

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

In allen Punkten „delivered“

Auf dem gestrigen Conference Call hat Adler Modemärkte unter dem Slogan „We delivered“ aufgezeigt, dass die Anfang 2019 ausgesprochene Guidance nicht nur in Bezug auf die Umsatz- und Profitabilitätskennzahlen übertroffen wurde, sondern auch bezüglich der Cashflow- und Bilanzkennzahlen. Für die Erreichung der Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2020e wurde ein Maßnahmenbündel vorgestellt, darunter (1) die Schließung von bis zu vier weiteren, defizitären Standorten, sofern nicht durch Neuverhandlungen der Mietverträge ein Weiterbetrieb des jeweiligen Standortes ökonomisch – also nach Berücksichtigung von Rückbaukosten, von Abstandszahlungen und Abfindungszahlungen an die Mitarbeiter – sinnvoll wird, (2) die weitere Steigerung des Umsatzanteils der profitablen Eigenmarken durch Etablierung von zwei weiteren Eigenmarkenlinien in den Bereichen Herrenoberbekleidung und Übergrößen und (3) die Steigerung der Einkaufsmacht durch Verringerung der Anzahl der Zulieferer auf 100 von derzeit 360. Aufrechterhalten wird überdies die Strategie, (4) die Zahl der kundenindividuellen Digitaldruckmailings zu steigern, (5) die Nutzung von RFID-gestützten Inventurrobotern (ROI 1,5 Jahre) zu intensivieren und (6) den Share of Wallet unter den Bestandskunden zu erhöhen.

Wenig überraschend war die Corona-Pandemie zentrales Thema der Telefonkonferenz. Zum aktuellen Stand sieht der Vorstand deren Folgen als überschaubar an. Erstens, weil mit DIO von 125 Tagen die Läger mit der Frühjahrs- und Sommerkollektion ausreichend befüllt sind; zweitens, weil in der Mehrheit der knapp 120 chinesischen Fertigungsstandorte bereits wieder nahe dem Normalniveau produziert wird (ungeachtet dessen wird die Lage durch tägliche Video- und Telefonkonferenzen beobachtet); und drittens, weil die Kundenfrequenzen in den Stores bislang keine Abschwächung andeuten lassen.

Obwohl das Unternehmen seine Versprechungen erfüllt hat und auch der Jahresauftakt Angabe gemäß deutlich über den Vorjahreswerten lag, wird die Aktie weiterhin mit einem deutlichen Abschlag zu dem von uns berechneten inneren Wert gehandelt. Aktuell notieren die Aktien von Adler Modemärkte sogar unter ihrem Net-Cash-Bestand – was bei profitablen Unternehmen wie Adler Modemärkte wenig rational ist. Selbst bei Betrachtung klassischer Multiple-Kennziffern wie etwa dem KGV, das auf Basis unserer 2020er bzw. 2021er Gewinnschätzungen bei 9,6x bzw. 6,2x liegt, lassen sich erhebliche Kurspotenziale ableiten. Aufgrund einer Corona-bedingt höheren Risikoprämie nehmen wir unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell auf Sicht von 24 Monaten abgeleitetes Kursziel auf EUR 7,60 von EUR 8,60 je Aktie zurück und bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 3,45
Kursziel: EUR 7,60 (bislang: EUR 8,60)

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 63,9 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ~6.500 Stück				
Q1/2020e: 5. Mai 2020				
EUR Mio. (31.12.)	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	495,4	492,8	492,4	491,8
EBITDA	70,3	68,9	74,2	77,3
EBIT	24,5	23,5	29,3	32,8
EBT	7,9	9,5	14,6	18,3
EAT	5,1	6,6	10,2	12,8
% der Umsätze	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA	14,2	14,0	15,1	15,7
EBIT	4,9	4,8	5,9	6,7
EBT	1,6	1,9	3,0	3,7
EAT	1,0	1,3	2,1	2,6
Je Aktie (EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
EPS	0,28	0,36	0,55	0,69
Dividende	0,10	0,20	0,25	0,25
Buchwert	3,57	3,83	4,18	4,62
Cashflow	2,90	2,96	3,22	3,39
%	2019	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	16,1%	17,5%	19,5%	21,0%
Gearing	297,5%	261,4%	238,2%	204,8%
x	2019	2020e	2021e	2022e
KGV	12,0	9,6	6,2	5,0
EV/Umsatz	0,53	0,52	0,51	0,50
EV/EBIT	10,8	10,8	8,7	7,4
KBV	0,9	0,9	0,8	0,7
EUR Mio.	2020e	2021e	2022e	
Guidance: Umsatz	~495	n/a	n/a	
Guidance: EBITDA (berichtet)	66-69	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

TABELLE 1: ECKDATEN VS. GUIDANCE 2019

		2018	2019 Ist	2019 Guidance	Zielerreichung
Nettoumsatz	EUR Mio.	507,1	495,4	↘	✓
EBITDA	EUR Mio.	68,8	70,3	64-69	✓
Free Cashflow	EUR Mio.	33,9	57,4	↗	✓
Liquidität	EUR Mio.	54,9	70,1	↔	✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Jahresabschluss im Detail

Aus dem gestern veröffentlichten Geschäftsbericht für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 wurden die operativen Fortschritte deutlich:

