

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy

Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 8,54

Kursziel: EUR 11,50 (unverändert)

Insolvenz des Großaktionärs ohne operative Folgen

Kurz vor Ostern hat die Steilmann SE, Großaktionär von Adler Modemärkte, offiziell Insolvenz angemeldet. Während die Auswirkungen auf das operative Geschäft und die Vermögens-, Finanz- sowie Ertragslage von Adler Modemärkte Angaben gemäß gering sind, könnte sich ein Verkauf des Steilmann-Aktienpakets an einen strategischen Investor mittelfristig deutlich positiv auf den Aktienkurs auswirken. Wir bestätigen unser Buy-Rating und das aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitete Kursziel von EUR 11,50 (Base-Case-Szenario) je Aktie.

Insolvenz von Steilmann SE

Vergangenen Donnerstag hat Steilmann SE, das indirekt mit 29,6% an Adler Modemärkte beteiligt ist, beim Amtsgericht Dortmund einen Insolvenzantrag gestellt. Schon seit längerem hatten sich finanzielle Probleme abgezeichnet. Den Tropfen zum Überlaufen dürften letztlich der milde Winter und die schwierigen Auftaktmonate dieses Jahres gebracht haben, die in Verbindung mit gescheiterten Refinanzierungsgesprächen mit den Hausbanken zu einem unmittelbaren Liquiditätsengpass geführt haben. Welche der zahlreichen Marken oder Filiationen von der Insolvenz betroffen sind, wurde bislang nicht bekannt gegeben.

Geringe operative oder finanzielle Verbindungen

Unmittelbar nach der Insolvenzmeldung hat Adler Modemärkte mitgeteilt, dass die Insolvenz keine nennenswerten Auswirkungen auf das operative Geschäft sowie die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben werde. Auf dem anschließenden Conference Call wurden weitere Details bekannt gegeben: (1) hat Adler Modemärkte im vergangenen Jahr Waren im Wert von lediglich EUR 11 Mio. bezogen; hierfür andere Zulieferer zu finden, ist Angabe gemäß unproblematisch. (2) werden aus dem Steilmann-Joint Venture NTS keine Lieferprobleme erwartet, da NTS lediglich für die Qualitätskontrolle und Verschiffung verantwortlich und ohnehin nicht von der Insolvenz betroffen ist. (3) besteht kein Beherrschungs- oder Ergebnisabführungsvertrag zwischen Steilmann und Adler Modemärkte, und (4) hat Adler Modemärkte keine Darlehen von Steilmann erhalten oder an Steilmann vergeben.

Mögliches Übernahmeangebot nach Paket-Verkauf

Interessant könnten die Auswirkungen eines möglichen Verkaufs des 29,6%-igen Adler-Pakets durch den Insolvenzverwalter werden. Da ein Verkauf über die Börse angesichts der Größe des Aktienpakets ausscheidet und selbst ein Verkauf in Tranchen an Finanzinvestoren unwahrscheinlich sein dürfte, verbleibt unseres Erachtens nur ein Verkauf an einen strategischen Investor.

Dieser würde bereits bei Folgekäufen von unter 90.000 Stück Aktien der Kontrollschwelle von 30% überschreiten, wodurch ein öffentliches Übernahmeangebot ausgelöst werden würde. Daher ergibt sich unseres Erachtens aus der Insolvenz von Steilmann kein Risiko eines Stock Overhang für die Adler-Aktien, sondern die Chance eines Pflichtangebots für die Minderheitsaktionäre. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating und unser Kursziel von EUR 11,50 (Base-Case-Szenario) je Aktie.

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 158,1 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück
Hauptversammlung Geschäftsjahr 2015: 04. Mai 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Nettoumsatz	535,3	566,1	582,0	599,3
EBITDA	41,5	33,3	36,0	39,4
EBIT	26,2	17,0	19,2	22,1
EBT	21,2	12,1	13,5	15,5
EAT	14,1	7,9	9,2	11,0

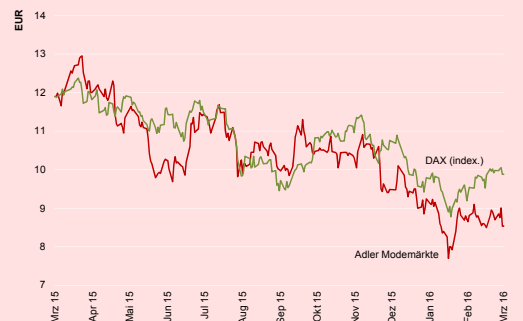
% vom Umsatz	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	7,8	5,9	6,2	6,6
EBIT	4,9	3,0	3,3	3,7
EBT	4,0	2,1	2,3	2,6
EAT	2,6	1,4	1,6	1,8

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,77	0,43	0,49	0,59
Dividende	0,50	0,50	0,50	0,50
Buchwert	5,72	5,66	5,66	5,75
Cashflow	1,98	1,54	1,63	1,77

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	43,2%	43,1%	41,7%	40,6%
Gearing	-2,1%	17,9%	29,7%	39,1%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	15,1	26,6	17,3	14,4
EV/Umsatz	0,41	0,42	0,34	0,35
EV/EBIT	8,4	13,8	10,2	9,3
KBV	2,0	2,0	1,5	1,5

