

# Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

## Eckdaten 2019 deutlich über Vorjahr und unseren Erwartungen

Heute früh hat Adler Modemärkte Eckdaten für das Geschäftsjahr 2019e vorgelegt. Diese lagen sowohl über unseren Erwartungen als auch über der Guidance und den Vorjahreswerten. Nach vorläufigen Zahlen konnte die für Adler Modemärkte relevante Steuerungsgröße EBITDA nach Berücksichtigung der Einmalaufwendungen aus der IFRS 16-Anpassung auf EUR 70 Mio. gesteigert werden, was deutlich über unseren Prognosen (EUR 66,8 Mio.) und der vom Management in Aussicht gestellten Bandbreite zwischen EUR 64-69 Mio. liegt. Besonders bemerkenswert ist diese operative Verbesserung aus unserer Sicht, weil sie auf nachhaltige Kostensenkungsmaßnahmen zurückzuführen ist, die Adler Modemärkte in den vergangenen beiden Jahren umgesetzt hat. Erlöseitig blieb Adler Modemärkte mit einem Konzernnettoumsatz von rund EUR 495 Mio. aufgrund der planmäßigen Schließung defizitärer Standorte und des anhaltend schwachen Branchenumfelds (2019: -2% YoY) wie angekündigt unter dem Vorjahresniveau von EUR 507,1 Mio. Like-For-Like („LFL“), also auf vergleichbarer Fläche, konnte Angabe gemäß jedoch erneut eine deutlich bessere Entwicklung als im Branchendurchschnitt erzielt und damit die positive Entwicklung der ersten neun Monate (LFL +1,9%) fortgesetzt werden. Ebenfalls deutlich über den Vorjahreswerten lagen die freien Cashflows. Infolge der Ergebnisverbesserung und eines effizienten Working-Capital-Managements konnten die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag auf rund EUR 70 Mio. von EUR 54,9 Mio. im Vorjahr gesteigert werden.

Wir bestätigen unsere Prognosen, die eine deutliche Verbesserung der Ertragslage im Zuge des Wechsels des Logistikdienstleisters und der Schließung defizitärer Filialen vorsehen. Aktuell notieren die Aktien von Adler Modemärkte nur unwesentlich über ihrem rückstellungsbereinigten Net-Cash-Bestand. Auch bei Betrachtung klassischer Multiple-Kennziffern wie etwa dem KGV, das auf Basis unserer 2020er bzw. 2021er Gewinnschätzungen bei 5,8x bzw. 4,7x liegt, lassen sich aus unserer Sicht erhebliche Kurspotenziale ableiten. Wir bestätigen daher unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell ermitteltes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie und bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

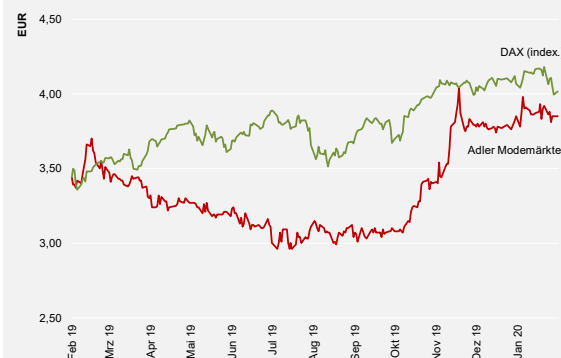
TABELLE 1: ECKDATEN 2019E

		Ist	Erwartet	Δ	2018
Nettoumsatz	EUR Mio.	495,0	493,2	0,4%	507,1
YoY	%	-2,3%	-2,7%	n/a	n/a
EBITDA	EUR Mio.	70,0	66,8	4,7%	20,7
in %	%	14,1%	13,5%	0,6pp	4,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Rating:** Buy **Risiko:** Niedrig  
**Kurs:** EUR 3,85  
**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 71,3 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ~6.500 Stück				
Jahresabschluss 2019: 12. März 2020				
EUR Mio. (31.12.)	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	495,2	486,5	484,1	481,6
EBITDA	70,0	74,6	78,2	80,4
EBIT	25,8	30,8	34,9	37,5
EBT	9,4	17,6	21,8	24,6
EAT	5,7	12,3	15,2	17,2
% der Umsätze	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	14,1	15,3	16,2	16,7
EBIT	5,2	6,3	7,2	7,8
EBT	1,9	3,6	4,5	5,1
EAT	1,1	2,5	3,1	3,6
Je Aktie (EUR)	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS	0,31	0,67	0,82	0,93
Dividende	0,10	0,20	0,25	0,25
Buchwert	5,51	6,08	6,70	7,38
Cashflow	2,89	3,32	3,52	3,64
%	2019e	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	24,5%	26,8%	29,7%	31,5%
Gearing	168,3%	142,0%	127,1%	110,2%
x	2019e	2020e	2021e	2022e
KGV	10,8	5,8	4,7	4,1
EV/Umsatz	0,48	0,48	0,48	0,47
EV/EBIT	9,2	7,6	6,7	6,0
KBV	0,6	0,6	0,6	0,5
EUR Mio.	2019e	2020e	2020e	
Guidance: Umsatz	<500	n/a	n/a	
Guidance: EBITDA (berichtet)	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

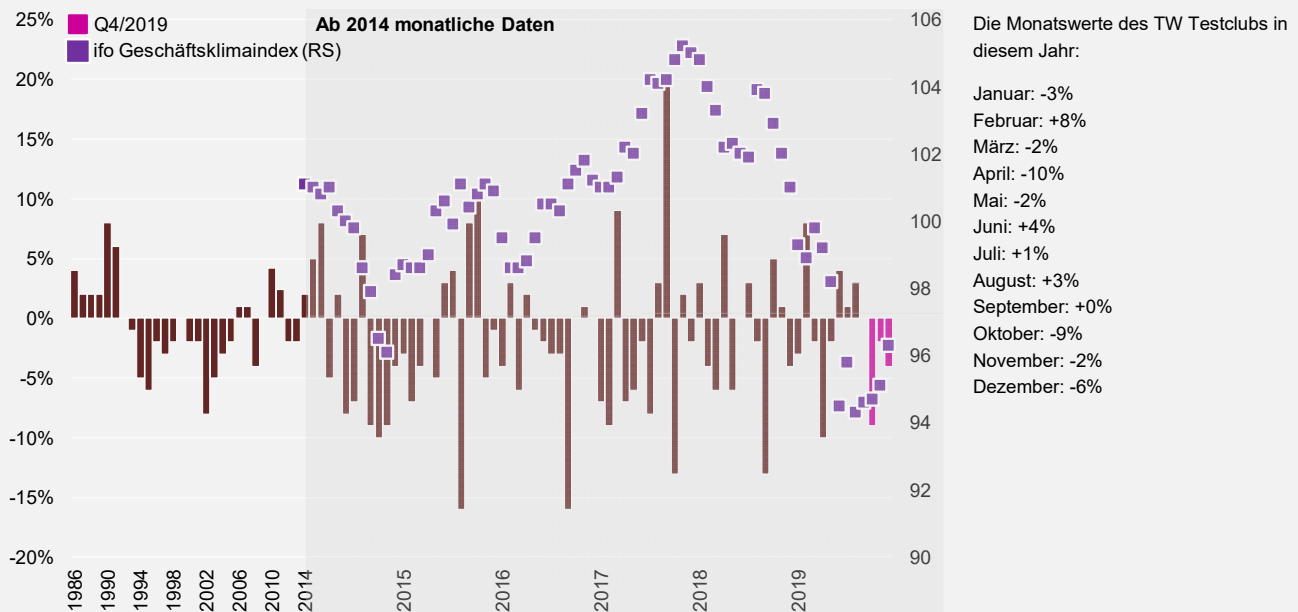
Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift **Textil-Wirtschaft** ermittelt wird, hat für das vierte Quartal 2019 deutlich rückläufige Umsätze gemeldet. Alle drei Monate lagen jeweils unter ihren Vorjahreswerten, im saisonal besonders wichtigen Monat Dezember wurde ein Rückgang von -6% vermeldet. Auf Gesamtjahressicht ergab sich damit ein Rückgang der Einzelhandelsumsätze von rund -2%.

**TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex zuletzt im Einklang**

Insbesondere im Oktober verlief die Entwicklung der teilnehmenden Textilunternehmen im TW-Testclub mit einem deutlichen Minus von -9% unter den Erwartungen. Aber auch im Dezember wurde witterungsbedingt ein deutlicher Rückgang von -6% vermeldet.

Die von der Fachzeitschrift **TextilWirtschaft** ermittelten Daten sind nach unserer Einschätzung nicht immer ein repräsentatives Abbild des deutschen Textileinzelhandels.

**ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 1985-2019 (AB 2014 MONATSWERTE)**



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Im vierten Quartal 2019 haben sich die Aktien von Adler Modemärkte deutlich besser entwickelt als der DAX (+22,1% vs. 6,6%). Nach unserer Einschätzung werden die nach neun Monaten vermeldeten Ertragsverbesserungen von immer mehr Marktteilnehmern als nachhaltig eingestuft. Da wir davon ausgehen, dass die wesentlichen „Value-Treiber“ von Adler Modemärkte – steigende Betriebsergebnismargen und Cashflows – auch in diesem Jahr deutlich gesteigert werden können, sollte sich die positive Kursentwicklung gegenüber dem DAX auch in diesem Jahr fortsetzen. Angesichts der sogar über unseren Erwartungen liegenden 2019er Eckdaten bestätigen wir unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie und unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

**TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	4,3%
Terminal Cost of capital	%	5,5%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	92,3
in % des Enterprise Value	%	27,8%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	125,7
in % des Enterprise Value	%	37,9%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	113,7
in % des Enterprise Value	%	34,3%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>331,7</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-241,7
Liquidität	EUR Mio.	70,0
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>160,0</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>8,60</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### 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 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ADLER MODEMÄRKTE-AKTIE**

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	5,8x	4,7x	4,1x	12,9x	10,4x	9,3x
EV/Umsatz	x	0,48x	0,48x	0,47x	0,67x	0,66x	0,65x
EV/EBIT	x	7,6x	6,7x	6,0x	10,5x	9,2x	8,4x
KBV	x	0,6x	0,6x	0,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Dividendenrendite	%	5,2%	6,5%	6,5%	2,3%	2,9%	2,9%

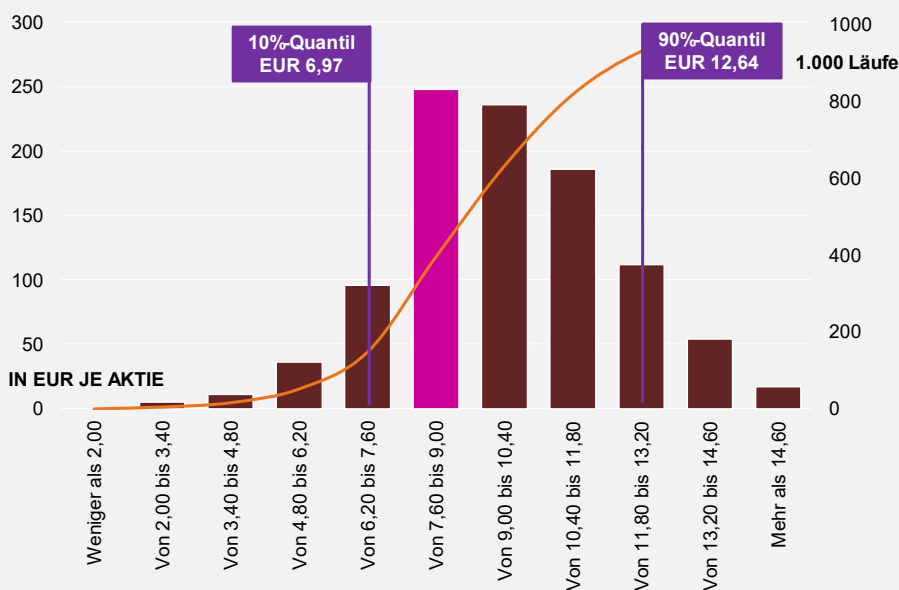
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### 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.

Aus der Monte-Carlo-Simulation wird ersichtlich, dass Equity Values von unter EUR 41,6 Mio. bzw. über EUR 291,5 Mio. bzw. von unter EUR 2,25 und über EUR 15,75 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

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 9,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Katalysatoren für die kommende Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Adler Modemärkte in den kommenden Monaten sehen wir

Katalysatoren für die weitere Kursentwicklung

- Ⓢ in Meldungen über eine verbesserte Grundstimmung des textilen Einzelhandelsumfelds;
- Ⓢ in der von uns erwarteten deutlichen Ertragsverbesserung in diesem und den kommenden Jahren;
- Ⓢ in Meldungen über weitere, erfolgreiche Filialschließungen defizitärer Modemärkte oder über erfolgreiche Neuverhandlungen von Mietverträgen, durch die eine bisherige Verlustsituation eines Modemarktes vermieden werden kann;
- Ⓢ in Meldungen über die Umplatzierung des Steilmann-Aktienpakets, wodurch für die freien Aktionäre ein Übernahmeangebot ausgelöst werden könnte.

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

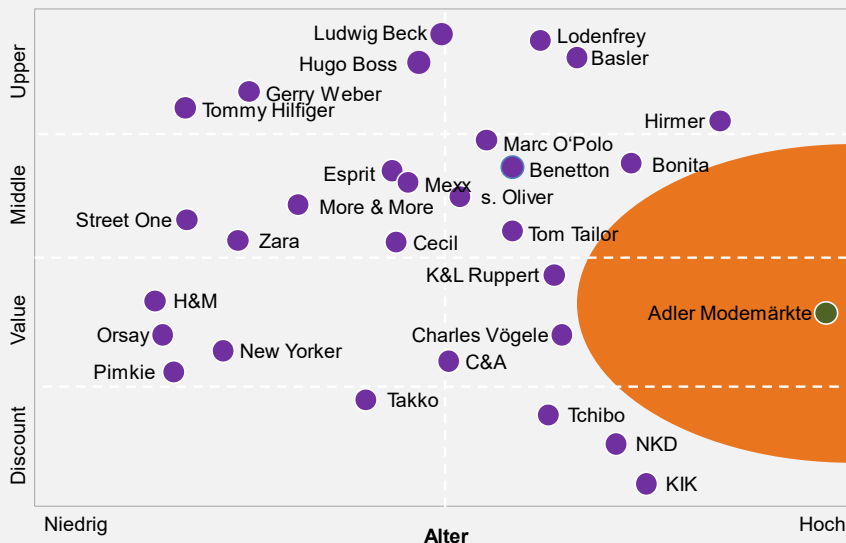
Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

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

- Ⓢ 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.

Mit Umsätzen von EUR 495 Mio. und rund 3.600 Mitarbeitern (2019e) zählt die Adler Modemärkte AG mit Sitz in Haibach bei Aschaffenburg zu den größten Textileinzelhändlern Deutschlands. Das Unternehmen betreibt derzeit 172 Modemärkte, davon 143 in Deutschland, 24 in Österreich, drei in Luxemburg, zwei in der Schweiz sowie einen Online-Shop. Adler Modemärkte konzentriert sich auf Großflächenkonzepte mit einer Verkaufsfläche zwischen 1.400 und 4.000 Quadratmetern.