- ⑤ **Umsatz:** Im vergangenen Jahr lagen die Umsätze bei EUR 495,4 Mio. (Vorjahr: EUR 507,1 Mio.). Dies entspricht einem Rückgang um -2,3% bzw. – auf vergleichbarer Fläche („LFL“) – um -0,7%. Damit verlief die LFL-Umsatzentwicklung nicht nur deutlich über der der letzten drei Vorjahre, als die LFL-Erlöse zwischen -3,5% und -4,6% zurückgegangen waren, auch vom textilen Einzelhandelsumfeld, das sich im vergangenen Jahr um -2,0% verringerte, konnte sich Adler Modemärkte deutlich abkoppeln. Dabei zählt sich nun offensichtlich auch die Online-Strategie des Unternehmens aus; so konnten die Online-Umsätze im vergangenen Jahr Angabe gemäß um 4% (Vorjahr: -8%) gesteigert werden
- ⑤ **Materialaufwand:** Im vergangenen Jahr war die Materialaufwandsquote das dritte Jahr in Folge rückläufig. Diesmal ergab sich ein Rückgang um 100 Basispunkte auf 44,3% (Vorjahr: 45,3%). Angaben gemäß waren für diese Entwicklung verantwortlich **(1)** ein effizienterer Einkauf, **(2)** der neuerliche Verzicht auf exzessive Rabattierungen – ein elementarer Vorteil des nicht auf kurzlebige Modetrends setzenden Geschäftsmodells von Adler Modemärkte, und **(3)** eine Stärkung der Eigenmarken, die im Vergleich zu ebenfalls von Adler Modemärkte angebotenen Fremddmarken eine signifikant höhere Rohertragsmarge aufweisen.
- ⑤ **Personalaufwand:** Gegenläufig entwickelte sich erneut die Personalaufwandsquote, die sich trotz einer rückläufigen Beschäftigtenzahl im vergangenen Jahr auf -20,1% von -19,2% im Vorjahr verschlechterte. Verantwortlich für diesen Anstieg waren Angaben gemäß neben den zu leistenden Abfindungszahlungen vor allem freiwillige Lohn- und Gehaltssteigerungen.
- ⑤ **Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Sonstige betriebliche Aufwendungen waren im Jahresvergleich (EUR -5,3 Mio.) auf allen Berichtsebenen rückläufig. Geschäftsmodelltypisch von hoher Bedeutung sind die Werbekosten, die aufgrund des Verzichts auf TV-Werbung um -EUR 0,8 Mio. auf EUR -42,5 Mio. gesenkt werden konnten.
- ⑤ **EBITDA:** Trotz rückläufiger Erlöse wurde das EBITDA im vergangenen Jahr auf EUR 70,3 Mio. von EUR 68,8 Mio. in 2018 (+2,2% YoY) gesteigert. Die EBITDA-Marge verbesserte sich damit auf 14,2% von 13,6% im Vorjahr.
- ⑤ **Jahresüberschuss:** Nachdem im Vorjahr noch ein Jahresfehlbetrag in Höhe von EUR -2,6 Mio. hingenommen werden musste, gelang Adler Modemärkte im vergangenen Jahr mit EUR 5,1 Mio. die Rückkehr in die Gewinnzone. Dies entspricht ei-

nem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 0,28 (Vorjahr: EUR -0,14).

- Nettofinanzverbindlichkeiten:** Unverändert ist Adler Modemärkte ein bei Kreditinstituten unverschuldetes Unternehmen. Zinstragende Verbindlichkeiten bestehen ausschließlich gegenüber einer Tochter der Metro AG aus einer Immobilienfinanzierung, die aktuell mit 0,9% p. a. verzinst ist. Unter Einbeziehung der aus unserer Sicht kündbaren Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing lag die Nettoverschuldung zum Bilanzstichtag bei EUR 196,6 Mio.
- Working Capital:** Das Working Capital lag zum Jahresende 2019 bei EUR 47,5 Mio. (Vorjahr: EUR 53,6 Mio.). Die Quote des Working Capital zum Umsatz lag dementsprechend bei 9,6% (Vorjahr: 10,6%).

Guidance für das laufende Geschäftsjahr

Wie gewohnt wurde bei der Vorlage des Jahresabschlusses auch die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2020e veröffentlicht. Dabei rechnet der Vorstand trotz eines anspruchsvollen Marktumfelds mit Umsätzen, die sich auf oder leicht unter dem Vorjahresniveau bewegen werden. Ohne Einbeziehung von Einmaleffekten rechnet der Vorstand mit einem operativen Ergebnis (auf EBITDA-Ebene) in einer Bandbreite zwischen EUR 66 und 69 Mio.

Wir sehen unsere Prognosen durch diese Aussagen zur Guidance in ihrem Trend bestätigt und nehmen aus diesem Grund nur geringfügige Anpassungen unserer Umsatz- und Ertragsschätzungen vor.

TABELLE 2: MANAGEMENT-GUIDANCE 2020E

		2019	2020e	Kommentar
Anzahl Modemärkte zum Jahresende		172		Schließung von bis zu vier Modemärkten angekündigt, Eröffnung in typischen „Adler-Lagen“
Umsatz	EUR Mio.	495,4	⇒	
Umsatz LFL	%	-0,7%	↗	
Rohertragsmarge	%	55,7	↗	Anstieg infolge einer weiteren Verringerung der Zahl der Zulieferer
Personalaufwendungen	EUR Mio.	99,4	↗	Anstieg infolge von Tariflohnanpassungen
Freie Cashflow	EUR Mio.	57,4	⇒	Mindestens stabil gegenüber 2019
Kassenbestand	EUR Mio.	70,1	⇒	
Restrukturierungsaufwendungen	EUR Mio.	6,0	5-6	Infolge von Filialschließungen und Effizienzsteigerungsmaßnahmen
EBITDA (berichtet)	EUR Mio.	70,3	66-69	Einmaleffekte in Höhe von EUR 5-6 Mio.
EBITDA (bereinigt)	EUR Mio.		60-64	
Anzahl Tory-Inventurroboter		45	85	ROI von ca. 1,5 Jahre

