

## Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

### Ergebnisvorlage Q1/2011/12

#### Q1/2011/12 im Überblick

Klassik Radio erzielte im Q1/2011/12 Umsätze in Höhe von EUR 3,2 Mio. (-9,1% vs. Vj.). Allerdings enthielten die Umsätze im Vorjahresquartal Fremdsender- und Konzertumsätze in Höhe von TEUR 440 bzw. TEUR 175, die im Zuge der Fokussierung auf den Klassik Radio-Sender entfallen. Die Umsätze im Kerngeschäft der Vermarktung von Klassik Radio Werbezeiten stiegen um +20% von EUR 1,9 Mio. auf EUR 2,3 Mio. Auf Konzernebene erreichte das EBITDA TEUR 438 nach TEUR 536; das Nettoergebnis lag bei TEUR 365 nach TEUR 450 im Vorjahr.

| Q1/2011/12 (TEUR)    | Ist   | Erwartet | Δ      |
|----------------------|-------|----------|--------|
| <b>Umsatzerlöse</b>  | 3.164 | 2.839    | 11,5%  |
| Radiosender          | 3.290 | 2.814    | 16,9%  |
| Merchandising        | 343   | 310      | 10,7%  |
| <b>EBITDA</b>        | 438   | 523      | -16,2% |
| <b>EBIT</b>          | 380   | 456      | -16,7% |
| <b>Nettoergebnis</b> | 365   | 431      | -15,4% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Investitionen belasten das Ergebnis des Radiosenders

Höheren Umsätzen der Werbezeitenvermarktung von TEUR 372 (vs. Q1/2010/11) standen ergebniswirksame Investitionen in die Senderverbreitung (Aufwendungen für DAB+ und neue Frequenzen in Thüringen von geschätzt TEUR 130) und in die Programmqualität gegenüber. Zugleich entfielen die Fremdsenderumsätze und es belasteten die Kosten für die (inzwischen aufgegebenen) Gründung einer externen Vermarktungsgesellschaft in Höhe von rund TEUR 100.

#### Relaunch des Merchandising erfolgreicher als erwartet

Früher als von uns erwartet gelang im Bereich Merchandising der Turnaround. Zwar fehlten (nach deren Einstellung) die Konzertumsätze des Vorjahres in Höhe von TEUR 175, doch konnten auch die Aufwendungen für bezogene Leistungen und Waren um fast TEUR 200 und die sonstigen Aufwendungen um TEUR 100 reduziert werden. Damit erwirtschaftete der Bereich im Q1/2011/12 eine Nettomarge von 19% (Q1/2010/11 TEUR -60).

| 2011/12e (TEUR)      | Neu    | Alt    | Δ      |
|----------------------|--------|--------|--------|
| <b>Umsatzerlöse</b>  | 10.535 | 9.906  | 6,3%   |
| Radiosender          | 11.232 | 10.065 | 11,6%  |
| Merchandising        | 824    | 791    | 4,2%   |
| <b>EBITDA</b>        | 1.201  | 1.383  | -13,2% |
| <b>EBIT</b>          | 943    | 1.116  | -15,6% |
| <b>Nettoergebnis</b> | 904    | 1.026  | -11,8% |

QUELLE: SPHENE CAPITAL

#### Anpassung unserer Schätzungen

Bei der Anpassung unserer Schätzungen haben wir höhere Kosten für die Senderverbreitung und Programmqualität angenommen; dagegen unterstellen wir im Bereich Merchandising das Erreichen des Break-even. Größtes Upside-Risiko bleibt nach unserer Einschätzung eine stärkere Dynamisierung der Werbezeitenbuchungen des Radiosenders.

Rating: Buy

Risiko: Mittel

Kurs: EUR 5,25

Kursziel: EUR 7,80 (alt EUR 8,20, Upside 48,6%)

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 25,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Ordentliche Hauptversammlung: 14.Mai 2012

| EUR Mio. (30/09) | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e |
|------------------|------|------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>    | 11,1 | 9,7  | 10,5  | 11,4  |
| <b>EBITDA</b>    | 0,5  | 1,0  | 1,2   | 1,8   |
| <b>EBIT</b>      | 0,1  | 0,8  | 0,9   | 1,5   |
| <b>EBT</b>       | -0,2 | 0,6  | 0,9   | 1,5   |
| <b>EAT</b>       | 0,1  | 0,7  | 0,9   | 1,3   |

| % vom Umsatz  | 2010  | 2011  | 2012e | 2013e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>EBITDA</b> | 4,4%  | 10,7% | 11,4% | 15,4% |
| <b>EBIT</b>   | 1,0%  | 7,9%  | 8,9%  | 13,2% |
| <b>EBT</b>    | -1,5% | 6,4%  | 8,2%  | 12,8% |
| <b>EAT</b>    | 0,9%  | 6,8%  | 8,6%  | 10,9% |

| Je Aktie/EUR     | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e |
|------------------|------|------|-------|-------|
| <b>EPS</b>       | 0,02 | 0,14 | 0,19  | 0,26  |
| <b>Dividende</b> | 0,00 | 0,10 | 0,15  | 0,21  |
| <b>Buchwert</b>  | 1,31 | 1,39 | 1,47  | 1,58  |
| <b>Cashflow</b>  | 0,09 | 0,10 | 0,24  | 0,32  |

| %               | 2010  | 2011  | 2012e | 2013e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>EK-Quote</b> | 44,6% | 74,4% | 78,5% | 80,9% |
| <b>Gearing</b>  | 28,8% | 9,9%  | 5,2%  | 1,7%  |

| x                | 2010  | 2011 | 2012e | 2013e |
|------------------|-------|------|-------|-------|
| <b>KGV</b>       | 311,5 | 43,7 | 28,0  | 20,2  |
| <b>EV/Umsatz</b> | 2,92  | 3,00 | 2,38  | 2,13  |
| <b>EV/EBIT</b>   | 296,0 | 38,1 | 26,6  | 16,2  |
| <b>KBV</b>       | 5,0   | 4,3  | 3,6   | 3,3   |

| EUR Mio.                | 2011 | 2012e | 2013e |
|-------------------------|------|-------|-------|
| <b>Guidance: Umsatz</b> | -    | -     | -     |
| <b>Guidance: EBIT</b>   | -    | -     | -     |



