

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig
 Schlusskurs: EUR 5,74
 Kursziel: EUR 8,60 (bislang EUR 8,20)

„Strategie 2020“ mit klarem Bekenntnis zur Zielgruppe

Einige Überraschungen brachte die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2017, obwohl die Eckdaten – Umsatz und EBITDA – bereits wie gewohnt in einer Vorabmeldung Ende Februar bekannt gegeben worden waren. Ein genauer Blick auf GuV und Bilanz offenbart die signifikanten operativen Verbesserungen, die dem Management in einem schwierigen Marktumfeld gelungen sind. Positiv fiel dementsprechend die kurz- und mittelfristig Guidance aus: Für 2018e rechnet das Management mit Umsätzen auf Vorjahresniveau, aber einer weiteren Ergebnisverbesserung (E-BITDA) auf eine Bandbreite von EUR 26 bis 29 Mio. Bis 2020e werden leichte Umsatzzuwächse und ein deutlicher EBITDA-Anstieg um mehr als 50% in Aussicht gestellt. Wir heben unser Kursziel auf EUR 8,60 an und bestätigen angesichts eines nach unserer Einschätzung mittelfristigen Kurssteigerungspotenzials von 49,8% unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Highlights des Jahresabschluss 2017

Im vergangenen Geschäftsjahr hat Adler Modemärkte

- Umsätze von EUR 525,8 Mio. (Vorjahr: EUR 544,6 Mio., -4,5% LFL) erwirtschaftet; Für das vierte Quartal entspricht dies Erlösen in Höhe von EUR 151,6 Mio. (-10,6% YoY), womit Adler Modemärkte hinter der Entwicklung des textilen Einzelhandelsumfelds zurück blieb.
- das EBITDA (ohne Einmaleffekte) um 6,7% auf EUR 25,4 Mio. und die EBITDA-Marge auf 4,8% (2016: 4,4%) gesteigert (EBITDA-Marge Q4/17: 16,7%).
- in Verbindung mit Immobilienverkäufen in Österreich den freien Cashflow auf einen Rekordwert von EUR 35,9 Mio. verbessert; die Nettoverschuldung konnte damit in eine Nettoliquiditätsposition von EUR 4,8 Mio. gedreht werden.

Klares Bekenntnis zur Zielgruppe 55+

Auf der Analystenveranstaltung in Frankfurt hat das Management betont,

- dass Adler Modemärkte die Metamorphose vom reinen Bekleidungsanbieter zu einer Plattform für Menschen ab 55 Jahren durch regelmäßige Kundenveranstaltungen, Kooperationen mit Anbietern von zielgruppenrelevanten nicht-textilen Produkten und Dienstleistungen, und einen zielgruppenspezifischen Kundenservice wie kostenlose Parkplätze, Ruhe-/Sitzecken, geräumige Kabinen und große Schriftgrößen auf den Etiketten beschleunigen will;
- den Anteil von Fremdmarken (aktuell ~40%) zu Gunsten der elf margenstarken Eigenmarken zu halbieren, was in Verbindung mit einer Sortimentsbereinigung der Eigenmarken zu einer Stärkung der Kundenbindung beitragen soll;
- den Markenkern über eine Portfoliobereinigung und eine Vereinheitlichung der Preisarchitektur zu optimieren;
- den Marketingfokus auf individuelle Kundenmailings bei Bestandskunden und ausgewählten ehemaligen Kunden zu legen und breit streuende (TV-)Werbung zu unterlassen;
- den Online-Auftritt ausschließlich organisch und ertragssteigernd auszubauen.

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 106,6 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück

Q1/2018: 08. April 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	544.6	525.8	526.0	539.1
EBITDA	23.3	32.0	28.3	32.6
EBIT	6.6	15.6	13.5	18.0
EBT	1.7	10.7	11.1	17.2
EAT	0.4	3.9	7.8	12.1

% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	4.3	6.1	5.4	6.1
EBIT	1.2	3.0	2.6	3.3
EBT	0.3	2.0	2.1	3.2
EAT	0.1	0.7	1.5	2.2

Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0.02	0.21	0.42	0.65
Dividende	0.00	0.05	0.20	0.20
Buchwert	5.18	5.40	5.77	6.23
Cashflow	0.99	1.47	1.40	1.72

%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	43.1%	41.4%	43.5%	42.9%
Gearing	23.9%	-4.8%	-14.4%	-31.7%

x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	325.1	26.7	13.6	8.8
EV/Umsatz	0.30	0.20	0.18	0.14
EV/EBIT	24.4	6.7	7.2	4.3
KBV	1.4	1.0	1.0	0.9

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	↔	n/a
Guidance: EBITDA (adj.)	↗	n/a



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

Jahresabschluss im Detail

Ein detaillierter Blick auf den Jahresabschluss zeigt die signifikanten operativen Fortschritte des Managements:

