

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Neuigkeiten vom Capital Markets Day

Auf dem gut besuchten Capital Markets Day, der in der vergangenen Woche am Firmensitz in Haibach bei Aschaffenburg stattgefunden hat, wurden die Präsentationsschwerpunkte auf die künftige strategische Ausrichtung des Unternehmens gelegt. Dabei wurden insbesondere Änderungen in der Standort-, Produkt-, Marketing-, Technologie- und Kommunikationsstrategie präsentiert. Die vom Vorstand und leitenden Angestellten dargestellte Ausrichtung ist aus unserer Sicht schlüssig und belegt, wie sich Adler Modemärkte im Wettbewerb mit klaren Alleinstellungsmerkmalen wie der Ausrichtung auf die Altersgruppe der Über-55-Jährigen oder der Nutzung der Adler-Kundenkarte positioniert und durch signifikante Kostensenkungsmaßnahmen sowie die Schließung defizitärer Modemärkte die Grundlagen dafür geschaffen hat, um in den kommenden Jahren trotz anhaltender hoher Wettbewerbsintensität die Ertragslage deutlich zu verbessern.

Der durch die Einführung von IFRS 16 ausgelöste Anstieg des Enterprise Value wird durch eine höhere Finanzverschuldung (inklusive kurz- und langfristiger Leasingverpflichtungen) egalisiert, so dass sich aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell ein nahezu unveränderter Wert des Eigenkapitals von EUR 8,60 je Aktie errechnet. Angesichts eines von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 165,4% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Q1/2019 im Überblick

In einem saisonal wenig bedeutenden Auftaktquartal, in dem die Umsätze (LFL) um -2,5% zurückgingen und sich das operative Ergebnis (EBIT) auf EUR -13,5 Mio. von EUR -18,4 Mio. (Q1/2018, adjustiert) deutlich verbesserte, waren insbesondere die Auswirkungen der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 von besonderem Interesse. Aufgrund der Verpflichtung, sämtliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aus Leasingvereinbarungen in der Bilanz zu erfassen – zumindest solange deren Restlaufzeit länger als zwölf Monate beträgt – kam es im ersten Quartal 2019 zu einer substantiellen Bilanzverlängerung, was eine deutliche Verringerung der Eigenkapitalquote auf nunmehr 11,4% (12/2018: 35,8% unbereinigt) zur Folge hat.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 3,24
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 60,0 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ~20.000 Stück				
H1/2019: 01. August 2019				
EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	507,1	484,6	476,2	473,8
EBITDA	20,7	59,2	67,5	81,3
EBIT	3,3	14,7	23,5	37,8
EBT	-1,6	-1,7	7,7	22,2
EAT	-2,6	-2,0	5,4	15,6
% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	4,1	12,2	14,2	17,2
EBIT	0,7	3,0	4,9	8,0
EBT	-0,3	-0,3	1,6	4,7
EAT	-0,5	-0,4	1,1	3,3
Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,14	-0,11	0,29	0,84
Dividende	0,00	0,10	0,20	0,25
Buchwert	5,20	5,09	5,29	5,93
Cashflow	0,85	2,31	2,80	3,55
%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	42,5%	22,2%	23,5%	26,6%
Gearing	1,4%	194,4%	184,5%	164,0%
x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	n/a	11,0	3,8
EV/Umsatz	0,13	0,51	0,52	0,52
EV/EBIT	19,6	16,9	10,4	6,5
KBV	0,6	0,6	0,6	0,5
EUR Mio.	2019e	2020e	2020e	
Guidance: Umsatz	<500	n/a	n/a	
Guidance: EBITDA (IFRS 16)	64-69	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

Q1/2019-Umsätze von Schließungen und dem schwachen Marktumfeld belastet

Im saisonal wenig bedeutenden ersten Quartal 2019 hat Adler Modemärkte **Konzernumsätze** von EUR 99,3 Mio. erwirtschaftet. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal (Q1/2018: EUR 102,7 Mio.) entspricht dies einem Rückgang um -3,3% (Like-for-Like:

-2,5% YoY).

Auf dem Capital Markets Day wurde für den Monat April 2019 eine Entwicklung von pari angegeben, was in einem Marktumfeld, das laut TextilWirtschaft um 10% rückläufig war, eine klare Outperformance darstellt.

- ⊕ Zum Teil ist der Rückgang auf das unverändert schwache textile Marktumfeld zurückzuführen, das sich nach Angaben der Fachzeitschrift TextilWirtschaft im Jahresvergleich pari entwickelt hat (wobei wir allerdings immer mehr den Eindruck bekommen, dass die von TextilWirtschaft befragten Unternehmen wenig repräsentativ für den deutschen Einzelhandel sind).
- ⊕ Zum anderen haben sich die angekündigten Standortschließungen bemerkbar gemacht; so wurden im Berichtszeitraum drei Modemärkte in Worms, Herne und Neumünster geschlossen.
- ⊕ Überdies lagen auch die Onlineumsätze aufgrund einer Umstellung der Logistik Angabe gemäß unter ihrem Vorjahreswert, so dass es auch von dieser Seite zu keiner Entlastung kam.

Deutliche Verbesserungen auf allen Ertragsebenen

Ergebnisseitig konnte Adler Modemärkte deutlich zulegen und von den im Vorjahr eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen, der „Strategie 2020“, profitieren. Bei nahezu unveränderten Personalaufwendungen konnte das **EBITDA** von EUR -17,8 Mio. auf EUR -2,3 Mio. verbessert werden. Auch bereinigt um die Effekte von IFRS 16, nach dem nicht länger zwischen Finanzierungs- und Operating-Leasingverhältnissen unterschieden wird, hätte sich das EBITDA um EUR 3,5 Mio. (Q1/2018 adjustiert: EUR -5,8 Mio.) verbessert. Ursächlich für die Ergebnisverbesserung waren neben einer abschriftenbedingt höheren Rohertragsmarge insbesondere rückläufige sonstige betriebliche Aufwendungen (EUR -4,7 Mio., adjustiert um Einmaleffekte aus IFRS 16), was wiederum vor allem auf geringere Marketing- (Verzicht auf TV-Werbung) und Transportaufwendungen zurückzuführen war.