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

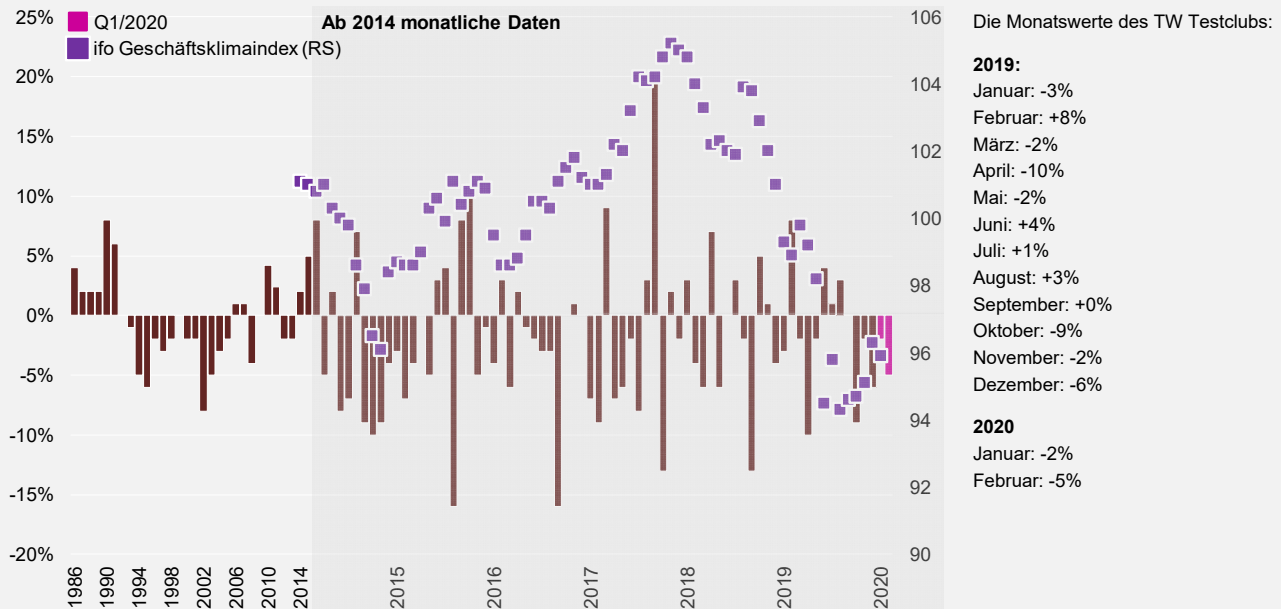
Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, hat für das erste Quartal 2020 bislang deutlich rückläufige Umsätze gemeldet. Im Januar und Februar lagen die von den beteiligten Einzelhandelsunternehmen gemeldeten Umsätze jeweils deutlich unter ihren Vorjahreswerten. Die schwache Entwicklung des vierten Quartals 2019 hat sich damit fortgesetzt. Sollten auf Bundesebene in den kommenden Wochen vergleichbare Ausgangssperren wie in Italien verhängt werden, dürften sich die Absatzzahlen der Textilbranche im zweiten Quartal nochmals deutlich verschlechtern.

TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex zuletzt im Einklang

Insbesondere im Februar verlief die Entwicklung der teilnehmenden Textilunternehmen im TW-Testclub mit einem deutlichen Minus von -5% unter den Erwartungen. Mit dem Ausbruch der Coronavirus-Epidemie in Deutschland dürften auch die März-Zahlen deutlich unter ihren Vorjahreswerten liegen.

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

In den vergangenen zwölf Monaten haben sich die Aktien von Adler Modemärkte deutlich besser entwickelt als der DAX (+0,9% vs. -20,8%). Da wir davon ausgehen, dass sich die wesentlichen „Value-Treiber“ von Adler Modemärkte – steigende Betriebsergebnismargen und Cashflows – in diesem Jahr zumindest nicht verschlechtern sollten, dürfte sich die positive relative Kursentwicklung gegenüber dem DAX auch in diesem Jahr fortsetzen. Angesichts der gestiegenen Risikoprämie aus der COVID-19-Pandemie reduziert sich unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 7,60 von EUR 8,60 je Aktie. Angesichts eines von uns erwarteten Kurssteigerungspotenzials von aktuell 120,3% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	4,3%	Synthetisches BB+ Rating mit 10% PD und Default Spread 320 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,5%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	99,6	Ab dem Jahr 2034e
in % des Enterprise Value	%	29,6%	Deutlich rückläufiger Anteil durch steigende Risikoprämie
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	129,7	Für die Jahre 2020e-23e
in % des Enterprise Value	%	38,5%	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	107,6	Für die Jahre 2024e-33e
in % des Enterprise Value	%	31,9%	
Enterprise Value	EUR Mio.	337,0	Rückgang um EUR 5,3 Mio. gegenüber bisherigem Bewertungsmodell
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-266,7	Daten zum 31.12.2019, inklusive Leasingverpflichtungen
Liquidität	EUR Mio.	70,1	Daten zum 31.12.2019
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	140,4	Rückgang um EUR 19,6 Mio. gegenüber bisherigem Bewertungsmodell
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	7,60	Kursziel auf Sicht von 24 Monaten

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 7,60 je Aktie wären die Aktien von Adler Modemärkte mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ADLER MODEMÄRKTE-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	9,6x	6,2x	5,0x	21,2x	13,7x	11,0x
EV/Umsatz	x	0,52x	0,51x	0,50x	0,67x	0,67x	0,65x
EV/EBIT	x	10,8x	8,7x	7,4x	14,1x	11,3x	9,8x
KBV	x	0,9x	0,8x	0,7x	2,0x	1,8x	1,6x
Dividendenrendite	%	5,8%	7,2%	7,2%	2,6%	3,3%	3,3%

