

## Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy

Risiko: Mittel

Kurs: EUR 5,20

Kursziel: EUR 7,50 (alt EUR 7,50, Upside 44,2%)

### Highlights von der Hauptversammlung

#### Die Mediaagenturstrategie beginnt sich auszuzahlen

Am 14. Mai hat Klassik Radio seine ordentliche Hauptversammlung in Augsburg abgehalten. Neben der Präsentation der wichtigsten Finanzkennzahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2010/11 wie

- ✦ einer Verdoppelung des EBITDA auf EUR 1,0 Mio. und einem Anstieg des EBIT auf EUR 0,7 Mio. (2009/10: EUR 0,1 Mio.),
- ✦ der vollständigen Entschuldung der Gesellschaft und des Erreichens einer Nettofinanzposition von EUR 0,2 Mio. nach EUR -3,0 Mio. in 2009/10 sowie
- ✦ einer Steigerung der Eigenkapitalquote auf 74,4% von 44,6% im Vorjahr

stellte der Vorstand u.a. folgende operative Highlights des laufenden Geschäftsjahres 2011/12 vor:

- ✦ Eine Steigerung des weitesten Hörerkreises (also der Anzahl der Hörer in den letzten 14 Tagen) in der letzten Mediaanalyse ma 2012 I auf 4,52 Mio. von 4,22 Mio. in 2010 und 3,66 Mio. in 2008 und
- ✦ eine Steigerung der Einschaltquoten auf 226.000 Hörer in der Durchschnittsstunde (ma 2012 I) von 204.000 (ma 2011 II), was für Klassik Radio unmittelbare Konsequenzen auf die kommenden Preisverhandlungen mit der werbetreibenden Industrie haben wird;
- ✦ eine starke Verbesserung des Umsatzmix und die Steigerung der Agenturumsätze auf EUR 1,4 Mio. in 2011/12 von EUR 0,9 Mio. im Vorjahr (Stichtag jeweils 20.4.)
- ✦ sowie die erstmalige Ausschüttung einer Dividende von EUR 0,10 je Aktie.

#### Rating Buy, Kursziel EUR 7,50 (alt EUR 7,50)

Wir bewerten die Klassik Radio-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells und sehen für die Aktie der Klassik Radio ein Kursziel von unverändert EUR 7,50 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 5,20 (ex Dividende) entspricht dies einem Kurspotential von 44,2%. Wir bestätigen daher unser Anlageurteil von Buy.

#### Chancen und Risiken

Chancen, unser Kursziel anzuheben, sehen wir (1) insbesondere im Fall einer zunehmenden Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und im Zuge des erfolgreichen Ausbaus der Vertriebsstrukturen, und (2) in der weiteren Steigerung der Reichweiten, insbesondere nach den UKW-Aufschaltungen in Ostdeutschland, aber auch der Gewinnung weiterer Frequenzen und Erfolgen im DAB+.

Downside-Risiken ergeben sich 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.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 25,1 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Q3/2012: 15. August 2012

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

% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	4,4%	10,7%	12,4%	16,6%
EBIT	1,0%	7,9%	9,7%	14,2%
EBT	-1,5%	6,4%	8,9%	13,7%
EAT	0,9%	6,8%	9,5%	12,0%

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

%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote	44,6%	74,4%	79,2%	81,7%
Gearing	28,8%	9,9%	5,2%	1,7%

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	311,5	43,7	27,5	20,0
EV/Umsatz	2,92	3,00	2,61	2,34
EV/EBIT	296,0	38,1	26,8	16,5
KBV	5,0	4,3	3,5	3,3