TABELLE 1: VERGLEICH EBITDA Q1/2019 MIT Q1/2018

		Q1/2018 (berichtet)	Q1/2018 (bereinigt um IFRS 16)	Q1/2019	Δ
EBITDA	EUR Mio.	-17,8	-5,8	-2,3	↗
EBITDA (bereinigt um Einmalaufwendungen)	EUR Mio.	n/a	-4,1	-1,2	↗

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Bei nahezu unveränderten Abschreibungen und Zinsaufwendungen kam es auch auf den darunter liegenden Ertragsebenen zu vergleichbaren Verbesserungen. So stiegen **EBIT** bzw. **EBT** – adjustiert um IFRS 16-Effekte – um EUR 3,9 Mio. bzw. EUR 4,0 Mio. auf nunmehr EUR -13,5 Mio. bzw. EUR -19,2 Mio. an.

Gravierende Auswirkungen von IFRS 16 auf die Bilanzstruktur

Markant sind die Auswirkungen von IFRS 16 auf die Bilanzstruktur. Bedingt durch die

Verpflichtung, sämtliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aus Leasingvereinbarungen in der Bilanz zu erfassen – zumindest solange deren Restlaufzeit länger als zwölf Monate beträgt – kam es im ersten Quartal 2019 zu einer substanziellen Bilanzverlängerung. So belief sich die Bilanzsumme zum 31.03. auf EUR 393,2 Mio. (Vorjahr: EUR 231,3 Mio., EUR +161,9 Mio.); wäre IFRS 16 jedoch bereits im Vorjahr angewendet worden, hätte sich allerdings ein Rückgang um EUR -18,8 Mio. ergeben. Wie erwartet wirkt sich die Bilanzverlängerung insbesondere auf die Eigenkapitalquote aus, die sich auf 11,7% von 35,8% in Q1/2018 (bzw. 14,4% bereinigt um IFRS 16) verringerte.

TABELLE 2: VERGLEICH AUSGEWÄHLTER BILANZDATEN Q1/2019 MIT Q4/2018

		Q4/2018 (berichtet)	Q4/2018 (bereinigt um IFRS 16)	Q1/2019	Δ
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	69,0	239,4	229,3	↘
Bilanzsumme	EUR Mio.	226,8	412,0	393,2	↘
Eigenkapital	EUR Mio.	96,3	59,3	46,0	↘
Eigenkapitalquote	%	42,5%	14,4%	11,7%	↘

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2019e bestätigt

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand unverändert mit leicht rückläufigen Umsätzen. Bei dem um Einmaleffekte bereinigten operativen Ergebnis (auf EBITDA-Ebene) erwartet Adler Modemärkte eine Steigerung von EUR 26,2 Mio. (2018 vor IFRS 16) auf einen Wert in der Bandbreite zwischen EUR 27 und 30 Mio. (vor IFRS 16). 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 3: MANAGEMENT-GUIDANCE 2019E

		2018	2019e	Kommentar
Anzahl Modemärkte zum Jahresende		178	175-177	Schließung von bis zu 17 defizitären Modemärkten bis 2021e. Filialeröffnungen v. a. in den Grenzregionen zur Schweiz und den NL möglich.
Umsatz	EUR Mio.	507,1	<500	
Rohrertragsmarge	%	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
EBITDA (berichtet)	EUR Mio.	20,7	18-21	Anstieg aufgrund der eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen im Logistik- und Personalbereich
EBITDA (nach IFRS 16-Anpassung)	EUR Mio.	68,7	64-69	
Restrukturierungsaufwendungen	EUR Mio.	5,5	8-10	Infolge von Filialschließungen und Effizienzsteigerungsmaßnahmen
EBITDA nach Einmalaufwand	EUR Mio.	68,7	55-60	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf dem gut besuchten Capital Markets Day, der in der vergangenen Woche am Firmensitz in Haibach bei Aschaffenburg stattgefunden hat, wurden die Präsentationsschwerpunkte auf die künftige strategische Ausrichtung des Unternehmens gelegt. Die vom Vorstand und leitenden Angestellten vorstellte Ausrichtung ist aus unserer Sicht schlüssig und belegt, wie sich Adler Modemärkte im Wettbewerb mit klaren Alleinstellungsmerkmalen wie der Ausrichtung auf die Altersgruppe der Über-55-Jährigen oder der Nutzung der Adler-Kundenkarte positioniert und durch signifikante Kostensenkungsmaßnahmen sowie die Schließung defizitärer Modemärkte die Grundlagen dafür geschaffen hat, um in den kommenden Jahren trotz anhaltender hoher Wettbewerbsintensität die Ertragslage deutlich zu verbessern.

Schwerpunkte des Capital Markets Day

Bezogen auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens wurden vom Vorstand und dem oberen Führungskreis auf dem Capital Markets Day folgende Schwerpunkte gesetzt:

- ⑤ **„Brick and Mortar“-Strategie:** Standortschließungen und selektive Neueröffnungen
- ⑤ **Produktstrategie:** Höherer Anteil der höhermargigen Eigenmarken
- ⑤ **Marketingstrategie:** Kundenindividuelle Digitaldruckmailings
- ⑤ **Technologiestrategie:** Weiterentwicklung und großflächiger Roll-Out des Inventurroboters Tory
- ⑤ **Kommunikationsstrategie:** Erhöhung des „Share of Wallet“.

