

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 4,76

Kursziel: EUR 6,80 (unverändert)

Nach Zielerreichung bleibt der Blick vorwärts gerichtet

Nach einem vorläufigen Bericht im Dezember liegt nun der vollständige Konzernabschluss 2012/13 (30.09.) vor; gleichzeitig hat Klassik Radio indikative Zahlen für das Rumpfgeschäftsjahr 2013 (Okt.-Dez.) genannt. Mit einem Umsatzplus im Sendergeschäft (ohne Barter) von 13,3% wurde der deutsche Werbe- und Radiomarkt im Geschäftsjahr 2012/13 klar abgehängt; gleichzeitig verbesserte sich das EBITDA auf EUR 0,6 Mio. von EUR -0,1 Mio. im Vj. Auch für das Rumpfgeschäftsjahr, in dem sich das EBITDA auf über EUR 0,4 Mio. (>30% YoY) verbesserte, rechnen wir anhand der vorläufigen Daten mit einem starken Sendergeschäft. Mit dieser guten Entwicklung im Rücken erwarten wir für das laufende Jahr einen knapp zweistelligen Umsatzanstieg und aufgrund überwiegender Fixkosten einen überproportionalen Anstieg des EBITDA. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating und unser aus einem standardisierten dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 6,80.

Testierter Abschluss für das Geschäftsjahr 2012/13

Nach dem nun vorliegenden testierten Konzernabschluss 2012/13 (letztmalig zum 30.09.) erwirtschaftete Klassik Radio im vergangenen Geschäftsjahr Umsätze von EUR 10,5 Mio., bzw. ein Umsatzplus von 7,1% gegenüber EUR 9,8 Mio. im Vorjahr. Im Kerngeschäft Radiosender stiegen die Umsätze mit Dritten um 7,5% von EUR 8,9 Mio. auf EUR 9,5 Mio., wobei im Vorjahr noch weitaus höhere Umsätze aus Bartergeschäften sowie letztmalig zusätzliche Fremdsenderumsätze enthalten waren. Ohne deren Berücksichtigung haben sich die Senderumsätze sogar um 13,3% verbessert. Das EBITDA verbesserte sich auf EUR 0,6 Mio., nachdem im Vorjahr noch ein Verlust von EUR -0,1 Mio. hingenommen werden musste.

Vorläufige Daten zum Rumpfgeschäftsjahr

Nur wenige Wochen nach dessen Beendigung hat Klassik Radio zudem vorläufige Zahlen zum Rumpfgeschäftsjahr (Okt.-Dez. 2013) genannt. Demnach stiegen die Umsätze im Zeitraum vom Oktober bis Dezember 2013 von knapp EUR 2,8 Mio. im Vorjahr auf EUR 2,9 Mio. Das operative Ergebnis (EBITDA) legte nach vorläufigen Angaben um mehr als 30,0% auf über EUR 0,4 Mio. zu.

Schätzungen für 2014e

Unseren Schätzungen liegt die Basisannahme zugrunde, dass Klassik Radio 2014e und in den kommenden Jahren als unabhängiger Vermarkter und durch die Alleinstellungsmerkmale des Senders eine zunehmende Beachtung als Werbeträger findet. Nach einer leichten Adjustierung unserer Schätzungen erwarten wir für das Geschäftsjahr 2014e (erstmalig kalenderjährlich) Umsätze von EUR 11,5 Mio. und ein EBITDA von EUR 1,5 Mio. (Marge 13,3%). Damit sollte ein Ergebnis je Aktie von 0,21 erreicht werden können.

Buy-Rating, Kursziel EUR 6,80 (unverändert) je Aktie

Unser Kursziel von EUR 6,80 (+43% ggü. dem letzten Schlusskurs) basiert auf einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell (TV EBIT-Marge 20,0%, TV WACC 6,6%, TV FCF-CAGR 1,6%, Fundamental-beta 1,1).