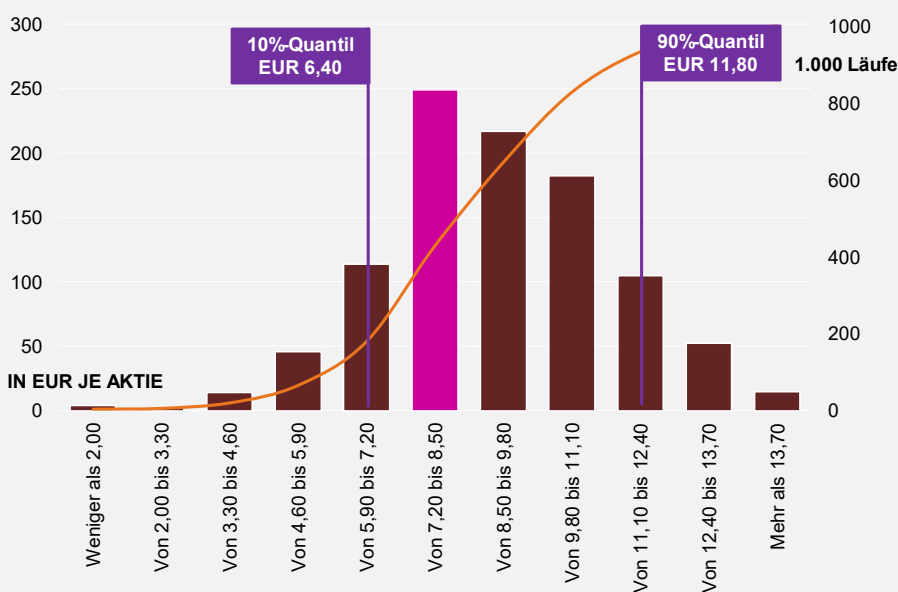
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 36,0 Mio. bzw. über EUR 273,4 Mio. bzw. von unter EUR 1,95 und über EUR 14,75 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 7,20 und EUR 8,50 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

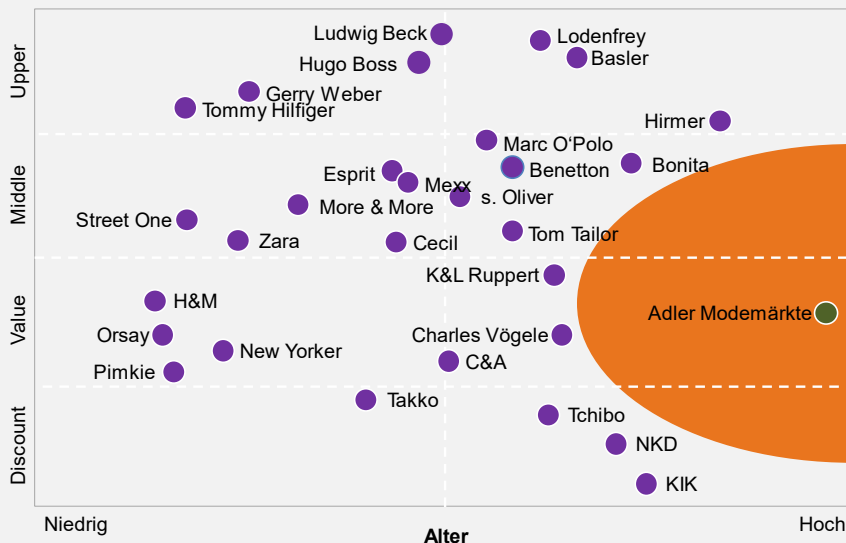
Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

