

Adler Modemärkte

Reuters: ADDG.DE

Bloomberg: ADD:GR

Ungerechtfertigt in Sippenhaft

Aufgrund der eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen, des angekündigten Wechsels des Logistik-Partners, eines verbesserten Working Capital-Managements, eines sukzessiven Ausbaus des Anteils an höhermargigen Eigenprodukten und einer anhaltenden Standort-Arrondierung rechnen wir – im Einklang mit der mittelfristigen Management-Guidance – für die kommenden Jahre mit einem deutlichen Ergebnisanstieg. Diese aus unserer Sicht absehbaren Ertragsverbesserungen werden derzeit nicht vom Kapitalmarkt honoriert; die Aktie von Adler Modemärkte wird nach u. E. gewissermaßen in „Sippenhaft“ mit anderen textilen Einzelhändlern genommen, die in diesem Jahr zum Teil massive Gewinnwarnungen ausgesprochen haben. Wir bestätigen bei nahezu unveränderten Umsatz- und Ergebnisschätzungen unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus einer Monte Carlo-Simulation ergeben sich in den getesteten Worst- und Best-Case-Szenarien Werte des Eigenkapitals von EUR 3,70 und EUR 15,60 je Aktie. Angesichts eines von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurspotenzials von 153,7% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Quartalsabschluss im Überblick

Mit EUR 360,4 Mio. (Vorjahr: EUR 374,2 Mio.) lagen die **Konzernumsätze** nach neun Monaten 2018 um -3,7% (LFL: -3,1%) unter dem Niveau des Vorjahres. Bezogen auf das dritte Quartal lag das Minus bei -2,4%, auf vergleichbarer Fläche nur bei -1,3%. Damit hat Adler Modemärkte deutlich besser abgeschnitten als das textile Gesamtmarktumfeld, das seit Jahresbeginn um rund -3% eingebüßt hat.

Das operative Ergebnis (**EBITDA**) lag nach neun Monaten 2018 mit EUR -2,4 Mio. deutlich unter dem Vorjahreswert von EUR 6,6 Mio. Werden die Werte des Vorjahres dagegen um Einmalerträge aus Immobilienverkäufen und die Werte dieses Jahres um Sonderaufwendungen aus der Umsetzung der Mittelfriststrategie „Adler 2020“ und des Wechsel des Logistikpartners adjustiert, ergibt sich mit EUR 0,2 Mio. ein nur noch leicht unter dem Vorjahreswert von EUR 1,6 Mio. liegendes operatives Ergebnis.

TABELLE 1: 9M/2018 VS. SPHENE CAPITAL-ERWARTUNGEN

9M/2018		Berichtet	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	360,4	367,9	-2,0%
YoY	%	-3,7%	-1,7%	-2,0pp
EBITDA (berichtet)	EUR Mio.	-2,4	0,1	n/a
in % der Umsätze	%	-0,7%	0,0%	-0,7pp
Nettoergebnis	EUR Mio.	-14,7	-11,9	-24,1%
EPS	EUR	-0,80	-0,64	-24,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Schlusskurs: EUR 3,39

Kursziel: EUR 8,60 (unverändert)

WKN/ISIN: A1H8MU/DE000A1H8MU2

Indizes: C-DAX, Classic All Share, Prime All Share, GEX

Transparenzlevel: Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 18,5 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 62,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück

Jahresabschluss 2018: 14. März 2019

EUR Mio. (31/12)	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoumsatz	525,8	512,0	524,9	538,0
EBITDA	32,0	23,4	30,6	38,0
EBIT	15,6	6,9	14,2	21,7
EBT	10,7	2,9	12,9	20,6
EAT	3,9	0,3	9,1	14,5

% vom Umsatz	2017	2018e	2019e	2020e
EBITDA	6,1	4,6	5,8	7,1
EBIT	3,0	1,4	2,7	4,0
EBT	2,0	0,6	2,5	3,8
EAT	0,7	0,1	1,7	2,7

Je Aktie/EUR	2017	2018e	2019e	2020e
EPS	0,21	0,02	0,49	0,78
Dividende	0,05	0,20	0,20	0,20
Buchwert	5,40	5,37	5,66	6,24
Cashflow	1,47	1,04	1,58	1,99

%	2017	2018e	2019e	2020e
EK-Quote	41,4%	42,8%	42,9%	43,9%
Gearing	-4,8%	4,5%	-1,9%	-12,3%

x	2017	2018e	2019e	2020e
KGV	26,7	190,1	6,9	4,3
EV/Umsatz	0,20	0,14	0,13	0,10
EV/EBIT	6,7	10,5	4,8	2,6
KBV	1,0	0,6	0,6	0,5

EUR Mio.	2018e	2019e	2020e
Guidance: Umsatz	↘	↗	↗
Guidance: EBITDA (adj.)	20-24	↗	↗



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

Anpassung der Guidance für 2018e

Nach den dennoch unter den Unternehmenserwartungen liegenden Neunmonatszahlen und vor dem Hintergrund eines eingetrübten Branchenumfeldes hat Adler Modemärkte die für das Gesamtjahr 2018e ausgesprochene Guidance nach unten angepasst.

Nunmehr erwartet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr 2018e einen Nettoumsatz, der leicht unter dem Vorjahreswert liegt. Beim adjustierten EBITDA rechnet Adler Modemärkte nun mit einer Bandbreite zwischen EUR 20 und 24 Mio., während bislang ein Ergebnis zwischen EUR 26 und 29 Mio. avisiert worden war. Bezogen auf den adjustierten Vorjahreswert von EUR 25,4 Mio. entspricht diese nun aktualisierte Guidance einem Rückgang zwischen 5,5% und 21,3%.

Die Einspareffekte des Kostensenkungsprogramms, das Adler Modemärkte im vergangenen Jahr angestoßen hat, werden erst kommenden Jahr zum Tragen kommen. Sie führen nach unserer Einschätzung zu Einsparungen von jährlich EUR 10 Mio.