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	ca. +1-3% YoY	
Guidance: EBITDA	ca. +6-9% YoY	



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

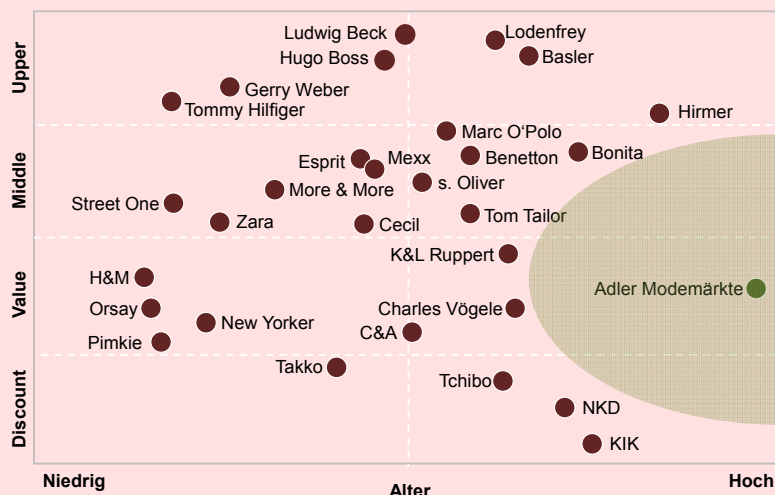
susanne.hasler@sphene-capital.de

Unternehmensprofil

Mit 177 Modemärkten per Ende 2015 (davon 153 in Deutschland, 21 in Österreich, zwei in Luxemburg und einem in der Schweiz) sowie einen Online-Shop zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über 45-Jährigen im deutschsprachigen Raum. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnete Rolle spielen. Darüber hinaus bewegt sich Adler Modemärkte in einer demographisch äußerst attraktiven Nische, deren Bedeutung, gemessen an den textilen Gesamtausgaben, in den kommenden Jahrzehnten deutlich zunehmen wird. Im vergangenen Jahr wurden 85,0% der Umsätze mit Eigenmarken, insbesondere Bexleys, erwirtschaftet. Über Fremdmarken sollen jedoch zukünftig vermehrt Neukunden gewonnen werden, die sukzessive in die Hauptzielgruppe hineinwachsen. Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die mit rund 6 Mio. ausstehenden und aktiv genutzten Karten zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

Seit der Übernahme durch Steilmann-Boecker hat Adler einen stabilen, auf langfristiges Wachstum ausgerichteten und zugleich bonitätsstarken Ankeraktionär, der sich durch die Ausgabe einer Mittelstandsanleihe refinanziert hat. Durch eine strategische Zusammenarbeit könnten mittelfristig Synergieeffekte im Einkauf und im Vertrieb erzielt werden.

ABBILDUNG 1: POSITIONIERUNG VON ADLER MODEMÄRKTE IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL



Hinsichtlich der Altersstruktur ihrer Kunden hält Adler Modemärkte eine echte Nischenstellung im deutschen Einzelhandel und hat sich gleichzeitig als Value-for-Money-Anbieter positioniert, der hochwertige Produkte zu einem attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet. Damit kann sich Adler Modemärkte der starken Wettbewerbsintensität besser entziehen als Wettbewerber, die jüngere Altersklassen adressieren und für die das Setzen bzw. frühzeitige Erkennen modischer Trends überlebenswichtig ist.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Adler Modemärkte in den kommenden Monaten sehen wir (1) in Meldungen über eine verbesserte Stimmung des textilen Einzelhandels Umfelds, (2) in weiteren strategischen Übernahmen; (3) in einer anhaltend hohen Run-Rate an Neueröffnungen, (4) in der Erreichung bzw. dem Übertreffen der aktuellen Guidance.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles: (1) Abhängigkeit des Konsumverhaltens von Kunden mit unterdurchschnittlichen Einkommen von der konjunkturellen Entwicklung; (2) Währungsrisiken durch Sourcing im CHY und USD-Raum; (3) mögliche, wenngleich unwahrscheinliche Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen der Adler-Kundenkarte.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	566,1	582,0	599,3
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-238,2	-234,9	-243,2	-261,2	-271,1	-281,8
in % der Nettoerlöse	%	-47,1%	-44,4%	-45,4%	-46,1%	-46,6%	-47,0%
Rohrertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	292,0	304,9	310,9	317,5
in % der Nettoerlöse	%	52,9%	55,6%	54,6%	53,9%	53,4%	53,0%
YoY	%	9,1%	9,6%	-0,6%	4,4%	2,0%	2,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,8	7,7	9,8	8,9	9,3	9,8
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-85,4	-92,0	-95,2	-102,5	-107,2	-107,9
in % der Nettoerlöse	%	-16,9%	-17,4%	-17,8%	-18,1%	-18,4%	-18,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,0	-14,0	-15,4	-16,3	-16,8	-17,3
in % der Nettoerlöse	%	-3,0%	-2,6%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-154,8	-166,5	-165,1	-178,0	-177,0	-180,0
in % der Nettoerlöse	%	-30,6%	-31,5%	-30,8%	-31,4%	-30,4%	-30,0%
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,5	33,3	36,0	39,4
in % der Nettoerlöse	%	7,0%	8,1%	7,8%	5,9%	6,2%	6,6%
YoY	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-19,9%	8,2%	9,5%
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,2	17,0	19,2	22,1
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	5,5%	4,9%	3,0%	3,3%	3,7%
YoY	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-35,1%	13,1%	15,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-5,0	-4,9	-5,7	-6,6
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-4,5	-4,4	-5,1	-4,9	-5,9	-6,7
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	12,1	13,5	15,5
in % der Nettoerlöse	%	3,2%	4,7%	4,0%	2,1%	2,3%	2,6%
YoY	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-42,8%	11,0%	15,4%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	-6,1	-6,0	-7,1	-4,2	-4,3	-4,6
in % des EBT	%	-37,6%	-24,5%	-33,3%	-34,8%	-32,0%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	10,1	18,6	14,1	7,9	9,2	11,0
in % der Nettoerlöse	%	2,0%	3,5%	2,6%	1,4%	1,6%	1,8%
YoY	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-44,1%	15,7%	19,7%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,54	1,05	0,77	0,43	0,49	0,59