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Im Ergebnis erwarten wir 2011/12e und 2012/13e einen Anstieg des EBITDA auf EUR 1,2 Mio. (alt EUR 1,4 Mio.) bzw. EUR 1,8 Mio. (alt EUR 1,9 Mio.). Die Marge verbessert sich dabei von 10,7% in 2010/11 auf 11,4% (alt 14,0%) in 2011/12e bzw. 15,4% in 2012/13e (alt 17,7%) an. Nach Steuern erwarten wir 2011/12e und 2012/13e ein Konzernergebnis von EUR 0,9 Mio. (alt EUR 1,0 Mio.) bzw. EUR 1,3 Mio. (alt EUR 1,4 Mio.). Basierend auf durchschnittlich 4,8 Mio. Aktien entspricht dies einem Ergebnis je Aktie in 2011/12e von EUR 0,19 (alt EUR 0,21) bzw. in 2012/13e von 0,26 (alt EUR 0,28).

Die Zusammenfassung der Annahmen in unserem Modell ist wie folgt:

- ✦ Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum um 8,7% (CAGR 2010/11-2012/13e) angetrieben vom Zuwachs der Werbezeitenvermarktung (CAGR 2010/11-2012/13e von 19%); es entfallen die restlichen Zuflüsse aus der Fremdsendervermarktung, die Umsätze aus Mehrwerttelefonie und Barter gehen weiter zurück.
- ✦ Durch die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogrammes, in das sowohl nationale als auch regionale Werbeblöcke eingebettet werden, lassen sich erhebliche Skaleneffekte erzielen. Die Investitionen in die Verbreitung des Senders (DAB+, neue Frequenzen) und in die Programmqualität lagen im Q1/2011/12 über unseren Erwartungen und werden erst in den kommenden Quartalen durch steigende Werbezeitenbuchungen belohnt werden.
- ✦ In Verbindung mit stabil erwarteten Abschreibungen aufgrund des schlanken Geschäftsmodells ohne neue Akquisitionen wird sich die EBIT-Marge von 7,9% in 2010/11 auf 8,9% bzw. 13,2% in 2011/12e bzw. 2012/13e verbessern.
- ✦ Bis 2013/14e rechnen wir mit einer vollständigen Rückführung der Finanzverbindlichkeiten und damit nach 2013/14e mit einem positiven Finanzergebnis.
- ✦ Aus der Vergangenheit verfügt Klassik Radio über körperschaftssteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rund EUR 5,0 Mio. In Deutschland können nicht ausgeglichene Verluste in den nachfolgenden Zeiträumen bis zu einem Gesamtbetrag der Einkünfte von EUR 1,0 Mio. unbeschränkt, darüber hinaus bis zu 60% des EUR 1,0 Mio. übersteigenden Betrags der Einkünfte abgezogen werden. Damit dürfte die Steuerquote 2011/12e nochmals nahe bei null Prozent liegen.

## Rating Buy, PT EUR 7,80 (alt EUR 8,20)

Wir bewerten die Klassik Radio-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Diesem liegt bis zum Erreichen des Terminal Value ein sukzessiver Rückgang der WACC von derzeit 6,5% auf 5,8% zugrunde. Das fundamentale Beta haben wir mit 1,1 angesetzt. Wir gehen davon aus, dass Klassik Radio auch im Terminal Value Überrenditen erzielen kann. Nach der Anpassung unserer Schätzungen senken wir unser Kursziel von EUR 8,20 auf EUR 7,80 je Aktie, entsprechend einem Kurspotential von 48,6%.

Im Einzelnen gehen wir davon aus,

- ✦ dass sich die EBIT-Margen von 15,7% in 2013/14e auf 19,7% in 2021/22e sukzessive erhöhen werden. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 20,0% (alt 22,0%) unterstellt.
- ✦ dass die Steuerquote ab dem Geschäftsjahr 2015/16e auf dem in Deutschland gültigen Grenzsteuersatz von 31,0% liegen wird.
- ✦ dass die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value bei 1,8% liegt.
- ✦ dass das Fundamental-beta bei 1,1 liegt; dieses setzt sich aus folgenden Faktoren zusammen:

**TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

|                                  |             |
|----------------------------------|-------------|
| Diversifizierungsgrad            | 0,00        |
| Wettbewerbsintensität            | 0,05        |
| Reife des Geschäftsmodells       | 0,00        |
| Regulatorische Risiken           | 0,00        |
| Finanzielle Risiken              | 0,00        |
| Risiken der Unternehmensprognose | 0,05        |
| Markt-beta                       | 1,00        |
| <b>Fundamental Beta</b>          | <b>1,10</b> |

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ dass Klassik Radio im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 6,5% (rf 1,8%, implizite ERP von 4,6%, DRP 6,0%, Zielkapitalstruktur 75%-25%) auf dann 5,8%.
- ✦ dass sich der Kapitalumschlag über den gesamten Planungshorizont stabil bei 400% bewegt.

**Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 7,80 je Aktie.**

Dabei werden 70,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 30,0% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

**Risiken**

Upside-Risiken für unser Kursziel sehen wir (1) insbesondere im Fall einer noch höheren Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen, (2) der werbewirksamen Steigerung der Reichweiten, insbesondere nach den UKW Aufschaltungen in Thüringen, aber auch der Gewinnung weiterer Frequenzen und Erfolgen im DAB+. (3) Darüber hinaus, gehen wir davon aus, dass die Hauptversammlung im Mai erstmals die Ausschüttung einer Dividende beschließen wird; auch zukünftig dürfte den Aktionären ein hoher Anteil des Nettoergebnisses zufließen. (Vgl. hierzu insbesondere unser ausführliches Update vom 07.02.2012).

Downside-Risiken ergeben sich nach unserer Einschätzung insbesondere im Falle einer konjunkturellen Rezession. Radiowerbung ist ein sehr zyklisches Geschäft, ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich (1) zeitnah in den Werbebudgets nieder, und könnte (2) die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch höheren Rabattzugeständnissen führen.

**Unternehmensbeschreibung**

Klassik Radio ist nach der Trennung vom Verlagsgeschäft ein absoluter Pure Play. Mit der organisatorischen Neuaufstellung wurden die Strukturen für eine gezielte organische Wachstumsoffensive optimiert. Wir gehen davon aus, dass es Klassik Radio im oligopolistisch geprägten deutschen Radiomarkt, der eine zielgruppengenaue Ansprache durch die werbetreibende Industrie nur eingeschränkt ermöglicht und von stagnierenden Nettowerbeerlösen geprägt ist, gelingen wird, die bestehende Differenz zwischen relativer Reichweite und dem Anteil an den Nettowerbeerlösen zu schließen. Auf der Grundlage der Alleinstellungsmerkmale der Marke Klassik Radio sollte es gelingen, die Reichweite des Senders im bestehenden UKW-Bereich zu vertiefen und weitere Frequenzen zu gewinnen sowie von den neuen Übertragungsformen, wie u.a. DAB+ und Web-radio, zu profitieren.

## Gewinn- und Verlustrechnung

|                                     |       | 2006/07       | 2007/08       | 2008/09       | 2009/10       | 2010/11      | 2011/12e      | 2012/13e      |
|-------------------------------------|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatzerlöse*</b>                | t€    | <b>13.261</b> | <b>14.917</b> | <b>15.570</b> | <b>11.127</b> | <b>9.689</b> | <b>10.535</b> | <b>11.447</b> |
| YOY                                 | %     | 20,4%         | 12,5%         | 4,4%          | -28,5%        | -12,9%       | 8,7%          | 8,7%          |
| Bestandsveränderungen               | t€    | 0             | 234           | 134           | 0             | 0            | 0             | 0             |
| Sonstige Erträge                    | t€    | 683           | 488           | 695           | 809           | 1.166        | 687           | 699           |
| Aufwand für Personal                | t€    | -3.481        | -3.745        | -3.861        | -3.128        | -2.532       | -2.827        | -2.941        |
| <i>in % Umsatz</i>                  | %     | -26,2%        | -25,1%        | -24,8%        | -28,1%        | -26,1%       | -26,8%        | -25,7%        |
| Sonstige Aufwendungen               | t€    | -3.421        | -3.856        | -4.439        | -3.608        | -3.505       | -3.499        | -3.508        |
| <i>in % Umsatz</i>                  | %     | -25,8%        | -25,8%        | -28,5%        | -32,4%        | -36,2%       | -33,2%        | -30,6%        |
| <b>EBITDA</b>                       | t€    | <b>702</b>    | <b>1.162</b>  | <b>338</b>    | <b>495</b>    | <b>1.034</b> | <b>1.201</b>  | <b>1.768</b>  |
| <i>in % Umsatz</i>                  | %     | 5,3%          | 7,8%          | 2,2%          | 4,4%          | 10,7%        | 11,4%         | 15,4%         |
| Abschreibungen                      | t€    | -291          | -1.190        | -490          | -384          | -270         | -258          | -258          |
| <b>EBIT</b>                         | t€    | <b>411</b>    | <b>-28</b>    | <b>-152</b>   | <b>110</b>    | <b>764</b>   | <b>943</b>    | <b>1.510</b>  |
| <i>in % Umsatz</i>                  | %     | 3,1%          | -0,2%         | -1,0%         | 1,0%          | 7,9%         | 8,9%          | 13,2%         |
| Finanzergebnis                      | t€    | -198          | -287          | -360          | -278          | -143         | -75           | -46           |
| <b>EBT</b>                          | t€    | <b>213</b>    | <b>-315</b>   | <b>-512</b>   | <b>-168</b>   | <b>621</b>   | <b>867</b>    | <b>1.464</b>  |
| Steuern                             | t€    | -54           | 86            | -76           | 187           | 61           | 37            | -211          |
| Steuerquote                         | %     | -25,4%        | -27,3%        | 14,8%         | -111,1%       | 9,8%         | 4,3%          | -14,4%        |
| <b>Nettoergebnis vor Dritten</b>    | t€    | <b>159</b>    | <b>-229</b>   | <b>-588</b>   | <b>19</b>     | <b>682</b>   | <b>904</b>    | <b>1.253</b>  |
| Anteile Dritter                     | t€    | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0           | 0,0           |
| Aufgegebene Geschäftsbereiche       | t€    | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | -20,0        | 0,0           | 0,0           |
| <b>Nettoergebnis nach Dritten</b>   | t€    | <b>159</b>    | <b>-229</b>   | <b>-588</b>   | <b>96</b>     | <b>662</b>   | <b>904</b>    | <b>1.253</b>  |
| <i>in % Umsatz</i>                  | %     | 1,2%          | -1,5%         | -3,8%         | 0,9%          | 6,8%         | 8,6%          | 10,9%         |
| Anzahl der Aktien                   | 1.000 | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.606         | 4.825        | 4.825         | 4.825         |
| Anzahl der Aktien verwässert        | 1.000 | 4.526         | 4.526         | 4.526         | 4.635         | 4.902        | 4.902         | 4.902         |
| <b>EPS</b>                          | €     | <b>0,04</b>   | <b>-0,05</b>  | <b>-0,13</b>  | <b>0,02</b>   | <b>0,14</b>  | <b>0,19</b>   | <b>0,26</b>   |
| <b>EPS ohne aufgegeb. GB/ Erlös</b> | €     | <b>0,04</b>   | <b>-0,05</b>  | <b>-0,13</b>  | <b>0,02</b>   | <b>0,04</b>  | <b>0,19</b>   | <b>0,26</b>   |
| EPS verwässert                      | €     | 0,04          | -0,05         | -0,13         | 0,02          | 0,14         | 0,18          | 0,26          |