- ⑤ **Umsatz:** Im vergangenen Jahr konnte sich Adler Modemärkte nicht vom schwachen Einzelhandelsumfeld absetzen. Auf vergleichbarer Fläche („LFL“) ergaben sich Zuwächse im ersten (+1,5% YoY) und dritten Quartal (+0,3% YoY) und Rückgänge im zweiten (-6,0% YoY) und dem saisonal stärksten vierten (-10,7% YoY) Quartal. Per Saldo gingen die Erlöse 2017 damit LFL um -4,5% auf EUR 525,8 Mio. zurück.
- ⑤ **Materialaufwand:** Im Jahr 2017 ist die Materialaufwandsquote um 70 Basispunkte auf 46,4% (Vorjahr: 47,1%) gesunken. Verantwortlich für diese Entwicklung waren eine Anpassung der Einkaufsvolumina, eine optimierte Bestandführung und eine effizientere Altwarenvermarktung.
- ⑤ **Personalaufwand:** Ebenfalls deutlich rückläufig war im vergangenen Jahr die Personalaufwandsquote. Ohne Einbeziehung von Lohn- und Gehaltssteigerungen sowie von Abfindungszahlungen (EUR 2,3 Mio.) konnte die bereinigte Lohnaufwandsquote um 80 Basispunkte auf 18,0% (Vorjahr: 18,8%) verringert werden. Zum Teil war der Rückgang auf einen einmaligen Verzicht der Mitarbeiter auf Urlaubsgelder und Tantiemen zurückzuführen;
- ⑤ **Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Ohne Einbeziehung von Einmaleffekten war auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ein Rückgang um EUR 2,4 Mio. festzustellen.
- ⑤ **EBITDA:** Per Saldo konnte das bereinigte EBITDA ohne Berücksichtigung von Einmaleffekten 2017 auf EUR 25,4 Mio. von EUR 23,8 Mio. in 2016 (+6,7% YoY) gesteigert werden. Die positiven Einmaleffekte aus dem Verkauf von zwei Immobilien in Österreich (EUR 11,3 Mio.) überstiegen dabei die einmaligen Aufwendungen aus Restrukturierung und Beratung (EUR -4,7 Mio.), so dass per Saldo ein positiver Nettoeffekt aus Einmaleffekten in Höhe von EUR 6,6 Mio. und ein unbereinigtes EBITDA in Höhe von EUR 32,0 Mio. festgestellt werden konnte.
- ⑤ **Jahresüberschuss:** Nach Berücksichtigung nahezu unveränderter Abschreibungen und Zinsaufwendungen sowie einer deutlich gestiegenen Steuerquote ergab sich im Geschäftsjahr 2017 ein um Einmaleffekte bereinigter Jahresüberschuss in Höhe von EUR 2,3 Mio. (unbereinigt EUR 3,9 Mio.). Dies entspricht einem bereinigten Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 0,11 (unbereinigt: EUR 0,21).
- ⑤ **Nettofinanzverbindlichkeiten:** Im Wesentlichen bedingt durch Einmaleffekte aus Immobilienverkäufen, aber auch durch die verbesserte operative Entwicklung konnte Adler Modemärkte die Nettoverschuldung vollständig abbauen; per Ende 2017 lag die Nettofinanzposition bei EUR 4,8 Mio.
- ⑤ **Working Capital:** Angesichts rückläufiger Erlöse und einem deutlich verbesserten Working Capital-Management konnte das Working Capital auf EUR 46,7 Mio. von EUR 50,7 Mio. (-7,9% YoY) deutlich reduziert werden. Die Quote des Working Capital zum Umsatz lag dementsprechend bei 8,9% (Vorjahr: 9,3%).

Guidance für 2018e

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand mit einem Umsatz auf Vorjahresniveau. Bei dem um Einmaleffekte bereinigten operativen Ergebnis (EBITDA) erwartet Adler Modemärkte eine Steigerung von EUR 25,4 Mio. (2017) auf einen Wert in der Bandbreite zwischen EUR 26 und 29 Mio. Dies entspricht einer Steigerungsrate zwischen 2,4% und 14,2%.

Dass die Ertragsaussichten trotz eines tarifvertraglich bedingten Anstiegs der Personalaufwendungen und steigender Transport- und Logistikkosten in einem unverändert schwierigen Marktumfeld positiv ausfallen können, ist das Ergebnis eines umfangreichen Kostensenkungsprogramms, das Adler Modemärkte im vergangenen Jahr fortgesetzt hat. Die Einspareffekte dürften sich nach unserer Einschätzung auf jährlich EUR 10 Mio. summieren.

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

TABELLE 1: GUIDANCE 2018E IM DETAIL

	Entwicklung ggü. Vorjahr	Kommentar
Umsatz	⇒	Auf Höhe des Vorjahres
Online-Erlöse	↗	Deutlicher Anstieg
Rohermargen	↗	Verbesserung der Rohermarge um bis zu 2 Prozentpunkte
Personalaufwendungen	↗	Tarifvertraglich bedingter leichter Anstieg, Aufholung der Einmaleffekte des Vorjahres (Verzicht auf Urlaubsgelder und Tantiemen), keine Personalanpassungen erwartet
Marketingaufwendungen	⇒	Unverändert, allerdings effizientere Nutzung des Marketingbudgets durch Verzicht auf TV-Werbung ab H2
Transport- und Logistikkosten	↗	Leichter Anstieg infolge eines Wechsels des Logistikdienstleisters
EURUSD	⇒	Allenfalls geringe Veränderungen erwartet
Rohstoffpreise	⇒	Allenfalls geringe Veränderungen erwartet
EBITDA (bereinigt)	↗	Anstieg auf EUR 26 bis 29 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Mittelfrist-Guidance

Nach erfolgreicher Umsetzung der Strategie 2020 rechnet der Vorstand mit einem Anstieg der Nettoumsätze auf mindestens EUR 552 Mio. (+5,0% ggü. 2017), was angesichts einer für 2018e gegenüber 2017 unveränderten Umsatzerwartung einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum 2018e-20e von mindestens 2,5% entspricht.

Verglichen mit 2017 soll das um Einmaleffekte bereinigte operative Ergebnis bis zum Jahr 2020e um mindestens 50% wachsen auf dann rund EUR 38,0 Mio. ansteigen. Dies entspricht einer Verbesserung der bereinigten EBITDA-Marge auf 6,9% von zuletzt 4,8%.