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476
Indizes: -
Transparenz-Level: General Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.
Marktkapitalisierung: 22,9 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 1.000
Veröffentlichung Q1: 15. Mai 2014

EUR Mio.	2013*	RJ13e	2014e	2015e
Umsatz	10,5	2,9	11,5	12,6
EBITDA	0,6	0,5	1,5	2,2
EBIT	0,4	0,4	1,3	2,0
EBT	0,3	0,4	1,2	2,0
EAT	0,5	0,3	1,0	1,6

% vom Umsatz	2013*	RJ13e	2014e	2015e
EBITDA	5,9%	15,7%	13,3%	17,7%
EBIT	3,5%	13,4%	11,0%	15,6%
EBT	2,8%	12,5%	10,6%	15,7%
EAT	4,3%	11,1%	8,9%	12,4%

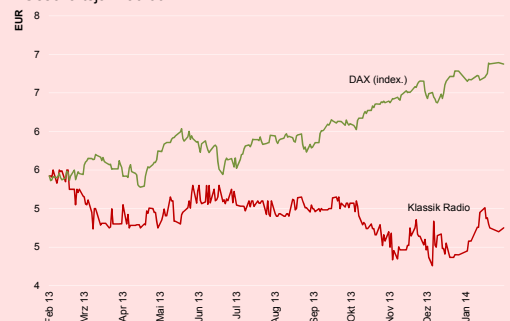
Je Aktie/EUR	2013*	RJ13e	2014e	2015e
EPS	0,09	0,07	0,21	0,32
Dividende	0,06	0,05	0,15	0,20
Buchwert	1,17	1,23	1,33	1,51
Cashflow	0,15	0,03	0,23	0,30

%	2013*	RJ13e	2014e	2015e
EK-Quote	63,2%	66,5%	72,0%	78,0%
Gearing	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%

x	2013*	RJ13e	2014e	2015e
KGV	50,6	71,3	22,5	14,7
EV/Umsatz	2,33	8,27	2,03	1,76
EV/EBIT	66,5	61,8	18,5	11,3
KBV	4,1	3,9	3,6	3,2

EUR Mio.	RJ13e	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBITDA	-	-	-

* Geschäftsjahr 30/09



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

Geschäftsjahr 2012/13 mit überdurchschnittlichem Umsatzanstieg ...

Wie zu erwarten bestätigt der vorliegende testierte Konzernabschluss die im Dezember veröffentlichten vorläufigen Zahlen. Demnach erwirtschaftete Klassik Radio im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 (letztmalig zum 30.09.) ein Umsatzplus um 7,1% von EUR 9,8 Mio. auf EUR 10,5 Mio.

Sowohl im Sendergeschäft als auch im Bereich Merchandising wurde das Wachstum der jeweiligen Referenzmärkte deutlich übertroffen.

Im Kerngeschäft **Radiosender** (ca. 91% der Umsätze) stiegen die Umsätze mit Dritten um 7,5% von EUR 8,9 Mio. auf EUR 9,5 Mio. Ohne die Berücksichtigung der Umsätze aus Bartergeschäften erreichte das Sendergeschäft sogar ein Plus von 13,3%. Als Umsätze aus Barter werden Leistungen des Senders (analog auch des Merchandising, aber in deutlich geringerem Ausmaß) erfasst, die im Austausch zu Leistungen Dritter (im Wesentlichen: Werbung) erbracht werden. Dabei gleichen sich empfangene Leistungen und Verpflichtungen aus, so dass aus den Erlösen keine Ergebnisbeträge erwirtschaftet werden. Der Bereich **Merchandising** (konzernweit für ca. 8% der Erlöse verantwortlich) verbesserte die Umsätze mit Dritten um 4,6% auf EUR 0,8 Mio.

Damit ist es Klassik Radio gelungen, in beiden Bereichen das Wachstum der jeweiligen Referenzmärkte deutlich zu übertreffen. So erreichte das Radio als Werbeträger laut Nielsen-Statistik von Januar bis Dezember 2013 ein Werbeumsatzplus um 3,6%; verteilt über alle Mediengattungen stiegen die Werbeaufwendungen 2013 um 2,8%. Im für den Bereich Merchandising hauptsächlich relevanten Markt der Musikindustrie lagen die Umsätze aus dem Verkauf von physischen Tonträgern und digitalen Musikverkäufen laut Trendreport des Bundesverbands Musikindustrie und der GfK im vergangenen Jahr bei voraussichtlich +1% (darunter physische Tonträger ca. -2%).