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2015)

IFRS (31.12.)		Q1/15	Q2/15	H1/15	Q3/15	9M/15	Q4/15	2015
Nettoumsatz	EUR Mio.	115,1	153,3	268,4	130,2	398,6	167,4	566,1
YoY	%	1,7%	7,4%	4,9%	6,8%	5,5%	6,4%	5,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-58,2	-67,1	-125,3	-63,3	-188,6	-72,6	-261,2
in % der Nettoerlöse	%	-50,6%	-43,8%	-46,7%	-48,6%	-47,3%	-43,3%	-46,1%
Rohertag	EUR Mio.	56,9	86,2	143,1	67,0	210,1	94,8	304,9
in % der Nettoerlöse	%	49,4%	56,2%	53,3%	51,4%	52,7%	56,7%	53,9%
YoY	%	-2,4%	5,2%	2,1%	3,6%	2,5%	8,8%	4,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,6	2,1	3,6	1,8	5,5	3,4	8,9
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	2,0%	1,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-27,4	-25,6	-53,0	-24,0	-77,0	-25,5	-102,5
in % der Nettoerlöse	%	-23,8%	-16,7%	-19,7%	-18,4%	-19,3%	-15,2%	-18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,0	-4,0	-8,0	-4,1	-12,1	-4,2	-16,3
in % der Nettoerlöse	%	-3,4%	-2,6%	-3,0%	-3,2%	-3,0%	-2,5%	-2,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,1	-45,1	-89,2	-44,8	-134,0	-44,0	-178,0
in % der Nettoerlöse	%	-38,3%	-29,4%	-33,2%	-34,4%	-33,6%	-26,3%	-31,4%
EBITDA	EUR Mio.	-13,0	17,5	4,5	0,1	4,6	28,7	33,3
in % der Nettoerlöse	%	-11,3%	11,4%	1,7%	0,0%	1,1%	17,1%	5,9%
YoY	%	133,0%	-5,1%	-64,9%	-99,0%	-75,0%	23,4%	-19,9%
EBIT	EUR Mio.	-17,0	13,5	-3,4	-4,0	-7,5	24,5	17,0
in % der Nettoerlöse	%	-14,7%	8,8%	-1,3%	-3,1%	-1,9%	14,6%	3,0%
YoY	%	83,5%	-7,3%	n/a	n/a	n/a	26,5%	-35,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-3,6	-1,2	-4,9
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-3,7	-1,2	-4,9
EBT	EUR Mio.	-18,2	12,3	-5,8	-5,3	-11,1	23,3	12,1
in % der Nettoerlöse	%	-15,8%	8,0%	-2,2%	-4,1%	-2,8%	13,9%	2,1%
YoY	%	73,6%	-7,5%	n/a	n/a	n/a	28,4%	-42,8%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	4,6	-4,1	0,6	1,2	1,8	-6,0	-4,2
in % des EBT	%	-25,6%	-33,0%	-9,9%	-23,3%	-16,2%	-25,9%	-34,8%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-13,5	8,3	-5,3	-4,1	-9,3	17,2	7,9
in % der Nettoerlöse	%	-11,7%	5,4%	-2,0%	-3,1%	-2,3%	10,3%	1,4%
YoY	%	65,1%	-13,7%	n/a	n/a	n/a	35,1%	-44,1%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,73	0,45	-0,28	-0,22	-0,50	0,93	0,43

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2016)