„Brick and Mortar“-Strategie: Standortschließungen und selektive Eröffnungen

Bis Ende 2021e sollen insgesamt 17 Standorte geschlossen werden, sofern nicht durch Kündigung der Mietverträge eine so attraktive Neuvermietung möglich wird, dass ein Weiterbetrieb des Standortes ökonomisch – also nach Berücksichtigung von Rückbaukosten, von Abstandszahlungen und Abfindungszahlungen an die Mitarbeiter – sinnvoll ist. Bislang wurden in diesem Jahr drei Standorte geschlossen: Worms, Herne und Neumünster; drei weitere Schließungen sind Angabe gemäß bereits fest eingeplant.

Angabe gemäß weist der „perfekte“ Modemarkt eine Verkaufsfläche zwischen 1.500 und 4.000 qm auf. Damit weist Adler Modemärkte derzeit einen Flächenüberhang auf.

Auf dem Capital Markets Day wurde auch die Aufteilung der Modemärkte (bezogen auf den Deckungsbeitrag je Store ohne Overhead) bekannt gegeben. Danach werden 60,1% der Modemärkte als hochmargig, 20,2% als mittelmargig und 19,7% als negativmargig bezeichnet. Bei derzeit 175 Modemärkten würden rechnerisch also 35 Modemärkte das Ertragskriterium nicht erfüllen. Dass davon nur bis zu 17 Standorte endgültig geschlossen werden sollen, liegt daran, dass die übrigen negativmargigen Stores Angabe gemäß so knapp unprofitabel sind, dass eine Schließung angesichts der absehbaren Schließungskosten unwirtschaftlich wäre. Wir finden es bemerkenswert, dass trotz Restrukturierungskosten von insgesamt EUR 8 bis 10 Mio. erste positive Effekte auf das operative Ergebnis bereits in diesem Jahr erwartet werden können. Dies lässt Rückschlüsse auf die Ertragsentwicklung der Folgejahre zu.

Nicht nur Filialschließungen, auch Filialneueröffnungen sind geplant, vor allem in den Grenzregionen zur Schweiz und den Niederlanden, aber auch in Köln, Düsseldorf und Berlin. Angabe gemäß könnte in diesem Jahr ein Modemarkt eröffnet werden, im kom-

menden zwei und im Jahr 2021e bis zu vier.

Produktstrategie: Höherer Anteil der höhermargigen Eigenmarken

Der Umsatzanteil der derzeit 16 Eigenmarken, insbesondere von

- ⑤ Bexleys, Malva, Thea 42+, My Own, Via Cortesa, Vivity by Bernd Berger und Steilmann in der Damenoberbekleidung,
- ⑤ Bexleys, Senator, Big Fashion, Eagle No. 7, Via Cortesa und Bernd Berger in der Herrenoberbekleidung,

deren Kollektionen von der Adler-Gruppe überwiegend selbst entworfen, zusammengestellt und anschließend von externen Herstellern – vorwiegend in China – produziert werden, soll von derzeit 81% mittelfristig auf 85% gesteigert und die Anzahl der Fremdmarken von 31 (2018) auf 22 (2020e) verringert und zudem qualitativ aufgewertet werden. Daraus lassen sich nach unserer Einschätzung zwei Konsequenzen ableiten: Zum einen eine absehbare Verbesserung der Rohertragsmarge, zum anderen wird Adler Modemärkte mit dem Wettbewerb sukzessive weniger vergleichbar – was sich wiederum auf die Marketingstrategie auswirken wird.

Ebenfalls in die Kategorie, die Unverwechselbarkeit weiter auszubauen, fällt der Slogan „Bleiben Sie mit Adler fit“, mit dem ein Sportkonzept entwickelt werden soll, über das etwa Reha-Maßnahmen der im Durchschnitt 62-jährigen Adler-Kunden begleitet werden sollen.

Marketingstrategie: Kundenindividuelle Digitaldruckmailings

Dass Adler Modemärkte aufgrund der hohen Streuverluste keine weiteren TV-Werbespots ausstrahlen wird, war bereits mehrfach kommuniziert worden. Als Alternative wurden auf dem Capital Markets Day kundenindividuelle Digitaldruckmailings präsentiert, die von Adler Modemärkte aus der Kaufhistorie der einzelnen Kunden abgeleitet und versendet werden. Mittelfristig soll dadurch die Response Rate um 5 Prozentpunkte von 14,8% (2018) auf knapp 20% gesteigert werden.

Zur Neukundengewinnung wird darüber hinaus in bekannten Magazinen und Publikumszeitschriften mit einer gesamten Druckauflage von mehr als 100 Mio. mit dem „Angebot des Monats“ geworben.

Technologiestrategie: Der Inventurroboter Tory

Nach unserer Einschätzung ist Adler Modemärkte einer der Technologieführer im Bereich RFID-gestützter Inventurroboter in Deutschland. In diesem Jahr werden gemäß 14 Standorte mit dem Inventurroboter Tory 2.0 ausgestattet (Gesamt-Capex ca. EUR 1 Mio.).

Nachdem ein Mitarbeiter dem ca. 140 cm hohen Inventurroboter die zu verfolgende Fahrfläche einmalig „gezeigt“ hat, ist dieser in der Lage, mit Hilfe von Laser- und Kamerasensoren selbständig bis zu 2.000 qm Fläche pro Stunde abzufahren und über einen eingebauten UHF-RFID-Leser zwischen 20.000 und 100.000 RFID-Etiketten zu erfassen.