TABELLE 2: GUIDANCE 2018E IM DETAIL

	2017	2018e	Kommentar
Nettoumsatz (EUR Mio.)	525,8	↘	Leicht unter dem Niveau des Vorjahres
Online-Erlöse	n/a	↗	Deutlicher Anstieg
Rohertragsmarge	53,6%	↗	Verbesserung der Rohertragsmarge um bis zu 2 Prozentpunkte
Personalaufwendungen (EUR Mio.)	96,8	↗	Tarifvertraglich bedingter leichter Anstieg, Aufholung der Einmaleffekte des Vorjahres (Verzicht auf Urlaubsgelder und Tantiemen), keine Personalanpassungen erwartet
Marketingaufwendungen (EUR Mio.)	46,0	⇒	Unverändert, allerdings effizientere Nutzung des Marketingbudgets durch Verzicht auf TV-Werbung
Transport- und Logistikkosten (EUR Mio.)	18,1	↗	Leichter Anstieg infolge eines Wechsels des Logistikdienstleisters
EURUSD	1,12977	⇒	Allenfalls geringe Veränderungen erwartet
Rohstoffpreise	n/a	⇒	Allenfalls geringe Veränderungen erwartet
EBITDA (bereinigt, EUR Mio.)	25,4	↘	Rückgang auf EUR 20 bis 24 Mio.
Liquidität (EUR Mio.)	63,3	↗	Anstieg gegenüber Vorjahresniveau

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

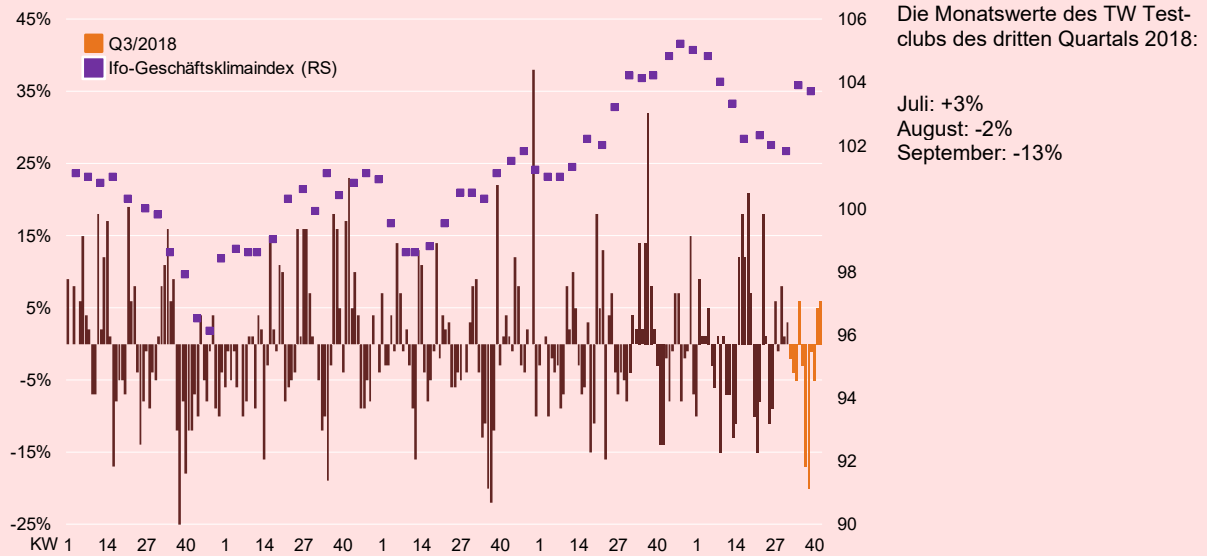
Das Konjunkturbarometer für die Textil- und Bekleidungsbranche, das wöchentlich von der Fachzeitschrift TextilWirtschaft ermittelt wird, meldete für den September 2018 einen deutlich zweistelligen Umsatzrückgang. Nach neun Monaten dürfte der Rückgang bei knapp -3% gelegen haben.

TW-Testclub und Ifo-Geschäftsklimaindex im Einklang

Das dritte Quartal 2018 haben die Textilunternehmen im TW-Testclub uneinheitlich abgeschlossen: Während die Erlöse im Juli im Jahresvergleich um 3% anstiegen, waren sie im August und insbesondere im September mit -2% bzw. -13% zum Teil deutlich rückläufig. Allerdings relativiert sich der drastische Rückgang im September vor dem Hintergrund eines 20%igen Anstiegs im Vorjahresmonat.

In Summe dürften die Erlöse nach u. E. seit Jahresbeginn nochmals unter dem für das erste Halbjahr 2018 ermittelten Rückgang von -2% gelegen haben.

ABBILDUNG 1: TW-TESTCLUB U. IFO-GESCHÄFTSKLIMAINDEX, 2014-18



QUELLE: CESIFO, TEXTILWIRTSCHAFT, SPHENE CAPITAL

Überdurchschnittliche Performance im Vergleich zu deutschen Peers

Angesichts einer nur leicht rückläufigen LFL-Umsatz- und Ertragsentwicklung sehen wir Adler Modemärkte als einen der Gewinner der aktuellen Kaufzurückhaltung im deutschen Einzelhandel. Die Rücknahme der Guidance fällt damit deutlich geringer aus als bei der Mehrheit der deutschen textilen Einzelhandelsunternehmen (online wie stationär), die in diesem Jahr zum Teil mehrfach ihre Umsatz- und Ertragsprognosen größtenteils deutlich nach unten angepasst haben:

TABELLE 3: ENTWICKLUNG DER GUIDANCE-AUSSAGEN IM TEXTILEN EINZELHANDEL 2018 YTD

	Datum	Umsatz alt (EUR Mio.)	Umsatz neu (EUR Mio.)		Ertrag alt (EUR Mio.)	Ertrag neu (EUR Mio.)	
Tom Tailor	20.09.2018	910-920	840-860	↘	EBITDA: 91-92	EBITDA: 63-73	↘
Gerry Weber	13.06.2018	870-890	830-840	↘	EBIT: 10-20	EBIT: -10-0	↘
Zalando	17.09.2018	5.500	5.387	↘	EBIT: 220-270	EBIT: 150-190	↘
Hugo Boss	06.11.2018	2.760-2.897	-	⇒	EBITDA: 481-500	-	⇒
Ludwig Beck	24.10.2018	170-180	-	⇒	EBIT: 5,0-7,5	-	⇒

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Nach unserer Einschätzung werden die in den kommenden beiden Jahren absehbaren Ertragsverbesserungen nach wie vor nicht vom Kapitalmarkt honoriert. Verantwortlich hierfür ist, dass die Aktie von Adler Modemärkte nach u. E. in „Sippenhaft“ mit anderen textilen Einzelhändlern genommen wird, die in diesem Jahr zum Teil massive Gewinnwarnungen ausgesprochen haben. Wir bestätigen unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 8,60 je Aktie. Angesichts einer von uns erwarteten Kursentwicklung von 153,7% (auf Sicht von 24 Monaten) bekräftigen wir daher unser Buy-Rating für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