IFRS (31.12.)		Q1/16e	Q2/16e	H1/16e	Q3/16e	9M/16e	Q4/16e	2016e
Nettoumsatz	EUR Mio.	113,7	156,7	270,3	138,1	408,4	173,6	582,0
YoY	%	-1,3%	2,2%	0,7%	6,0%	2,4%	3,7%	2,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-58,1	-69,3	-127,3	-67,7	-195,1	-76,0	-271,1
in % der Nettoerlöse	%	-51,1%	-44,2%	-47,1%	-49,1%	-47,8%	-43,8%	-46,6%
Rohertrag	EUR Mio.	55,6	87,4	143,0	70,3	213,3	97,6	310,9
in % der Nettoerlöse	%	48,9%	55,8%	52,9%	50,9%	52,2%	56,2%	53,4%
YoY	%	-2,3%	1,4%	-0,1%	5,0%	1,6%	2,9%	2,0%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,7	2,2	3,8	1,9	5,7	3,6	9,3
in % der Nettoerlöse	%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	2,0%	1,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-27,5	-26,7	-54,3	-25,9	-80,2	-27,0	-107,2
in % der Nettoerlöse	%	-24,2%	-17,1%	-20,1%	-18,8%	-19,6%	-15,5%	-18,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,1	-4,1	-8,2	-4,2	-12,4	-4,3	-16,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,6%	-2,6%	-3,0%	-3,1%	-3,0%	-2,5%	-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.	-42,3	-44,7	-87,0	-46,0	-133,0	-44,0	-177,0
in % der Nettoerlöse	%	-37,2%	-28,5%	-32,2%	-33,3%	-32,6%	-25,4%	-30,4%
EBITDA	EUR Mio.	-12,5	18,1	5,6	0,3	5,9	30,1	36,0
in % der Nettoerlöse	%	-11,0%	11,6%	2,1%	0,2%	1,4%	17,3%	6,2%
YoY	%	-3,5%	3,5%	23,6%	427,6%	28,4%	4,9%	8,2%
EBIT	EUR Mio.	-16,6	14,0	-2,6	-3,9	-6,6	25,8	19,2
in % der Nettoerlöse	%	-14,6%	8,9%	-1,0%	-2,9%	-1,6%	14,8%	3,3%
YoY	%	-2,0%	3,7%	-24,1%	-2,6%	-12,5%	5,3%	13,1%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,8	-1,5	-4,3	-1,4	-5,7
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,4	-1,5	-2,9	-1,6	-4,4	-1,4	-5,9
EBT	EUR Mio.	-18,0	12,6	-5,4	-5,5	-10,9	24,4	13,5
in % der Nettoerlöse	%	-15,8%	8,0%	-2,0%	-4,0%	-2,7%	14,0%	2,3%
YoY	%	-0,9%	2,0%	-7,1%	3,6%	-2,0%	4,7%	11,0%
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern	EUR Mio.	5,8	-4,0	1,7	1,8	3,5	-7,8	-4,3
in % des EBT	%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-12,2	8,6	-3,7	-3,7	-7,4	16,6	9,2
in % der Nettoerlöse	%	-10,8%	5,5%	-1,4%	-2,7%	-1,8%	9,5%	1,6%
YoY	%	-9,5%	3,5%	-29,9%	-8,2%	-20,5%	-3,8%	15,7%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,66	0,46	-0,20	-0,20	-0,40	0,90	0,49