Die Nachfolgegeneration Tory 3.0 wird mit einer 360-Grad-Kamera ausgestattet sein, so dass jeder Modemarkt von Spezialisten überprüft werden kann. Dadurch können so-

nannte Misplacements erkannt werden, also Teile, die nicht an der idealen Stelle positioniert wurden, und anschließend den lokalen Mitarbeitern Verbesserungs- bzw. Nachfüllvorschläge gegeben werden.

ABBILDUNG 1: INVENTURROBOTER TORY



Das Auslesen der passiven UHF-RFID-Transponder erfolgt im textilen Einzelhandel meist noch per Hand oder mit Hilfe von sogenannten Overhead-Readern, beides fehleranfällige Methoden. Der von der Firma MetraLabs entwickelte Inventurroboter Tory ist dagegen in der Lage, selbstständig RFID-Tags zu erfassen, die Informationen und den Tag-Standort zu speichern und für die weitere Verwendung bereit zu stellen. Die Erfassungsrate von Tory liegt Angabe gemäß bei 99,6%.

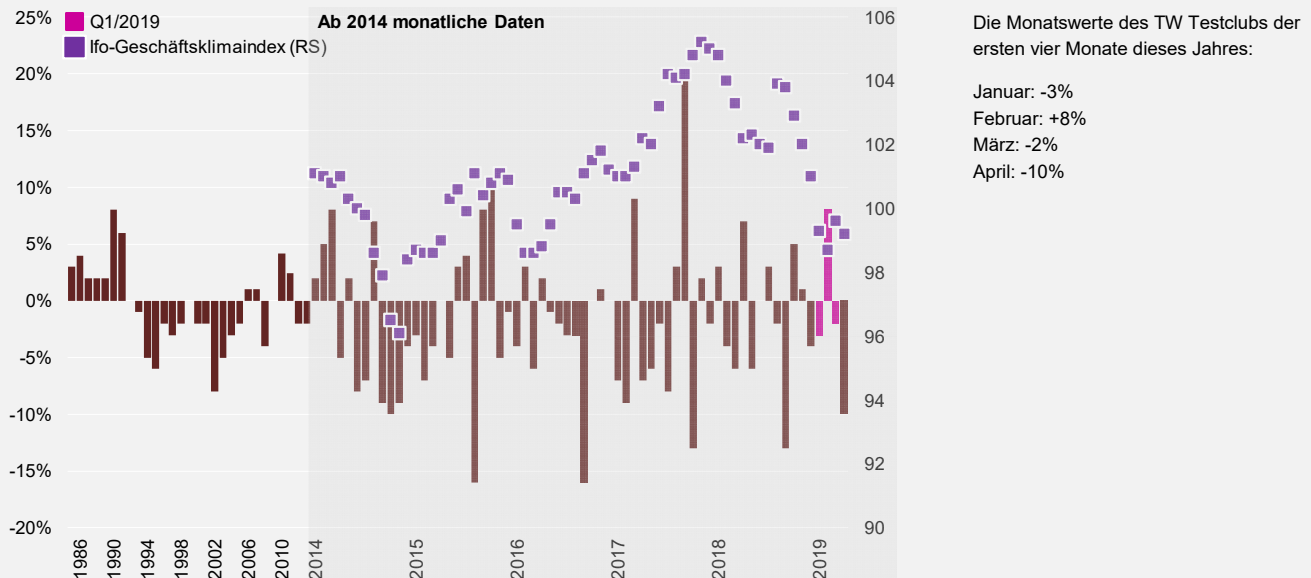
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kommunikationsstrategie: Erhöhung des „Share of Wallet“

Vor 45 Jahren gegründet wurden inzwischen 9 Mio. Adler-Kundenkarten mit Opt-in-Verfahren ausgegeben. Davon haben 650.000 Karten den „Gold-Kunden“-Status, der verliehen wird, wenn der Kunde in den vergangenen zwölf Monaten Umsätze von mehr als EUR 500 getätigt hat. Auf dem Capital Markets Day wurde bekannt, dass die von Adler Modemärkte generierte Frequenz bei bis zu 300 Mio. Kundenkontakte (offline und online) pro Jahr liegt und dass etwa 92% der Umsätze mit 3,2 Mio. Kundenkarteninhaber getätigt werden.

Der TW-Testclub, das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, hat im ersten Quartal 2019 uneinheitliche Umsätze gemeldet. Während Januar und März noch unter ihren Vorjahreswerten blieben, lagen die Umsätze im Februar mit einem Plus von 8% deutlich über dem Vorjahreswert.

ABBILDUNG 2: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 1985-2019 (AB 2014 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.

Wir gehen davon aus, dass es Adler Modemärkte aufgrund der umgesetzten und eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen in den kommenden Jahren gelingen wird, die Ertragslage substanziell zu verbessern. Basierend auf diesen langfristig ausgelegten Erwartungen errechnen wir anhand eines DCF-Entity-Modells ein Kursziel von EUR 8,60 je Aktie. Angesichts einer von uns erwarteten Kursentwicklung von 165,4% (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 um die Anpassungen aufgrund von IFRS 16 überarbeitet, so dass sich ein Enterprise Value in Höhe von EUR 388,8 Mio. errechnet. Der durch die Verbesserung der Ertragslage ausgelöste Anstieg des Enterprise Value wird jedoch durch die höhere Finanzverschuldung egalisiert, so dass sich nach Abzug der Nettoverschuldung (inklusive kurz- und langfristiger Leasingverpflichtungen) von EUR 228,7 Mio. ein Wert des Eigenkapitals von EUR 160,1 Mio.

ergibt. Bei insgesamt 18,5 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 8,60 je Aktie.