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

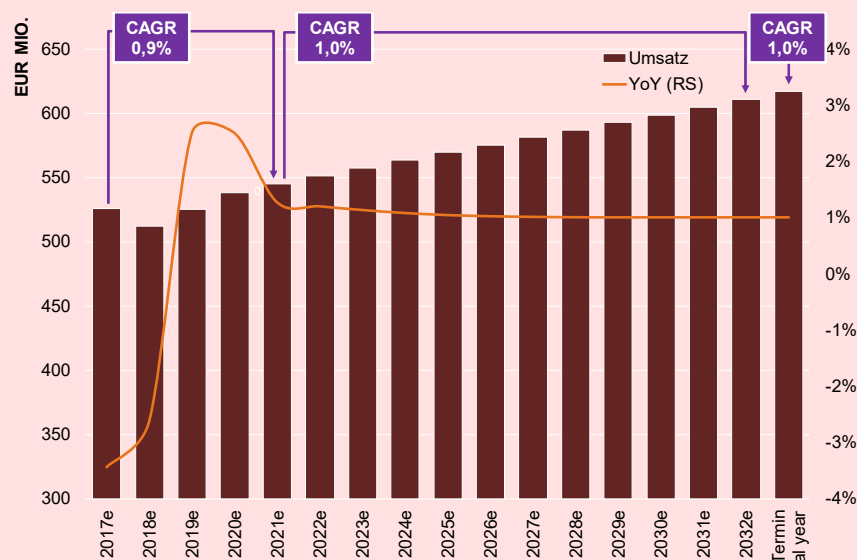
einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien der Adler Modemärkte AG.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ 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 0,9% modelliert.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2032e endet, haben wir eine jährliche Wachstumsrate der Nettoumsätze von durchschnittlich 1,0% 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.
- ⑤ 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 1,0% an.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 1,0%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 1,0% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Nettoerlöse) von 4,7% in 2021e (Peak Margins) auf 4,2% 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 4,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung und dem Ausmaß von Filialneueröffnungen könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.
- ⑤ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 1,0%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer 10-jährigen Bundesanleihe entspricht;
- ⑤ eine statistische **Insolvenzwahrscheinlichkeit** im Terminal Value von 7,2%

Relativ restriktive Annahmen

pro Jahr, die wir im Zuge der jüngsten Verwerfungen im Einzelhandelsumfeld nach oben angepasst haben;

- Ⓢ 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 Halbach und infolge fehlender Verlustvorträge im gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 29,0% bewegen wird;
- Ⓢ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir angesichts der hohen Volatilität der Aktie auf 1,1 von bislang 0,9 angehoben haben und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 4: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,05
Reife des Geschäftsmodells	0,05
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ dass die Freien Cashflows von Adler Modemärkte zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 9,6% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 1,0%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,1 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 8,5% zusammen. Überdies sehen wir eine Management-Prämie für die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 1,0% 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 3,0%. Abschließend leiten wir aus den Peergroup-Werten für Adler Modemärkte eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 80/20 ab;

TABELLE 5: DURCHSCHNITTLICHE GEWICHTETE KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	10,4%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,0%
Fundamental-beta		1,10
Erwartete Risikoprämie	%	8,5%
Small Cap-Prämie	%	1,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 5: DURCHSCHNITTLICHE GEWICHTETE KAPITALKOSTEN (WACC), FORTS.

Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	9,1%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,8%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,0%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	4,0%
Steuerquote (normalisiert)	%	29,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,6%
WACC basierend auf Marktwerten	%	9,6%

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 Rückgang der WACC von derzeit 9,6% auf dann 6,0% (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 (unverändert)

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 (unverändert) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Value von EUR 154,1 Mio. werden mit EUR 38,0 Mio. rund 24,7% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 47,9 Mio. bzw. EUR 68,2 Mio. aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der Nettofinanzposition (inklusive Leasingverpflichtungen) in Höhe von EUR 4,8 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 158,9 Mio. Bezogen auf 18,5 Mio. Stück ausstehender Aktie errechnet sich ein Kursziel von EUR 8,60 je Aktie.

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

TABELLE 6: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

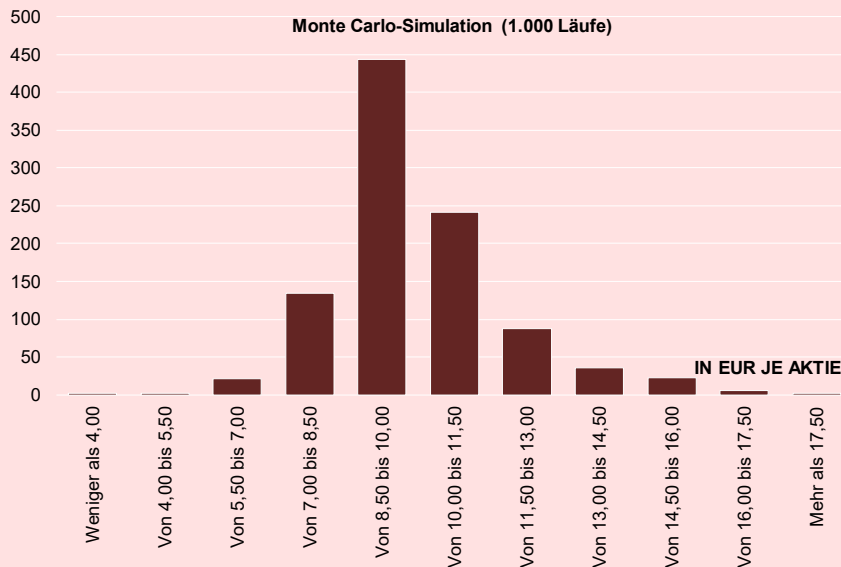
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	47,9
in % des Enterprise Value	%	31,1%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	68,2
in % des Enterprise Value	%	44,2%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	38,0
in % des Enterprise Value	%	24,7%
Enterprise Value	EUR Mio.	154,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-58,5
Liquidität	EUR Mio.	63,3
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	158,9
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. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 68,5 Mio. bzw. über EUR 288,8 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 3,70 und EUR 15,60 (vgl. nachstehende Abbildung 3).