\* 2009/10 adjustiert ohne Verlag

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz

|                                    |           | 2006/07       | 2007/08       | 2008/09       | 2009/10       | 2010/11      | 2011/12e     | 2012/13e     |
|------------------------------------|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Langfristige Vermögenswerte</b> | <b>t€</b> | <b>8.026</b>  | <b>8.553</b>  | <b>8.287</b>  | <b>8.096</b>  | <b>6.854</b> | <b>6.750</b> | <b>6.631</b> |
| Geschäfts- und Firmenwerte         | t€        | 6.284         | 6.276         | 6.276         | 6.276         | 5.497        | 5.497        | 5.497        |
| Sonstiges immaterielles Vermögen   | t€        | 739           | 1.063         | 859           | 575           | 287          | 290          | 290          |
| Sachanlagen                        | t€        | 322           | 526           | 587           | 471           | 351          | 233          | 114          |
| Latente Steuererstattungsansprüche | t€        | 681           | 688           | 565           | 774           | 719          | 730          | 730          |
| <b>Kurzfristige Vermögenswerte</b> | <b>t€</b> | <b>3.585</b>  | <b>5.529</b>  | <b>4.146</b>  | <b>5.395</b>  | <b>2.131</b> | <b>2.307</b> | <b>2.805</b> |
| Vorräte                            | t€        | 153           | 1.721         | 1.873         | 2.119         | 253          | 281          | 308          |
| Forderungen L+L                    | t€        | 1.946         | 2.336         | 1.500         | 1.334         | 558          | 625          | 693          |
| Übrige Ford./Sonstige Verm.        | t€        | 518           | 433           | 473           | 539           | 507          | 512          | 527          |
| Steueransprüche                    | t€        | 113           | 59            | 21            | 12            | 6            | 8            | 10           |
| Zahlungsmittel                     | t€        | 855           | 980           | 279           | 1.391         | 807          | 882          | 1.267        |
| <b>Gesamt Aktiva</b>               | <b>t€</b> | <b>11.611</b> | <b>14.082</b> | <b>12.433</b> | <b>13.491</b> | <b>8.985</b> | <b>9.057</b> | <b>9.436</b> |
| <b>Eigenkapital</b>                | <b>t€</b> | <b>4.654</b>  | <b>4.543</b>  | <b>3.955</b>  | <b>6.022</b>  | <b>6.684</b> | <b>7.106</b> | <b>7.635</b> |
| Gezeichnetes Kapital               | t€        | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.825         | 4.825        | 4.825        | 4.825        |
| Kapitalrücklagen                   | t€        | -2.645        | -2.527        | -2.527        | -881          | -881         | -881         | -881         |
| Gewinnrücklagen                    | t€        | 2.799         | 2.570         | 1.982         | 2.078         | 2.740        | 3.162        | 3.691        |
| Minderheitenanteile                | t€        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| <b>Langfristige Schulden</b>       | <b>t€</b> | <b>2.670</b>  | <b>4.183</b>  | <b>2.161</b>  | <b>1.733</b>  | <b>661</b>   | <b>373</b>   | <b>128</b>   |
| Finanzschulden                     | t€        | 2.466         | 3.875         | 1.967         | 1.574         | 610          | 325          | 80           |
| Übrige Verbindlichkeiten           | t€        | 0             | 123           | 53            | 53            | 0            | 0            | 0            |
| Latente Steuerschulden             | t€        | 204           | 185           | 141           | 106           | 51           | 48           | 48           |
| <b>Kurzfristige Schulden</b>       | <b>t€</b> | <b>4.287</b>  | <b>5.356</b>  | <b>6.317</b>  | <b>5.736</b>  | <b>1.640</b> | <b>1.578</b> | <b>1.673</b> |
| Finanzschulden                     | t€        | 976           | 1.300         | 2.633         | 2.346         | 385          | 285          | 285          |
| Verbindlichkeiten L+L              | t€        | 2.330         | 3.437         | 3.073         | 2.751         | 814          | 894          | 981          |
| Rückstellungen                     | t€        | 112           | 251           | 189           | 110           | 41           | 61           | 63           |
| Übrige Verbindlichkeiten           | t€        | 848           | 360           | 396           | 508           | 377          | 318          | 325          |
| Steuerschulden                     | t€        | 21            | 8             | 26            | 21            | 23           | 20           | 20           |
| <b>Gesamt Passiva</b>              | <b>t€</b> | <b>11.611</b> | <b>14.082</b> | <b>12.433</b> | <b>13.491</b> | <b>8.985</b> | <b>9.057</b> | <b>9.436</b> |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (normalisierte Fassung)