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,9	6,2	6,8	6,7	7,3	8,0
Sachanlagen	EUR Mio.	64,7	72,2	72,5	81,6	83,6	85,6
Grundstücke	EUR Mio.	2,0	1,5	1,5	0,4	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	7,8	8,6	11,8	10,5	10,6	10,7
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	80,9	89,1	93,1	99,7	103,5	106,3
Vorräte	EUR Mio.	78,2	77,5	75,6	81,3	89,4	98,3
DIO	d	56	53	51	52	55	59
Lagerumschlag	x	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	9,0	7,1	5,7	10,1	11,1	12,2
DSO	d	6	5	4	6	7	7
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	42,1	54,5	69,7	52,1	47,2	45,1
in % der Bilanzsumme	%	20,0%	23,9%	28,5%	21,4%	18,8%	17,2%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	129,5	139,1	150,9	143,5	147,7	155,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Summa Aktiva	EUR Mio.	210,5	228,4	244,3	243,4	251,5	262,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	17,6	17,6	18,5	18,5	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	119,4	119,4	127,4	127,4	127,4	127,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	-1,6	-2,7	-2,2	-2,2	-2,2
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-57,1	-43,4	-37,6	-38,9	-39,0	-37,3
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	105,6	104,9	104,8	106,5
Eigenkapitalquote	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%	41,7%	40,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,8	3,5	3,2	2,9	3,2	3,5
Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,5	1,5	1,5	1,6	1,8
Latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	2,5	4,0	4,7	5,2	5,7
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	41,1	48,6	47,7	49,5	54,4	59,9
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	4,1	5,9	7,1	5,9	6,5	7,1
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	51,8	62,1	63,5	64,6	71,0	78,1
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	15,8	10,3	10,2	11,7	13,5	15,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	33,8	34,2	31,7	32,0	32,4	32,7
in % der Erlöse	%	6,7%	6,5%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,5	3,6	4,2	3,4	2,8	2,3
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	EUR Mio.	17,5	19,5	20,4	19,8	19,3	18,8
Steuerschulden	EUR Mio.	1,5	1,3	2,4	0,2	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	7,6	5,4	6,3	6,8	7,3	7,8
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	78,8	74,3	75,1	74,0	75,7	77,6
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	210,5	228,4	244,3	243,4	251,5	262,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	3,1%
Sachanlagen	%	30,8%	31,6%	29,7%	33,5%	33,2%	32,6%
Grundstücke	%	1,0%	0,7%	0,6%	0,2%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	3,7%	3,8%	4,8%	4,3%	4,2%	4,1%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,5%	39,0%	38,1%	40,9%	41,2%	40,5%
Vorräte	%	37,1%	33,9%	30,9%	33,4%	35,5%	37,5%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	%	4,3%	3,1%	2,3%	4,2%	4,4%	4,7%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	20,0%	23,9%	28,5%	21,4%	18,8%	17,2%
Eigene Anteile	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,5%	60,9%	61,8%	58,9%	58,7%	59,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	%	8,4%	7,7%	7,6%	7,6%	7,4%	7,1%
Kapitalrücklage	%	56,7%	52,3%	52,2%	52,3%	50,7%	48,6%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	-0,7%	-1,1%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-27,1%	-19,0%	-15,4%	-16,0%	-15,5%	-14,2%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%	41,7%	40,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,8%	1,5%	1,3%	1,2%	1,3%	1,3%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Latente Steuern	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,6%	1,1%	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	21,3%	19,5%	20,3%	21,6%	22,8%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,0%	2,6%	2,9%	2,4%	2,6%	2,7%
Summe Langfristige Schulden	%	24,6%	27,2%	26,0%	26,5%	28,2%	29,8%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,5%	4,5%	4,2%	4,8%	5,4%	5,9%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,0%	14,9%	13,0%	13,2%	12,9%	12,5%
Sonstige Rückstellungen	%	1,2%	1,6%	1,7%	1,4%	1,1%	0,9%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (finanzielle)	%	8,3%	8,5%	8,3%	8,1%	7,7%	7,2%
Steuerschulden	%	0,7%	0,6%	1,0%	0,1%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	3,6%	2,4%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%
Summe kurzfristige Schulden	%	37,4%	32,5%	30,7%	30,4%	30,1%	29,6%
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	12,1	13,5	15,5
Abschreibungen	EUR Mio.	15,0	14,0	15,4	16,3	16,8	17,3
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	2,0	1,2	-1,2	0,7	0,8
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,5	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	31,5	40,6	37,8	28,5	31,0	33,6
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	-6,6	2,5	3,4	-6,5	-9,1	-10,1
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	4,2	0,4	-2,5	0,3	0,3	0,4
Δ Working Capital	EUR Mio.	0,4	1,0	0,5	-0,6	-0,6	-0,5
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	4,3	4,3	5,0	4,9	5,7	6,6
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-4,3	-7,0	-9,2	-7,8	-4,1	-4,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,9	1,4	0,7	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	30,7	40,9	36,4	19,5	23,2	25,3
YoY	%	247,4%	33,4%	-11,1%	-46,3%	19,0%	9,1%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	1,9	0,0	0,2	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-30,1	-21,3	-16,2	-16,8	-20,5	-20,0
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,3	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
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	18,6	10,2	4,8	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-11,4	-16,6	-20,5	-20,0
YoY	%	-26,5%	-5,7%	24,6%	45,8%	23,2%	-2,7%