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 (rechts-schiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 8,50 und EUR 10,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples 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 Multiples bewertet:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 8,60 je Aktie		Bewertung beim aktuellen Kurs	
	2019e	2020e	2019e	2020e
KGV	17,5x	11,0x	6,9x	4,3x
EV/Umsatz	0,31x	0,28x	0,13x	0,10x
EV/EBITDA	11,5x	7,0x	4,8x	2,6x
KBV	1,5x	1,4x	0,6x	0,5x

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 der von uns erwarteten deutlichen Ertragsverbesserung in diesem und den kommenden Jahren; **(3)** in der Erreichung bzw. einem Übertreffen der aktuellen Guidance, **(4)** Meldungen über die Umplatzierung des Steilmann-Aktienpakets.

Risiken für unser Rating und Kursziel

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

- Ⓢ Das Geschäftsmodell ist auf Kunden im Alter von über 55 Jahren sowie auf 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 ergeben sich mögliche, wenngleich

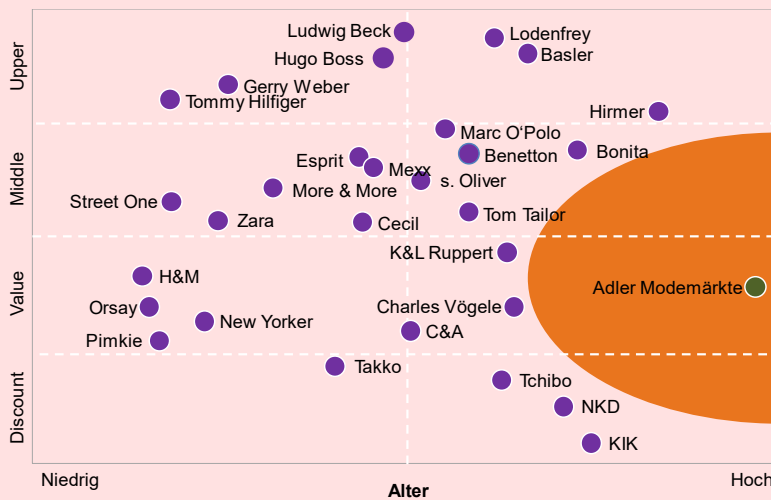
nach u. E. unwahrscheinliche **Liquiditätsbelastung aus Rabattansprüchen.**

⊖ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

Unternehmensprofil

Mit 179 Modemärkten zum 30.09.2018 (davon 151 in Deutschland, 23 in Österreich, drei in Luxemburg und zwei in der Schweiz) sowie einen Online-Shop zählt Adler Modemärkte zu den führenden Textileinzelhändlern für die Altersgruppe der Über-55-Jährigen im deutschsprachigen Raum. 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.

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

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 75,0% 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.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	512,0	524,9	538,0
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-243,2	-261,2	-256,5	-244,1	-232,3	-235,7	-239,2
in % der Nettoerlöse	%	-45,4%	-46,1%	-47,1%	-46,4%	-45,4%	-44,9%	-44,5%
Rohertag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	279,7	289,1	298,7
in % der Nettoerlöse	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,6%	55,1%	55,5%
YoY	%	-0,6%	4,4%	-5,5%	-2,2%	-0,7%	3,4%	3,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	9,8	8,9	8,7	18,8	7,1	7,1	7,1
in % der Nettoerlöse	%	1,8%	1,6%	1,6%	3,6%	1,4%	1,4%	1,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-95,2	-102,5	-102,3	-96,8	-97,1	-98,6	-100,0
in % der Nettoerlöse	%	-17,8%	-18,1%	-18,8%	-18,4%	-19,0%	-18,8%	-18,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-15,4	-16,3	-16,7	-16,5	-16,5	-16,4	-16,3
in % der Nettoerlöse	%	-2,9%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-3,2%	-3,1%	-3,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-165,1	-178,0	-171,2	-171,7	-166,3	-167,1	-167,8
in % der Nettoerlöse	%	-30,8%	-31,4%	-31,4%	-32,7%	-32,5%	-31,8%	-31,2%
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	23,4	30,6	38,0
in % der Nettoerlöse	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	4,6%	5,8%	7,1%
YoY	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-26,9%	30,6%	24,2%
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	6,9	14,2	21,7
in % der Nettoerlöse	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	1,4%	2,7%	4,0%
YoY	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-55,3%	104,2%	52,7%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-5,0	-4,9	-4,9	-4,9	-4,1	-1,3	-1,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-5,1	-4,9	-4,9	-5,2	-4,1	-1,4	-1,2
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	2,9	12,9	20,6
in % der Nettoerlöse	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	0,6%	2,5%	3,8%
YoY	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	-73,2%	349,7%	59,8%
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.	-7,1	-4,2	-1,3	-6,8	-2,5	-3,8	-6,1
in % des EBT	%	-33,3%	-34,8%	-76,0%	-63,9%	-88,5%	-29,5%	-29,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	0,3	9,1	14,5
in % der Nettoerlöse	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	0,1%	1,7%	2,7%
YoY	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	-91,4%	n/a	59,8%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,02	0,49	0,78

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2018e)