ABBILDUNG 2: POSITIONIERUNG IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL



Hinsichtlich der Altersstruktur der Kunden hält Adler Modemärkte eine echte Nischenstellung im deutschen textilen Einzelhandel inne 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

**Unternehmensprofil**

Mit 172 Modemärkten zum 31.12.2019 (davon 143 in Deutschland, 24 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 ausgerichtet, 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.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>
YoY	%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-205,3	-210,4	-231,0	-238,2	-234,9	-243,2	-261,2
in % der Nettoerlöse	%	-50,6%	-47,3%	-48,5%	-47,1%	-44,4%	-45,4%	-46,1%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>200,6</b>	<b>234,4</b>	<b>245,6</b>	<b>267,9</b>	<b>293,7</b>	<b>292,0</b>	<b>304,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	49,4%	52,7%	51,5%	52,9%	55,6%	54,6%	53,9%
YoY	%	-14,7%	16,9%	4,8%	9,1%	9,6%	-0,6%	4,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	17,7	8,2	10,3	7,8	7,7	9,8	8,9
in % der Nettoerlöse	%	4,4%	1,8%	2,2%	1,5%	1,4%	1,8%	1,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-80,6	-75,0	-77,9	-85,4	-92,0	-95,2	-102,5
in % der Nettoerlöse	%	-19,8%	-16,9%	-16,3%	-16,9%	-17,4%	-17,8%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-17,8	-13,6	-14,8	-15,0	-14,0	-15,4	-16,3
in % der Nettoerlöse	%	-4,4%	-3,0%	-3,1%	-3,0%	-2,6%	-2,9%	-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.	-125,3	-129,8	-146,9	-154,8	-166,5	-165,1	-178,0
in % der Nettoerlöse	%	-30,9%	-29,2%	-30,8%	-30,6%	-31,5%	-30,8%	-31,4%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,5</b>	<b>37,8</b>	<b>31,2</b>	<b>35,5</b>	<b>42,9</b>	<b>41,5</b>	<b>33,3</b>
in % der Nettoerlöse	%	3,1%	8,5%	6,5%	7,0%	8,1%	7,8%	5,9%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,4</b>	<b>24,3</b>	<b>16,4</b>	<b>20,5</b>	<b>28,9</b>	<b>26,2</b>	<b>17,0</b>
in % der Nettoerlöse	%	-1,3%	5,5%	3,4%	4,0%	5,5%	4,9%	3,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-3,1	-0,6	-3,5	-4,3	-4,3	-5,0	-4,9
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,5</b>	<b>23,7</b>	<b>12,9</b>	<b>16,2</b>	<b>24,6</b>	<b>21,2</b>	<b>12,1</b>
in % der Nettoerlöse	%	-2,1%	5,3%	2,7%	3,2%	4,7%	4,0%	2,1%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	-0,1	4,8	-4,4	-6,1	-6,0	-7,1	-4,2
in % des EBT	%	1,8%	20,2%	-34,0%	-37,6%	-24,5%	-33,3%	-34,8%
<b>Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,6</b>	<b>28,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>	<b>7,9</b>
in % der Nettoerlöse	%	-2,1%	6,4%	1,8%	2,0%	3,5%	2,6%	1,4%
YoY	%	-85,4%	n/a	-70,1%	18,5%	84,4%	-23,8%	-44,1%
Anzahl Aktien	Mio.	15,9	15,9	18,5	18,5	17,6	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,54</b>	<b>1,80</b>	<b>0,46</b>	<b>0,54</b>	<b>1,05</b>	<b>0,77</b>	<b>0,43</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Nettoumsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>507,1</b>	<b>495,2</b>	<b>486,5</b>	<b>484,1</b>	<b>481,6</b>
YoY	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-256,5	-244,1	-229,8	-220,2	-214,7	-213,4	-210,2
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-46,4%	-45,3%	-44,5%	-44,1%	-44,1%	-43,7%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>288,1</b>	<b>281,8</b>	<b>277,3</b>	<b>274,9</b>	<b>271,8</b>	<b>270,7</b>	<b>271,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	53,6%	54,7%	55,5%	55,9%	55,9%	56,3%
YoY	%	-5,5%	-2,2%	-1,6%	-0,9%	-1,1%	-0,4%	0,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	8,7	18,8	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	3,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-102,3	-96,8	-97,5	-96,9	-90,3	-84,9	-84,1
in % der Nettoerlöse	%	-18,8%	-18,4%	-19,2%	-19,6%	-18,6%	-17,5%	-17,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-16,7	-16,5	-17,4	-44,2	-43,8	-43,3	-42,9
in % der Nettoerlöse	%	-3,1%	-3,1%	-3,4%	-8,9%	-9,0%	-9,0%	-8,9%
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.	-171,2	-171,7	-165,2	-114,2	-113,0	-113,6	-112,9
in % der Nettoerlöse	%	-31,4%	-32,7%	-32,6%	-23,1%	-23,2%	-23,5%	-23,4%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,3</b>	<b>32,0</b>	<b>20,7</b>	<b>70,0</b>	<b>74,6</b>	<b>78,2</b>	<b>80,4</b>
in % der Nettoerlöse	%	4,3%	6,1%	4,1%	14,1%	15,3%	16,2%	16,7%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,6</b>	<b>15,6</b>	<b>3,3</b>	<b>25,8</b>	<b>30,8</b>	<b>34,9</b>	<b>37,5</b>
in % der Nettoerlöse	%	1,2%	3,0%	0,7%	5,2%	6,3%	7,2%	7,8%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,9	-4,9	-4,9	-16,4	-13,2	-13,1	-13,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,7</b>	<b>10,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>9,4</b>	<b>17,6</b>	<b>21,8</b>	<b>24,6</b>
in % der Nettoerlöse	%	0,3%	2,0%	-0,3%	1,9%	3,6%	4,5%	5,1%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	-1,3	-6,8	-1,0	-3,7	-5,3	-6,5	-7,4
in % des EBT	%	-76,0%	-63,9%	60,9%	-39,4%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
<b>Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>5,7</b>	<b>12,3</b>	<b>15,2</b>	<b>17,2</b>
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,7%	-0,5%	1,1%	2,5%	3,1%	3,6%
YoY	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	117,1%	23,8%	12,7%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,02</b>	<b>0,21</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,31</b>	<b>0,67</b>	<b>0,82</b>	<b>0,93</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Erlösentwicklung nach Segmenten I, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>
Deutschland	EUR Mio.	332,0	356,2	382,1	410,1	432,1	439,9	474,2
Österreich	EUR Mio.	60,9	74,6	79,1	80,1	78,6	76,3	73,0
Luxemburg	EUR Mio.	13,0	14,0	15,3	15,5	16,3	17,3	16,7
Schweiz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,8	2,1
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	81,8%	80,1%	80,2%	81,0%	81,7%	82,2%	83,8%
Österreich	%	15,0%	16,8%	16,6%	15,8%	14,9%	14,3%	12,9%
Luxemburg	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%
Schweiz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,3%	0,4%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,8%</b>
Deutschland	%	-15,9%	7,3%	7,3%	7,3%	5,4%	1,8%	7,8%
Österreich	%	-7,6%	22,5%	6,1%	1,2%	-1,9%	-2,9%	-4,3%
Luxemburg	%	-6,8%	8,1%	9,5%	1,0%	4,9%	6,6%	-3,7%
Schweiz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	312,5%	6,1%	19,1%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>486,6</b>	<b>534,7</b>	<b>564,5</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>
Damen	EUR Mio.	246,4	260,8	279,8	242,9	253,7	256,9	271,7
Herren	EUR Mio.	146,3	150,0	154,0	136,6	142,7	144,5	152,8
Lingerie	EUR Mio.	48,8	54,1	58,8	50,6	52,9	53,5	56,6
Accessoires	EUR Mio.	45,1	69,8	71,9	75,9	79,3	80,3	84,9
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Damen	%	50,6%	48,8%	49,6%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	30,1%	28,1%	27,3%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	10,0%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	9,3%	13,1%	12,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-13,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,8%</b>
Damen	%	-15,3%	5,8%	7,3%	-13,2%	4,5%	1,3%	5,8%
Herren	%	-12,3%	2,5%	2,7%	-11,3%	4,5%	1,3%	5,8%
Lingerie	%	-12,0%	10,8%	8,7%	-14,0%	4,5%	1,3%	5,8%
