

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy

Risiko: Mittel

Kurs: EUR 4,63

Kursziel: EUR 6,80 (unverändert)

Anhaltende Schärfung des Senderprofils

Was sich in den Neunmonatszahlen abgezeichnet hat, wurde durch die vorläufigen Geschäftsjahreszahlen 2012/13 (30.09.) bestätigt: die Schärfung des Senderprofils und die organische Wachstumsoffensive, deren Weichen in den Vorjahren gestellt worden sind, beginnen nun, Früchte zu tragen. Mit einer Steigerung der Konzernumsätze um 7,1% auf EUR 10,5 Mio. und einem EBITDA von EUR 0,6 Mio. nach EUR -0,1 Mio. 2011/12 hat Klassik Radio unsere Erwartungen übererfüllt. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser aus einem standardisierten dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 6,80 je Aktie.

Vorläufige Rumpfzahlen des Geschäftsjahres 2012/13

Entsprechend den veröffentlichten vorläufigen Zahlen (IFRS) stieg der Konzernumsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 (30.09.) um 7,1% auf EUR 10,5 Mio. nach EUR 9,8 Mio. im Vorjahr. Das EBITDA kletterte auf EUR 0,6 Mio., nachdem im Vorjahr noch ein Verlust von EUR -0,1 Mio. zu Buche gestanden hatte. Ein ausführlicher Geschäftsbericht wird Ende Januar 2014 veröffentlicht.

2012/13 (vorläufig)		Rep.	Erw.	Δ
Umsatzerlöse	EURk	10.451	10.463	-0,1%
EBITDA	EURk	620	592	4,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL				

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Deutliche Verbesserung der EBITDA-Margen

Während die Konzernumsätze im Q4/2012/13 scheinbar nur um 2,8% zulegten, schnellte die EBITDA-Marge im vierten Quartal auf 14,7%, nachdem sie zum Halbjahr 2012/13 noch bei 2,8% gelegen hatte. Für das Gesamtjahr 2012/13 ergibt sich damit eine EBITDA-Marge von 5,9%. Darin spiegeln sich nach u. E. neben den angegebenen Kosteneinsparungen vor allem qualitative Verbesserungen im Umsatzmix als Folge des anhaltenden Wachstums im Werbemarkt wider. Wir werten dies als Bestätigung der in den vergangenen Jahren initiierten Investitionen, die allein im Geschäftsjahr 2011/12 für eine Erhöhung der Kostenbasis um rund EUR 1,1 Mio. verantwortlich waren.

Anhaltende Schärfung des Senderprofils

Nachdem die vorläufigen Eckdaten unsere Erwartungen voll erfüllt haben, nehmen wir weder für das kommende Rumpfgeschäftsjahr noch für das erstmals kalenderjährige Geschäftsjahr 2014 Änderungen an unseren Schätzungen vor. Darin gehen wir von einer Fortsetzung der organischen Wachstumsoffensive aus. Die positive Wirkung der Markenkraft des Senders wurde zuletzt u. a. durch prominente Engagements – wie zum Beispiel die „Till Brönner Show“ oder die neu startende Show mit Schiller alias Christopher von Deylen – belegt. Engagements wie diese unterstreichen nicht nur die Alleinstellungsmerkmale des Senders, sondern tragen weiter zur Markenbekanntheit und damit zu werbewirksamen Reichweiten bei.

Buy-Rating, Kursziel EUR 6,80 je Aktie

Unser unverändertes Kursziel von EUR 6,80 (+47% ggü. dem letzten Schlusskurs) basiert auf einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell (TV EBIT-Marge 20,0%, TV WACC 7,8%, TV FCF-CAGR 1,8%, Fundamental-beta 1,1).