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	24,9	2,9	2,7	5,4
YoY	%	-578,4%	51,6%	-21,5%	-88,5%	-5,7%	98,6%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	8,9	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	0,0	-7,4	-7,9	-9,3	-9,3	-9,3
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	-2,6	1,8	-0,3	2,0	2,3
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	11,6	5,3	0,0	-10,9	5,4	6,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-26,6	-14,6	-12,6	0,0	-5,7	-6,6
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-9,8	-20,5	-7,6	-7,5
YoY	%	-264,8%	2,5%	-49,3%	108,3%	-63,0%	-0,8%
Δ Liquidität	EUR Mio.	2,1	12,4	15,1	-17,6	-4,9	-2,1
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	40,0	42,1	54,5	69,7	52,1	47,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	42,1	54,5	69,7	52,1	47,2	45,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	566,1	582,0	599,3
Deutschland	EUR Mio.	410,1	432,1	439,9	474,2	491,5	509,5
Österreich	EUR Mio.	80,1	78,6	76,3	73,0	71,5	70,0
Luxemburg	EUR Mio.	15,5	16,3	17,3	16,7	16,8	17,5
Schweiz	EUR Mio.	0,4	1,7	1,8	2,1	2,2	2,3
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	81,0%	81,7%	82,2%	83,8%	84,5%	85,0%
Österreich	%	15,8%	14,9%	14,3%	12,9%	12,3%	11,7%
Luxemburg	%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%	2,9%	2,9%
Schweiz	%	0,1%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Deutschland	%	7,3%	5,4%	1,8%	7,8%	3,6%	3,7%
Österreich	%	1,2%	-1,9%	-2,9%	-4,3%	-2,2%	-2,0%
Luxemburg	%	1,0%	4,9%	6,6%	-3,7%	0,8%	4,1%
Schweiz	%	n/a	312,5%	6,1%	19,1%	4,0%	4,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	566,1	582,0	599,3
Damen	EUR Mio.	242,9	253,7	256,9	271,7	279,3	287,7
Herren	EUR Mio.	136,6	142,7	144,5	152,8	157,1	161,8
Lingerie	EUR Mio.	50,6	52,9	53,5	56,6	58,2	59,9
Accessoires	EUR Mio.	75,9	79,3	80,3	84,9	87,3	89,9
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	-10,3%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Damen	%	-13,2%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Herren	%	-11,3%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Lingerie	%	-14,0%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Accessoires	%	5,7%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	566,1	582,0	599,3
Eigenmarken	EUR Mio.	455,5	471,0	457,1	464,0	463,9	476,2
Fremdmarken	EUR Mio.	50,6	57,6	78,1	102,1	118,1	123,1
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	90,0%	89,1%	85,4%	82,0%	79,7%	79,5%
Fremdmarken	%	10,0%	10,9%	14,6%	18,0%	20,3%	20,5%
YoY	%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
Eigenmarken	%	6,1%	3,4%	-2,9%	1,5%	0,0%	2,7%
Fremdmarken	%	7,2%	13,9%	35,6%	30,6%	15,7%	4,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente II, 2012-2017e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Anzahl Modemärkte		169	171	170	177	183	238
YoY	%	4,3%	1,2%	-0,6%	4,1%	3,4%	30,1%
davon Deutschland		139	143	145	153	157	163
davon Österreich		27	25	22	21	21	25
davon Luxembourg		2	2	2	2	3	25
davon Schweiz		1	1	1	1	2	25
Nettoveränderung		7	2	0	9	6	6
davon Organisches Wachstum		11	6	5	2	6	6
davon Akquisitionen		5	0	0	10	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-9	-4	-5	-3	0	0
Durchschnittliche Storezahl		166	170	171	174	180	211
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	2,5
YoY	%	1,8%	3,2%	1,9%	1,6%	-0,6%	-20,8%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	274,1	274,1	288,9	298,8	308,7
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.602	1.603	1.612	1.632	1.633	1.297
Nettoumsatz je qm	EUR	1.869	1.929	1.953	1.959	1.948	1.941
Rohertrag je qm	EUR	989	1.072	1.066	1.055	1.040	1.029
LFL-Umsätze (YoY)	%	-2,5%	3,6%	3,0%	-0,3%	2,2%	-0,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I (2012-2017e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Key Data							
Nettoumsatz	EUR Mio.	506,1	528,6	535,3	566,1	582,0	599,3
Rohrertrag	EUR Mio.	267,9	293,7	292,0	304,9	310,9	317,5
EBITDA	EUR Mio.	35,5	42,9	41,5	33,3	36,0	39,4
EBIT	EUR Mio.	20,5	28,9	26,2	17,0	19,2	22,1
EBT	EUR Mio.	16,2	24,6	21,2	12,1	13,5	15,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	10,1	18,6	14,1	7,9	9,2	11,0
Anzahl Mitarbeiter		4.390	4.294	4.213	4.203	4.345	4.488
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	6,60	9,93	13,91	13,84	9,85	
Kurs Tief	EUR	4,01	4,84	9,09	9,41	7,70	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	5,27	7,57	11,57	11,36	8,54	8,54
EPS	EUR	0,54	1,05	0,77	0,43	0,49	0,59
CFPS	EUR	1,68	2,19	1,98	1,54	1,63	1,77
BVPS	EUR	4,32	5,22	5,72	5,66	5,66	5,75
NAV	EUR	4,32	5,22	5,72	5,66	5,66	5,75
Dividende	EUR	0,40	0,45	0,50	0,50	0,50	0,50
Kursziel	EUR						11,50
Performance bis Kursziel	%						34,7%
Profitabilitätskennzahlen							
Rohertragsmarge	%	52,9%	55,6%	54,6%	53,9%	53,4%	53,0%
EBITDA-Marge	%	7,0%	8,1%	7,8%	5,9%	6,2%	6,6%
EBIT-Marge	%	4,0%	5,5%	4,9%	3,0%	3,3%	3,7%
EBT-Marge	%	3,2%	4,7%	4,0%	2,1%	2,3%	2,6%
Netto-Marge	%	2,0%	3,5%	2,6%	1,4%	1,6%	1,8%
FCF-Marge	%	4,1%	6,0%	4,7%	0,5%	0,5%	0,9%
ROE	%	13,0%	21,6%	14,3%	7,5%	8,7%	10,4%
ROCE	%	19,5%	22,6%	21,9%	15,3%	15,4%	15,6%
CE/Umsatz	%	24,5%	24,4%	24,1%	26,1%	27,3%	28,6%
NWC/Umsatz	%	10,5%	9,5%	9,3%	10,5%	11,7%	13,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	115,3	123,1	127,1	134,7	133,9	133,5
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	4,7	6,7	6,2	4,0	4,4	4,9
DSO	d	6	5	4	6	7	7
Inventory days	d	56	53	51	52	55	59
Capex/Umsatz	%	5,9%	4,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,3%
Wachstumsraten							
Nettoumsatz	%	6,2%	4,5%	1,3%	5,8%	2,8%	3,0%
EBITDA	%	13,8%	20,8%	-3,1%	-19,9%	8,2%	9,5%
EBIT	%	25,0%	41,1%	-9,4%	-35,1%	13,1%	15,1%
EBT	%	25,4%	52,3%	-13,8%	-42,8%	11,0%	15,4%
Nettoergebnis	%	18,5%	84,4%	-23,8%	-44,1%	15,7%	19,7%
EPS	%	18,5%	93,7%	-27,3%	-44,2%	15,7%	19,7%
CFPS	%	12,5%	30,1%	-9,6%	-22,4%	6,4%	8,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II (2013-2017e)