TABELLE 4: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

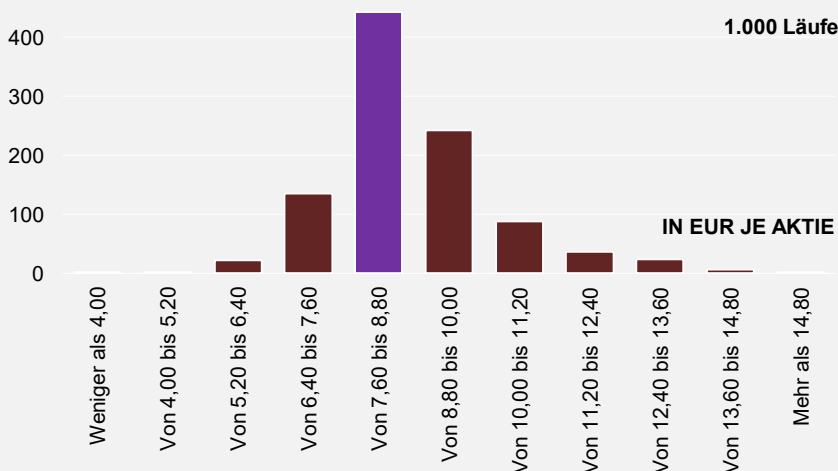
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	5,0%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	62,4
in % des Enterprise Value	%	16,1%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	212,4
in % des Enterprise Value	%	54,6%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	113,9
in % des Enterprise Value	%	29,3%
Enterprise Value	EUR Mio.	388,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-283,7
Liquidität	EUR Mio.	54,9
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	160,1
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 3 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 3: 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 64,8 Mio. bzw. über EUR 294,3 Mio. bzw. von unter EUR 3,50 und über EUR 15,90 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 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ADLER MODEMÄRKTE-AKTIE							
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	n/a	11,0x	3,8x	n/a	29,2x	10,2x
EV/Umsatz	x	0,51x	0,52x	0,52x	0,72x	0,72x	0,73x
EV/EBIT	x	16,9x	10,4x	6,5x	23,6x	14,7x	9,1x
KBV	x	0,6x	0,6x	0,5x	1,7x	1,6x	1,4x
Dividendenrendite	%	3,1%	6,2%	7,7%	1,2%	2,3%	2,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bestätigung unseres Buy-Ratings

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 3,24 entspricht der von uns ermittelte Wert des Eigenkapitals einer auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerung von 165,4%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

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, **(4)** in Meldungen über weitere, erfolgreiche Filialschließungen defizitärer Modemärkte.

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 bestehen 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 (-45,6%) exakt im Durchschnitt der europäischen Peergroup textiler Einzelhandelsunternehmen entwickelt (vgl. nachstehende Tabelle 6):

TABELLE 6: PERFORMANCE DER TEXTIL-PEERGROUP

		Kurs 31.12.2017	Kurs Aktuell	Performance (%)
H&M	SEK	139,34	159,62	14,6%
Ludwig Beck	EUR	29,80	30,00	0,7%
Marks & Spencer	GBP	3,01	2,74	-9,0%
Inditex	EUR	29,63	25,20	-15,0%
Hugo Boss	EUR	72,96	60,16	-17,5%
Adler Modemärkte	EUR	5,96	3,24	-45,6%
Asos	GBP	74,34	38,06	-48,8%
Ahlers	EUR	5,90	3,00	-49,2%
Tom Tailor	EUR	10,98	2,40	-78,1%
Gerry Weber	EUR	9,25	0,46	-95,0%
Median	%			-45,6%

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 175 Modemärkte, davon 147 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 zwischen 1.500 und 4.000 Quadratmetern.

Unternehmensprofil

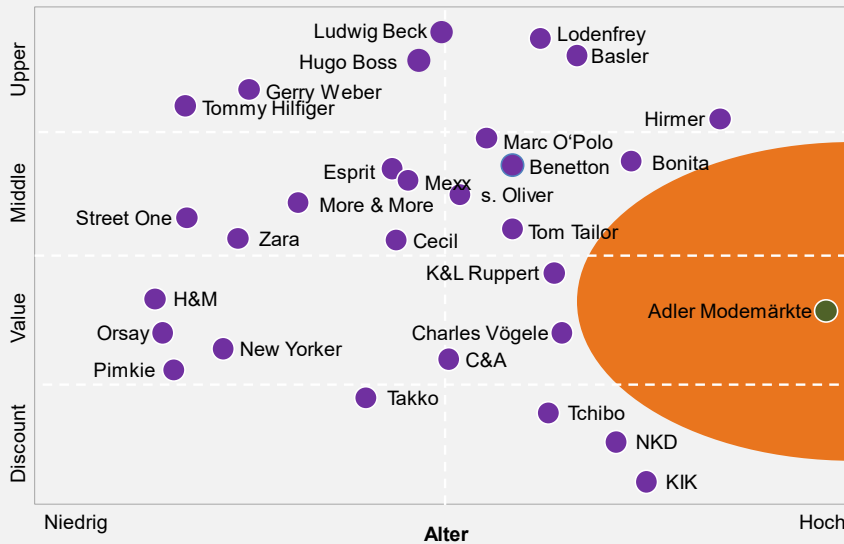
Mit 175 Modemärkten zum 31.03.2019 (davon 147 in Deutschland, 23 in Österreich, drei in Luxemburg und zwei in der Schweiz) sowie einen Online-Shop zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über-55-Jährigen im deutschsprachigen Raum. Dieser Zielgruppe der sog. „Best Ager“ bietet Adler Modemärkte hochwertige Produkte im unteren Mittelpreissegment zu einem attraktiven Preis-Leistungsverhältnis an.

Adler Modemärkte ist auf die einzige Altersgruppe gerichtet, die in Deutschland wächst: Altersforscher gehen bis 2027e von einem Zuwachs der Bevölkerungszahl um +10% aus.