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 22,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.000

Veröffentlichung Jahresabschluss: Ende Januar 2014

EUR Mio.	2012*	2013e*	RJ13e	2014e
Umsatz	9,8	10,5	3,1	12,0
EBITDA	-0,1	0,6	0,5	1,6
EBIT	-0,4	0,3	0,4	1,3
EBT	-0,5	0,2	0,4	1,4
EAT	-0,5	0,2	0,3	1,1

% vom Umsatz	2012*	2013e*	RJ13e	2014e
EBITDA	-1,4%	5,9%	14,7%	13,0%
EBIT	-4,0%	3,3%	12,6%	10,7%
EBT	-4,8%	2,3%	12,4%	11,4%
EAT	-5,1%	1,5%	11,1%	9,2%

Je Aktie/EUR	2012*	2013e*	RJ13e	2014e
EPS	-0,10	0,03	0,07	0,23
Dividende	0,11	0,06	0,05	0,17
Buchwert	1,18	1,10	1,18	1,29
Cashflow	0,10	0,31	0,01	0,20

%	2012*	2013e*	RJ13e	2014e
EK-Quote	66,5%	61,0%	65,7%	71,2%
Gearing	4,1%	1,6%	0,7%	1,3%

x	2012*	2013e*	RJ13e	2014e
KGv	n/a	145,1	64,9	20,2
EV/Umsatz	2,85	2,22	7,34	1,81
EV/EBIT	n/a	67,6	58,1	16,9
KBV	4,7	4,2	3,9	3,6

EUR Mio.	2013e*	RJ13e	2014e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBIT	-	-	-