TABELLE 2: GUIDANCE 2020E IM DETAIL

	Entwicklung ggü. 2017	Kommentar
Umsatz	↗	Anstieg um jeweils durchschnittlich 2,5% in 2019e und 2020e
Sonstiges betriebliches Ergebnis	↘	
Rohermargen	↗	
Personalaufwendungen	↗	
Marketingaufwendungen	⇒	
Leasingsaufwendungen	↘	
EBITDA (bereinigt)	↗	Anstieg um mehr als 50% ggü. 2017, d. h. mehr als EUR 38,0 Mio.
EBITDA-Marge	↗	Anstieg auf über 8,0% der Nettoerlöse

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Rückkehr zur Dividendenfähigkeit in 2017 erreicht

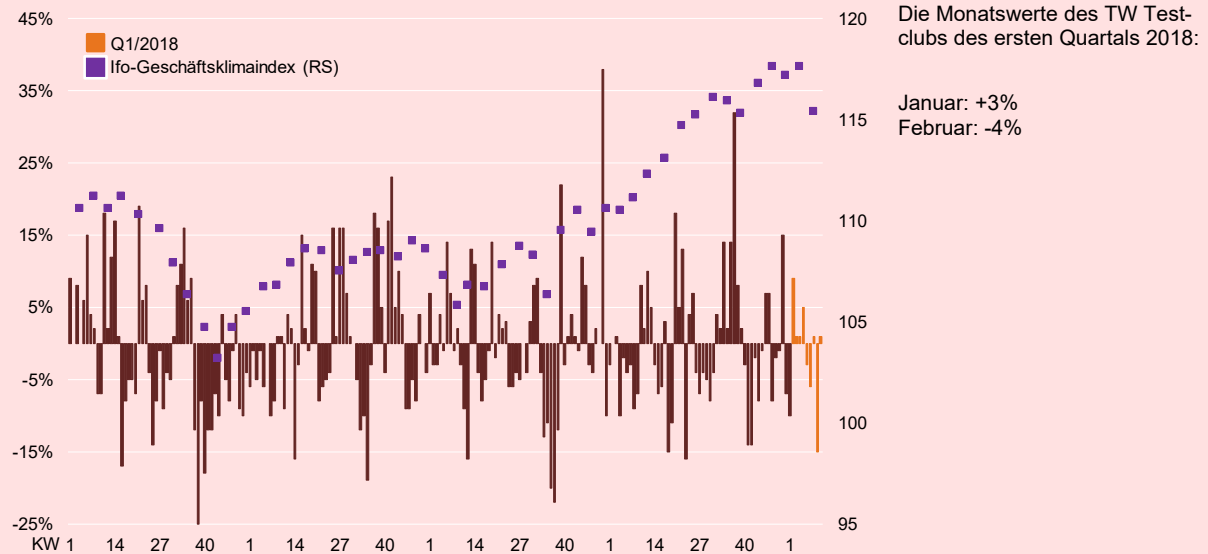
Für das vergangene Geschäftsjahr schlägt die Verwaltung der HV am 24.05.2018 eine Dividende von EUR 0,05 vor. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von 24,0 des berichteten Nachsteuerergebnisses von EUR 0,21 je Aktie.

Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete im ersten Quartal 2018 eine per Saldo bislang unveränderte Entwicklung der Erlöse im textilen Einzelhandel.

TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex

Das erste Quartal 2018 verlief für die Textilunternehmen im TW-Testclub bisher uneinheitlich: Während die Erlöse im Januar leicht (+3,0%) anstiegen, waren sie im Februar mit -4,0% leicht rückläufig.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB UND IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-18



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG und heben angesichts der positiven mittelfristigen Management-Guidance unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 8,60 von bislang EUR 8,20 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 5,74 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 49,8%.

Begründung unserer Methodologie

In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens nach der eingeschlagenen Restrukturierung im laufenden Geschäftsjahr im Rahmen der Guidance deutlich verbessern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

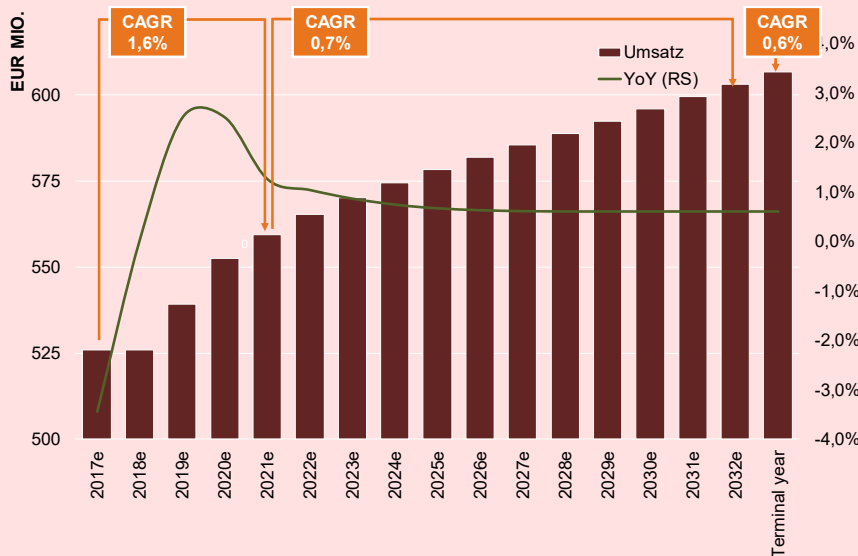
Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ③ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde. Während dieser Detailplanungsphase haben wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum 2017-21e von 1,6% modelliert.
- ③ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2032e endet, haben wir eine jährliche Wachstumsrate der Nettoumsätze von durchschnittlich 0,7% veranschlagt. Gleichzeitig haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden. Zudem gehen wir davon aus, dass

während der Detail- und der Grobplanungsphase durchschnittlich eine Filiale pro Jahr eröffnet wird.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 0,7%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,6% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ☉ dass die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 4,7% in 2021e (Peak Margins) auf 3,0% in 2032e sukzessive zurückgehen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management die angestrebten Kosteneinsparungen gelingen. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 3,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und dem Ausmaß von Filialneueröffnungen könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ☉ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,6%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer 30-jährigen Bundesanleihe entspricht;
- ☉ eine statistische **Insolvenzwahrscheinlichkeit** im Terminal Value von 4,1% pro Jahr;
- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, was sich durch im Zeitablauf tendenziell rückläufige Modernisierungsmaßnahmen erklären lässt;
- ☉ dass sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der niedrigen gewerbesteuerlichen Belastung am Standort der Konzernzentrale in Haibach und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 29,0% bewegen wird;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 0,9 sehen und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