IFRS (31.12.)		Q1/18	Q2/18	H1/18	Q3/18	9M/18	Q4/18e	2018e
Nettoumsatz	EUR Mio.	102,7	140,4	243,1	117,3	360,4	151,6	512,0
YoY	%	-5,6%	-3,4%	-4,3%	-2,4%	-3,7%	0,0%	-2,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-52,6	-58,6	-111,2	-58,3	-169,4	-62,9	-232,3
in % der Nettoerlöse	%	-51,2%	-41,7%	-45,7%	-49,7%	-47,0%	-41,5%	-45,4%
Rohertag	EUR Mio.	50,1	81,8	131,9	59,0	191,0	88,8	279,7
in % der Nettoerlöse	%	48,8%	58,3%	54,3%	50,3%	53,0%	58,5%	54,6%
YoY	%	-5,0%	0,1%	-1,9%	-2,3%	-2,0%	2,3%	-0,7%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,2	2,0	3,2	1,2	4,3	2,8	7,1
in % der Nettoerlöse	%	1,1%	1,4%	1,3%	1,0%	1,2%	1,8%	1,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-24,9	-25,0	-49,9	-24,2	-74,1	-23,0	-97,1
in % der Nettoerlöse	%	-24,3%	-17,8%	-20,5%	-20,6%	-20,6%	-15,2%	-19,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,1	-4,2	-8,3	-4,0	-12,4	-4,1	-16,5
in % der Nettoerlöse	%	-4,0%	-3,0%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-2,7%	-3,2%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,2	-41,0	-85,1	-38,4	-123,6	-42,8	-166,3
in % der Nettoerlöse	%	-43,0%	-29,2%	-35,0%	-32,8%	-34,3%	-28,2%	-32,5%
EBITDA	EUR Mio.	-17,8	17,9	0,0	-2,4	-2,4	25,8	23,4
in % der Nettoerlöse	%	-17,4%	12,7%	0,0%	-2,1%	-0,7%	17,0%	4,6%
YoY	%	43,2%	-21,3%	-99,7%	-33,1%	n/a	1,6%	-26,9%
EBIT	EUR Mio.	-21,9	13,6	-8,3	-6,4	-14,7	21,7	6,9
in % der Nettoerlöse	%	-21,4%	9,7%	-3,4%	-5,5%	-4,1%	14,3%	1,4%
YoY	%	31,7%	-26,5%	n/a	-15,0%	159,8%	2,2%	-55,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,5	-1,2	-3,8	-0,3	-4,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,5	-1,2	-3,8	-0,4	-4,1
EBT	EUR Mio.	-23,2	12,4	-10,8	-7,7	-18,5	21,4	2,9
in % der Nettoerlöse	%	-22,6%	8,8%	-4,4%	-6,5%	-5,1%	14,1%	0,6%
YoY	%	28,9%	-27,9%	n/a	-13,2%	91,4%	4,9%	-73,2%
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.	6,0	-4,1	1,9	1,9	3,8	-6,3	-2,5
in % des EBT	%	-25,7%	-33,0%	-17,2%	-24,8%	-20,4%	-29,5%	-88,5%
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	-17,3	8,3	-9,0	-5,8	-14,7	15,1	0,3
in % der Nettoerlöse	%	-16,8%	5,9%	-3,7%	-4,9%	-4,1%	9,9%	0,1%
YoY	%	30,9%	-33,1%	n/a	-7,7%	109,3%	38,2%	-91,4%
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	EUR	-0,93	0,45	-0,48	-0,31	-0,80	0,81	0,02