|                                    |    | 2006/07     | 2007/08     | 2008/09     | 2009/10     | 2010/11     | 2011/12e    | 2012/13e    |
|------------------------------------|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Langfristige Vermögenswerte</b> | t€ | <b>69%</b>  | <b>61%</b>  | <b>67%</b>  | <b>60%</b>  | <b>76%</b>  | <b>74%</b>  | <b>69%</b>  |
| Geschäfts- und Firmenwerte         | t€ | 54%         | 45%         | 50%         | 47%         | 61%         | 60%         | 58%         |
| Sonstiges immaterielles Vermögen   | t€ | 6%          | 8%          | 7%          | 4%          | 3%          | 3%          | 3%          |
| Sachanlagen                        | t€ | 3%          | 4%          | 5%          | 3%          | 4%          | 2%          | 1%          |
| Latente Steuererstattungsansprüche | t€ | 6%          | 5%          | 5%          | 6%          | 8%          | 8%          | 7%          |
| <b>Kurzfristige Vermögenswerte</b> | t€ | <b>31%</b>  | <b>39%</b>  | <b>33%</b>  | <b>40%</b>  | <b>24%</b>  | <b>26%</b>  | <b>31%</b>  |
| Vorräte                            | t€ | 1%          | 12%         | 15%         | 16%         | 3%          | 3%          | 3%          |
| Forderungen L+L                    | t€ | 17%         | 17%         | 12%         | 10%         | 6%          | 6%          | 7%          |
| Übrige Ford./Sonstige Verm.        | t€ | 4%          | 3%          | 4%          | 4%          | 6%          | 5%          | 5%          |
| Steueransprüche                    | t€ | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Zahlungsmittel                     | t€ | 7%          | 7%          | 2%          | 10%         | 9%          | 12%         | 15%         |
| <b>Gesamt Aktiva</b>               | t€ | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| <b>Eigenkapital</b>                | t€ | <b>40%</b>  | <b>32%</b>  | <b>32%</b>  | <b>45%</b>  | <b>74%</b>  | <b>79%</b>  | <b>82%</b>  |
| Gezeichnetes Kapital               | t€ | 39%         | 32%         | 36%         | 36%         | 54%         | 53%         | 51%         |
| Kapitalrücklagen                   | t€ | -23%        | -18%        | -20%        | -7%         | -10%        | -10%        | -9%         |
| Gewinnrücklagen                    | t€ | 24%         | 18%         | 16%         | 15%         | 30%         | 36%         | 40%         |
| Minderheitenanteile                | t€ | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Langfristige Schulden</b>       | t€ | <b>23%</b>  | <b>30%</b>  | <b>17%</b>  | <b>13%</b>  | <b>7%</b>   | <b>4%</b>   | <b>1%</b>   |
| Finanzschulden                     | t€ | 21%         | 28%         | 16%         | 12%         | 7%          | 4%          | 1%          |
| Übrige Verbindlichkeiten           | t€ | 0%          | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Latente Steuerschulden             | t€ | 2%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
| <b>Kurzfristige Schulden</b>       | t€ | <b>37%</b>  | <b>38%</b>  | <b>51%</b>  | <b>43%</b>  | <b>18%</b>  | <b>16%</b>  | <b>17%</b>  |
| Finanzschulden                     | t€ | 8%          | 9%          | 21%         | 17%         | 4%          | 3%          | 3%          |
| Verbindlichkeiten L+L              | t€ | 20%         | 24%         | 25%         | 20%         | 9%          | 9%          | 10%         |
| Rückstellungen                     | t€ | 1%          | 2%          | 2%          | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Übrige Verbindlichkeiten           | t€ | 7%          | 3%          | 3%          | 4%          | 4%          | 3%          | 3%          |
| Steuerschulden                     | t€ | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Gesamt Passiva</b>              | t€ | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement