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 495,4 Mio. und rund 3.612 Mitarbeitern (2019) 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 3: 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
Nettoumsatz	EUR Mio.	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3	566,1
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%
Rohhertrag	EUR Mio.	200,6	234,4	245,6	267,9	293,7	292,0	304,9
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%
EBITDA	EUR Mio.	12,5	37,8	31,2	35,5	42,9	41,5	33,3
in % der Nettoerlöse	%	3,1%	8,5%	6,5%	7,0%	8,1%	7,8%	5,9%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	-5,4	24,3	16,4	20,5	28,9	26,2	17,0
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
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-8,5	23,7	12,9	16,2	24,6	21,2	12,1
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%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	-8,6	28,5	8,5	10,1	18,6	14,1	7,9
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
EPS	EUR	-0,54	1,80	0,46	0,54	1,05	0,77	0,43
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nettoumsatz	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,4	492,8	492,4	491,8
YoY	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-256,5	-244,1	-229,8	-219,5	-216,6	-216,2	-213,8
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-46,4%	-45,3%	-44,3%	-44,0%	-43,9%	-43,5%
Rohhertrag	EUR Mio.	288,1	281,8	277,3	275,9	276,2	276,1	278,0
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	53,6%	54,7%	55,7%	56,0%	56,1%	56,5%
YoY	%	-5,5%	-2,2%	-1,6%	-0,5%	0,1%	0,0%	0,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	8,7	18,8	6,1	5,7	5,7	5,7	5,7
in % der Nettoerlöse	%	1,6%	3,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-102,3	-96,8	-97,5	-99,4	-102,9	-98,7	-98,1
in % der Nettoerlöse	%	-18,8%	-18,4%	-19,2%	-20,1%	-20,9%	-20,0%	-19,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-16,7	-16,5	-17,4	-45,8	-45,4	-44,9	-44,5
in % der Nettoerlöse	%	-3,1%	-3,1%	-3,4%	-9,3%	-9,2%	-9,1%	-9,0%
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	-111,9	-110,2	-109,0	-108,3
in % der Nettoerlöse	%	-31,4%	-32,7%	-32,6%	-22,6%	-22,4%	-22,1%	-22,0%
EBITDA	EUR Mio.	23,3	32,0	20,7	70,3	68,9	74,2	77,3
in % der Nettoerlöse	%	4,3%	6,1%	4,1%	14,2%	14,0%	15,1%	15,7%
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	6,6	15,6	3,3	24,5	23,5	29,3	32,8
in % der Nettoerlöse	%	1,2%	3,0%	0,7%	4,9%	4,8%	5,9%	6,7%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,9	-4,9	-4,9	-16,7	-14,0	-14,6	-14,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	1,7	10,7	-1,6	7,9	9,5	14,6	18,3
in % der Nettoerlöse	%	0,3%	2,0%	-0,3%	1,6%	1,9%	3,0%	3,7%
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	-2,7	-2,8	-4,4	-5,5
in % des EBT	%	-76,0%	-63,9%	60,9%	-34,7%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	EUR Mio.	0,4	3,9	-2,6	5,1	6,6	10,2	12,8
in % der Nettoerlöse	%	0,1%	0,7%	-0,5%	1,0%	1,3%	2,1%	2,6%
YoY	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	29,0%	54,6%	25,0%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,02	0,21	-0,14	0,28	0,36	0,55	0,69
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Erlösentwicklung nach Segmenten I, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz (netto)	EUR Mio.	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3	566,1
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
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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%
YoY	%	-14,5%	9,6%	7,1%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%
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%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	486,6	534,7	564,5	506,1	528,6	535,3	566,1
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
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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%
YoY	%	-13,6%	9,9%	5,6%	-10,3%	4,5%	1,3%	5,8%
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%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	405,8	444,8	476,6	506,1	528,6	535,3	566,1
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
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,4	492,8	492,4	491,8
Deutschland	EUR Mio.	453,7	435,4	417,7	406,6	402,5	400,5	398,5
Österreich	EUR Mio.	71,2	68,9	68,2	67,8	68,8	69,8	70,7
Luxemburg	EUR Mio.	16,7	18,2	17,8	17,1	17,5	18,0	18,4
Schweiz	EUR Mio.	3,0	3,2	3,4	3,8	3,9	4,1	4,2
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	83,3%	82,8%	82,4%	82,1%	81,7%	81,3%	81,0%
Österreich	%	13,1%	13,1%	13,5%	13,7%	14,0%	14,2%	14,4%
Luxemburg	%	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%
Schweiz	%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
YoY	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Deutschland	%	-4,3%	-4,0%	-4,1%	-2,6%	-1,0%	-0,5%	-0,5%
Österreich	%	-2,5%	-3,2%	-1,0%	-0,6%	1,5%	1,4%	1,3%
Luxemburg	%	0,0%	9,2%	-2,6%	-3,7%	2,5%	2,4%	2,3%
Schweiz	%	43,0%	7,3%	7,7%	10,7%	2,5%	4,0%	4,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,4	492,8	492,4	491,8
Damen	EUR Mio.	261,4	252,4	243,4	237,8	236,6	236,3	236,1
Herren	EUR Mio.	147,0	142,0	136,9	133,7	133,1	132,9	132,8
Lingerie	EUR Mio.	54,5	52,6	50,7	49,5	49,3	49,2	49,2
Accessoires	EUR Mio.	81,7	78,9	76,1	74,3	73,9	73,9	73,8
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	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Damen	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Herren	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Lingerie	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Accessoires	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,4	492,8	492,4	491,8
Eigenmarken	EUR Mio.	354,0	315,5	334,7	392,3	417,7	417,3	416,9
Fremdmarken	EUR Mio.	190,6	210,3	172,4	103,0	75,2	75,1	75,0
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	65,0%	60,0%	66,0%	79,2%	84,7%	84,8%	84,8%
Fremdmarken	%	35,0%	40,0%	34,0%	20,8%	15,3%	15,2%	15,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erlösentwicklung nach Segmenten II, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Anzahl Modemärkte		123	135	162	169	171	170	178
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
Nettoveränderung		2	12	27	7	2	-1	8
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	2019	2020e	2021e	2022e
Anzahl Modemärkte		183	182	178	172	170	170	170
YoY		2,8%	-0,5%	-2,2%	-3,4%	-1,2%	0,0%	0,0%
davon Deutschland		156	155	150	143	141	141	141
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
Nettoveränderung		5	-1	-2	0	-2	0	0
davon Organisches Wachstum		5	2	1	6	2	0	0
davon Akquisitionen		0	0	0	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		0	-3	-3	-6	-4	0	0
Durchschnittliche Anzahl an Stores		181	183	180	175	171	170	170