Accessoires	%	-9,6%	54,9%	3,0%	5,7%	4,5%	1,3%	5,8%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>405,8</b>	<b>444,8</b>	<b>476,6</b>	<b>506,1</b>	<b>528,6</b>	<b>535,3</b>	<b>566,1</b>
Eigenmarken	EUR Mio.	389,2	421,6	429,4	455,5	471,0	457,1	396,2
Fremdmarken	EUR Mio.	16,6	23,2	47,2	50,6	57,6	78,1	169,8
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	95,9%	94,8%	90,1%	90,0%	89,1%	85,4%	70,0%
Fremdmarken	%	4,1%	5,2%	9,9%	10,0%	10,9%	14,6%	30,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Erlösentwicklung nach Segmenten I, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>507,1</b>	<b>495,2</b>	<b>486,5</b>	<b>484,1</b>	<b>481,6</b>
Deutschland	EUR Mio.	453,7	435,4	417,7	407,4	397,2	393,3	389,3
Österreich	EUR Mio.	71,2	68,9	68,2	66,0	67,0	68,0	68,8
Luxemburg	EUR Mio.	16,7	18,2	17,8	18,2	18,7	19,1	19,5
Schweiz	EUR Mio.	3,0	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	83,3%	82,8%	82,4%	82,3%	81,6%	81,2%	80,8%
Österreich	%	13,1%	13,1%	13,5%	13,3%	13,8%	14,0%	14,3%
Luxemburg	%	3,1%	3,5%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	4,1%
Schweiz	%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,5%</b>
Deutschland	%	-4,3%	-4,0%	-4,1%	-2,4%	-2,5%	-1,0%	-1,0%
Österreich	%	-2,5%	-3,2%	-1,0%	-3,2%	1,5%	1,4%	1,3%
Luxemburg	%	0,0%	9,2%	-2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%
Schweiz	%	43,0%	7,3%	7,7%	2,5%	2,5%	4,0%	4,0%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>507,1</b>	<b>495,2</b>	<b>486,5</b>	<b>484,1</b>	<b>481,6</b>
Damen	EUR Mio.	261,4	252,4	243,4	237,7	233,5	232,4	231,2
Herren	EUR Mio.	147,0	142,0	136,9	133,7	131,4	130,7	130,0
Lingerie	EUR Mio.	54,5	52,6	50,7	49,5	48,7	48,4	48,2
Accessoires	EUR Mio.	81,7	78,9	76,1	74,3	73,0	72,6	72,2
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,5%</b>
Damen	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
Herren	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
Lingerie	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
Accessoires	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,4%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>544,6</b>	<b>525,8</b>	<b>507,1</b>	<b>495,2</b>	<b>486,5</b>	<b>484,1</b>	<b>481,6</b>
Eigenmarken	EUR Mio.	354,0	315,5	334,7	359,5	388,5	390,5	392,4
Fremdmarken	EUR Mio.	190,6	210,3	172,4	135,7	98,0	93,6	89,3
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenmarken	%	65,0%	60,0%	66,0%	72,6%	79,9%	80,7%	81,5%
Fremdmarken	%	35,0%	40,0%	34,0%	27,4%	20,1%	19,3%	18,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Erlösentwicklung nach Segmenten II, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>123</b>	<b>135</b>	<b>162</b>	<b>169</b>	<b>171</b>	<b>170</b>	<b>178</b>
YoY		1,7%	9,8%	20,0%	4,3%	1,2%	-0,6%	4,7%
davon Deutschland		104	107	132	139	143	145	154
davon Österreich		17	26	28	27	25	22	21
davon Luxembourg		2	2	2	2	2	2	2
davon Schweiz		0	0	0	1	1	1	1
<b>Nettoveränderung</b>		<b>2</b>	<b>12</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>
davon Organisches Wachstum		3	8	13	11	6	4	2
davon Akquisitionen		0	7	18	5	0	0	9
davon Schließungen/Verkäufe		-1	-3	-4	-9	-4	-5	-3
Durchschnittliche Anzahl an Stores		122	129	149	166	170	171	174
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,3	3,3	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2
YoY	%	-15,9%	-0,1%	-10,7%	1,8%	3,2%	1,9%	1,0%
Verkaufsfläche	1.000 qm	200,0	213,0	257,6	269,1	272,4	270,8	284,0
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	1.626	1.578	1.590	1.592	1.593	1.593	1.595
Nettoumsatz je qm	EUR	2.029	2.088	1.850	1.881	1.941	1.977	1.993
Rohertrag je qm	EUR	1.003	1.101	954	995	1.078	1.079	1.074
LFL-Umsätze (YoY)	%	n/a	n/a	1,0%	-2,5%	3,6%	3,0%	-0,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Erlösentwicklung nach Segmenten II, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Anzahl Modemärkte</b>		<b>183</b>	<b>182</b>	<b>178</b>	<b>172</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
YoY		2,8%	-0,5%	-2,2%	-3,4%	-2,9%	0,0%	0,0%
davon Deutschland		156	155	150	143	138	138	138
davon Österreich		22	22	23	24	24	24	24
davon Luxembourg		3	3	3	3	3	3	3
davon Schweiz		2	2	2	2	2	2	2
<b>Nettoveränderung</b>		<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
davon Organisches Wachstum		5	2	1	6	6	0	0
davon Akquisitionen		0	0	0	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		0	-3	-3	-6	-7	0	0
Durchschnittliche Anzahl an Stores		181	183	180	175	170	167	167
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,0	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
YoY	%	-6,4%	-2,9%	-1,4%	1,1%	1,2%	-0,5%	-0,5%
Verkaufsfläche	1.000 qm	292,2	290,6	287,3	287,3	285,6	285,6	285,6
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	1.597	1.596	1.614	1.670	1.710	1.710	1.710
Nettoumsatz je qm	EUR	1.864	1.810	1.765	1.724	1.704	1.695	1.686
Rohertrag je qm	EUR	986	970	965	957	952	948	950
LFL-Umsätze (YoY)	%	-4,6%	-4,5%	-3,5%	1,4%	-2,3%	-1,7%	-0,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA</b>								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,6	3,0	3,5	5,9	6,2	6,8	6,7
Sachanlagen	EUR Mio.	63,8	52,2	50,7	64,7	72,2	72,5	81,6
Grundstücke	EUR Mio.	3,4	3,4	3,4	2,0	1,5	1,5	0,4
Latente Steuern	EUR Mio.	2,2	8,3	7,9	7,8	8,6	11,8	10,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,7	0,6	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>72,6</b>	<b>67,5</b>	<b>66,4</b>	<b>80,9</b>	<b>89,1</b>	<b>93,1</b>	<b>99,7</b>
Vorräte	EUR Mio.	53,6	56,7	73,5	78,2	77,5	75,6	81,3
DIO	d	48	46	56	56	53	51	52
Lagerumschlag	x	9,1	9,4	7,7	1,7	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	0,6	1,3	1,2	0,1	0,1	0,2	1,9
DSO	0	1	1	1	0	0	0	1
Übrige Forderungen	EUR Mio.	41,1	3,9	6,0	8,9	7,0	5,5	8,2
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5	69,7	52,1
in % der Bilanzsumme	%	18,0%	20,3%	21,4%	20,0%	23,9%	28,5%	21,4%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>132,3</b>	<b>95,2</b>	<b>121,0</b>	<b>129,5</b>	<b>139,1</b>	<b>150,9</b>	<b>143,5</b>
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	0,3	0,3	0,3
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>205,0</b>	<b>162,7</b>	<b>187,4</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>244,3</b>	<b>243,4</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Aktiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,5	5,6	4,8	3,9	3,5	3,2	2,9
Sachanlagen	EUR Mio.	78,1	75,0	69,0	222,3	221,3	220,3	224,3
Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Latente Steuern	EUR Mio.	10,0	7,4	9,0	31,5	31,8	32,1	32,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>95,5</b>	<b>88,6</b>	<b>83,4</b>	<b>258,3</b>	<b>257,3</b>	<b>256,3</b>	<b>260,3</b>
Vorräte	EUR Mio.	75,4	73,7	78,7	77,9	79,5	81,1	82,7
DIO	d	50	50	56	57	59	60	62
Lagerumschlag	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DSO	0	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	8,0	14,6	9,7	10,7	10,5	10,3	10,1
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,8	63,3	54,9	70,0	72,0	70,4	79,9
in % der Bilanzsumme	%	19,2%	26,3%	24,2%	16,8%	17,2%	16,8%	18,5%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>126,8</b>	<b>152,2</b>	<b>143,4</b>	<b>158,6</b>	<b>161,9</b>	<b>161,8</b>	<b>172,7</b>
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>222,6</b>	<b>241,1</b>	<b>226,8</b>	<b>417,0</b>	<b>419,2</b>	<b>418,0</b>	<b>433,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASSIVA</b>								