|   |           | 2006/07       | 2007/08       | 2008/09     | 2009/10      | 2010/11       | 2011/12 <sub>e</sub> | 2012/13 <sub>e</sub> |
|---|-----------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|----------------------|----------------------|
| Konzernergebnis                             | t€        | 159           | -229          | -588        | 96           | 662           | 904                  | 1.253                |
| Planmäßige Abschreibungen                   | t€        | 291           | 1.190         | 490         | 547          | 361           | 258                  | 258                  |
| Verkauf nicht fortgeführte Bereiche         | t€        | 0             | 0             | 0           | 12           | -468          | 0                    | 0                    |
| Veränderung der Rückstellungen              | t€        | 4             | 139           | -62         | -79          | -35           | 20                   | 2                    |
| Veränderung der latenten Steuern            | t€        | 42            | -26           | 79          | -244         | -84           | -14                  | 0                    |
| Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva         | t€        | -629          | -1.819        | 682         | -178         | 239           | -102                 | -112                 |
| Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva           | t€        | -1.919        | 729           | -380        | -105         | -460          | 18                   | 93                   |
| Bereinigungen                               | t€        | 1.781         | 1.143         | 314         | 352          | 259           | 75                   | 46                   |
| <b>CFO</b>                                  | <b>t€</b> | <b>-271</b>   | <b>1.127</b>  | <b>535</b>  | <b>401</b>   | <b>474</b>    | <b>1.161</b>         | <b>1.539</b>         |
| Investitionen Immaterielles Vermögen        | t€        | 2             | -316          | 204         | -74          | -53           | -3                   | 0                    |
| Investitionen Sachanlagen                   | t€        | -218          | -1.394        | -551        | -44          | -42           | -140                 | -140                 |
| Investitionen Finanzanlagen                 | t€        | 0             | 0             | 0           | 0            | 0             | 0                    | 0                    |
| Bereinigungen                               | t€        | -1.428        | -828          | 41          | -310         | 2.158         | 0                    | 0                    |
| <b>CFI</b>                                  | <b>t€</b> | <b>-1.644</b> | <b>-2.538</b> | <b>-306</b> | <b>-428</b>  | <b>2.063</b>  | <b>-143</b>          | <b>-140</b>          |
| <b>FCF</b>                                  | <b>t€</b> | <b>-1.915</b> | <b>-1.411</b> | <b>229</b>  | <b>-27</b>   | <b>2.537</b>  | <b>1.018</b>         | <b>1.399</b>         |
| Barkapitalerhöhungen                        | t€        | 191           | 118           | 0           | 1.959        | 0             | 0                    | 0                    |
| Δ Finanzverbindlichkeiten                   | t€        | 1.853         | 1.733         | -575        | -468         | -2.878        | -385                 | -245                 |
| Auszahlungen Dividende                      | t€        | 0             | 0             | 0           | 0            | 0             | -483                 | -724                 |
| Bereinigungen                               | t€        | -306          | -523          | -25         | -352         | -243          | -75                  | -46                  |
| <b>CFF</b>                                  | <b>t€</b> | <b>1.738</b>  | <b>1.328</b>  | <b>-600</b> | <b>1.139</b> | <b>-3.121</b> | <b>-943</b>          | <b>-1.015</b>        |
| Δ Liquide Mittel                            | t€        | -177          | -83           | -371        | 1.112        | -584          | 75                   | 385                  |
| Liquide Mittel am Anfang der Periode        | t€        | 910           | 733           | 650         | 279          | 1.391         | 807                  | 882                  |
| <b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>   | <b>t€</b> | <b>733</b>    | <b>650</b>    | <b>279</b>  | <b>1.391</b> | <b>807</b>    | <b>882</b>           | <b>1.267</b>         |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL |           |               |               |             |              |               |                      |                      |

## DCF-Modell

|                                  |             | 2012e         | 2013e         | 2014e         | 2015e         | 2016e         | 2017e         | 2018e         | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|----------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Nettoerlöse</b>               | <b>KEUR</b> | <b>10.535</b> | <b>11.447</b> | <b>12.174</b> | <b>12.892</b> | <b>13.547</b> | <b>14.102</b> | <b>14.550</b> | <b>14.913</b> | <b>15.222</b> | <b>15.509</b> | <b>15.790</b> |
| YoY                              | %           | 8,7%          | 8,7%          | 6,4%          | 5,9%          | 5,1%          | 4,1%          | 3,2%          | 2,5%          | 2,1%          | 1,9%          | 1,8%          |
| <b>EBIT</b>                      | <b>KEUR</b> | <b>943</b>    | <b>1.510</b>  | <b>1.916</b>  | <b>2.094</b>  | <b>2.268</b>  | <b>2.431</b>  | <b>2.581</b>  | <b>2.720</b>  | <b>2.853</b>  | <b>2.984</b>  | <b>3.117</b>  |
| in % der Umsätze                 | %           | 8,9%          | 13,2%         | 15,7%         | 16,2%         | 16,7%         | 17,2%         | 17,7%         | 18,2%         | 18,7%         | 19,2%         | 19,7%         |
| Steuerquote                      | %           | -4,3%         | 14,4%         | 15,0%         | 23,0%         | 31,0%         | 31,0%         | 31,0%         | 31,0%         | 31,0%         | 31,0%         | 31,0%         |
| <b>EBIT(1-t)</b>                 | <b>KEUR</b> | <b>983</b>    | <b>1.292</b>  | <b>1.629</b>  | <b>1.612</b>  | <b>1.565</b>  | <b>1.678</b>  | <b>1.781</b>  | <b>1.877</b>  | <b>1.968</b>  | <b>2.059</b>  | <b>2.151</b>  |
| Reinvestment                     | KEUR        | -143          | -228          | -182          | -180          | -164          | -139          | -112          | -91           | -77           | -72           | -70           |
| <b>FCFF</b>                      | <b>KEUR</b> | <b>840</b>    | <b>1.064</b>  | <b>1.447</b>  | <b>1.433</b>  | <b>1.401</b>  | <b>1.539</b>  | <b>1.669</b>  | <b>1.786</b>  | <b>1.891</b>  | <b>1.987</b>  | <b>2.080</b>  |
| Invested Capital                 | KEUR        | 6.834         | 6.734         | 6.684         | 6.864         | 7.028         | 7.166         | 7.278         | 7.369         | 7.446         | 7.518         | 7.588         |
| ROCE                             | %           | 14,4%         | 19,2%         | 24,4%         | 23,5%         | 22,3%         | 23,4%         | 24,5%         | 25,5%         | 26,4%         | 27,4%         | 28,3%         |
| WACC                             | %           | 6,5%          | 6,5%          | 6,5%          | 6,5%          | 6,4%          | 6,3%          | 6,2%          | 6,1%          | 6,0%          | 5,9%          | 5,8%          |
| <b>PV (FCFF)</b>                 | <b>KEUR</b> | <b>789</b>    | <b>938</b>    | <b>1.198</b>  | <b>1.114</b>  | <b>1.024</b>  | <b>1.058</b>  | <b>1.081</b>  | <b>1.090</b>  | <b>1.089</b>  | <b>1.080</b>  | <b>1.069</b>  |
| Terminal Cashflow                | KEUR        | 2.059         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Terminal Cost of Capital         | %           | 5,8%          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Terminal Value                   | KEUR        | 51.465        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| PV (Terminal Value)              | KEUR        | 26.447        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| PV (CF über 10 Jahre)            | KEUR        | 11.531        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Summe PV</b>                  | <b>KEUR</b> | <b>37.978</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Insolvenzrisiko                  | %           | 0,2%          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| PV Operative Assets              | KEUR        | 37.902        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Debt                             | KEUR        | 995           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Cash                             | KEUR        | 807           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Wert des Eigenkapitals           | KEUR        | 37.714        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Anzahl der Aktien                | KEUR        | 4.825         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Geschätzter Wert je Aktie</b> | <b>KEUR</b> | <b>7,80</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Auf einen Blick I