Relativ restriktive Annahmen

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	-0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	0,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☉ dass die Freien Cashflows von Adler Modemärkte zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 4,3% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,9 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 3,8% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 0,5% als gerechtfertigt an, da der aktuelle Vorstand nach unserer Einschätzung für den erwarteten Erfolg des Unternehmens von hoher Bedeutung ist. Mit einem von uns für Adler Modemärkte unterstellten synthetischen Rating von BB+ rechnen wir aktuell mit einer Risikoprämie für das Fremdkapital von 4,0%. Abschließend leiten wir aus den Peergroup-Werten für Adler Modemärkte eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 80/20 ab;

TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	4,0%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Fundamental-beta		0,90
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
Small Cap-Prämie	%	0,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	3,6%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	4,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	4,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	29,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	3,3%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,7%
WACC basierend auf Marktwerten	%	4,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☉ dass Adler Modemärkte im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir während der Grobplanungsphase einen sukzessiven Anstieg

der WACC von derzeit 4,3% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 8,60 je Aktie (bislang EUR 8,20)

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Adler Modemärkte (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 8,60 je Aktie (bislang EUR 8,20) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Values von EUR 154,2 Mio. werden mit EUR 62,7 Mio. rund 40,7% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 19,3 Mio. bzw. EUR 72,2 Mio. aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 8,60 je Aktie

TABELLE 5: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

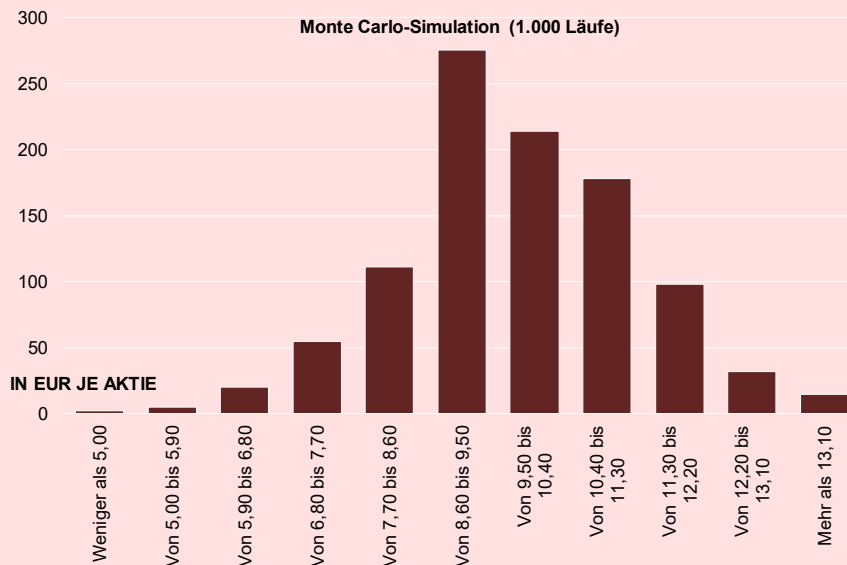
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	19,3
in % des Enterprise Value	%	12,5%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	72,2
in % des Enterprise Value	%	46,8%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	62,7
in % des Enterprise Value	%	40,7%
Enterprise Value	EUR Mio.	154,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-58,5
Liquidität	EUR Mio.	63,3
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	159,0
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	8,60

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte Carlo-Analyse

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

ABBILDUNG 3: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION



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. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechtsschiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 8,60 und EUR 9,50 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 88,8 Mio. bzw. über EUR 257,3 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 5,00 und EUR 14,00 (vgl. vorstehende Abbildung 3).

Multiplies bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 8,60 je Aktie wäre Adler Modemärkte mit folgenden Multiplies bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 8,60 je Aktie		Bewertung beim aktuellen Kurs	
	2018e	2019e	2018e	2019e
KGV	20,4x	13,2x	13,6x	8,8x
EV/Umsatz	0,22x	0,18x	0,18x	0,14x
EV/EBITDA	8,7x	5,4x	7,2x	4,3x
KBV	1,5x	1,4x	1,0x	0,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 der Erreichung bzw. dem Übertreffen der aktuellen Guidance.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Risiken für unser Rating und Kursziel

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

- ⊖ Nach zwei Gewinnwarnungen im vergangenen Jahr hat die **Reputation des Unternehmens** am Kapitalmarkt gelitten; daher ist es nach u. E. erforderlich, dass Adler Modemärkte im laufenden Jahr die ausgegebene Guidance im Idealfall übererfüllt.
- ⊖ Das Geschäftsmodell ist auf Kunden im Alter von über 55 Jahren sowie auf Käuferschichten mit leicht unterdurchschnittlichen Einkommen ausgerichtet; insofern bestehen Abhängigkeit 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 ergibt sich eine mögliche, wenngleich nach u. E. unwahrscheinliche **Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen**.
- ⊖ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

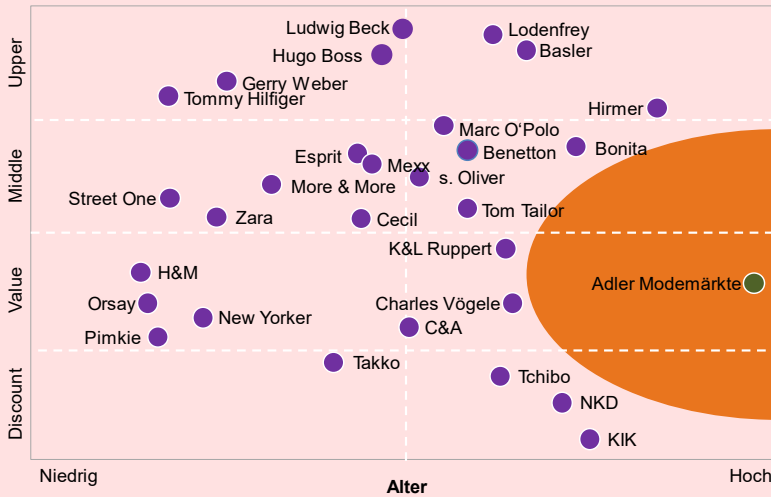
Unternehmensprofil

Mit 182 Modemärkten per Ende 2017 (davon 155 in Deutschland, 22 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. In dieser Gruppe der sog. „Best Ager“ befinden sich mehrheitlich weniger modebewusste Fashion-Follower, weshalb zum Ende einer Saison Diskontierungen eine im Vergleich zu anderen Einzelhändlern untergeordnete Rolle spielen.