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 höhermargigen Eigenmarken erwirtschafteten Erlöse, die im vergangenen Jahr für 81% der Konzern Erlöse verantwortlich waren (Zielvorgabe 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 4: 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	484,6	476,2	473,8
YoY	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-261,2	-256,5	-244,1	-229,8	-216,2	-210,4	-207,3
in % der Nettoerlöse	%	-46,1%	-47,1%	-46,4%	-45,3%	-44,6%	-44,2%	-43,7%
Rohhertrag	EUR Mio.	304,9	288,1	281,8	277,3	268,3	265,8	266,6
in % der Nettoerlöse	%	53,9%	52,9%	53,6%	54,7%	55,4%	55,8%	56,3%
YoY	%	4,4%	-5,5%	-2,2%	-1,6%	-3,2%	-0,9%	0,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	8,9	8,7	18,8	6,1	6,2	6,2	6,2
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	1,6%	3,6%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-102,5	-102,3	-96,8	-97,5	-101,8	-95,0	-83,6
in % der Nettoerlöse	%	-18,1%	-18,8%	-18,4%	-19,2%	-21,0%	-20,0%	-17,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-16,3	-16,7	-16,5	-17,4	-44,5	-44,0	-43,6
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-3,4%	-9,2%	-9,2%	-9,2%
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	-113,6	-109,4	-107,8
in % der Nettoerlöse	%	-31,4%	-31,4%	-32,7%	-32,6%	-23,4%	-23,0%	-22,7%
EBITDA	EUR Mio.	33,3	23,3	32,0	20,7	59,2	67,5	81,3
in % der Nettoerlöse	%	5,9%	4,3%	6,1%	4,1%	12,2%	14,2%	17,2%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	17,0	6,6	15,6	3,3	14,7	23,5	37,8
in % der Nettoerlöse	%	3,0%	1,2%	3,0%	0,7%	3,0%	4,9%	8,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-16,4	-15,8	-15,6
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	12,1	1,7	10,7	-1,6	-1,7	7,7	22,2
in % der Nettoerlöse	%	2,1%	0,3%	2,0%	-0,3%	-0,3%	1,6%	4,7%
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	-2,3	-6,5
in % des EBT	%	-34,8%	-76,0%	-63,9%	60,9%	18,6%	-29,5%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	7,9	0,4	3,9	-2,6	-2,0	5,4	15,6
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	0,1%	0,7%	-0,5%	-0,4%	1,1%	3,3%
YoY	%	-44,1%	-94,8%	841,0%	n/a	-21,9%	n/a	186,8%
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	-0,11	0,29	0,84
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	484,6	476,2	473,8
Deutschland	EUR Mio.	474,2	453,7	435,4	417,7	396,8	386,9	383,0
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%	81,9%	81,2%	80,8%
Österreich	%	12,9%	13,1%	13,1%	13,5%	13,6%	14,1%	14,3%
Luxemburg	%	3,0%	3,1%	3,5%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%
Schweiz	%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
YoY	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Deutschland	%	7,8%	-4,3%	-4,0%	-4,1%	-5,0%	-2,5%	-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	484,6	476,2	473,8
Damen	EUR Mio.	271,7	261,4	252,4	243,4	232,6	228,6	227,4
Herren	EUR Mio.	152,8	147,0	142,0	136,9	130,8	128,6	127,9
Lingerie	EUR Mio.	56,6	54,5	52,6	50,7	48,5	47,6	47,4
Accessoires	EUR Mio.	84,9	81,7	78,9	76,1	72,7	71,4	71,1
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%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Damen	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Herren	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Lingerie	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Accessoires	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	566,1	544,6	525,8	507,1	484,6	476,2	473,8
Eigenmarken	EUR Mio.	396,2	354,0	315,5	334,7	351,8	380,3	382,2
Fremdmarken	EUR Mio.	169,8	190,6	210,3	172,4	132,8	95,9	91,6
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	174	172	172
YoY		4,7%	2,8%	-0,5%	-2,2%	-2,2%	-1,1%	0,0%
davon Deutschland		154	156	155	150	147	145	145
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	-5	-2	0
davon Organisches Wachstum		2	5	2	1	5	6	0
davon Akquisitionen		9	0	0	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-3	0	-3	-3	-10	-8	0
Durchschnittliche Anzahl an Stores		174	181	183	180	176	173	172
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,2	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
YoY	%	1,0%	-6,4%	-2,9%	-1,4%	-2,2%	-0,6%	-0,5%
Verkaufsfläche	1.000 qm	284,0	292,2	290,6	287,3	279,0	275,7	275,7
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	1.595	1.597	1.596	1.614	1.603	1.603	1.603
Nettoumsatz je qm	EUR	1.993	1.864	1.810	1.765	1.737	1.727	1.719
Rohertrag je qm	EUR	1.074	986	970	965	962	964	967
LFL-Umsätze (YoY)	%	-0,3%	-4,6%	-4,5%	-3,5%	-3,6%	-7,4%	1,4%
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	3,9	3,5	3,2
Sachanlagen	EUR Mio.	81,6	78,1	75,0	69,0	228,5	227,5	226,5
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	31,2	31,5	31,8
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	264,3	263,2	262,2
Vorräte	EUR Mio.	81,3	75,4	73,7	78,7	77,1	78,7	80,2