* Geschäftsjahr 30/09

ggü. 7,00



QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (152) 31 76 45 53

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Gewinn- und Verlustrechnung

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Umsatzerlöse*	KEUR	15.570	11.127	9.689	9.756	10.451	3.096	12.042
YOY	%	4,4%	-28,5%	-12,9%	0,7%	7,1%	10,9%	15,2%
Bestandsveränderungen	KEUR	134	0	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	KEUR	695	809	1.166	691	478	72	487
Aufwand für Personal	KEUR	-3.861	-3.128	-2.532	-2.815	-2.574	-712	-2.877
in % vom Umsatz	%	-24,8%	-28,1%	-26,1%	-28,9%	-24,6%	-23,0%	-23,9%
Sonstige Aufwendungen	KEUR	-4.439	-3.608	-3.505	-3.815	-3.483	-897	-3.563
in % vom Umsatz	%	-28,5%	-32,4%	-36,2%	-39,1%	-33,3%	-29,0%	-29,6%
EBITDA	KEUR	338	495	1.034	-141	620	454	1.568
in % vom Umsatz	%	2,2%	4,4%	10,7%	-1,4%	5,9%	14,7%	13,0%
Abschreibungen	KEUR	-490	-384	-270	-253	-276	-63	-278
EBIT	KEUR	-152	110	764	-394	344	391	1.290
in % vom Umsatz	%	-1,0%	1,0%	7,9%	-4,0%	3,3%	12,6%	10,7%
Finanzergebnis	KEUR	-360	-278	-143	-78	-108	-6	78
EBT	KEUR	-512	-168	621	-472	236	385	1.368
Steuern	KEUR	-76	187	61	-24	-82	-41	-263
Steuerquote	%	14,8%	-111,1%	9,8%	5,1%	-34,7%	-10,6%	-19,2%
Nettoergebnis vor Dritten	KEUR	-588	19	682	-496	154	344	1.105
Anteile Dritter	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	KEUR	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	KEUR	-588	96	662	-496	154	344	1.105
in % vom Umsatz	%	-3,8%	0,9%	6,8%	-5,1%	1,5%	11,1%	9,2%
Anzahl der Aktien	1.000	4.500	4.606	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.526	4.635	4.902	4.825	4.825	4.825	4.825
EPS	EUR	-0,13	0,02	0,14	-0,10	0,03	0,07	0,23
EPS verwässert	EUR	-0,13	0,02	0,14	-0,10	0,03	0,07	0,23
* 2009/10 adjustiert ohne Verlag								
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	8.287	8.096	6.854	6.817	6.879	6.665	6.474
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.276	6.276	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	859	575	287	251	400	255	255
Sachanlagen	kEUR	587	471	351	380	284	294	186
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	565	774	719	689	698	619	536
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	4.146	5.395	2.131	1.759	1.858	1.970	2.295
Vorräte	kEUR	1.873	2.119	253	272	303	303	311
Forderungen L+L	kEUR	1.500	1.334	558	859	828	828	964
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	473	539	507	512	517	517	522
Steueransprüche	kEUR	21	12	6	5	10	10	10
Zahlungsmittel	kEUR	279	1.391	807	111	199	312	488
Gesamt Aktiva	kEUR	12.433	13.491	8.985	8.576	8.736	8.635	8.768
Eigenkapital	kEUR	3.955	6.022	6.684	5.704	5.327	5.671	6.246
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.500	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-2.527	-881	-881	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.982	2.078	2.740	1.760	1.383	1.727	2.302
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	2.161	1.733	661	235	83	38	82
Finanzschulden	kEUR	1.967	1.574	610	195	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	53	53	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	141	106	51	40	83	38	82
Kurzfristige Schulden	kEUR	6.317	5.736	1.640	2.637	3.326	2.926	2.440
Finanzschulden	kEUR	2.633	2.346	385	671	1.100	700	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	3.073	2.751	814	1.481	1.555	1.555	1.756
Rückstellungen	kEUR	189	110	41	48	49	49	51
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	396	508	377	415	600	600	612
Steuerschulden	kEUR	26	21	23	22	22	22	22
Gesamt Passiva	kEUR	12.433	13.491	8.985	8.576	8.736	8.635	8.768
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisierte Fassung)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	67%	60%	76%	79%	79%	77%	74%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	50%	47%	61%	64%	63%	64%	63%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	7%	4%	3%	3%	5%	3%	3%