Darüber hinaus bewegt sich Adler Modemärkte in einer nach unserer Einschätzung demographisch äußerst attraktiven Nische, deren Bedeutung, gemessen an den textilen Gesamtausgaben, in den kommenden Jahrzehnten deutlich zunehmen wird. Im vergangenen Jahr wurden 60,0% der Umsätze mit insgesamt elf Eigenmarken erwirtschaftet.

Zentrales Element des Customer Relationship Managements ist die Adler-Kundenkarte, die 2017 von rund 3,4 Mio. Kunden genutzt wurde und damit zu den erfolgreichsten Mono-Karten in Deutschland zählt.

ABBILDUNG 4: POSITIONIERUNG IM DEUTSCHEN TEXTILEINZELHANDEL



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	526,0	539,1
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-243,2	-261,2	-256,5	-244,1	-241,6	-245,2
in % der Nettoerlöse	%	-45,4%	-46,1%	-47,1%	-46,4%	-45,9%	-45,5%
Rohrertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	284,4	293,9
in % der Nettoerlöse	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,1%	54,5%
YoY	%	-0,6%	4,4%	-5,5%	-2,2%	0,9%	3,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	9,8	8,9	8,7	18,8	18,6	18,5
in % der Nettoerlöse	%	1,8%	1,6%	1,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-95,2	-102,5	-102,3	-96,8	-97,8	-100,4
in % der Nettoerlöse	%	-17,8%	-18,1%	-18,8%	-18,4%	-18,6%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,4	-16,3	-16,7	-16,5	-14,8	-14,7
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-2,8%	-2,7%
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.	-165,1	-178,0	-171,2	-171,7	-176,8	-179,5
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-31,4%	-31,4%	-32,7%	-33,6%	-33,3%
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	28,3	32,6
in % der Nettoerlöse	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	5,4%	6,1%
YoY	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-11,6%	15,3%
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	13,5	18,0
in % der Nettoerlöse	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	2,6%	3,3%
YoY	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-13,3%	33,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-5,0	-4,9	-4,9	-4,9	-2,4	-0,8
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-5,1	-4,9	-4,9	-5,2	-2,5	-0,9
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	11,1	17,2
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	2,1%	3,2%
YoY	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	3,7%	54,6%
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.	-7,1	-4,2	-1,3	-6,8	-3,3	-5,1
in % des EBT	%	-33,3%	-34,8%	-76,0%	-63,9%	-29,5%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	7,8	12,1
in % der Nettoerlöse	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	1,5%	2,2%
YoY	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	102,7%	54,6%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,42	0,65

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2018e)

IFRS (31.12.)		Q1/18e	Q2/18e	H1/18e	Q3/18e	9M/18e	Q4/18e	2018e
Nettoumsatz	EUR	108,8	146,8	255,7	118,9	374,6	151,4	526,0
YoY	%	0,1%	1,0%	0,6%	-1,0%	0,1%	-0,1%	0,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-55,5	-63,5	-119,1	-58,5	-177,6	-64,1	-241,6
in % der Nettoerlöse	%	-51,0%	-43,3%	-46,6%	-49,2%	-47,4%	-42,3%	-45,9%
Rohertrag	EUR	53,3	83,3	136,6	60,4	197,0	87,3	284,4
in % der Nettoerlöse	%	49,0%	56,7%	53,4%	50,8%	52,6%	57,7%	54,1%
YoY	%	1,2%	1,8%	1,6%	0,0%	1,1%	0,6%	0,9%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,5	9,5	11,0	1,3	12,3	6,3	18,6
in % der Nettoerlöse	%	1,4%	6,4%	4,3%	1,1%	3,3%	4,2%	3,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,6	-26,2	-50,8	-23,1	-73,9	-23,9	-97,8
in % der Nettoerlöse	%	-22,6%	-17,9%	-19,9%	-19,4%	-19,7%	-15,8%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,8	-3,7	-7,5	-3,6	-11,1	-3,7	-14,8
in % der Nettoerlöse	%	-3,5%	-2,5%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-2,5%	-2,8%
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.	-42,2	-43,2	-85,4	-41,6	-127,0	-49,8	-176,8
in % der Nettoerlöse	%	-38,8%	-29,4%	-33,4%	-35,0%	-33,9%	-32,9%	-33,6%
EBITDA	EUR	-12,0	23,3	11,4	-3,0	8,4	19,9	28,3
in % der Nettoerlöse	%	-11,0%	15,9%	4,5%	-2,5%	2,2%	13,1%	5,4%
YoY	%	-4,0%	2,8%	11,1%	-16,9%	26,3%	-21,5%	-11,6%
EBIT	EUR	-15,7	19,6	3,9	-6,6	-2,7	16,2	13,5
in % der Nettoerlöse	%	-14,5%	13,4%	1,5%	-5,5%	-0,7%	10,7%	2,6%
YoY	%	-5,5%	5,7%	103,6%	-13,3%	-52,5%	-23,8%	-13,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-1,4	-0,6	-2,1	-0,3	-2,4
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-0,7	-1,5	-0,7	-2,2	-0,3	-2,5
EBT	EUR	-16,5	18,9	2,5	-7,2	-4,8	15,9	11,1
in % der Nettoerlöse	%	-15,1%	12,9%	1,0%	-6,1%	-1,3%	10,5%	2,1%
YoY	%	-8,6%	10,0%	n/a	-18,4%	-50,7%	-22,1%	3,7%
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.	4,9	-5,6	-0,7	2,1	1,4	-4,7	-3,3
in % des EBT	%	-29,5%	-29,5%	-29,5%	-29,5%	-29,5%	-29,5%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR	-11,6	13,3	1,7	-5,1	-3,4	11,2	7,8
in % der Nettoerlöse	%	-10,7%	9,1%	0,7%	-4,3%	-0,9%	7,4%	1,5%
YoY	%	-12,0%	7,4%	n/a	-18,7%	-52,3%	2,6%	102,7%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,63	0,72	0,09	-0,27	-0,18	0,60	0,42