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,8	6,7	6,5	5,6	4,3	3,5	2,8
Sachanlagen	EUR Mio.	72,5	81,6	78,1	75,0	71,5	70,5	69,5
Grundstücke	EUR Mio.	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Latente Steuern	EUR Mio.	11,8	10,5	10,0	7,4	7,5	7,5	7,6
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	84,0	82,3	80,7
Vorräte	EUR Mio.	75,6	81,3	75,4	73,7	72,9	73,7	74,4
DIO	d	51	52	50	50	51	51	50
Lagerumschlag	x	0,0	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	0,7
DSO	0	0	1	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen	EUR Mio.	5,5	8,2	8,0	14,6	14,3	14,0	13,7
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	60,1	73,6	93,7
in % der Bilanzsumme	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	25,9%	30,1%	35,6%
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	148,0	161,9	182,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Summa Aktiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	231,9	244,2	263,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	127,4	127,4	127,4	127,4	127,4	127,4	127,4
Übriges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	-2,7	-2,2	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	-37,6	-38,9	-47,7	-43,9	-44,5	-39,1	-28,3
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	99,4	104,7	115,6
Eigenkapitalquote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,8%	42,9%	43,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	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	2,6
Rückstellungen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	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	7,1
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	47,7	49,5	46,3	50,2	55,3	60,8	66,9
Rückstellungen für Pensionen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6	7,3
Summe Langfristige Schulden	EUR Mio.	63,5	64,6	60,7	64,7	71,1	78,1	85,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	10,2	11,7	10,9	0,3	0,1	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	31,7	32,0	25,3	27,6	27,3	27,1	26,8
in % der Erlöse	%	5,9%	5,7%	4,6%	5,3%	5,3%	5,2%	5,0%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	4,2	3,4	4,5	4,4	2,6	1,6	1,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	20,4	19,8	19,5	24,3	24,1	23,9	23,7
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	0,0	0,0	0,0
Steuerschulden	EUR Mio.	2,4	0,2	0,1	3,8	0,5	0,5	0,5
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	6,3	6,8	5,8	5,7	6,9	8,3	10,0
Summe kurzfristige Schulden	EUR Mio.	75,1	74,0	66,0	76,4	61,5	61,3	61,9
Potenzieller Abfindungsanspruch Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	244,3	243,4	222,6	241,1	231,9	244,2	263,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisierte Fassung, Aktiva), 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA								
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,8%	2,8%	2,9%	2,3%	1,8%	1,4%	1,1%
Sachanlagen	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	30,8%	28,9%	26,4%
Grundstücke	%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Latente Steuern	%	4,8%	4,3%	4,5%	3,1%	3,2%	3,1%	2,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	38,1%	40,9%	42,9%	36,8%	36,2%	33,7%	30,6%
Vorräte	%	30,9%	33,4%	33,9%	30,6%	31,4%	30,2%	28,3%
Forderungen aus Lief. und Leist.	%	0,1%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Übrige Forderungen	%	2,3%	3,4%	3,6%	6,0%	6,1%	5,7%	5,2%
Bankguthaben und kurzfristige Wertpapiere	%	28,5%	21,4%	19,2%	26,3%	25,9%	30,1%	35,6%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	61,8%	58,9%	57,0%	63,1%	63,8%	66,3%	69,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zur Veräußerung stehende finanzielle Vermögenswerte	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Summa Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisierte Fassung, Passiva), 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
PASSIVA								
Gezeichnetes Kapital	%	7,6%	7,6%	8,3%	7,7%	8,0%	7,6%	7,0%
Kapitalrücklage	%	52,2%	52,3%	57,2%	52,8%	54,9%	52,2%	48,4%
Übriges kumuliertes Eigenkapital	%	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	-15,4%	-16,0%	-21,5%	-18,2%	-19,2%	-16,0%	-10,7%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,8%	42,9%	43,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	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%	1,0%	1,0%
Rückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%
Latente Steuern	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%	2,5%	2,7%	2,7%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	19,5%	20,3%	20,8%	20,8%	23,8%	24,9%	25,4%
Rückstellungen für Pensionen	%	2,9%	2,4%	2,6%	2,3%	2,6%	2,7%	2,8%
Summe Langfristige Schulden	%	26,0%	26,5%	27,3%	26,8%	30,7%	32,0%	32,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	4,2%	4,8%	4,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	13,0%	13,2%	11,3%	11,4%	11,8%	11,1%	10,2%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,4%	2,0%	1,8%	1,1%	0,7%	0,4%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,3%	8,1%	8,8%	10,1%	10,4%	9,8%	9,0%
Verbindlichkeiten aus Kundenkarte	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerschulden	%	1,0%	0,1%	0,0%	1,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	%	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%	3,0%	3,4%	3,8%
Summe kurzfristige Schulden	%	30,7%	30,4%	29,7%	31,7%	26,5%	25,1%	23,5%
Potenzieller Abfindungsanspruch	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss vor Steuern	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	2,9	12,9	20,6
Abschreibungen	EUR Mio.	15,4	16,3	16,7	16,5	16,5	16,4	16,3
Zuschreibungen	EUR Mio.	0,0	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	0,8
Zahlungswirksame Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen/ Erträge	EUR Mio.	0,0	1,4	2,2	-8,9	0,0	0,0	0,0
Cashflow	EUR Mio.	37,8	28,5	20,3	18,0	20,0	30,0	37,7
Δ Vorräte, Forderungen Lief. & Leist.	EUR Mio.	3,4	-10,1	7,4	-4,8	1,0	-0,5	-0,5
Δ Verbindlichkeiten Lief. & Leist.	EUR Mio.	-2,5	0,3	-6,8	2,3	-0,3	-0,3	-0,3
Δ Working Capital	EUR Mio.	2,9	-0,5	0,7	5,5	-1,4	-0,7	-0,2
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	5,0	4,9	4,9	4,9	4,1	1,3	1,1
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Ertragssteuern	EUR Mio.	-9,3	-5,0	-1,1	-0,5	-5,9	-3,9	-6,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,9	1,4	-3,3	-4,2	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	17,5	26,0	31,7
YoY	%	-11,1%	-46,3%	13,7%	-4,7%	-17,3%	48,8%	21,8%
Einzahlungen aus Abgängen SAV	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in SAV und IAV	EUR Mio.	-11,7	-13,3	-11,0	-12,4	-11,7	-14,6	-14,6
Auszahlungen für Unternehmenserwerb	EUR Mio.	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in Planvermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	27,2	0,3	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-11,4	-14,6	-14,6
YoY	%	24,6%	45,8%	-34,9%	n/a	n/a	27,6%	0,5%
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	6,1	11,5	17,1
YoY	%	-21,5%	-88,5%	295,7%	216,4%	-83,1%	88,6%	48,9%
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen von Minderheitsgesellschaftern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	EUR Mio.	-7,9	-9,2	-9,3	0,0	-0,9	-3,7	-3,7
Erwerb eigener Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,5	1,2	-1,1	-10,9	-0,1	0,1	0,1
Saldo aus Finanzierungsleasing	EUR Mio.	0,0	-7,6	-4,1	3,8	6,2	6,9	7,8
Δ Kundenkartenverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	10,4	-10,4	0,0	0,0
Auszahlung für Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-10,3	-4,9	-6,2	-18,6	-4,1	-1,3	-1,1
Finanzierungscashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,3	2,0	3,1
YoY	%	-49,3%	108,3%	1,0%	-25,6%	-39,4%	n/a	55,8%
Δ Liquidität	EUR Mio.	15,1	-17,6	-9,3	20,6	-3,2	13,5	20,2
Zahlungsmittel zu Beginn des Geschäftsjahres	EUR Mio.	54,5	69,7	52,1	42,8	63,3	60,1	73,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel am Ende des Geschäftsjahres	EUR Mio.	69,7	52,1	42,8	63,3	60,1	73,6	93,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	512,0	524,9	538,0
Deutschland	EUR Mio.	439,9	474,2	453,7	435,4	418,2	428,6	439,4
Österreich	EUR Mio.	76,3	73,0	71,2	68,9	71,2	73,0	74,8
Luxemburg	EUR Mio.	17,3	16,7	16,7	18,2	19,3	19,8	20,3
Schweiz	EUR Mio.	1,8	2,1	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	82,2%	83,8%	83,3%	82,8%	81,7%	81,7%	81,7%
Österreich	%	14,3%	12,9%	13,1%	13,1%	13,9%	13,9%	13,9%
Luxemburg	%	3,2%	3,0%	3,1%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%
Schweiz	%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Deutschland	%	1,8%	7,8%	-4,3%	-4,0%	-4,0%	2,5%	2,5%
Österreich	%	-2,9%	-4,3%	-2,5%	-3,2%	3,3%	2,5%	2,5%
Luxemburg	%	6,6%	-3,7%	0,0%	9,2%	6,1%	2,5%	2,5%
Schweiz	%	6,1%	19,1%	43,0%	7,3%	2,6%	2,5%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	512,0	524,9	538,0
Damen	EUR Mio.	256,9	271,7	261,4	252,4	245,8	251,9	258,2
Herren	EUR Mio.	144,5	152,8	147,0	142,0	138,3	141,7	145,3
Lingerie	EUR Mio.	53,5	56,6	54,5	52,6	51,2	52,5	53,8
Accessoires	EUR Mio.	80,3	84,9	81,7	78,9	76,8	78,7	80,7
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Damen	%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Herren	%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Lingerie	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Accessoires	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Damen	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Herren	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Lingerie	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Accessoires	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Umsatz (netto)	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	512,0	524,9	538,0
Eigenmarken	EUR Mio.	457,1	396,2	354,0	315,5	338,0	381,0	429,6
Fremdmarken	EUR Mio.	78,1	169,8	190,6	210,3	174,1	143,8	108,3
Anteil	%	100,0%	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%	79,9%
Fremdmarken	%	14,6%	30,0%	35,0%	40,0%	34,0%	27,4%	20,1%
YoY	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
Eigenmarken	%	-2,9%	-13,3%	-10,7%	-10,9%	7,1%	12,8%	12,8%
Fremdmarken	%	35,6%	117,3%	12,2%	10,4%	-17,2%	-17,4%	-24,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente II, 2014-2020e