| Key Data                                    |      | 2008/09  | 2009/10  | 2010/11  | 2011/12e | 2012/13e |
|---|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Umsatz                                      | kEUR | 15.570,0 | 11.126,9 | 9.688,6  | 10.534,7 | 11.446,5 |
| Rohrertrag                                  | kEUR | 23.331,0 | 15.831,9 | 13.471,6 | 14.229,5 | 15.374,4 |
| EBITDA                                      | kEUR | 338,0    | 494,9    | 1.034,3  | 1.201,2  | 1.768,4  |
| EBIT  | kEUR | -152,0   | 109,7    | 763,7    | 942,8    | 1.510,0  |
| EBT   | kEUR | -512,0   | -168,3   | 620,7    | 867,4    | 1.464,0  |
| Nettoergebnis                               | kEUR | -588,0   | 96,1     | 662,1    | 904,4    | 1.252,6  |
| Anzahl Mitarbeiter                          |      | 87       | 105      | 91       | 98       | 98       |
| <b>Je Aktie</b>                             |      |          |          |          |          |          |
| Kurs Hoch                                   | EUR  | 9,08     | 8,90     | 7,50     |          |          |
| Kurs Tief                                   | EUR  | 3,45     | 6,30     | 4,80     |          |          |
| Kurs Durchschnitt                           | EUR  | 5,76     | 7,26     | 6,25     |          |          |
| Schlusskurs                                 | EUR  | 8,35     | 6,50     | 5,99     | 5,25     | 5,25     |
| EPS   | EUR  | -0,13    | 0,02     | 0,14     | 0,19     | 0,26     |
| BVPS  | EUR  | 0,88     | 1,31     | 1,39     | 1,47     | 1,58     |
| CFPS  | EUR  | 0,12     | 0,09     | 0,10     | 0,24     | 0,32     |
| Dividende                                   | EUR  | 0,00     | 0,00     | 0,10     | 0,15     | 0,21     |
| Kursziel                                    | EUR  |          |          |          |          | 7,80     |
| <b>Profitabilitätskennzahlen</b>            |      |          |          |          |          |          |
| EBITDA-Marge                                | %    | 2,2%     | 4,4%     | 10,7%    | 11,4%    | 15,4%    |
| EBIT-Marge                                  | %    | -1,0%    | 1,0%     | 7,9%     | 8,9%     | 13,2%    |
| EBT-Marge                                   | %    | -3,3%    | n/a      | 6,4%     | 8,2%     | 12,8%    |
| Netto-Marge                                 | %    | -3,8%    | 0,9%     | 6,8%     | 8,6%     | 10,9%    |
| FCF-Marge                                   | %    | 1,5%     | n/a      | 26,2%    | 9,7%     | 12,2%    |
| ROE   | %    | -14,9%   | 1,6%     | 9,9%     | 12,7%    | 16,4%    |
| NWC/Umsatz                                  | %    | 1,9%     | 6,3%     | 0,0%     | 0,1%     | 0,2%     |
| Pro-Kopf-Umsatz                             | kEUR | 179,0    | 105,8    | 106,1    | 107,5    | 116,8    |
| Pro-Kopf-EBIT                               | kEUR | -1,7     | 1,0      | 8,4      | 9,6      | 15,4     |
| <b>Wachstumsraten</b>                       |      |          |          |          |          |          |
| Umsatz                                      | %    | 4,4%     | -28,5%   | -12,9%   | 8,7%     | 8,7%     |
| Rohrertrag                                  | %    | 7,1%     | -32,1%   | -14,9%   | 5,6%     | 8,0%     |
| EBITDA                                      | %    | -70,9%   | 46,4%    | 109,0%   | 16,1%    | 47,2%    |
| EBIT  | %    | 442,9%   | n/a      | 596,2%   | 23,5%    | 60,2%    |
| EBT   | %    | 62,5%    | -67,1%   | n/a      | 39,7%    | 68,8%    |
| Nettoergebnis                               | %    | 156,8%   | n/a      | 589,0%   | 36,6%    | 38,5%    |
| EPS   | %    | 156,8%   | n/a      | 557,7%   | 36,6%    | 38,5%    |
| CFPS  | %    | -52,5%   | -26,7%   | 12,7%    | 145,1%   | 32,6%    |
| <b>Bilanzkennzahlen</b>                     |      |          |          |          |          |          |
| Sachanlagevermögen                          | kEUR | 8.287,0  | 8.096,0  | 6.854,0  | 6.749,6  | 6.631,2  |
| Umlaufvermögen                              | kEUR | 4.146,0  | 5.395,3  | 2.130,7  | 2.307,2  | 2.804,6  |
| Eigenkapital                                | kEUR | 3.955,0  | 6.022,0  | 6.684,1  | 7.106,0  | 7.635,1  |
| Verbindlichkeiten                           | kEUR | 8.478,0  | 7.469,0  | 2.301,0  | 1.951,2  | 1.801,0  |
| EK-Quote                                    | %    | 31,8%    | 44,6%    | 74,4%    | 78,5%    | 80,9%    |
| Gearing                                     | %    | 54,6%    | 28,8%    | 9,9%     | 5,2%     | 1,7%     |
| Working Capital                             | kEUR | 300,0    | 702,0    | -3,0     | 11,6     | 19,5     |
| Capital Employed                            | kEUR | 1.746,0  | 1.748,0  | 635,0    | 534,2    | 423,7    |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL |      |          |          |          |          |          |