Sachanlagen	%	5%	3%	4%	4%	3%	3%	2%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	6%	8%	8%	8%	7%	6%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	33%	40%	24%	21%	21%	23%	26%
Vorräte	%	15%	16%	3%	3%	3%	4%	4%
Forderungen L+L	%	12%	10%	6%	10%	9%	10%	11%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	4%	4%	6%	6%	6%	6%	6%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	2%	10%	9%	1%	2%	4%	6%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	32%	45%	74%	67%	61%	66%	71%
Gezeichnetes Kapital	%	36%	36%	54%	56%	55%	56%	55%
Kapitalrücklagen	%	-20%	-7%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	16%	15%	30%	21%	16%	20%	26%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	17%	13%	7%	3%	1%	0%	1%
Finanzschulden	%	16%	12%	7%	2%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
Kurzfristige Schulden	%	51%	43%	18%	31%	38%	34%	28%
Finanzschulden	%	21%	17%	4%	8%	13%	8%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	25%	20%	9%	17%	18%	18%	20%
Rückstellungen	%	2%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	3%	4%	4%	5%	7%	7%	7%
Steuerschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Konzernergebnis	KEUR	-588	96	662	-496	154	344	1.105
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	490	547	361	253	276	63	278
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	KEUR	0	12	-468	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	-62	-79	-35	7	1	0	1
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	79	-244	-84	19	34	33	128
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	682	-178	239	-324	-10	0	-149
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-380	-105	-460	704	259	0	213
Bereinigungen	KEUR	314	352	259	334	792	-394	-618
CFO	KEUR	535	401	474	497	1.506	47	958
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	204	-74	-53	-48	-149	145	0
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-551	-44	-42	-198	-180	-73	-170
Investitionen Finanzanlagen	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	KEUR	41	-310	2.158	0	0	0	0
CFI	KEUR	-306	-428	2.063	-246	-329	72	-170
FCF	KEUR	229	-27	2.537	251	1.177	118	788
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	1.959	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-575	-468	-2.878	-385	-450	0	-160
Auszahlungen Dividende	KEUR	0	0	0	-484	-531	0	-531
Bereinigungen	KEUR	-25	-352	-243	-78	-108	-6	78
CFF	KEUR	-600	1.139	-3.121	-947	-1.089	-6	-612
Δ Liquide Mittel	KEUR	-371	1.112	-584	-696	89	112	176
Liquide Mittel Anfang der Periode	KEUR	650	279	1.391	807	111	199	312
Liquide Mittel Ende der Periode	KEUR	279	1.391	807	111	199	312	488
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TV
Nettoerlöse	kEUR	10.451	12.042	13.731	15.359	16.767	17.866	18.659	19.225	19.660	20.041	20.407	20.401
YoY	%	7,1%	15,2%	14,0%	11,9%	9,2%	6,6%	4,4%	3,0%	2,3%	1,9%	1,8%	1,8%
EBIT	kEUR	344	1.290	1.636	2.014	2.400	2.771	3.118	3.444	3.758	4.071	4.390	4.080
in % der Umsätze	%	3,3%	10,7%	11,9%	13,1%	14,3%	15,5%	16,7%	17,9%	19,1%	20,3%	21,5%	20,0%
Steuerquote (τ)	%	34,7%	19,2%	25,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%
EBIT(1-τ)	kEUR	224	1.042	1.225	1.389	1.655	1.911	2.150	2.374	2.591	2.807	3.027	2.813
Reinvestment	kEUR	-329	-170	-676	-651	-564	-439	-317	-226	-174	-152	-146	-203
FCFF	kEUR	-105	872	549	738	1.091	1.472	1.833	2.148	2.417	2.655	2.880	2.611
Invested Capital	kEUR	6.228	5.758	6.434	7.085	7.648	8.088	8.405	8.631	8.805	8.958	9.104	
ROCE	%	3,6%	18,1%	19,0%	19,6%	21,6%	23,6%	25,6%	27,5%	29,4%	31,3%	33,2%	25,0%
WACC	%	6,3%	6,3%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	7,8%
PV (FCFF)	kEUR	-105	820	485	612	849	1.072	1.247	1.363	1.427	1.456	1.466	
Terminal Cashflow	kEUR	2.611											
Terminal Cost of Capital	%	7,8%											
Terminal Value	kEUR	41.317											
PV (Terminal Value)	kEUR	22.667											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	11.114											
Summe PV	kEUR	33.782											