EUR Mio.	2012e	2013e
Guidance: Umsatz	-	-
Guidance: EBIT	-	-



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

## **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>9.549</b>	<b>10.417</b>
YOY	%	20,4%	12,5%	4,4%	-28,5%	-12,9%	-1,4%	9,1%
Bestandsveränderungen	t€	0	234	134	0	0	0	0
Sonstige Erträge	t€	683	488	695	809	1.166	921	936
Aufwand für Personal	t€	-3.481	-3.745	-3.861	-3.128	-2.532	-2.722	-2.880
<i>in % Umsatz</i>	%	-26,2%	-25,1%	-24,8%	-28,1%	-26,1%	-28,5%	-27,6%
Sonstige Aufwendungen	t€	-3.421	-3.856	-4.439	-3.608	-3.505	-2.881	-2.844
<i>in % Umsatz</i>	%	-25,8%	-25,8%	-28,5%	-32,4%	-36,2%	-30,2%	-27,3%
<b>EBITDA</b>	t€	<b>702</b>	<b>1.162</b>	<b>338</b>	<b>495</b>	<b>1.034</b>	<b>1.184</b>	<b>1.729</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	5,3%	7,8%	2,2%	4,4%	10,7%	12,4%	16,6%
Abschreibungen	t€	-291	-1.190	-490	-384	-270	-254	-254
<b>EBIT</b>	t€	<b>411</b>	<b>-28</b>	<b>-152</b>	<b>110</b>	<b>764</b>	<b>930</b>	<b>1.475</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	3,1%	-0,2%	-1,0%	1,0%	7,9%	9,7%	14,2%
Finanzergebnis	t€	-198	-287	-360	-278	-143	-76	-46
<b>EBT</b>	t€	<b>213</b>	<b>-315</b>	<b>-512</b>	<b>-168</b>	<b>621</b>	<b>854</b>	<b>1.429</b>
Steuern	t€	-54	86	-76	187	61	58	-174
Steuerquote	%	-25,4%	-27,3%	14,8%	-111,1%	9,8%	6,7%	-12,2%
<b>Nettoergebnis vor Dritten</b>	t€	<b>159</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>19</b>	<b>682</b>	<b>912</b>	<b>1.255</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>912</b>	<b>1.255</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	1,2%	-1,5%	-3,8%	0,9%	6,8%	9,5%	12,0%
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	0,19	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>	t€	<b>8.026</b>	<b>8.553</b>	<b>8.287</b>	<b>8.096</b>	<b>6.854</b>	<b>6.869</b>	<b>6.795</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	332	258
Latente Steuererstattungsansprüche	t€	681	688	565	774	719	750	750
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	t€	<b>3.585</b>	<b>5.529</b>	<b>4.146</b>	<b>5.395</b>	<b>2.131</b>	<b>2.111</b>	<b>2.556</b>
Vorräte	t€	153	1.721	1.873	2.119	253	254	280
Forderungen L+L	t€	1.946	2.336	1.500	1.334	558	566	630
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	770	1.108
<b>Gesamt Aktiva</b>	t€	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.491</b>	<b>8.985</b>	<b>8.980</b>	<b>9.351</b>
<b>Eigenkapital</b>	t€	<b>4.654</b>	<b>4.543</b>	<b>3.955</b>	<b>6.022</b>	<b>6.684</b>	<b>7.113</b>	<b>7.639</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	3.169	3.695
Minderheitenanteile	t€	0	0	0	0	0	0	0
<b>Langfristige Schulden</b>	t€	<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>	t€	<b>4.287</b>	<b>5.356</b>	<b>6.317</b>	<b>5.736</b>	<b>1.640</b>	<b>1.495</b>	<b>1.585</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	810	893
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>	t€	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.491</b>	<b>8.985</b>	<b>8.980</b>	<b>9.351</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>76%</b>	<b>73%</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	t€	54%	45%	50%	47%	61%	61%	59%
Sonstiges immaterielles Vermögen	t€	6%	8%	7%	4%	3%	3%	3%
Sachanlagen	t€	3%	4%	5%	3%	4%	4%	3%
Latente Steuererstattungsansprüche	t€	6%	5%	5%	6%	8%	8%	8%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	t€	<b>31%</b>	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>40%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</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%	6%	6%
Steueransprüche	t€	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	t€	7%	7%	2%	10%	9%	9%	12%
<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%	54%	52%
Kapitalrücklagen	t€	-23%	-18%	-20%	-7%	-10%	-10%	-9%
Gewinnrücklagen	t€	24%	18%	16%	15%	30%	35%	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>17%</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%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	t€	7%	3%	3%	4%	4%	4%	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	2011/12e	2012/13e
Konzernergebnis	t€ 159	-229	-588	96	662	912	1.255
Planmäßige Abschreibungen	t€ 291	1.190	490	547	361	254	254
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	-34	0
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	t€ -629	-1.819	682	-178	239	-17	-107
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	t€ -1.919	729	-380	-105	-460	-65	89
Bereinigungen	t€ 1.781	1.143	314	352	259	76	46
<b>CFO</b>	<b>t€ -271</b>	<b>1.127</b>	<b>535</b>	<b>401</b>	<b>474</b>	<b>1.145</b>	<b>1.538</b>
Investitionen Immaterielles Vermögen	t€ 2	-316	204	-74	-53	-3	0
Investitionen Sachanlagen	t€ -218	-1.394	-551	-44	-42	-235	-180
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€ -1.644</b>	<b>-2.538</b>	<b>-306</b>	<b>-428</b>	<b>2.063</b>	<b>-238</b>	<b>-180</b>
<b>FCF</b>	<b>t€ -1.915</b>	<b>-1.411</b>	<b>229</b>	<b>-27</b>	<b>2.537</b>	<b>907</b>	<b>1.358</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	-729
Bereinigungen	t€ -306	-523	-25	-352	-243	-76	-46
<b>CFF</b>	<b>t€ 1.738</b>	<b>1.328</b>	<b>-600</b>	<b>1.139</b>	<b>-3.121</b>	<b>-944</b>	<b>-1.020</b>
Δ Liquide Mittel	t€ -177	-83	-371	1.112	-584	-36	338
Liquide Mittel am Anfang der Periode	t€ 910	733	650	279	1.391	807	770
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>t€ 733</b>	<b>650</b>	<b>279</b>	<b>1.391</b>	<b>807</b>	<b>770</b>	<b>1.108</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

## DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV
<b>Nettoerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>9.549</b>	<b>10.417</b>	<b>11.131</b>	<b>11.835</b>	<b>12.475</b>	<b>13.011</b>	<b>13.435</b>	<b>13.768</b>	<b>14.045</b>	<b>14.297</b>	<b>14.542</b>	<b>14.789</b>
YoY	%	-1,4%	9,1%	6,8%	6,3%	5,4%	4,3%	3,3%	2,5%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%
<b>EBIT</b>	<b>KEUR</b>	<b>930</b>	<b>1.475</b>	<b>1.847</b>	<b>2.035</b>	<b>2.220</b>	<b>2.394</b>	<b>2.552</b>	<b>2.698</b>	<b>2.836</b>	<b>2.973</b>	<b>3.111</b>	<b>2.958</b>
in % der Umsätze	%	9,7%	14,2%	16,6%	17,2%	17,8%	18,4%	19,0%	19,6%	20,2%	20,8%	21,4%	20,0%
Steuerquote	%	-6,7%	12,2%	13,3%	22,2%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>KEUR</b>	<b>993</b>	<b>1.295</b>	<b>1.601</b>	<b>1.584</b>	<b>1.532</b>	<b>1.652</b>	<b>1.761</b>	<b>1.862</b>	<b>1.957</b>	<b>2.051</b>	<b>2.147</b>	<b>2.041</b>
Reinvestment	KEUR	-238	-180	-180	-141	-128	-107	-85	-67	-55	-50	-49	-139
<b>FCFF</b>	<b>KEUR</b>	<b>755</b>	<b>1.115</b>	<b>1.421</b>	<b>1.443</b>	<b>1.404</b>	<b>1.544</b>	<b>1.676</b>	<b>1.795</b>	<b>1.902</b>	<b>2.001</b>	<b>2.098</b>	<b>1.902</b>
Invested Capital	KEUR	6.953	6.896	6.891	7.032	7.160	7.267	7.351	7.418	7.473	7.524	7.573	
ROCE	%	14,3%	18,8%	23,2%	22,5%	21,4%	22,7%	24,0%	25,1%	26,2%	27,3%	28,4%	25,0%
WACC	%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%
<b>PV (FCFF)</b>	<b>KEUR</b>	<b>709</b>	<b>985</b>	<b>1.180</b>	<b>1.126</b>	<b>1.031</b>	<b>1.068</b>	<b>1.092</b>	<b>1.103</b>	<b>1.104</b>	<b>1.098</b>	<b>1.089</b>	
Terminal Cashflow	KEUR	1.902											
Terminal Cost of Capital	%	5,7%											
Terminal Value	KEUR	47.554											
PV (Terminal Value)	KEUR	24.679											
PV (CF über 10 Jahre)	KEUR	11.584											
<b>Summe PV</b>	<b>KEUR</b>	<b>36.263</b>											
Insolvenzrisiko	%	0,2%											
PV (Operative Assets)	KEUR	36.190											
Debt	KEUR	995											
Cash	KEUR	807											
Wert des Eigenkapitals	KEUR	36.002											
Anzahl der Aktien	KEUR	4.825											
<b>Geschätzter Wert je Aktie</b>	<b>KEUR</b>	<b>7,50</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	9.549,3	10.417,2
Rohrertrag	kEUR	23.331,0	15.831,9	13.471,6	13.232,9	14.317,8
EBITDA	kEUR	338,0	494,9	1.034,3	1.184,1	1.728,9
EBIT	kEUR	-152,0	109,7	763,7	930,1	1.474,9
EBT	kEUR	-512,0	-168,3	620,7	854,1	1.428,9
Nettoergebnis	kEUR	-588,0	96,1	662,1	911,6	1.254,9
Anzahl Mitarbeiter		87	105	91	104	104
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	9,08	8,90	7,50	5,81	
Kurs Tief	EUR	3,45	6,30	4,80	5,15	
Kurs Durchschnitt	EUR	5,76	7,26	6,25	5,58	
Schlusskurs	EUR	8,35	6,50	5,99	5,20	5,20
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					7,50
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	2,2%	4,4%	10,7%	12,4%	16,6%
EBIT-Marge	%	-1,0%	1,0%	7,9%	9,7%	14,2%
EBT-Marge	%	-3,3%	n/a	6,4%	8,9%	13,7%
Netto-Marge	%	-3,8%	0,9%	6,8%	9,5%	12,0%
FCF-Marge	%	1,5%	n/a	26,2%	9,5%	13,0%
ROE	%	-14,9%	1,6%	9,9%	12,8%	16,4%
NWC/Umsatz	%	1,9%	6,3%	0,0%	0,1%	0,2%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	179,0	105,8	106,1	91,8	100,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-1,7	1,0	8,4	8,9	14,2
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	4,4%	-28,5%	-12,9%	-1,4%	9,1%
Rohrertrag	%	7,1%	-32,1%	-14,9%	-1,8%	8,2%
EBITDA	%	-70,9%	46,4%	109,0%	14,5%	46,0%
EBIT	%	442,9%	n/a	596,2%	21,8%	58,6%
EBT	%	62,5%	-67,1%	n/a	37,6%	67,3%
Nettoergebnis	%	156,8%	n/a	589,0%	37,7%	37,7%
EPS	%	156,8%	n/a	557,7%	37,7%	37,7%
CFPS	%	-52,5%	-26,7%	12,7%	141,8%	34,3%
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	kEUR	8.287,0	8.096,0	6.854,0	6.869,0	6.795,1
Umlaufvermögen	kEUR	4.146,0	5.395,3	2.130,7	2.111,4	2.556,1
Eigenkapital	kEUR	3.955,0	6.022,0	6.684,1	7.113,2	7.638,8
Verbindlichkeiten	kEUR	8.478,0	7.469,0	2.301,0	1.867,6	1.712,8
EK-Quote	%	31,8%	44,6%	74,4%	79,2%	81,7%
Gearing	%	54,6%	28,8%	9,9%	5,2%	1,7%
Working Capital	kEUR	300,0	702,0	-3,0	10,5	17,8
Capital Employed	kEUR	1.746,0	1.748,0	635,0	632,5	565,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						