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,8	6,7	6,5	5,6	4,5	3,7
Sachanlagen	EUR Mio.	72,5	81,6	78,1	75,0	65,5	63,5
Grundstücke	EUR Mio.	1,5	0,4	0,4	0,4	1,5	1,5
Latente Steuern	EUR Mio.	11,8	10,5	10,0	7,4	7,5	7,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	79,3	76,5
Vorräte	EUR Mio.	75,6	81,3	75,4	73,7	72,9	72,2
DIO	d	51	52	50	50	50	48
Lagerumschlag	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leist.	EUR Mio.	0,2	1,9	0,6	0,6	0,7	0,7
DSO	0	0	1	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	5,5	8,2	8,0	14,6	14,3	14,0
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	78,7	105,3
in % der Bilanzsumme	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	32,0%	39,2%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	166,6	192,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	245,9	268,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz (Passiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	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
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	-2,7	-2,2	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-37,6	-38,9	-47,7	-43,9	-37,0	-28,6
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	106,8	115,2
Eigenkapitalquote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	43,5%	42,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	3,2	2,9	2,6	2,3	2,4	2,5
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,2	1,3	1,4	1,6
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,0	4,7	4,7	5,4	5,9	6,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	47,7	49,5	46,3	50,2	55,3	60,8
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	63,5	64,6	60,7	64,7	71,1	78,1
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,2	11,7	10,9	0,3	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	31,7	32,0	25,3	27,6	27,3	27,6
in % der Erlöse	%	5,9%	5,7%	4,6%	5,3%	5,2%	5,1%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,2	3,4	4,5	4,4	4,3	4,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	20,4	19,8	19,5	24,3	30,2	37,6
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	2,4	0,2	0,1	3,8	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	6,3	6,8	5,8	5,7	5,6	5,5
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	75,1	74,0	66,0	76,4	67,9	75,4
Potenzieller Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	245,9	268,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz (normalisierte Fassung, Aktiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	2,9%	2,3%	1,8%	1,4%
Sachanlagen	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	26,6%	23,6%
Grundstücke	%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	4,8%	4,3%	4,5%	3,1%	3,0%	2,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,1%	40,9%	42,9%	36,8%	32,3%	28,5%
Vorräte	%	30,9%	33,4%	33,9%	30,6%	29,7%	26,9%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,1%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Übrige Forderungen	%	2,3%	3,4%	3,6%	6,0%	5,8%	5,2%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	32,0%	39,2%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,8%	58,9%	57,0%	63,1%	67,7%	71,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz (normalisierte Fassung, Passiva), 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	7,6%	8,3%	7,7%	7,5%	6,9%
Kapitalrücklage	%	52,2%	52,3%	57,2%	52,8%	51,8%	47,4%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-0,8%	-0,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-15,4%	-16,0%	-21,5%	-18,2%	-15,0%	-10,6%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	43,5%	42,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	1,3%	1,2%	1,2%	0,9%	1,0%	0,9%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%
Latente Steuern	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%	2,4%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	20,3%	20,8%	20,8%	22,5%	22,6%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,9%	2,4%	2,6%	2,3%	2,5%	2,5%
Summe Langfristige Schulden	%	26,0%	26,5%	27,3%	26,8%	28,9%	29,1%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,2%	4,8%	4,9%	0,1%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	13,0%	13,2%	11,3%	11,4%	11,1%	10,3%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,4%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,3%	8,1%	8,8%	10,1%	12,3%	14,0%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	1,0%	0,1%	0,0%	1,6%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%
Summe kurzfristige Schulden	%	30,7%	30,4%	29,7%	31,7%	27,6%	28,1%
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, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	11,1	17,2
Abschreibungen	EUR Mio.	15,4	16,3	16,7	16,5	14,8	14,7
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	-1,2	-0,3	-0,3	0,7	0,7
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	1,4	2,2	-8,9	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	37,8	28,5	20,3	18,0	26,6	32,6
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	3,4	-10,1	7,4	-4,8	1,0	1,0
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-2,5	0,3	-6,8	2,3	-0,3	0,3
Δ Working Capital	EUR Mio.	2,9	-0,5	0,7	5,5	6,4	7,9
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	5,0	4,9	4,9	4,9	2,4	0,8
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	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
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-9,3	-5,0	-1,1	-0,5	-6,6	-5,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,9	1,4	-3,3	-4,2	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	29,4	37,4
YoY	%	-11,1%	-46,3%	13,7%	-4,7%	39,0%	27,1%
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,7	-13,3	-11,0	-12,4	-5,4	-11,8
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	-3,5	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.	0,0	0,0	0,0	27,2	0,3	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-5,1	-11,8
YoY	%	24,6%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	131,7%
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	24,3	25,6
YoY	%	-21,5%	-88,5%	295,7%	216,4%	-32,3%	5,2%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	8,9	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