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	15,9	15,9	18,5	17,6	17,6	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	138,2	101,0	123,5	119,4	119,4	127,4	127,4
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-2,7	-2,2
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-84,7	-75,7	-67,2	-57,1	-43,4	-37,6	-38,9
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>69,3</b>	<b>41,2</b>	<b>74,8</b>	<b>79,9</b>	<b>92,0</b>	<b>105,6</b>	<b>104,9</b>
Eigenkapitalquote	%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	4,8	4,4	4,1	3,8	3,5	3,2	2,9
Rückstellungen	EUR Mio.	0,9	1,0	1,1	1,2	1,5	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	0,3	0,6	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,7	1,3	2,5	4,0	4,7
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	45,2	36,3	27,7	41,1	48,6	47,7	49,5
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	3,3	4,6	4,3	4,1	5,9	7,1	5,9
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>54,5</b>	<b>47,2</b>	<b>38,2</b>	<b>51,8</b>	<b>62,1</b>	<b>63,5</b>	<b>64,6</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	13,6	14,2	15,0	15,8	10,3	10,2	11,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,1	27,8	30,6	33,8	34,2	31,7	32,0
in % der Erlöse	%	8,2%	6,3%	6,4%	6,7%	6,5%	5,9%	5,7%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,7	2,8	2,4	2,5	3,6	4,2	3,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	19,6	19,5	16,9	17,5	19,5	20,4	19,8
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	1,2	0,3	0,0	1,5	1,3	2,4	0,2
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	9,0	9,8	9,4	7,6	5,4	6,3	6,8
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>81,2</b>	<b>74,4</b>	<b>74,4</b>	<b>78,8</b>	<b>74,3</b>	<b>75,1</b>	<b>74,0</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>205,0</b>	<b>162,7</b>	<b>187,4</b>	<b>210,5</b>	<b>228,4</b>	<b>244,3</b>	<b>243,4</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
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.	-2,3	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-47,7	-43,9	-47,4	-41,7	-31,2	-19,7	-7,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>95,8</b>	<b>99,9</b>	<b>96,3</b>	<b>102,0</b>	<b>112,5</b>	<b>124,0</b>	<b>136,6</b>
Eigenkapitalquote	%	43,1%	41,4%	42,5%	24,5%	26,8%	29,7%	31,5%
Rechnungsabgrenzungsposten								
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten								
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,6	2,3	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	2,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,7	5,4	4,9	5,3	5,9	6,5	7,1
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	46,3	50,2	47,3	208,7	198,2	194,3	196,2
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	5,8	5,5	5,2	5,0	4,9	4,7	4,6
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>60,7</b>	<b>64,7</b>	<b>60,8</b>	<b>222,7</b>	<b>213,0</b>	<b>209,7</b>	<b>212,5</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten								
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,9	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	25,3	27,6	25,1	22,6	22,4	22,1	21,9
in % der Erlöse	%	4,6%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,5	4,4	5,6	7,4	8,9	9,9	10,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	19,5	24,3	21,9	21,4	20,8	20,3	19,7
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	10,4	9,8	9,9	10,0	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	0,1	3,8	0,3	0,1	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	5,8	5,7	6,7	30,9	31,2	31,5	31,9
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>66,0</b>	<b>76,4</b>	<b>69,7</b>	<b>92,3</b>	<b>93,8</b>	<b>84,3</b>	<b>84,0</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter								
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>222,6</b>	<b>241,1</b>	<b>226,8</b>	<b>417,0</b>	<b>419,2</b>	<b>418,0</b>	<b>433,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA</b>								
Immaterielle Vermögenswerte	%	1,2%	1,8%	1,9%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%
Sachanlagen	%	31,1%	32,1%	27,0%	30,8%	31,6%	29,7%	33,5%
Grundstücke	%	1,6%	2,1%	1,8%	1,0%	0,7%	0,6%	0,2%
Latente Steuern	%	1,1%	5,1%	4,2%	3,7%	3,8%	4,8%	4,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,3%	0,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>35,4%</b>	<b>41,5%</b>	<b>35,4%</b>	<b>38,5%</b>	<b>39,0%</b>	<b>38,1%</b>	<b>40,9%</b>
Vorräte	%	26,2%	34,9%	39,2%	37,1%	33,9%	30,9%	33,4%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,3%	0,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,1%	0,8%
Übrige Forderungen	%	20,1%	2,4%	3,2%	4,2%	3,1%	2,3%	3,4%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	18,0%	20,3%	21,4%	20,0%	23,9%	28,5%	21,4%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>64,6%</b>	<b>58,5%</b>	<b>64,6%</b>	<b>61,5%</b>	<b>60,9%</b>	<b>61,8%</b>	<b>58,9%</b>
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%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Summa Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,9%	2,3%	2,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%
Sachanlagen	%	35,1%	31,1%	30,4%	53,3%	52,8%	52,7%	51,8%
Grundstücke	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Latente Steuern	%	4,5%	3,1%	4,0%	7,6%	7,6%	7,7%	7,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>42,9%</b>	<b>36,8%</b>	<b>36,8%</b>	<b>62,0%</b>	<b>61,4%</b>	<b>61,3%</b>	<b>60,1%</b>
Vorräte	%	33,9%	30,6%	34,7%	18,7%	19,0%	19,4%	19,1%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Übrige Forderungen	%	3,6%	6,0%	4,3%	2,6%	2,5%	2,5%	2,3%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	19,2%	26,3%	24,2%	16,8%	17,2%	16,8%	18,5%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>%</b>	<b>57,0%</b>	<b>63,1%</b>	<b>63,2%</b>	<b>38,0%</b>	<b>38,6%</b>	<b>38,7%</b>	<b>39,9%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summa Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASSIVA</b>								
Gezeichnetes Kapital	%	7,7%	9,7%	9,9%	8,4%	7,7%	7,6%	7,6%
Kapitalrücklage	%	67,4%	62,1%	65,9%	56,7%	52,3%	52,2%	52,3%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,7%	-1,1%	-0,9%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-41,3%	-46,5%	-35,9%	-27,1%	-19,0%	-15,4%	-16,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>33,8%</b>	<b>25,3%</b>	<b>39,9%</b>	<b>38,0%</b>	<b>40,3%</b>	<b>43,2%</b>	<b>43,1%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	2,3%	2,7%	2,2%	1,8%	1,5%	1,3%	1,2%
Rückstellungen	%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	1,1%	1,6%	1,9%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	22,0%	22,3%	14,8%	19,5%	21,3%	19,5%	20,3%
Rückstellungen für Pensionen	%	1,6%	2,8%	2,3%	2,0%	2,6%	2,9%	2,4%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>26,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>20,4%</b>	<b>24,6%</b>	<b>27,2%</b>	<b>26,0%</b>	<b>26,5%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	6,6%	8,7%	8,0%	7,5%	4,5%	4,2%	4,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,2%	17,1%	16,3%	16,0%	14,9%	13,0%	13,2%