DIO	d	52	50	50	56	57	59	61
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	72,5	64,6	61,3
in % der Bilanzsumme	%	21,4%	19,2%	26,3%	24,2%	17,1%	15,5%	14,8%
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	159,9	153,3	151,4
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	424,2	416,5	413,6
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	-49,4	-45,8	-33,9
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	94,3	97,9	109,8
Eigenkapitalquote	%	43,1%	43,1%	41,4%	42,5%	22,2%	23,5%	26,6%
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	221,4	210,4	206,2
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	5,9	5,8	5,5	5,2	5,0	4,9	4,7
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	64,6	60,7	64,7	60,8	235,5	225,1	221,6
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%	5,1%	5,2%	5,1%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	3,4	4,5	4,4	5,6	6,9	7,7	8,0
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	32,1	32,4	32,7
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	74,0	66,0	76,4	69,7	94,3	93,5	82,1
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	243,4	222,6	241,1	226,8	424,2	416,5	413,6
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%	0,9%	0,8%	0,8%
Sachanlagen	%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	53,9%	54,6%	54,8%
Grundstücke	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Latente Steuern	%	4,3%	4,5%	3,1%	4,0%	7,4%	7,6%	7,7%
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%	62,3%	63,2%	63,4%
Vorräte	%	33,4%	33,9%	30,6%	34,7%	18,2%	18,9%	19,4%
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%	2,4%	2,4%	2,4%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	21,4%	19,2%	26,3%	24,2%	17,1%	15,5%	14,8%
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%	37,7%	36,8%	36,6%
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%	4,4%	4,4%	4,5%
Kapitalrücklage	%	52,3%	57,2%	52,8%	56,2%	30,0%	30,6%	30,8%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-16,0%	-21,5%	-18,2%	-20,9%	-11,6%	-11,0%	-8,2%
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%	22,2%	23,5%	26,6%
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%	0,5%	0,5%	0,5%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Latente Steuern	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,9%	2,1%	2,2%	2,1%	1,3%	1,4%	1,6%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	20,3%	20,8%	20,8%	20,9%	52,2%	50,5%	49,9%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,4%	2,6%	2,3%	2,3%	1,2%	1,2%	1,1%
Summe Langfristige Schulden	%	26,5%	27,3%	26,8%	26,8%	55,5%	54,0%	53,6%
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%	5,9%	5,9%	5,9%
Sonstige Rückstellungen	%	1,4%	2,0%	1,8%	2,5%	1,6%	1,9%	1,9%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,1%	8,8%	10,1%	9,7%	4,7%	4,3%	3,9%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	4,3%	4,3%	2,3%	2,4%	0,0%
Steuerschulden	%	0,1%	0,0%	1,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,8%	2,6%	2,4%	3,0%	7,6%	7,8%	7,9%
Summe kurzfristige Schulden	%	30,4%	29,7%	31,7%	30,7%	22,2%	22,4%	19,9%
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	-1,7	7,7	22,2
Abschreibungen	EUR Mio.	16,3	16,7	16,5	17,4	44,5	44,0	43,6
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-1,2	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
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	42,7	51,7	65,8
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	-0,3	-0,5	-0,9
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	16,4	15,8	15,6
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	-22,3	-2,6	-6,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,4	-3,3	-4,2	-0,9	0,0	-15,8	-15,6
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	19,5	22,2	21,2	9,9	37,4	47,1	56,4
YoY	%	-46,3%	13,7%	-4,7%	-53,2%	277,7%	26,1%	19,8%
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	-203,0	-42,6	-42,2
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	170,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-16,6	-10,8	14,8	-5,9	-33,0	-42,6	-42,2
YoY	%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	455,6%	29,1%	-0,9%
Free Cashflow	EUR Mio.	2,9	11,4	35,9	3,9	4,3	4,5	14,2
YoY	%	-88,5%	295,7%	216,4%	-89,0%	9,8%	2,8%	217,9%
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	199,5	-10,8	-3,9
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	-186,4	0,0	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-20,5	-20,7	-15,4	-12,4	13,3	-12,4	-17,4
YoY	%	108,3%	1,0%	-25,6%	-19,6%	n/a	n/a	40,7%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-17,6	-9,3	20,6	-8,4	17,6	-7,9	-3,3
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	54,9	72,5	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	72,5	64,6	61,3