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-7,9	-9,2	-9,3	0,0	-0,9	-3,7
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,5	1,2	-1,1	-10,9	-0,2	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-7,6	-4,1	3,8	4,9	5,4
Δ Kundenkarteverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	-10,4	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-10,3	-4,9	-6,2	-18,6	-2,4	-0,8
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,0	1,0
YoY	%	-49,3%	108,3%	1,0%	-25,6%	-41,7%	n/a
Δ Liquidität	EUR Mio.	15,1	-17,6	-9,3	20,6	15,4	26,6
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	54,5	69,7	52,1	42,8	63,3	78,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	78,7	105,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Segmente, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	526,0	539,1
Deutschland	EUR Mio.	439,9	474,2	453,7	435,4	435,5	446,3
Österreich	EUR Mio.	76,3	73,0	71,2	68,9	67,1	68,8
Luxemburg	EUR Mio.	17,3	16,7	16,7	18,2	20,1	20,6
Schweiz	EUR Mio.	1,8	2,1	3,0	3,2	3,3	3,4
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	82,2%	83,8%	83,3%	82,8%	82,8%	82,8%
Österreich	%	14,3%	12,9%	13,1%	13,1%	12,8%	12,8%
Luxemburg	%	3,2%	3,0%	3,1%	3,5%	3,8%	3,8%
Schweiz	%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Deutschland	%	1,8%	7,8%	-4,3%	-4,0%	0,0%	2,5%
Österreich	%	-2,9%	-4,3%	-2,5%	-3,2%	-2,6%	2,5%
Luxemburg	%	6,6%	-3,7%	0,0%	9,2%	10,1%	2,5%
Schweiz	%	6,1%	19,1%	43,0%	7,3%	4,0%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	526,0	539,1
Damen	EUR Mio.	256,9	271,7	261,4	252,4	252,5	258,8
Herren	EUR Mio.	144,5	152,8	147,0	142,0	142,0	145,6
Lingerie	EUR Mio.	53,5	56,6	54,5	52,6	52,6	53,9
Accessoires	EUR Mio.	80,3	84,9	81,7	78,9	78,9	80,9
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	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Damen	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Herren	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Lingerie	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Accessoires	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	526,0	539,1
Eigenmarken	EUR Mio.	457,1	396,2	354,0	315,5	347,2	391,4
Fremdmarken	EUR Mio.	78,1	169,8	190,6	210,3	178,8	147,7
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenmarken	%	85,4%	70,0%	65,0%	60,0%	66,0%	72,6%
Fremdmarken	%	14,6%	30,0%	35,0%	40,0%	34,0%	27,4%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
Eigenmarken	%	-2,9%	-13,3%	-10,7%	-10,9%	10,0%	12,8%
Fremdmarken	%	35,6%	117,3%	12,2%	10,4%	-15,0%	-17,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente II, 2014-2019e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Anzahl Modemärkte		170	178	183	182	183	184
YoY	%	-0,6%	4,7%	2,8%	-0,5%	0,5%	0,5%
davon Deutschland		145	154	156	155	156	157
davon Österreich		22	21	22	22	22	22
davon Luxembourg		2	2	3	3	3	3
davon Schweiz		1	1	2	2	2	2
Nettoveränderung		-1	8	5	-1	1	1
davon organisches Wachstum		4	2	5	2	1	1
davon Akquisitionen		0	9	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-5	-3	0	-3	0	0
Durchschnittliche Storezahl		171	174	181	183	0	0
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,1	3,2	3,0	2,9	2,9	2,9
YoY	%	1,9%	1,0%	-6,4%	-2,9%	-0,5%	1,9%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	284,0	292,2	290,6	292,2	293,9
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.593	1.595	1.597	1.596	1.597	1.597
Nettoumsatz je qm	EUR	1.977	1.993	1.864	1.810	1.800	1.835
Rohertrag je qm	EUR	1.079	1.074	986	970	973	1.000
LFL-Umsätze (YoY)	%	3,0%	-0,3%	-4,6%	-4,5%	-2,4%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I (2014-2019e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Key Data							
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	526,0	539,1
Rohertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	284,4	293,9
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	28,3	32,6
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	13,5	18,0
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	11,1	17,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	7,8	12,1
Anzahl Mitarbeiter		4.213	4.203	4.082	3.746	3.766	3.787
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	13,91	13,84	9,85	6,32	6,74	
Kurs Tief	EUR	9,09	9,41	4,62	4,65	5,38	
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,57	11,36	7,20	5,56	5,74	5,74
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,42	0,65
CFPS	EUR	1,98	1,54	0,99	1,47	1,40	1,72
BVPS	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,77	6,23
NAV	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,77	6,23
Dividende	EUR	0,50	0,50	0,00	0,05	0,20	0,20
Kursziel	EUR						8,60
Performance bis Kursziel	%						49,8%
Profitabilitätskennzahlen							
Rohertragsmarge	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,1%	54,5%
EBITDA-Marge	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	5,4%	6,1%
EBIT-Marge	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	2,6%	3,3%
EBT-Marge	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	2,1%	3,2%
Netto-Marge	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	1,5%	2,2%
FCF-Marge	%	4,7%	0,5%	2,1%	6,8%	4,6%	4,7%
ROE	%	14,3%	7,5%	0,4%	3,9%	7,6%	10,9%
ROCE	%	22,9%	16,2%	11,7%	17,1%	16,5%	19,7%
CE/Umsatz	%	23,0%	24,6%	24,9%	24,2%	22,1%	20,9%
NWC/Umsatz	%	8,2%	9,0%	9,3%	8,9%	8,8%	8,4%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	127,1	134,7	133,4	140,4	139,7	142,4
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	6,2	4,0	1,6	4,2	3,6	4,7
DSO	d	0	1	0	0	0	0
Inventory days	d	51	52	50	50	50	48
Capex/Umsatz	%	2,2%	2,3%	2,0%	2,4%	1,0%	2,2%
Wachstumsraten							
Nettoumsatz	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	0,0%	2,5%
EBITDA	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-11,6%	15,3%
EBIT	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-13,3%	33,3%
EBT	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	3,7%	54,6%
Nettoergebnis	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	102,7%	54,6%
EPS	%	-27,3%	-44,2%	-94,8%	841,0%	102,7%	54,6%
CFPS	%	-9,6%	-22,4%	-35,4%	47,8%	-4,6%	22,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