Sonstige Rückstellungen	%	2,3%	1,7%	1,3%	1,2%	1,6%	1,7%	1,4%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	9,5%	12,0%	9,0%	8,3%	8,5%	8,3%	8,1%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	0,6%	0,2%	0,0%	0,7%	0,6%	1,0%	0,1%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	4,4%	6,0%	5,0%	3,6%	2,4%	2,6%	2,8%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>39,6%</b>	<b>45,7%</b>	<b>39,7%</b>	<b>37,4%</b>	<b>32,5%</b>	<b>30,7%</b>	<b>30,4%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
Gezeichnetes Kapital	%	8,3%	7,7%	8,2%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%
Kapitalrücklage	%	57,2%	52,8%	56,2%	30,6%	30,4%	30,5%	29,4%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-21,5%	-18,2%	-20,9%	-10,0%	-7,5%	-4,7%	-1,6%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>%</b>	<b>43,1%</b>	<b>41,4%</b>	<b>42,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,8%</b>	<b>29,7%</b>	<b>31,5%</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,2%	0,9%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Rückstellungen	%	0,6%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,1%	2,2%	2,1%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	20,8%	20,8%	20,9%	50,0%	47,3%	46,5%	45,3%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,6%	2,3%	2,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
<b>Summe Langfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>27,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>26,8%</b>	<b>53,4%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,2%</b>	<b>49,1%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,9%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	11,3%	11,4%	11,1%	5,4%	5,3%	5,3%	5,1%
Sonstige Rückstellungen	%	2,0%	1,8%	2,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,3%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,1%	9,7%	5,1%	5,0%	4,8%	4,6%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	4,3%	4,3%	2,4%	2,4%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	0,0%	1,6%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,4%	3,0%	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>%</b>	<b>29,7%</b>	<b>31,7%</b>	<b>30,7%</b>	<b>22,1%</b>	<b>22,4%</b>	<b>20,2%</b>	<b>19,4%</b>
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	-7,1	22,6	12,9	16,2	24,6	21,2	12,1
Abschreibungen	EUR Mio.	17,8	13,6	14,8	15,0	14,0	15,4	16,3
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	2,0	1,2	-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.	14,2	10,3	11,3	0,5	-0,5	0,0	1,4
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,7</b>	<b>46,3</b>	<b>38,7</b>	<b>31,5</b>	<b>40,1</b>	<b>37,8</b>	<b>28,5</b>
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-19,5	1,3	-18,7	-6,4	2,5	3,4	-10,1
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	5,2	-0,2	-9,5	2,7	0,4	-2,5	0,3
Δ Sonstige Bilanzpositionen	EUR Mio.	-7,1	-22,3	-2,8	1,8	1,8	2,9	-0,5
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	3,1	0,6	3,5	4,3	4,3	5,0	4,9
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,5	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-0,1	-0,5	-5,0	-4,3	-7,1	-9,3	-5,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	0,2	2,6	0,0	-1,1	-0,9	1,4
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,2</b>	<b>25,8</b>	<b>8,8</b>	<b>30,7</b>	<b>40,9</b>	<b>36,4</b>	<b>19,5</b>
YoY	%	-131,8%	258,7%	-65,8%	247,4%	33,4%	-11,1%	-46,3%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,9	0,6	0,0	1,5	1,9	0,2	0,2
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-3,8	-4,4	-12,5	-11,5	-11,1	-11,7	-13,3
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	-3,5
Auszahlungen für Investitionen in das Planvermögen	EUR Mio.	-35,0	-12,9	-0,7	0,0	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
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-37,8</b>	<b>-16,8</b>	<b>-13,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>-9,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-16,6</b>
YoY	%	n/a	-55,7%	-21,2%	-26,5%	-5,7%	24,6%	45,8%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-30,7</b>	<b>9,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>21,0</b>	<b>31,8</b>	<b>24,9</b>	<b>2,9</b>
YoY	%	64,7%	-129,5%	-148,5%	-578,4%	51,6%	-21,5%	-88,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	53,1	-37,2	25,2	0,0	0,0	8,9	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,4	-7,9	-9,2
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-2,5	0,2	0,5	0,6	-5,8	-0,5	1,2
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-8,6	-8,1	-8,9	-13,6	5,3	0,0	-7,6
Δ Kundenkartenverbindlichkeiten	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	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	32,0	-5,6	-0,8	-11,4	-10,3	-4,9
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,4</b>	<b>-13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>-18,9</b>	<b>-19,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>-20,5</b>
YoY	%	133,0%	n/a	n/a	n/a	2,5%	-49,3%	108,3%
Δ Liquidität	EUR Mio.	11,8	-4,0	7,1	2,1	12,4	15,1	-17,6
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	25,2	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5	69,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>37,0</b>	<b>33,0</b>	<b>40,0</b>	<b>42,1</b>	<b>54,5</b>	<b>69,7</b>	<b>52,1</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	1,7	10,7	-1,6	9,4	17,6	21,8	24,6
Abschreibungen	EUR Mio.	16,7	16,5	17,4	44,2	43,8	43,3	42,9
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	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.	2,2	-8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,3</b>	<b>18,0</b>	<b>15,5</b>	<b>53,6</b>	<b>61,4</b>	<b>65,1</b>	<b>67,5</b>
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	7,4	-4,8	0,4	-0,2	-1,3	-1,4	-1,4
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,8	2,3	-2,5	-2,5	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Sonstige Bilanzpositionen	EUR Mio.	0,7	5,5	-1,6	1,7	1,5	1,0	0,2
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	16,4	13,2	13,1	13,0
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.	-1,1	-0,5	-6,1	-26,4	-5,2	-6,8	-7,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-3,3	-4,2	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,2</b>	<b>21,2</b>	<b>9,9</b>	<b>42,6</b>	<b>69,4</b>	<b>70,8</b>	<b>71,4</b>
YoY	%	13,7%	-4,7%	-53,2%	331,0%	62,8%	2,0%	0,9%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,0	-12,4	-10,6	-196,6	-42,4	-42,0	-46,6
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	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	27,2	4,7	185,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,8</b>	<b>14,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,0</b>	<b>-46,6</b>
YoY	%	-34,9%	n/a	n/a	94,8%	266,0%	-0,9%	11,0%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,4</b>	<b>35,9</b>	<b>3,9</b>	<b>31,1</b>	<b>27,0</b>	<b>28,8</b>	<b>24,8</b>
YoY	%	295,7%	216,4%	-89,0%	686,7%	-13,0%	6,6%	-13,9%
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.	-9,3	0,0	-0,9	0,0	-1,9	-3,7	-4,6
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,1	-10,9	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-4,1	3,8	-1,9	169,1	-23,4	-16,7	-10,7
Δ Kundenkartenverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	10,4	-0,6	0,1	0,1	-10,0	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-6,2	-18,6	-8,6	-185,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzierungscashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-20,7</b>	<b>-15,4</b>	<b>-12,4</b>	<b>-16,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-30,3</b>	<b>-15,2</b>