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%	0,7%	-0,1%	-0,1%
Verkaufsfläche	1.000 qm	292,2	290,6	287,3	287,3	284,0	284,0	284,0
Durchschnittliche Verkaufsfläche je Store	qm	1.597	1.596	1.614	1.670	1.670	1.670	1.670
Nettoumsatz je qm	EUR	1.864	1.810	1.765	1.725	1.736	1.734	1.732
Rohertrag je qm	EUR	986	970	965	961	973	973	979
LFL-Umsätze (YoY)	%	-4,6%	-4,5%	-3,5%	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-0,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA								
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
Nutzungsrechte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	72,6	67,5	66,4	80,9	89,1	93,1	99,7
Vorräte	EUR Mio.	53,6	56,7	73,5	78,2	77,5	75,6	81,3
DIO	d	-102	-94	-102	-115	-119	-113	-108
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
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	132,3	95,2	121,0	129,5	139,1	150,9	143,5
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
Summa Aktiva	EUR Mio.	205,0	162,7	187,4	210,5	228,4	244,3	243,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Aktiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,5	5,6	4,8	4,1	4,1	4,1	4,1
Sachanlagen	EUR Mio.	78,1	75,0	69,0	23,8	22,8	21,8	25,8
Nutzungsrechte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	207,2	201,0	194,9	189,1
Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	10,0	7,4	9,0	22,9	23,1	23,3	23,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	95,5	88,6	83,4	258,3	251,4	244,6	242,9
Vorräte	EUR Mio.	75,4	73,7	78,7	73,4	74,8	76,3	77,8
DIO	d	-110	-110	-119	-125	-123	-126	-130
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	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	0	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	8,0	14,6	9,7	7,5	7,3	7,2	7,1
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,8	63,3	54,9	70,1	70,8	67,9	79,7
in % der Bilanzsumme	%	19,2%	26,3%	24,2%	17,1%	17,5%	17,1%	19,6%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	126,8	152,2	143,4	151,0	153,1	151,6	164,7
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
Summa Aktiva	EUR Mio.	222,6	241,1	226,8	409,4	404,5	396,1	407,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASSIVA								
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
Eigenkapital	EUR Mio.	69,3	41,2	74,8	79,9	92,0	105,6	104,9
Eigenkapitalquote	%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%
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.	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
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	54,5	47,2	38,2	51,8	62,1	63,5	64,6
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten								
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
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	81,2	74,4	74,4	78,8	74,3	75,1	74,0
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter								
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	205,0	162,7	187,4	210,5	228,4	244,3	243,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
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.	-2,3	-2,1	-2,2	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-47,7	-43,9	-47,4	-77,0	-72,2	-65,7	-57,5
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	95,8	99,9	96,3	66,1	70,9	77,4	85,6
Eigenkapitalquote	%	43,1%	41,4%	42,5%	16,1%	17,5%	19,5%	21,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,6	2,3	1,9	1,6	1,7	1,8	1,9
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,3	1,4	1,3	1,4	1,6	1,7
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,7	5,4	4,9	3,2	3,6	3,9	4,3
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	46,3	50,2	47,3	223,3	212,1	207,9	210,0
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	5,8	5,5	5,2	5,6	5,4	5,3	5,1
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	60,7	64,7	60,8	235,1	224,3	220,4	223,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	25,3	27,6	25,1	26,0	25,7	25,4	25,2
in % der Erlöse	%	4,6%	5,3%	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,5	4,4	5,6	5,2	4,4	3,4	2,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	19,5	24,3	21,9	23,3	24,8	26,3	28,0
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	10,4	9,8	11,7	11,8	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	0,1	3,8	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	5,8	5,7	6,7	41,5	41,9	42,3	42,7
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	66,0	76,4	69,7	108,2	109,3	98,3	99,1
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	222,6	241,1	226,8	409,4	404,5	396,1	407,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA								
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%
Nutzungsrechte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
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%
Langfristige Vermögenswerte	%	35,4%	41,5%	35,4%	38,5%	39,0%	38,1%	40,9%
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%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	64,6%	58,5%	64,6%	61,5%	60,9%	61,8%	58,9%
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%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,9%	2,3%	2,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sachanlagen	%	35,1%	31,1%	30,4%	5,8%	5,6%	5,5%	6,3%
Nutzungsrechte	%	0,0%	0,0%	0,0%	50,6%	49,7%	49,2%	46,4%
Grundstücke	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern	%	4,5%	3,1%	4,0%	5,6%	5,7%	5,9%	5,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	42,9%	36,8%	36,8%	63,1%	62,1%	61,7%	59,6%
Vorräte	%	33,9%	30,6%	34,7%	17,9%	18,5%	19,3%	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%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	19,2%	26,3%	24,2%	17,1%	17,5%	17,1%	19,6%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	57,0%	63,1%	63,2%	36,9%	37,9%	38,3%	40,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,0%	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), 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASSIVA								
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%
Eigenkapital	%	33,8%	25,3%	39,9%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%
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%
Summe Langfristige Schulden	%	26,6%	29,0%	20,4%	24,6%	27,2%	26,0%	26,5%
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%
Summe kurzfristige Schulden	%	39,6%	45,7%	39,7%	37,4%	32,5%	30,7%	30,4%
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), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	%	8,3%	7,7%	8,2%	4,5%	4,6%	4,7%	4,5%
Kapitalrücklage	%	57,2%	52,8%	56,2%	31,1%	31,5%	32,2%	31,3%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-21,5%	-18,2%	-20,9%	-18,8%	-17,9%	-16,6%	-14,1%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	43,1%	41,4%	42,5%	16,1%	17,5%	19,5%	21,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,2%	0,9%	0,9%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