Auf einen Blick I

Key Data		2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Umsatz	kEUR	9.688,6	9.756,0	10.450,8	3.095,7	12.041,6
Rohertrag	kEUR	5.905,6	5.798,0	6.199,2	1.991,0	7.521,5
EBITDA	kEUR	1.034,3	-141,0	620,1	454,5	1.568,2
EBIT	kEUR	763,7	-394,0	344,0	391,1	1.290,0
EBT	kEUR	620,7	-472,0	236,0	385,2	1.368,4
Nettoergebnis	kEUR	662,1	-496,0	154,0	344,2	1.105,3
Anzahl Mitarbeiter		60	52	52	57	57
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	7,50	6,00			
Kurs Tief	EUR	4,80	4,20			
Kurs Durchschnitt	EUR	6,25	5,18			
Schlusskurs	EUR	5,99	5,60	4,63	4,63	4,63
EPS	EUR	0,14	-0,10	0,03	0,07	0,23
BVPS	EUR	1,39	1,18	1,10	1,18	1,29
CFPS	EUR	0,10	0,10	0,31	0,01	0,20
Dividende	EUR	0,10	0,11	0,06	0,05	0,17
Kursziel	EUR					6,80
Kursperformance (12M)	%					46,9%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	10,7%	n/a	5,9%	14,7%	13,0%
EBIT-Marge	%	7,9%	n/a	3,3%	12,6%	10,7%
EBT-Marge	%	6,4%	n/a	2,3%	12,4%	11,4%
Netto-Marge	%	6,8%	n/a	1,5%	11,1%	9,2%
FCF-Marge	%	26,2%	2,6%	11,3%	3,8%	6,5%
ROE	%	9,9%	-8,7%	2,9%	6,1%	17,7%
NWC/Umsatz	%	0,0%	-3,6%	-4,1%	-13,7%	-4,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	161,7	187,6	201,0	54,3	211,3
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	12,7	-7,6	6,6	6,9	22,6
Wachstumsraten						
Umsatz	%	-12,9%	0,7%	7,1%	-70,4%	15,2%
Rohertrag	%	-8,0%	-1,8%	6,9%	-67,9%	21,3%
EBITDA	%	109,0%	n/a	n/a	-26,7%	152,9%
EBIT	%	596,2%	n/a	n/a	13,7%	275,0%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	63,3%	479,9%
Nettoergebnis	%	589,0%	n/a	n/a	123,6%	617,8%
EPS	%	557,7%	n/a	n/a	123,6%	617,8%
CFPS	%	12,7%	4,9%	203,1%	-96,9%	n/a
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	6.854,0	6.817,0	6.878,6	6.665,0	6.473,7
Umlaufvermögen	kEUR	2.130,7	1.758,7	1.857,5	1.970,0	2.294,7
Eigenkapital	kEUR	6.684,1	5.703,6	5.326,8	5.671,1	6.245,6
Verbindlichkeiten	kEUR	2.301,0	2.872,0	3.409,2	2.963,8	2.522,7
EK-Quote	%	74,4%	66,5%	61,0%	65,7%	71,2%
Gearing	%	9,9%	4,1%	1,6%	0,7%	1,3%
Working Capital	kEUR	-3,0	-350,0	-423,6	-423,6	-480,9
Capital Employed	kEUR	635,0	281,0	260,2	125,2	-40,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2010/11	2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	36.187,5	28.950,0			
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	23.160,0	20.265,0			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	30.156,3	24.993,5			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	28.901,8	27.020,0	22.339,8	22.339,8	22.339,8
Nettoverschuldung	kEUR	188,3	755,4	900,8	388,3	-487,7
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	36.375,8	29.705,4			
Enterprise Value Tief	kEUR	23.348,3	21.020,4			
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	30.344,6	25.748,9			
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	29.090,1	27.775,4	23.240,5	22.728,1	21.852,1
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	3,75	3,04	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,41	2,15	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,13	2,64	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	3,00	2,85	2,22	7,34	1,81
EV/EBITDA Hoch	x	35,2	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	22,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	29,3	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	28,1	n/a	37,5	50,0	13,9
EV/EBIT Hoch	x	47,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	30,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	39,7	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	38,1	n/a	67,6	58,1	16,9
KGV Hoch	x	54,7	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	35,0	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	45,5	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	43,7	n/a	145,1	64,9	20,2
KBV	x	4,3	4,7	4,2	3,9	3,6
KCF	x	61,0	54,4	14,8	478,6	23,3
FCF-yield	%	8,8%	0,9%	5,3%	0,5%	3,5%
Dividendenrendite	%	1,7%	2,0%	1,3%	1,1%	3,7%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	473,7	496,9	1.506,3	46,7	958,3
Investiver Cashflow	kEUR	2.063,0	-246,0	-329,0	71,6	-170,0
Free Cashflow	kEUR	2.536,7	250,9	1.177,3	118,3	788,3
Finanz-Cashflow	kEUR	-3.121,0	-947,0	-1.088,7	-5,9	-612,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

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%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum	Kursziel	Anlageempfehlung	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
12.12.2013	EUR 6,80	Buy	8
19.08.2013	EUR 6,80	Buy	8
17.07.2013	EUR 6,80	Buy	8
21.05.2013	EUR 6,80	Buy	8
05.04.2013	EUR 6,80	Buy	2; 8
19.02.2013	EUR 7,00	Buy	8
07.01.2013	EUR 7,30	Buy	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

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.