YoY	%	1,0%	-25,6%	-19,6%	29,4%	56,7%	21,0%	-49,7%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-9,3	20,6	-8,4	15,1	2,0	-1,5	9,5
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	52,1	42,8	63,3	54,9	70,0	72,0	70,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,8</b>	<b>63,3</b>	<b>54,9</b>	<b>70,0</b>	<b>72,0</b>	<b>70,4</b>	<b>79,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Key Data</b>								
Nettoumsatz	EUR Mio.	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3	566,1
Rohertrag	EUR Mio.	200,6	234,4	245,6	267,9	293,7	292,0	304,9
EBITDA	EUR Mio.	12,5	37,8	31,2	35,5	42,9	41,5	33,3
EBIT	EUR Mio.	-5,4	24,3	16,4	20,5	28,9	26,2	17,0
EBT	EUR Mio.	-8,5	23,7	12,9	16,2	24,6	21,2	12,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	-8,6	28,5	8,5	10,1	18,6	14,1	7,9
Anzahl Mitarbeiter		4.702	4.174	4.480	4.390	4.294	4.213	4.203
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	10,20	6,60	9,93	13,91	13,84
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	3,90	4,01	4,84	9,09	9,41
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	8,25	5,27	7,57	11,57	11,36
EPS	EUR	-0,54	1,80	0,46	0,54	1,05	0,77	0,43
CFPS	EUR	0,68	2,28	1,50	1,68	2,19	1,98	1,54
BVPS	EUR	4,37	2,60	4,04	4,32	5,22	5,72	5,66
NAV	EUR	4,37	2,60	4,04	4,32	5,22	5,72	5,66
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,40	0,45	0,50	0,50
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	49,4%	52,7%	51,5%	52,9%	55,6%	54,6%	53,9%
EBITDA-Marge	%	3,1%	8,5%	6,5%	7,0%	8,1%	7,8%	5,9%
EBIT-Marge	%	-1,3%	5,5%	3,4%	4,0%	5,5%	4,9%	3,0%
EBT-Marge	%	-2,1%	5,3%	2,7%	3,2%	4,7%	4,0%	2,1%
Netto-Marge	%	-2,1%	6,4%	1,8%	2,0%	3,5%	2,6%	1,4%
FCF-Marge	%	-7,6%	2,0%	-0,9%	4,1%	6,0%	4,7%	0,5%
ROE	%	-18,2%	51,6%	14,7%	13,0%	21,6%	14,3%	7,5%
ROCE	%	9,7%	30,1%	21,6%	21,0%	23,9%	22,9%	16,2%
CE/Umsatz	%	21,5%	19,2%	20,6%	22,7%	23,1%	23,0%	24,6%
NWC/Umsatz	%	5,2%	6,8%	9,2%	8,8%	8,2%	8,2%	9,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	86,3	106,6	106,4	115,3	123,1	127,1	134,7
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-1,1	5,8	3,7	4,7	6,7	6,2	4,0
DSO	d	1	1	1	0	0	0	1
Inventory days	d	48	46	56	56	53	51	52
Capex/Umsatz	%	0,9%	1,0%	2,6%	2,3%	2,1%	2,2%	2,3%
<b>Wachstumsraten</b>								
Nettoumsatz	%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%
EBITDA	%	n/a	203,4%	-17,6%	13,8%	20,8%	-3,1%	-19,9%
EBIT	%	-90,3%	n/a	-32,5%	25,0%	41,1%	-9,4%	-35,1%
EBT	%	-86,2%	n/a	-45,6%	25,4%	52,3%	-13,8%	-42,8%
Nettoergebnis	%	-85,4%	n/a	-70,1%	18,5%	84,4%	-23,8%	-44,1%
EPS	%	-85,4%	n/a	-74,4%	18,5%	93,7%	-27,3%	-44,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick I, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Key Data</b>								
Nettoumsatz	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,2	486,5	484,1	481,6
Rohertrag	EUR Mio.	288,1	281,8	277,3	274,9	271,8	270,7	271,4
EBITDA	EUR Mio.	23,3	32,0	20,7	70,0	74,6	78,2	80,4
EBIT	EUR Mio.	6,6	15,6	3,3	25,8	30,8	34,9	37,5
EBT	EUR Mio.	1,7	10,7	-1,6	9,4	17,6	21,8	24,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,4	3,9	-2,6	5,7	12,3	15,2	17,2
Anzahl Mitarbeiter		4.082	3.746	3.780	3.617	3.596	3.596	3.596
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	9,85	6,32	6,74	4,04	3,95		
Kurs Tief	EUR	4,62	4,65	2,93	2,96	3,78		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	7,20	5,56	3,18	3,32	3,85	3,85	3,85
EPS	EUR	0,02	0,21	-0,14	0,31	0,67	0,82	0,93
CFPS	EUR	0,99	1,47	0,85	2,89	3,32	3,52	3,64
BVPS	EUR	5,18	5,40	5,20	5,51	6,08	6,70	7,38
NAV	EUR	5,18	5,40	5,20	5,51	6,08	6,70	7,38
Dividende	EUR	0,00	0,05	0,00	0,10	0,20	0,25	0,25
Kursziel	EUR							<b>8,60</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>123,4%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
Rohertragsmarge	%	52,9%	53,6%	54,7%	55,5%	55,9%	55,9%	56,3%
EBITDA-Marge	%	4,3%	6,1%	4,1%	14,1%	15,3%	16,2%	16,7%
EBIT-Marge	%	1,2%	3,0%	0,7%	5,2%	6,3%	7,2%	7,8%
EBT-Marge	%	0,3%	2,0%	-0,3%	1,9%	3,6%	4,5%	5,1%
Netto-Marge	%	0,1%	0,7%	-0,5%	1,1%	2,5%	3,1%	3,6%
FCF-Marge	%	2,1%	6,8%	0,8%	6,3%	5,5%	5,9%	5,1%
ROE	%	0,4%	3,9%	-2,6%	5,7%	11,5%	12,9%	13,2%
ROCE	%	11,7%	17,1%	11,1%	16,9%	18,0%	18,8%	19,0%
CE/Umsatz	%	24,9%	24,2%	25,1%	56,9%	57,9%	58,3%	59,8%
NWC/Umsatz	%	9,3%	8,9%	10,6%	11,2%	11,7%	12,2%	12,6%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	133,4	140,4	134,2	136,9	135,3	134,6	133,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	1,6	4,2	0,9	7,1	8,6	9,7	10,4
DSO	d	0	0	0	0	0	0	0
Inventory days	d	50	50	56	57	59	60	62
Capex/Umsatz	%	2,0%	2,4%	2,1%	39,7%	8,7%	8,7%	9,7%
<b>Wachstumsraten</b>								
Nettoumsatz	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
EBITDA	%	-30,0%	37,4%	-35,3%	238,0%	6,6%	4,8%	2,9%
EBIT	%	-60,9%	134,2%	-78,5%	671,4%	19,6%	13,1%	7,7%
EBT	%	-85,9%	525,1%	n/a	n/a	87,8%	23,8%	12,7%
Nettoergebnis	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	117,1%	23,8%	12,7%
EPS	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	117,1%	23,8%	12,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Auf einen Blick II, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	72,6	67,5	66,4	80,9	89,1	93,1	99,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	132,3	95,2	121,0	129,5	139,1	150,9	143,5
Eigenkapital	EUR Mio.	69,3	41,2	74,8	79,9	92,0	105,6	104,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	135,7	121,5	112,6	130,5	136,4	138,6	138,5
Anlagenintensität	%	31,1%	32,1%	27,0%	30,8%	31,6%	29,7%	33,5%
EK-Quote	%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	51,3%	76,9%	21,6%	32,9%	14,5%	-2,1%	17,9%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-3,4	0,8	1,2	1,0	0,5	0,5	0,9
Working Capital	EUR Mio.	21,1	30,3	44,1	44,5	43,4	44,0	51,1
Capital Employed	EUR Mio.	87,4	85,5	98,2	115,1	121,9	123,3	139,4
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	n/a	n/a	18,5	18,5	17,6	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	152,7	97,5	133,4	213,8	210,3
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	188,8	122,2	175,0	257,0	256,2
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	72,2	74,2	85,3	167,9	174,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	35,6	31,7	16,2	26,3	13,3	-2,2	18,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	3,3	4,6	4,3	4,1	5,9	7,1	5,9
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	173,2	128,0	152,7	218,7	234,9
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	n/a	n/a	209,2	152,6	194,3	261,9	280,8
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	n/a	n/a	92,7	104,6	104,6	172,9	198,8
Free Float	%	n/a	n/a	58,4%	56,6%	41,3%	47,1%	47,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	n/a	n/a	89,2	55,2	55,1	100,7	99,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	0,36	0,25	0,29	0,41	0,42
EV/Umsatz (Hoch)	x	n/a	n/a	0,44	0,30	0,37	0,49	0,50
EV/Umsatz (Tief)	x	n/a	n/a	0,19	0,21	0,20	0,32	0,35
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	5,6	3,6	3,6	5,3	7,1
EV/EBITDA (Hoch)	x	n/a	n/a	6,7	4,3	4,5	6,3	8,4
EV/EBITDA (Tief)	x	n/a	n/a	3,0	2,9	2,4	4,2	6,0
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	10,6	6,2	5,3	8,4	13,8
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	n/a	12,8	7,4	6,7	10,0	16,5
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	n/a	5,7	5,1	3,6	6,6	11,7
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	18,0	9,7	7,2	15,1	26,6
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	22,2	12,1	9,4	18,2	32,4