Rückstellungen	%	0,6%	0,5%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
Latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,1%	2,2%	2,1%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	20,8%	20,8%	20,9%	54,5%	52,4%	52,5%	51,5%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,6%	2,3%	2,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
Summe Langfristige Schulden	%	27,3%	26,8%	26,8%	57,4%	55,4%	55,7%	54,7%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	11,3%	11,4%	11,1%	6,3%	6,4%	6,4%	6,2%
Sonstige Rückstellungen	%	2,0%	1,8%	2,5%	1,3%	1,1%	0,9%	0,6%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,1%	9,7%	5,7%	6,1%	6,6%	6,9%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	4,3%	4,3%	2,8%	2,9%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	0,0%	1,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,4%	3,0%	10,1%	10,4%	10,7%	10,5%
Summe kurzfristige Schulden	%	29,7%	31,7%	30,7%	26,4%	27,0%	24,8%	24,3%
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, 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
Cashflow	EUR Mio.	24,7	46,3	38,7	31,5	40,1	37,8	28,5
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
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	7,2	25,8	8,8	30,7	40,9	36,4	19,5
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
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-37,8	-16,8	-13,2	-9,7	-9,2	-11,4	-16,6
YoY	%	n/a	-55,7%	-21,2%	-26,5%	-5,7%	24,6%	45,8%
Free Cashflow	EUR Mio.	-30,7	9,0	-4,4	21,0	31,8	24,9	2,9
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
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	42,4	-13,1	11,4	-18,9	-19,4	-9,8	-20,5
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
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	37,0	33,0	40,0	42,1	54,5	69,7	52,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	1,7	10,7	-1,6	7,9	9,5	14,6	18,3
Abschreibungen	EUR Mio.	16,7	16,5	17,4	45,8	45,4	44,9	44,5
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,2	0,3	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
Cashflow	EUR Mio.	20,3	18,0	15,5	54,0	54,8	59,5	62,7
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	7,4	-4,8	0,4	7,5	-1,3	-1,4	-1,4
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,8	2,3	-2,5	0,9	-0,3	-0,3	-0,3
Δ Sonstige Bilanzpositionen	EUR Mio.	0,7	5,5	-1,6	-0,8	1,0	0,9	1,0
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	16,7	14,0	14,6	14,5
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	-16,6	-2,9	-4,6	-5,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-3,3	-4,2	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	22,2	21,2	9,9	61,7	65,3	68,9	71,0
YoY	%	13,7%	-4,7%	-53,2%	523,5%	5,9%	5,4%	3,1%
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	-206,7	-38,2	-37,9	-42,6
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	202,5	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,8	14,8	-5,9	-4,2	-38,2	-37,9	-42,6
YoY	%	-34,9%	n/a	n/a	-28,8%	801,7%	-0,7%	12,5%
Free Cashflow	EUR Mio.	11,4	35,9	3,9	57,4	27,2	31,0	28,3
YoY	%	295,7%	216,4%	-89,0%	1355,4%	-52,7%	13,9%	-8,5%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-9,3	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	-0,3	0,1	0,1	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	-4,1	3,8	-1,9	194,0	-24,8	-18,5	-12,0
Δ Kundenkartenverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	10,4	-0,6	1,9	0,1	-11,8	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	-237,9	0,0	0,0	0,0
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-20,7	-15,4	-12,4	-42,3	-26,4	-33,9	-16,6
YoY	%	1,0%	-25,6%	-19,6%	242,3%	-37,5%	28,1%	-51,1%
Δ Liquidität	EUR Mio.	-9,3	20,6	-8,4	15,2	0,7	-2,9	11,8
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	52,1	42,8	63,3	54,9	70,1	70,8	67,9
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.	42,8	63,3	54,9	70,1	70,8	67,9	79,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Key Data								
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
Je Aktie								
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
Profitabilitätskennzahlen								
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%
Wachstumsraten								
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	2019	2020e	2021e	2022e
Key Data								
Nettoumsatz	EUR Mio.	544,6	525,8	507,1	495,4	492,8	492,4	491,8
Rohertrag	EUR Mio.	288,1	281,8	277,3	275,9	276,2	276,1	278,0
EBITDA	EUR Mio.	23,3	32,0	20,7	70,3	68,9	74,2	77,3
EBIT	EUR Mio.	6,6	15,6	3,3	24,5	23,5	29,3	32,8
EBT	EUR Mio.	1,7	10,7	-1,6	7,9	9,5	14,6	18,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,4	3,9	-2,6	5,1	6,6	10,2	12,8
Anzahl Mitarbeiter		4.082	3.746	3.780	3.612	3.570	3.570	3.570
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	9,85	6,32	6,74	4,04	5,00		
Kurs Tief	EUR	4,62	4,65	2,93	2,96	3,45		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	7,20	5,56	3,18	3,32	3,45	3,45	3,45
EPS	EUR	0,02	0,21	-0,14	0,28	0,36	0,55	0,69
CFPS	EUR	0,99	1,47	0,85	2,90	2,96	3,22	3,39
BVPS	EUR	5,18	5,40	5,20	3,57	3,83	4,18	4,62
NAV	EUR	5,18	5,40	5,20	3,57	3,83	4,18	4,62
Dividende	EUR	0,00	0,05	0,00	0,10	0,20	0,25	0,25
Kursziel	EUR							7,60
Performance bis Kursziel	%							120,3%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	52,9%	53,6%	54,7%	55,7%	56,0%	56,1%	56,5%
EBITDA-Marge	%	4,3%	6,1%	4,1%	14,2%	14,0%	15,1%	15,7%
EBIT-Marge	%	1,2%	3,0%	0,7%	4,9%	4,8%	5,9%	6,7%
EBT-Marge	%	0,3%	2,0%	-0,3%	1,6%	1,9%	3,0%	3,7%
Netto-Marge	%	0,1%	0,7%	-0,5%	1,0%	1,3%	2,1%	2,6%
FCF-Marge	%	2,1%	6,8%	0,8%	11,6%	5,5%	6,3%	5,8%
ROE	%	0,4%	3,9%	-2,6%	6,3%	9,7%	13,8%	15,7%
ROCE	%	11,7%	17,1%	11,1%	63,4%	61,5%	65,6%	63,5%
CE/Umsatz	%	24,9%	24,2%	25,1%	15,2%	15,5%	15,6%	16,8%
NWC/Umsatz	%	9,3%	8,9%	10,6%	9,6%	10,0%	10,4%	10,7%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	133,4	140,4	134,2	137,1	138,0	137,9	137,8
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	1,6	4,2	0,9	6,8	6,6	8,2	9,2
DSO	d	0	0	0	0	0	0	0
Inventory days	d	-110	-110	-119	-125	-123	-126	-130
Capex/Umsatz	%	2,0%	2,4%	2,1%	41,7%	7,7%	7,7%	8,7%
Wachstumsraten								
Nettoumsatz	%	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-2,3%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
EBITDA	%	-30,0%	37,4%	-35,3%	239,6%	-2,1%	7,7%	4,2%
EBIT	%	-60,9%	134,2%	-78,5%	632,9%	-4,1%	24,5%	12,1%
EBT	%	-85,9%	525,1%	n/a	n/a	20,4%	54,6%	25,0%
Nettoergebnis	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	29,0%	54,6%	25,0%
EPS	%	-94,8%	841,0%	n/a	n/a	29,0%	54,6%	25,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2009-15