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	80,9	89,1	93,1	99,7	103,5	106,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	129,5	139,1	150,9	143,5	147,7	155,7
Eigenkapital	EUR Mio.	79,9	92,0	105,6	104,9	104,8	106,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	130,5	136,4	138,6	138,5	146,8	155,8
Anlagenintensität	%	30,8%	31,6%	29,7%	33,5%	33,2%	32,6%
EK-Quote	%	38,0%	40,3%	43,2%	43,1%	41,7%	40,6%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	32,9%	14,5%	-2,1%	17,9%	29,7%	39,1%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	1,0	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9
Working Capital	EUR Mio.	53,4	50,5	49,6	59,4	68,1	77,8
Capital Employed	EUR Mio.	124,0	128,9	128,8	147,6	159,1	171,4
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	17,6	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	97,5	133,4	213,8	210,3	158,1	158,1
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	122,2	175,0	257,0	256,2	182,3	
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	74,2	85,3	167,9	174,2	142,5	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	26,3	13,3	-2,2	18,8	31,1	41,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	4,1	5,9	7,1	5,9	6,5	7,1
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	128,0	152,7	218,7	234,9	195,7	206,8
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	152,6	194,3	261,9	280,8	219,9	
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	104,6	104,6	172,9	198,8	180,1	
Free Float	%	56,6%	41,3%	47,1%	47,2%	39,1%	39,1%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	55,2	55,1	100,7	99,2	61,8	61,8
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,25	0,29	0,41	0,42	0,34	0,35
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,30	0,37	0,49	0,50	0,38	
EV/Umsatz (Tief)	x	0,21	0,20	0,32	0,35	0,31	
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	3,6	3,6	5,3	7,1	5,4	5,2
EV/EBITDA (Hoch)	x	4,3	4,5	6,3	8,4	6,1	
EV/EBITDA (Tief)	x	2,9	2,4	4,2	6,0	5,0	
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	6,2	5,3	8,4	13,8	10,2	9,3
EV/EBIT (Hoch)	x	7,4	6,7	10,0	16,5	11,4	
EV/EBIT (Tief)	x	5,1	3,6	6,6	11,7	9,4	
KGV (Durchschnitt)	x	9,7	7,2	15,1	26,6	17,3	14,4
KGV (Hoch)	x	12,1	9,4	18,2	32,4	19,9	
KGV (Tief)	x	7,4	4,6	11,9	22,0	15,6	
KCF (Durchschnitt)	x	3,1	3,5	5,8	7,4	5,2	4,8
KCF (Hoch)	x	3,9	4,5	7,0	9,0	6,0	
KCF (Tief)	x	2,4	2,2	4,6	6,1	4,7	
KBV (Durchschnitt)	x	1,2	1,4	2,0	2,0	1,5	1,5
KBV (Hoch)	x	1,5	1,9	2,4	2,4	1,7	
KBV (Tief)	x	0,9	0,9	1,6	1,7	1,4	
FCF-Yield	%	21,5%	23,8%	11,7%	1,4%	1,7%	3,4%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	73,5%	42,7%	65,3%	116,9%	101,0%	84,4%
Dividendenrendite	%	7,6%	5,9%	4,3%	4,4%	5,9%	5,9%
Cashflow							
Operativer Cashflow	EUR Mio.	30,7	40,9	36,4	19,5	23,2	25,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-9,7	-9,2	-11,4	-16,6	-20,5	-20,0
Free Cashflow	EUR Mio.	21,0	31,8	24,9	2,9	2,7	5,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-18,9	-19,4	-9,8	-20,5	-7,6	-7,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

