7,7	2,6
EV/EBIT (Hoch)	x	16,5	31,8	7,6	39,3	22,8		
EV/EBIT (Tief)	x	11,7	17,2	5,6	18,2	19,7		
KGV (Durchschnitt)	x	26,6	325,1	26,7	n/a	95,8	14,9	4,2
KGV (Hoch)	x	32,4	444,7	30,3	n/a			
KGV (Tief)	x	22,0	208,6	22,3	n/a			
KCF (Durchschnitt)	x	7,4	7,3	3,8	3,7	3,5	2,7	1,6
KCF (Hoch)	x	9,0	9,9	4,3	7,9	3,8		
KCF (Tief)	x	6,1	4,7	3,2	3,4	3,2		
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	1,4	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
KBV (Hoch)	x	2,4	1,9	1,2	1,3	0,7		
KBV (Tief)	x	1,7	0,9	0,9	0,6	0,6		
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TY
Umsatz	%	498,8	496,2	501,8	507,3	512,8	518,2	523,5	528,8	534,1	539,5	544,9	550,4	555,9	561,4	567,0	572,7
YoY	EUR Mio.	-1,6%	-0,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	EUR Mio.	3,2	8,2	23,3	23,5	23,8	24,0	24,3	24,5	24,8	25,0	25,3	25,5	25,8	26,0	26,3	25,8
EBIT-Marge	EUR Mio.	0,6%	1,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-1,8	-6,2	-6,8	-6,9	-7,0	-7,0	-7,1	-7,2	-7,3	-7,3	-7,4	-7,5	-7,5	-7,6	-7,5
Steuerquote (τ)	%	8,7%	21,6%	26,8%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1- τ)	EUR Mio.	2,9	6,4	17,0	16,7	16,9	17,1	17,2	17,4	17,6	17,8	17,9	18,1	18,3	18,5	18,7	18,3
Reinvestment	EUR Mio.	2,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7	-1,0	-1,5	-2,4	-3,8	-5,5	-6,8	-7,5	-7,8	-7,9	-8,0	-3,0
FCFF	EUR Mio.	5,7	6,0	16,6	16,2	16,2	16,1	15,7	15,0	13,8	12,3	11,1	10,6	10,5	10,5	10,6	15,2
WACC	%	8,2%	8,2%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	92,4%	85,4%	79,1%	73,3%	68,1%	63,4%	59,1%	55,2%	51,6%	48,4%	45,4%	42,7%	40,2%	37,9%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	5,7	5,6	14,2	12,8	11,9	10,9	10,0	8,9	7,6	6,3	5,4	4,8	4,5	4,2	4,0	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	7,2%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	25,4															
in % des Enterprise Value	%	15,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	91,3															
in % des Enterprise Value	%	56,8%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	43,9															
in % des Enterprise Value	%	27,3%															
Enterprise Value	EUR Mio.	160,6															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-56,3															
Liquidität	EUR Mio.	54,9															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	159,2															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	18,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	8,60															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen 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%.

Risikoinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoinschätzung 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 Interessenskonflikte 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 Provisions-einnahmen 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/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
15.03.2019/10:20 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,40	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
20.02.2019/15:30 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,68	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
08.11.2018/14:50 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,39	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
02.08.2018/11:55 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,96	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
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

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 Interessenskonflikte 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 15.03.2019 um 08:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 3,40.