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	8,5	7,4	4,6	11,9	22,0
KCF (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	5,5	3,1	3,5	5,8	7,4
KCF (Hoch)	x	n/a	n/a	6,8	3,9	4,5	7,0	9,0
KCF (Tief)	x	n/a	n/a	2,6	2,4	2,2	4,6	6,1
KBV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	2,0	1,2	1,4	2,0	2,0
KBV (Hoch)	x	n/a	n/a	2,5	1,5	1,9	2,4	2,4
KBV (Tief)	x	n/a	n/a	1,0	0,9	0,9	1,6	1,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick II, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	95,5	88,6	83,4	258,3	257,3	256,3	260,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	126,8	152,2	143,4	158,6	161,9	161,8	172,7
Eigenkapital	EUR Mio.	95,8	99,9	96,3	102,0	112,5	124,0	136,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	126,7	141,2	130,5	315,0	306,8	294,0	296,5
Anlagenintensität	%	35,1%	31,1%	30,4%	53,3%	52,8%	52,7%	51,8%
EK-Quote	%	43,1%	41,4%	42,5%	24,5%	26,8%	29,7%	31,5%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	23,9%	-4,8%	1,4%	168,3%	142,0%	127,1%	110,2%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	2,0	0,2	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Working Capital	EUR Mio.	50,7	46,7	53,6	55,3	57,1	58,9	60,8
Capital Employed	EUR Mio.	135,3	127,3	127,4	281,5	281,9	282,4	287,9
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	133,3	102,9	58,9	61,5	71,3	71,3	71,3
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	182,3	117,0	124,8	74,8	73,1		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	85,5	86,1	54,2	54,8	70,0		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	22,9	-4,8	1,4	171,7	159,7	157,7	150,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	5,8	5,5	5,2	5,0	4,9	4,7	4,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	162,0	103,6	65,4	238,2	235,8	233,7	226,4
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	211,0	117,7	131,3	251,5	237,7		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	114,2	86,8	60,8	231,5	234,5		
Free Float	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	0,0%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	56,2	43,4	24,8	25,9	30,0	30,0	0,0
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,30	0,20	0,13	0,48	0,48	0,48	0,47
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,39	0,22	0,26	0,51	0,49		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,16	0,12	0,47	0,48		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	7,0	3,2	3,2	3,4	3,2	3,0	2,8
EV/EBITDA (Hoch)	x	9,1	3,7	6,3	3,6	3,2		
EV/EBITDA (Tief)	x	4,9	2,7	2,9	3,3	3,1		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	24,4	6,7	19,6	9,2	7,6	6,7	6,0
EV/EBIT (Hoch)	x	31,8	7,6	39,3	9,7	7,7		
EV/EBIT (Tief)	x	17,2	5,6	18,2	9,0	7,6		
KGV (Durchschnitt)	x	325,1	26,7	n/a	10,8	5,8	4,7	4,1
KGV (Hoch)	x	444,7	30,3	n/a	13,2	5,9		
KGV (Tief)	x	208,6	22,3	n/a	9,7	5,7		
KCF (Durchschnitt)	x	7,3	3,8	3,7	1,1	1,2	1,1	1,1
KCF (Hoch)	x	9,9	4,3	7,9	1,4	1,2		
KCF (Tief)	x	4,7	3,2	3,4	1,0	1,1		
KBV (Durchschnitt)	x	1,4	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
KBV (Hoch)	x	1,9	1,2	1,3	0,7	0,7		
KBV (Tief)	x	0,9	0,9	0,6	0,5	0,6		
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TY
<b>Umsatz</b>	%	<b>486,5</b>	<b>484,1</b>	<b>481,6</b>	<b>479,1</b>	<b>478,3</b>	<b>478,7</b>	<b>480,1</b>	<b>482,0</b>	<b>484,2</b>	<b>486,6</b>	<b>489,0</b>	<b>491,4</b>	<b>493,9</b>	<b>496,4</b>	<b>498,8</b>
YoY	EUR Mio.	-1,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,2%	0,1%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>30,8</b>	<b>34,9</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>	<b>38,0</b>	<b>38,1</b>	<b>38,2</b>	<b>38,3</b>	<b>38,5</b>	<b>38,7</b>	<b>38,9</b>	<b>39,1</b>	<b>39,3</b>	<b>39,5</b>	<b>39,9</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	6,3%	7,2%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuern	EUR Mio.	-5,3	-6,5	-7,4	-7,5	-11,0	-11,0	-11,1	-11,1	-11,2	-11,2	-11,3	-11,3	-11,4	-11,5	-11,6
Steuerquote ( $\tau$ )	%	17,1%	18,7%	19,6%	19,8%	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- $\tau$ )	EUR Mio.	25,6	28,3	30,2	30,5	27,0	27,0	27,1	27,2	27,3	27,5	27,6	27,8	27,9	28,1	28,3
Reinvestment	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-5,5	-5,6	-4,5	-4,8	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4	-5,4	-5,4	-5,5	-5,5	-2,6
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>25,2</b>	<b>27,9</b>	<b>24,6</b>	<b>25,0</b>	<b>22,5</b>	<b>22,2</b>	<b>21,9</b>	<b>21,9</b>	<b>22,0</b>	<b>22,1</b>	<b>22,2</b>	<b>22,3</b>	<b>22,4</b>	<b>22,6</b>	<b>25,8</b>
WACC	%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,5%	7,3%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	92,9%	86,2%	80,1%	74,5%	69,5%	64,9%	60,8%	57,0%	53,6%	50,5%	47,7%	45,1%	42,7%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,2</b>	<b>25,9</b>	<b>21,2</b>	<b>20,0</b>	<b>16,8</b>	<b>15,4</b>	<b>14,2</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,3%														
Terminal Cost of capital	%	5,5%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	92,3														
in % des Enterprise Value	%	27,8%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	125,7														
in % des Enterprise Value	%	37,9%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	113,7														
in % des Enterprise Value	%	34,3%														
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>331,7</b>														
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-241,7														
Liquidität	EUR Mio.	70,0														
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>160,0</b>														
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	18,5														
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,60</b>														
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 innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für 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 dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie 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. **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/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter 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 der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren 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/mit verbundene 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, Finanzportale und per E-Mail 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 ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag 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)
04.02.2020/12:15 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
07.11.2019/13:50 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,47	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
29.08.2019/09:15 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,07	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
01.08.2019/15:15 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,08	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
23.07.2019/10:50 Uhr	EUR 8,60/EUR 3,08	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
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

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. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 04.02.2020 um 10:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 4,00.