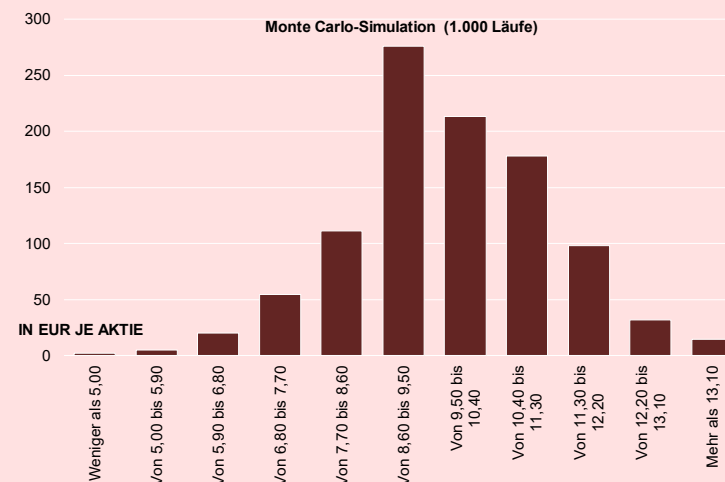
Auf einen Blick II (2014-2019e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	79,3	76,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	166,6	192,2
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	106,8	115,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,6	138,5	126,7	141,2	139,0	153,5
Anlagenintensität	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	26,6%	23,6%
EK-Quote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	43,5%	42,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-2,1%	17,9%	23,9%	-4,8%	-14,4%	-31,7%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,1
Working Capital	EUR Mio.	44,0	51,1	50,7	46,7	46,3	45,3
Capital Employed	EUR Mio.	123,3	139,4	135,3	127,3	116,3	112,5
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	213,8	210,3	133,3	102,9	106,2	106,2
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	257,0	256,2	182,3	117,0	124,8	
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	167,9	174,2	85,5	86,1	99,6	
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,2	18,8	22,9	-4,8	-15,4	-36,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	218,7	234,9	162,0	103,6	96,9	76,4
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	261,9	280,8	211,0	117,7	115,4	
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	172,9	198,8	114,2	86,8	90,2	
Free Float	%	47,1%	47,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	100,7	99,2	56,2	43,4	44,8	44,8
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,41	0,42	0,30	0,20	0,18	0,14
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,49	0,50	0,39	0,22	0,22	
EV/Umsatz (Tief)	x	0,32	0,35	0,21	0,16	0,17	
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	5,3	7,1	7,0	3,2	3,4	2,3
EV/EBITDA (Hoch)	x	6,3	8,4	9,1	3,7	4,1	
EV/EBITDA (Tief)	x	4,2	6,0	4,9	2,7	3,2	
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	8,4	13,8	24,4	6,7	7,2	4,3
EV/EBIT (Hoch)	x	10,0	16,5	31,8	7,6	8,6	
EV/EBIT (Tief)	x	6,6	11,7	17,2	5,6	6,7	
KGV (Durchschnitt)	x	15,1	26,6	325,1	26,7	13,6	8,8
KGV (Hoch)	x	18,2	32,4	444,7	30,3	16,0	
KGV (Tief)	x	11,9	22,0	208,6	22,3	12,7	
KCF (Durchschnitt)	x	5,8	7,4	7,3	3,8	4,1	3,3
KCF (Hoch)	x	7,0	9,0	9,9	4,3	4,8	
KCF (Tief)	x	4,6	6,1	4,7	3,2	3,8	
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	2,0	1,4	1,0	1,0	0,9
KBV (Hoch)	x	2,4	2,4	1,9	1,2	1,2	
KBV (Tief)	x	1,6	1,7	0,9	0,9	0,9	
FCF-Yield	%	11,7%	1,4%	8,5%	34,9%	22,9%	24,1%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	65,3%	116,9%	0,0%	24,0%	47,3%	30,6%
Dividendenrendite	%	4,3%	4,4%	0,0%	0,9%	3,5%	3,5%
Cashflow							
Operativer Cashflow	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	29,4	37,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-5,1	-11,8
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	24,3	25,6
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,0	1,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
Umsatz	EUR Mio.	526,0	539,1	552,6	559,5	565,3	570,2	574,4	578,2	581,8	585,4	588,9	592,4	596,0	599,6	603,2	606,8
YoY	%	0,0%	2,5%	2,5%	1,3%	1,0%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	13,5	18,0	22,6	26,2	26,0	25,7	25,4	25,0	24,6	24,3	23,9	23,5	23,1	22,7	18,1	18,2
EBIT-Marge	%	2,6%	3,3%	4,1%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,0%	3,0%
Steuern	EUR Mio.	-3,3	-5,1	-6,4	-7,5	-7,5	-7,5	-7,4	-7,3	-7,1	-7,0	-6,9	-6,8	-6,7	-6,6	-5,2	-5,3
Steuerquote (τ)	%	24,3%	28,2%	28,5%	28,6%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	10,2	12,9	16,2	18,7	18,4	18,2	18,0	17,8	17,5	17,2	17,0	16,7	16,4	16,1	12,8	12,9
Reinvestment	EUR Mio.	-4,7	-10,8	-10,9	-10,9	-9,6	-8,5	-7,6	-7,1	-6,8	-6,7	-6,6	-6,7	-6,7	-6,7	-6,8	-1,4
FCFF	EUR Mio.	5,5	2,1	5,3	7,9	8,8	9,8	10,4	10,7	10,7	10,6	10,3	10,0	9,7	9,4	6,1	11,5
WACC	%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,9%	92,0%	88,2%	84,5%	80,8%	77,2%	73,7%	70,2%	66,8%	63,5%	60,3%	57,2%	54,2%	51,3%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	5,5	2,0	4,9	6,9	7,5	7,9	8,0	7,9	7,5	7,1	6,6	6,0	5,5	5,1	3,1	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	19,3															
in % des Enterprise Value	%	12,5%															
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	72,2															
in % des Enterprise Value	%	46,8%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	62,7															
in % des Enterprise Value	%	40,7%															
Enterprise Value	EUR Mio.	154,2															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-58,5															
Liquidität	EUR Mio.	63,3															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	159,0															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	8,60															



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 oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

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

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- § an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- § in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- § die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- § in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- § mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- § und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- § oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen 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 Nettoverkaufs- 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/Uhrzeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
16.03.2018/08:30 Uhr	EUR 8,60/EUR 5,74	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
28.02.2018/11:50 Uhr	EUR 8,20/EUR 5,82	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
31.01.2018/11:00 Uhr	EUR 8,20/EUR 6,16	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
09.11.2017/14:50 Uhr	EUR 7,50/EUR 6,14	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
03.08.2017/14:30 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,72	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
11.05.2017/14:25 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,43	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
20.03.2017/12:45 Uhr	EUR 7,00/EUR 4,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
02.02.2017/12:30 Uhr	EUR 7,00/EUR 5,23	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

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

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

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

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 15.03.2018 um 23:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 5,74.