## Auf einen Blick II

Enterprise Value		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e
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	28.033,3	
Marktkapitalisierung Tief	KEUR	15.525,0	29.017,8	23.160,0	24.848,8	
Marktkapitalisierung Durchschnitt	KEUR	25.920,0	33.439,6	30.156,3	26.923,5	
Marktkapitalisierung Schlusskurs	KEUR	37.575,0	29.939,0	28.901,8	25.090,0	25.090,0
Nettoverschuldung	KEUR	4.321,0	2.528,7	188,3	-160,5	-743,1
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	27.872,8	
Enterprise Value Tief	KEUR	19.846,0	31.546,5	23.348,3	24.688,3	
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	2,90	3,91	3,75	2,92	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,27	2,84	2,41	2,59	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,94	3,23	3,13	2,80	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,69	2,92	3,00	2,61	2,34
EV/EBITDA	x	124,0	65,6	28,1	21,1	14,1
EV/EBIT Hoch	x	n/a	396,7	47,6	30,0	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	287,6	30,6	26,5	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	327,9	39,7	28,8	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	296,0	38,1	26,8	16,5
KGV Hoch	x	n/a	426,6	54,7	30,8	n/a
KGV Tief		n/a	302,0	35,0	27,3	n/a
KGV Durchschnitt		n/a	348,0	45,5	29,5	n/a
KGV Schlusskurs		n/a	311,5	43,7	27,5	20,0
KBV	x	9,5	5,0	4,3	3,5	3,3
KCF	x	70,2	74,6	61,0	21,9	16,3
FCF-yield	%	0,6%	-0,1%	8,8%	3,6%	5,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	1,7%	2,9%	4,0%
Operativer Cashflow	KEUR	535,0	401,3	473,7	1.145,3	1.537,9
Investiver Cashflow	KEUR	-306,0	-428,0	2.063,0	-238,0	-180,0
Free Cashflow	KEUR	229,0	-26,7	2.536,7	907,3	1.357,9
Finanz-Cashflow	KEUR	-600,0	1.139,0	-3.121,0	-943,5	-1.020,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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)
16.05.2012	EUR 7,50	Buy	1; 2; 8
10.05.2012	EUR 7,50	Buy	1; 2; 8
23.04.2012	EUR 7,80	Buy	1; 2; 8
28.03.2012	EUR 7,80	Buy	1; 2; 8
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.