## Auf einen Blick II

| <b>Enterprise Value</b>                     |      | <b>2008/09</b> | <b>2009/10</b> | <b>2010/11</b> | <b>2011/12e</b> | <b>2012/13e</b> |
|---|------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Anzahl Aktien                               | mn   | 4,5            | 4,6            | 4,8            | 4,8             | 4,8             |
| Marktkapitalisierung Hoch                   | KEUR | 40.860,0       | 40.993,4       | 36.187,5       | 0,0             | 0,0             |
| Marktkapitalisierung Tief                   | KEUR | 15.525,0       | 29.017,8       | 23.160,0       | 0,0             | 0,0             |
| Marktkapitalisierung Durchschnitt           | KEUR | 25.920,0       | 33.439,6       | 30.156,3       | 0,0             | 0,0             |
| Marktkapitalisierung Schlusskurs            | KEUR | 37.575,0       | 29.939,0       | 28.901,8       | 25.331,3        | 25.331,3        |
| Nettoverschuldung                           | KEUR | 4.321,0        | 2.528,7        | 188,3          | -271,6          | -901,6          |
| Pensionsrückstellungen                      | KEUR | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0             | 0,0             |
| Anteile Dritter                             | KEUR | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0             | 0,0             |
| Finanzanlagen des AV                        | KEUR | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0             | 0,0             |
| Enterprise Value Hoch                       | KEUR | 45.181,0       | 43.522,1       | 36.375,8       | 25.059,6        | 24.429,7        |
| Enterprise Value Tief                       | KEUR | 19.846,0       | 31.546,5       | 23.348,3       | 25.059,6        | 24.429,7        |
| <b>Bewertungskennzahlen</b>                 |      |                |                |                |                 |                 |
| EV/Umsatz Hoch                              | x    | 2,90           | 3,91           | 3,75           | 2,38            | 2,13            |
| EV/Umsatz Tief                              | x    | 1,27           | 2,84           | 2,41           | 2,38            | 2,13            |
| EV/Umsatz Durchschnitt                      | x    | 1,94           | 3,23           | 3,13           | 2,38            | 2,13            |
| EV/Umsatz Schlusskurs                       | x    | 2,69           | 2,92           | 3,00           | 2,38            | 2,13            |
| EV/EBITDA                                   | x    | 124,0          | 65,6           | 28,1           | 20,9            | 13,8            |
| EV/EBIT Hoch                                | x    | n/a            | 396,7          | 47,6           | 26,6            | 16,2            |
| EV/EBIT Tief                                | x    | n/a            | 287,6          | 30,6           | 26,6            | 16,2            |
| EV/EBIT Durchschnitt                        | x    | n/a            | 327,9          | 39,7           | 26,6            | 16,2            |
| EV/EBIT Schlusskurs                         | x    | n/a            | 296,0          | 38,1           | 26,6            | 16,2            |
| KGV Hoch                                    | x    | n/a            | 426,6          | 54,7           | n/a             | n/a             |
| KGV Tief                                    |      | n/a            | 302,0          | 35,0           | n/a             | n/a             |
| KGV Durchschnitt                            |      | n/a            | 348,0          | 45,5           | n/a             | n/a             |
| KGV Schlusskurs                             |      | n/a            | 311,5          | 43,7           | 28,0            | 20,2            |
| KBV   | x    | 9,5            | 5,0            | 4,3            | 3,6             | 3,3             |
| KCF   | x    | 70,2           | 74,6           | 61,0           | 21,8            | 16,5            |
| FCF-yield                                   | %    | 0,6%           | -0,1%          | 8,8%           | 4,0%            | 5,5%            |
| Dividendenrendite                           | %    | 0,0%           | 0,0%           | 1,7%           | 2,9%            | 4,0%            |
| Operativer Cashflow                         | KEUR | 535,0          | 401,3          | 473,7          | 1.160,8         | 1.539,5         |
| Investiver Cashflow                         | KEUR | -306,0         | -428,0         | 2.063,0        | -143,0          | -140,0          |
| Free Cashflow                               | KEUR | 229,0          | -26,7          | 2.536,7        | 1.017,8         | 1.399,5         |
| Finanz-Cashflow                             | KEUR | -600,0         | 1.139,0        | -3.121,0       | -942,9          | -1.014,5        |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL |      |                |                |                |                 |                 |

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

Großhesseloher Straße 15c - München - Deutschland - Telefon +49 (89) 74443558 Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

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

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

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

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

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

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

**Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

**Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

**Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

**Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

**Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

**Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder 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.

**Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

**Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

## Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

| Datum:     | Kursziel: | Anlageempfehlung: | Interessenskonflikte (Key-Angabe) |
|------------|-----------|-------------------|-----------------------------------|
| 20.02.2012 | EUR 7,80  | Buy               | 1; 2; 8                           |
| 07.02.2012 | EUR 8,20  | Buy               | 1; 2; 8                           |
| 15.12.2011 | EUR 8,20  | Buy               | 1; 2; 8                           |
| 27.10.2011 | EUR 8,20  | Buy               | 1; 2; 8                           |
| 29.09.2011 | EUR 8,20  | Buy               | 1; 2; 8                           |
| 19.09.2011 | EUR 8,20  | Buy               | 1; 2; 8                           |

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

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

### Informationsquellen

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

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

### Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.