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Anzahl Modemärkte		170	178	183	182	179	179	180
YoY	%	-0,6%	4,7%	2,8%	-0,5%	-1,6%	0,0%	0,6%
davon Deutschland		145	154	156	155	151	152	153
davon Österreich		22	21	22	22	23	22	22
davon Luxembourg		2	2	3	3	3	3	3
davon Schweiz		1	1	2	2	2	2	2
Nettoveränderung		-1	8	5	-1	-2	1	1
davon Organisches Wachstum		4	2	5	2	1	1	1
davon Akquisitionen		0	9	0	0	0	0	0
davon Schließungen/Verkäufe		-5	-3	0	-3	-3	0	0
Durchschnittliche Storezahl		171	174	181	183	0	0	0
Nettoumsätze je Store	EUR Mio.	3,1	3,2	3,0	2,9	2,9	2,9	3,0
YoY	%	1,9%	1,0%	-6,4%	-2,9%	-1,0%	2,5%	1,9%
Verkaufsfläche	1.000 qm	270,8	284,0	292,2	290,6	287,3	288,9	290,6
Durchschnittliche Fläche je Store	qm	1.593	1.595	1.597	1.596	1.605	1.614	1.614
Nettoumsatz je qm	EUR	1.977	1.993	1.864	1.810	1.783	1.817	1.852
Rohhertrag je qm	EUR	1.079	1.074	986	970	974	1.001	1.028
LFL-Umsätze (YoY)	%	3,0%	-0,3%	-4,6%	-4,5%	-2,4%	-2,6%	2,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I (2014-2020e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Key Data								
Nettoumsatz	EUR Mio.	535,3	566,1	544,6	525,8	512,0	524,9	538,0
Rohhertrag	EUR Mio.	292,0	304,9	288,1	281,8	279,7	289,1	298,7
EBITDA	EUR Mio.	41,5	33,3	23,3	32,0	23,4	30,6	38,0
EBIT	EUR Mio.	26,2	17,0	6,6	15,6	6,9	14,2	21,7
EBT	EUR Mio.	21,2	12,1	1,7	10,7	2,9	12,9	20,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	14,1	7,9	0,4	3,9	0,3	9,1	14,5
Anzahl Mitarbeiter		4.213	4.203	4.082	3.746	3.821	3.843	3.864
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	3,36		
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	11,57	11,36	7,20	5,56	3,39	3,39	3,39
EPS	EUR	0,77	0,43	0,02	0,21	0,02	0,49	0,78
CFPS	EUR	1,98	1,54	0,99	1,47	1,04	1,58	1,99
BVPS	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,37	5,66	6,24
NAV	EUR	5,72	5,66	5,18	5,40	5,37	5,66	6,24
Dividende	EUR	0,50	0,50	0,00	0,05	0,20	0,20	0,20
Kursziel	EUR							8,60
Performance bis Kursziel	%							153,7%
Profitabilitätskennzahlen								
Rohertragsmarge	%	54,6%	53,9%	52,9%	53,6%	54,6%	55,1%	55,5%
EBITDA-Marge	%	7,8%	5,9%	4,3%	6,1%	4,6%	5,8%	7,1%
EBIT-Marge	%	4,9%	3,0%	1,2%	3,0%	1,4%	2,7%	4,0%
EBT-Marge	%	4,0%	2,1%	0,3%	2,0%	0,6%	2,5%	3,8%
Netto-Marge	%	2,6%	1,4%	0,1%	0,7%	0,1%	1,7%	2,7%
FCF-Marge	%	4,7%	0,5%	2,1%	6,8%	1,2%	2,2%	3,2%
ROE	%	14,3%	7,5%	0,4%	3,9%	0,3%	8,9%	13,2%
ROCE	%	22,9%	16,2%	11,7%	17,1%	13,0%	17,1%	21,4%
CE/Umsatz	%	23,0%	24,6%	24,9%	24,2%	23,8%	23,1%	22,4%
NWC/Umsatz	%	8,2%	9,0%	9,3%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	127,1	134,7	133,4	140,4	134,0	136,6	139,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	6,2	4,0	1,6	4,2	1,8	3,7	5,6
DSO	d	0	1	0	0	0	0	0
Inventory days	d	51	52	50	50	51	51	50
Capex/Umsatz	%	2,2%	2,3%	2,0%	2,4%	2,3%	2,8%	2,7%
Wachstumsraten								
Nettoumsatz	%	1,3%	5,8%	-3,8%	-3,4%	-2,6%	2,5%	2,5%
EBITDA	%	-3,1%	-19,9%	-30,0%	37,4%	-26,9%	30,6%	24,2%
EBIT	%	-9,4%	-35,1%	-60,9%	134,2%	-55,3%	104,2%	52,7%
EBT	%	-13,8%	-42,8%	-85,9%	525,1%	-73,2%	349,7%	59,8%
Nettoergebnis	%	-23,8%	-44,1%	-94,8%	841,0%	-91,4%	n/a	59,8%
EPS	%	-27,3%	-44,2%	-94,8%	841,0%	-91,4%	n/a	59,8%
CFPS	%	-9,6%	-22,4%	-35,4%	47,8%	-28,8%	51,5%	26,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

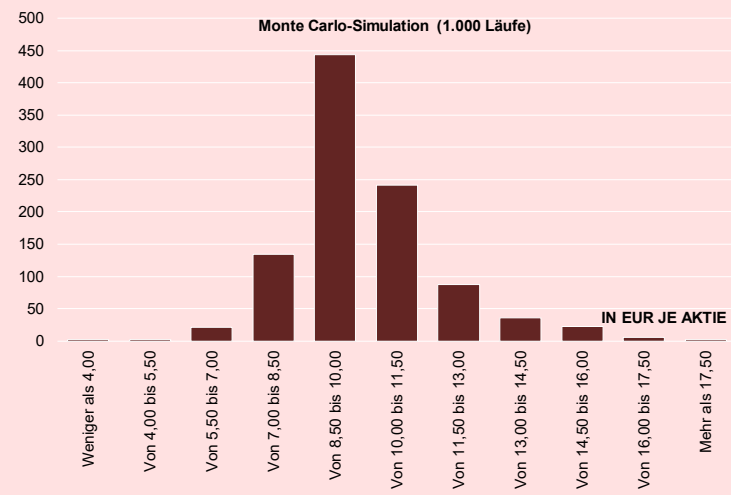
Auf einen Blick II (2014-2020e)