IFRS (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bilanzkennzahlen								
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
Enterprise Value								
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
Bewertungskennzahlen								
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	2019	2020e	2021e	2022e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	95,5	88,6	83,4	258,3	251,4	244,6	242,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	126,8	152,2	143,4	151,0	153,1	151,6	164,7
Eigenkapital	EUR Mio.	95,8	99,9	96,3	66,1	70,9	77,4	85,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	126,7	141,2	130,5	343,3	333,6	318,7	322,1
Anlagenintensität	%	35,1%	31,1%	30,4%	5,8%	5,6%	5,5%	6,3%
EK-Quote	%	43,1%	41,4%	42,5%	16,1%	17,5%	19,5%	21,0%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	23,9%	-4,8%	1,4%	297,5%	261,4%	238,2%	204,8%
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	47,5	49,2	51,0	52,8
Capital Employed	EUR Mio.	135,3	127,3	127,4	75,4	76,2	76,9	82,7
Enterprise Value								
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	63,9	63,9	63,9
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	182,3	117,0	124,8	74,8	92,6		
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	85,5	86,1	54,2	54,8	63,9		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	22,9	-4,8	1,4	196,6	185,2	184,4	175,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	5,8	5,5	5,2	5,6	5,4	5,3	5,1
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	263,6	254,5	253,5	244,1
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	211,0	117,7	131,3	277,0	283,2		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	114,2	86,8	60,8	257,0	254,5		
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	26,9	26,9	0,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,30	0,20	0,13	0,53	0,52	0,51	0,50
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,39	0,22	0,26	0,56	0,57		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,16	0,12	0,52	0,52		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	7,0	3,2	3,2	3,7	3,7	3,4	3,2
EV/EBITDA (Hoch)	x	9,1	3,7	6,3	3,9	4,1		
EV/EBITDA (Tief)	x	4,9	2,7	2,9	3,7	3,7		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	24,4	6,7	19,6	10,8	10,8	8,7	7,4
EV/EBIT (Hoch)	x	31,8	7,6	39,3	11,3	12,0		
EV/EBIT (Tief)	x	17,2	5,6	18,2	10,5	10,8		
KGV (Durchschnitt)	x	325,1	26,7	n/a	12,0	9,6	6,2	5,0
KGV (Hoch)	x	444,7	30,3	n/a	14,6	14,0		
KGV (Tief)	x	208,6	22,3	n/a	10,7	9,6		
KCF (Durchschnitt)	x	7,3	3,8	3,7	1,1	1,2	1,1	1,0
KCF (Hoch)	x	9,9	4,3	7,9	1,4	1,7		
KCF (Tief)	x	4,7	3,2	3,4	1,0	1,2		
KBV (Durchschnitt)	x	1,4	1,0	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7
KBV (Hoch)	x	1,9	1,2	1,3	1,1	1,3		
KBV (Tief)	x	0,9	0,9	0,6	0,8	0,9		
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
Umsatz	%	492,8	492,4	491,8	491,3	491,7	492,9	494,8	496,9	499,3	501,8	504,3	506,8	509,3	511,8	514,4
YoY	EUR Mio.	-0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBIT	EUR Mio.	23,5	29,3	32,8	33,7	33,8	34,0	34,1	34,3	34,5	34,8	35,0	35,2	35,4	35,7	38,6
EBIT-Marge	EUR Mio.	4,8%	5,9%	6,7%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,5%
Steuern	EUR Mio.	-2,8	-4,4	-5,5	-5,8	-9,8	-9,8	-9,9	-10,0	-10,0	-10,1	-10,1	-10,2	-10,3	-10,3	-11,2
Steuerquote (τ)	%	12,1%	15,0%	16,7%	17,2%	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.	20,7	24,9	27,3	27,9	24,0	24,1	24,2	24,4	24,5	24,7	24,8	25,0	25,2	25,3	27,4
Reinvestment	EUR Mio.	5,5	5,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,7	-1,1	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-2,5
FCFF	EUR Mio.	26,1	30,2	27,4	27,8	23,8	23,4	23,1	23,0	23,0	23,1	23,2	23,3	23,5	23,6	24,9
WACC	%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,7%	7,5%	7,2%	7,0%	6,7%	6,5%	6,2%	6,0%	5,7%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	92,6%	85,8%	79,4%	73,7%	68,6%	63,9%	59,8%	56,0%	52,6%	49,5%	46,7%	44,1%	41,8%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	26,1	27,9	23,5	22,1	17,5	16,1	14,8	13,7	12,9	12,1	11,5	10,9	10,4	9,9	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,3%														
Terminal Cost of capital	%	5,5%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	99,6														
in % des Enterprise Value	%	29,6%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	129,7														
in % des Enterprise Value	%	38,5%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	107,6														
in % des Enterprise Value	%	31,9%														
Enterprise Value	EUR Mio.	337,0														
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-266,7														
Liquidität	EUR Mio.	70,1														
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	140,4														
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	18,5														
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	7,60														
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 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)
13.03.2020/09:30 Uhr	EUR 7,60/EUR 3,60	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
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

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.

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 13.03.2020 um 08:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 3,45.