DCF-Modell

IFRS (31.12.)		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV																																																																												
Nettumsatz	EUR Mio.	582,0	599,3	614,4	626,3	634,8	640,3	643,8	646,0	647,6	648,9	650,3	651,6	652,9																																																																												
Umsatzwachstum	%	2,8%	3,0%	2,5%	1,9%	1,4%	0,9%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%																																																																												
EBIT	EUR Mio.	19,2	22,1	23,6	25,0	26,3	27,5	28,6	29,7	30,7	31,7	32,8	33,8	32,6																																																																												
EBIT-Marge (Nettumsatz)	%	3,3%	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,2%	5,0%																																																																												
Steuerquote (τ)	%	32,0%	29,5%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%																																																																												
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	13,1	15,6	16,7	17,7	18,6	19,5	20,3	21,0	21,8	22,5	23,2	24,0	23,1																																																																												
Reinvestment	EUR Mio.	-12,5	-8,4	-7,6	-6,4	-4,9	-3,4	-2,2	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9																																																																												
FCFF	EUR Mio.	0,5	7,2	9,1	11,3	13,7	16,1	18,1	19,6	20,7	21,6	22,4	23,1	22,3																																																																												
WACC	%	8,3%	8,3%	8,0%	7,7%	7,4%	7,2%	6,9%	6,6%	6,3%	6,0%	5,8%	5,5%	5,2%																																																																												
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,3%	85,5%	79,4%	73,9%	68,9%	64,5%	60,5%	56,9%	53,6%	50,7%	48,1%	0,0%																																																																												
Barwert FCFF	EUR Mio.	0,5	6,7	7,8	9,0	10,1	11,1	11,7	11,9	11,8	11,6	11,3	11,1																																																																													
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	7,2																																																																																								
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	107,3																																																																																								
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	117,9																																																																																								
Summe der Barwerte	EUR Mio.	232,4																																																																																								
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	70,9																																																																																								
Liquidität	EUR Mio.	52,1																																																																																								
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	213,6																																																																																								
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5																																																																																								
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	11,50																																																																																								
		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="8">TV-Wachstumsrate im Terminal Value</th> </tr> <tr> <th></th> <th>EUR</th> <th>-0,1%</th> <th>0,0%</th> <th>0,1%</th> <th>0,2%</th> <th>0,3%</th> <th>0,4%</th> <th>0,5%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="8">TV EBIT-Marge</td> <td>2,0%</td> <td>8,00</td> <td>7,90</td> <td>7,80</td> <td>7,70</td> <td>7,60</td> <td>7,50</td> <td>7,40</td> </tr> <tr> <td>3,0%</td> <td>9,40</td> <td>9,20</td> <td>9,10</td> <td>9,00</td> <td>8,90</td> <td>8,70</td> <td>8,60</td> </tr> <tr> <td>4,0%</td> <td>10,70</td> <td>10,50</td> <td>10,40</td> <td>10,30</td> <td>10,10</td> <td>10,00</td> <td>9,80</td> </tr> <tr> <td>5,0%</td> <td>12,00</td> <td>11,80</td> <td>11,70</td> <td>11,50</td> <td>11,40</td> <td>11,20</td> <td>11,10</td> </tr> <tr> <td>6,0%</td> <td>13,30</td> <td>13,10</td> <td>13,00</td> <td>12,80</td> <td>12,60</td> <td>12,50</td> <td>12,30</td> </tr> <tr> <td>7,0%</td> <td>14,60</td> <td>14,40</td> <td>14,30</td> <td>14,10</td> <td>13,90</td> <td>13,70</td> <td>13,50</td> </tr> <tr> <td>8,0%</td> <td>15,90</td> <td>15,70</td> <td>15,60</td> <td>15,40</td> <td>15,20</td> <td>15,00</td> <td>14,80</td> </tr> </tbody> </table>															TV-Wachstumsrate im Terminal Value									EUR	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	TV EBIT-Marge	2,0%	8,00	7,90	7,80	7,70	7,60	7,50	7,40	3,0%	9,40	9,20	9,10	9,00	8,90	8,70	8,60	4,0%	10,70	10,50	10,40	10,30	10,10	10,00	9,80	5,0%	12,00	11,80	11,70	11,50	11,40	11,20	11,10	6,0%	13,30	13,10	13,00	12,80	12,60	12,50	12,30	7,0%	14,60	14,40	14,30	14,10	13,90	13,70	13,50	8,0%	15,90	15,70	15,60	15,40	15,20	15,00	14,80
		TV-Wachstumsrate im Terminal Value																																																																																								
	EUR	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%																																																																																		
TV EBIT-Marge	2,0%	8,00	7,90	7,80	7,70	7,60	7,50	7,40																																																																																		
	3,0%	9,40	9,20	9,10	9,00	8,90	8,70	8,60																																																																																		
	4,0%	10,70	10,50	10,40	10,30	10,10	10,00	9,80																																																																																		
	5,0%	12,00	11,80	11,70	11,50	11,40	11,20	11,10																																																																																		
	6,0%	13,30	13,10	13,00	12,80	12,60	12,50	12,30																																																																																		
	7,0%	14,60	14,40	14,30	14,10	13,90	13,70	13,50																																																																																		
	8,0%	15,90	15,70	15,60	15,40	15,20	15,00	14,80																																																																																		
	<p>QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN</p>																																																																																									

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser 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 per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag 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)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns 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 § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b 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 die folgenden Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
29.03.2016	EUR 11,50	Buy	1; 8
18.03.2016	EUR 11,50	Buy	1; 8
16.12.2015	EUR 14,60	Buy	1; 8
12.11.2015	EUR 16,90	Buy	1; 8
06.08.2015	EUR 16,90	Buy	1; 8
12.05.2015	EUR 16,90	Buy	1; 8
23.03.2015	EUR 18,00	Buy	1; 8
19.12.2014	EUR 16,50	Buy	1; 8
13.11.2014	EUR 15,80	Buy	1; 8
07.08.2014	EUR 15,70	Buy	1; 8
14.05.2014	EUR 15,30	Buy	1; 8
21.03.2014	EUR 15,10	Buy	1; 8
20.02.2014	EUR 14,80	Buy	1; 8
07.02.2014	EUR 14,30	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenangebern, 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, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

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

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.