IFRS (31.12.)		2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	93,1	99,7	95,5	88,6	84,0	82,3	80,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	150,9	143,5	126,8	152,2	148,0	161,9	182,6
Eigenkapital	EUR Mio.	105,6	104,9	95,8	99,9	99,4	104,7	115,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	138,6	138,5	126,7	141,2	132,6	139,4	147,7
Anlagenintensität	%	29,7%	33,5%	35,1%	31,1%	30,8%	28,9%	26,4%
EK-Quote	%	43,2%	43,1%	43,1%	41,4%	42,8%	42,9%	43,9%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	-2,1%	17,9%	23,9%	-4,8%	4,5%	-1,9%	-12,3%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	0,5	0,9	2,0	0,2	0,4	0,2	0,1
Working Capital	EUR Mio.	44,0	51,1	50,7	46,7	46,3	47,3	48,4
Capital Employed	EUR Mio.	123,3	139,4	135,3	127,3	122,1	121,3	120,7
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	213,8	210,3	133,3	102,9	62,7	62,7	62,7
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	62,2		
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,2	18,8	22,9	-4,8	4,5	-2,0	-14,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	7,1	5,9	5,8	5,5	6,0	6,6	7,3
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	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	73,3	67,4	55,8
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	261,9	280,8	211,0	117,7	135,3		
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	172,9	198,8	114,2	86,8	72,7		
Free Float	%	47,1%	47,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Marktkapitalisierung des Free Floats (Durchschnitt)	EUR Mio.	100,7	99,2	56,2	43,4	26,5	26,5	26,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	0,41	0,42	0,30	0,20	0,14	0,13	0,10
EV/Umsatz (Hoch)	x	0,49	0,50	0,39	0,22	0,26		
EV/Umsatz (Tief)	x	0,32	0,35	0,21	0,16	0,14		
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	5,3	7,1	7,0	3,2	3,1	2,2	1,5
EV/EBITDA (Hoch)	x	6,3	8,4	9,1	3,7	5,8		
EV/EBITDA (Tief)	x	4,2	6,0	4,9	2,7	3,1		
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	8,4	13,8	24,4	6,7	10,5	4,8	2,6
EV/EBIT (Hoch)	x	10,0	16,5	31,8	7,6	19,5		
EV/EBIT (Tief)	x	6,6	11,7	17,2	5,6	10,5		
KGV (Durchschnitt)	x	15,1	26,6	325,1	26,7	190,1	6,9	4,3
KGV (Hoch)	x	18,2	32,4	444,7	30,3	377,9		
KGV (Tief)	x	11,9	22,0	208,6	22,3	188,4		
KCF (Durchschnitt)	x	5,8	7,4	7,3	3,8	3,2	2,1	1,7
KCF (Hoch)	x	7,0	9,0	9,9	4,3	6,5		
KCF (Tief)	x	4,6	6,1	4,7	3,2	3,2		
KBV (Durchschnitt)	x	2,0	2,0	1,4	1,0	0,6	0,6	0,5
KBV (Hoch)	x	2,4	2,4	1,9	1,2	1,3		
KBV (Tief)	x	1,6	1,7	0,9	0,9	0,6		
FCF-Yield	%	11,7%	1,4%	8,5%	34,9%	9,7%	18,3%	27,2%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	65,3%	116,9%	0,0%	24,0%	1121,3%	40,7%	25,5%
Dividendenrendite	%	4,3%	4,4%	0,0%	0,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	36,4	19,5	22,2	21,2	17,5	26,0	31,7
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-11,4	-16,6	-10,8	14,8	-11,4	-14,6	-14,6
Free Cashflow	EUR Mio.	24,9	2,9	11,4	35,9	6,1	11,5	17,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-9,8	-20,5	-20,7	-15,4	-9,3	2,0	3,1

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.	512,0	524,9	538,0	544,8	551,3	557,5	563,5	569,4	575,2	581,0	586,8	592,7	598,6	604,6	610,7	616,8
YoY	%	-2,6%	2,5%	2,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	EUR Mio.	6,9	14,2	21,7	25,9	25,9	25,9	25,9	25,9	25,9	25,8	25,8	25,8	25,7	25,7	25,6	24,7
EBIT-Marge	%	1,4%	2,7%	4,0%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%
Steuern	EUR Mio.	-2,5	-3,8	-6,1	-7,3	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,4	-7,2
Steuerquote (τ)	%	36,5%	26,8%	28,0%	28,3%	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.	4,4	10,4	15,6	18,5	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,3	18,3	18,3	18,2	18,2	17,5
Reinvestment	EUR Mio.	5,5	0,8	0,6	0,5	0,6	0,9	1,6	3,4	11,6	-39,3	-13,4	-10,8	-10,4	-10,3	-10,4	-2,9
FCFF	EUR Mio.	9,9	11,1	16,2	19,0	19,0	19,3	20,0	21,8	30,0	-20,9	5,0	7,5	7,9	7,9	7,8	14,6
WACC	%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,3%	8,9%	8,6%	8,2%	7,8%	7,5%	7,1%	6,7%	6,4%	6,0%	6,0%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	91,2%	83,2%	75,9%	69,4%	63,7%	58,7%	54,3%	50,3%	46,8%	43,7%	41,0%	38,5%	36,3%	34,3%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	9,9	10,2	13,5	14,4	13,2	12,3	11,7	11,8	15,1	-9,8	2,2	3,1	3,0	2,9	2,7	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	7,2%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	47,9															
in % des Enterprise Value	%	31,1%															
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	68,2															
in % des Enterprise Value	%	44,2%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	38,0															
in % des Enterprise Value	%	24,7%															
Enterprise Value	EUR Mio.	154,1															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-58,5															
Liquidität	EUR Mio.	63,3															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	158,9															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	18,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	8,60															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

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

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenkonflikte 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 Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Uhrzeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
08.11.2018/14:50Uhr	EUR 8,60/EUR 3,39	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
02.08.2018/11:55Uhr	EUR 8,60/EUR 3,96	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
19.07.2018/08:40 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,13	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
08.05.2018/15:00 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,72	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
19.04.2018/08:45 Uhr	EUR 8,60/EUR 4,88	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
16.03.2018/08:30 Uhr	EUR 8,60/EUR 5,74	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
28.02.2018/11:50 Uhr	EUR 8,20/EUR 5,82	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
31.01.2018/11:00 Uhr	EUR 8,20/EUR 6,16	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
09.11.2017/14:50 Uhr	EUR 7,50/EUR 6,14	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um 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 08.11.2018 um 13:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 3,39.