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
Rohertrag	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	484,6	476,2	473,8
Rohertrag	EUR Mio.	304,9	288,1	281,8	277,3	268,3	265,8	266,6
EBITDA	EUR Mio.	33,3	23,3	32,0	20,7	59,2	67,5	81,3
EBIT	EUR Mio.	17,0	6,6	15,6	3,3	14,7	23,5	37,8
EBT	EUR Mio.	12,1	1,7	10,7	-1,6	-1,7	7,7	22,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	7,9	0,4	3,9	-2,6	-2,0	5,4	15,6
Anzahl Mitarbeiter		4.203	4.082	3.746	3.780	3.650	3.608	3.608
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	3,22		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,36	7,20	5,56	3,18	3,24	3,24	3,24
EPS	EUR	0,43	0,02	0,21	-0,14	-0,11	0,29	0,84
CFPS	EUR	1,54	0,99	1,47	0,85	2,31	2,80	3,55
BVPS	EUR	5,66	5,18	5,40	5,20	5,09	5,29	5,93
NAV	EUR	5,66	5,18	5,40	5,20	5,09	5,29	5,93
Dividende	EUR	0,50	0,00	0,05	0,00	0,10	0,20	0,25
Kursziel	EUR							8,60
Performance bis Kursziel	%							165,4%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	53,9%	52,9%	53,6%	54,7%	55,4%	55,8%	56,3%
EBITDA-Marge	%	5,9%	4,3%	6,1%	4,1%	12,2%	14,2%	17,2%
EBIT-Marge	%	3,0%	1,2%	3,0%	0,7%	3,0%	4,9%	8,0%
EBT-Marge	%	2,1%	0,3%	2,0%	-0,3%	-0,3%	1,6%	4,7%
Netto-Marge	%	1,4%	0,1%	0,7%	-0,5%	-0,4%	1,1%	3,3%
FCF-Marge	%	0,5%	2,1%	6,8%	0,8%	0,9%	0,9%	3,0%
ROE	%	7,5%	0,4%	3,9%	-2,6%	-2,1%	5,7%	15,0%
ROCE	%	16,2%	11,7%	17,1%	11,1%	14,1%	16,1%	19,4%
CE/Umsatz	%	24,6%	24,9%	24,2%	25,1%	58,7%	59,9%	60,3%
NWC/Umsatz	%	9,0%	9,3%	8,9%	10,6%	10,8%	11,4%	11,8%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	134,7	133,4	140,4	134,2	132,8	132,0	131,3
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	4,0	1,6	4,2	0,9	4,0	6,5	10,5
DSO	d	1	0	0	0	0	0	0
Inventory days	d	52	50	50	56	57	59	61
Capex/Umsatz	%	2,3%	2,0%	2,4%	2,1%	41,9%	9,0%	8,9%
Wachstumsraten								
Nettoumsatz	%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-4,4%	-1,7%	-0,5%
EBITDA	%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-35,3%	185,6%	14,2%	20,4%
EBIT	%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-78,5%	339,6%	60,0%	60,5%
EBT	%	-42,8%	-85,9%	525,1%	n/a	5,9%	n/a	186,8%
Nettoergebnis	%	-44,1%	-94,8%	841,0%	n/a	-21,9%	n/a	186,8%
EPS	%	-44,2%	-94,8%	841,0%	n/a	-21,9%	n/a	186,8%
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	264,3	263,2	262,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	143,5	126,8	152,2	143,4	159,9	153,3	151,4
Eigenkapital	EUR Mio.	104,9	95,8	99,9	96,3	94,3	97,9	109,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,5	126,7	141,2	130,5	329,9	318,6	303,8
Anlagenintensität	%	33,5%	35,1%	31,1%	30,4%	53,9%	54,6%	54,8%
EK-Quote	%	43,1%	43,1%	41,4%	42,5%	22,2%	23,5%	26,6%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	17,9%	23,9%	-4,8%	1,4%	194,4%	184,5%	164,0%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,9	2,0	0,2	0,7	0,2	0,1	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	284,7	285,1	285,6
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	60,0	60,0	60,0
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	59,6		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	18,8	22,9	-4,8	1,4	183,3	180,6	180,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	5,9	5,8	5,5	5,2	5,0	4,9	4,7
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	248,4	245,5	244,9
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	280,8	211,0	117,7	131,3	256,9		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	198,8	114,2	86,8	60,8	248,0		
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	25,3	25,3	25,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,42	0,30	0,20	0,13	0,51	0,52	0,52
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,50	0,39	0,22	0,26	0,53		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,35	0,21	0,16	0,12	0,51		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	7,1	7,0	3,2	3,2	4,2	3,6	3,0
EV/EBITDA (Hoch)	x	8,4	9,1	3,7	6,3	4,3		
EV/EBITDA (Tief)	x	6,0	4,9	2,7	2,9	4,2		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	13,8	24,4	6,7	19,6	16,9	10,4	6,5
EV/EBIT (Hoch)	x	16,5	31,8	7,6	39,3	17,5		
EV/EBIT (Tief)	x	11,7	17,2	5,6	18,2	16,9		
KGV (Durchschnitt)	x	26,6	325,1	26,7	n/a	n/a	11,0	3,8
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	1,4	1,2	0,9
KCF (Hoch)	x	9,0	9,9	4,3	7,9	1,6		
KCF (Tief)	x	6,1	4,7	3,2	3,4	1,4		
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	1,4	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5
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	%	484,6	476,2	473,8	471,5	469,1	469,1	470,9	474,1	478,2	482,7	487,4	492,2	497,2	502,1	507,2	512,2
YoY	EUR Mio.	-4,4%	-1,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%	0,4%	0,7%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	EUR Mio.	14,7	23,5	37,8	40,8	40,1	41,1	42,2	43,4	44,7	46,1	47,5	49,0	50,5	52,0	53,5	51,2
EBIT-Marge	EUR Mio.	3,0%	4,9%	8,0%	8,7%	8,6%	8,8%	9,0%	9,2%	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-2,3	-6,5	-7,5	-7,3	-11,9	-12,2	-12,6	-13,0	-13,4	-13,8	-14,2	-14,6	-15,1	-15,5	-14,9
Steuerquote (τ)	%	2,1%	9,7%	17,3%	18,4%	18,3%	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.	14,4	21,2	31,2	33,3	32,8	29,1	29,9	30,8	31,7	32,7	33,7	34,8	35,8	36,9	38,0	36,4
Reinvestment	EUR Mio.	2,0	-0,4	-0,5	-5,5	-5,6	-1,0	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-6,1
FCFF	EUR Mio.	16,4	20,8	30,7	27,8	27,2	28,1	29,3	30,0	30,8	31,8	32,8	33,8	34,8	35,9	37,0	30,3
WACC	%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%	6,1%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	93,1%	86,7%	80,7%	75,2%	70,1%	65,4%	61,2%	57,3%	53,7%	50,4%	47,3%	44,5%	42,0%	39,6%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	16,4	19,4	26,7	22,4	20,4	19,7	19,1	18,3	17,7	17,1	16,5	16,0	15,5	15,1	14,6	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,0%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	62,4															
in % des Enterprise Value	%	16,1%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	212,4															
in % des Enterprise Value	%	54,6%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	113,9															
in % des Enterprise Value	%	29,3%															
Enterprise Value	EUR Mio.	388,8															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-283,7															
Liquidität	EUR Mio.	54,9															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	160,1															
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%.

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 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)
13.05.2019/12:00 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,25	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
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 13.05.2019 um 10:25 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 3,23.