TABELLE 1: UMSATZENTWICKLUNG GJ 2012/13 NACH BEREICHEN

kEUR	Drittumsätze	Δ	Barter	Δ	Drittumsätze ohne Barter	Δ
Radiosender	9.542	7,5%	923	-22,4%*	8.619	13,3%
Merchandising	795	4,6%	0	n/a	795	5,0%

*2011/12 waren zusätzlich letztmalige Fremdsenderumsätze in Höhe von EUR 75 Tsd. erfasst

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

... und einem noch stärkeren Ergebniszuwachs

Gleichzeitig verbesserte sich das EBITDA um EUR 0,8 Mio. von EUR -0,1 Mio. im Vorjahr auf EUR 0,6 Mio., was einer EBITDA-Marge von 5,9% entspricht. Insbesondere durch den Ansatz latenter Steuern in Höhe von knapp EUR 0,2 Mio. stieg das Nachsteuerergebnis im Geschäftsjahr 2012/13 sogar um knapp EUR 1,0 Mio. auf EUR 0,5 Mio. bzw. auf ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,09 nach einem Verlust von EUR -0,10 im Vorjahr.

Indikation für das Rumpfgeschäftsjahr 2013 für Umsatz ...

Nur wenige Wochen nach Ende des Rumpfgeschäftsjahres (Okt.-Dez. 2013) hat Klassik Radio auch dazu vorläufige Zahlen veröffentlicht. Demnach stiegen die Umsätze im Zeitraum 01.10.2013 bis 31.12.2013 von EUR 2,8 Mio. im Vorjahr auf ca. EUR 2,9 Mio. (~4,0% YoY). Berücksichtigt man einen im Vorjahresvergleich um ca. EUR 0,1 Mio. niedrigeren Umsatzbeitrag aus margenlosen Bartergeschäften, zeichnet sich auf Konzernebene ein bereinigter Umsatzanstieg von rund 8,0% ab. Bezogen auf das Sendergeschäft (wo das Bartergeschäft im Wesentlichen konzentriert ist) dürfte das Wachstum nach unseren Schätzungen mit über +10% YoY sogar noch höher gelegen haben.

Die Indikation für das Rumpfgeschäftsjahr (Okt.-Dez. 2013) spricht für eine Fortsetzung des positiven Umsatz- und Ergebnistrends.

TABELLE 2: RUMPFGESCHÄFTSJAHR OKTOBER BIS DEZEMBER 2013

kEUR	Ist	Erwartet	Δ	Kommentar
Umsatz	~2.900	3.096	~6,0%	Im Vorjahr waren um EUR ~0,1 Mio. höhere Barterumsätze enthalten, die für Klassik Radio ohne Ergebniseffekt sind
EBITDA	>400	454	n/a	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

... und Ergebnis

Ein kräftiger Anstieg gelang offensichtlich auch in der operativen Marge (EBIT-DA), die sich von 10,8% im Vorjahreszeitraum um mehr als 300 Basispunkte auf >14,0% verbessert haben dürfte, so dass das EBITDA nach vorläufigen Angaben um mehr als 30,0% auf über EUR 0,4 Mio. zugelegt hat. Nach einer Marge von 14,7% im vierten Quartal 2012/13 konnte der Trend damit nach unserer Einschätzung auch hier erfolgreich fortgesetzt werden.

Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2014e

Nach geringfügigen Adjustierungen unserer Schätzungen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2014e (erstmalig kalenderjährlich) Umsätze in Höhe von EUR 11,5 Mio., ein EBITDA von EUR 1,5 Mio. und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,21.

TABELLE 3: ANPASSUNG UNSERER ERGEBNISSCHÄTZUNGEN 2014E

		Neu	Alt	Δ	Kommentar
Umsatz	KEUR	11.474	12.055	-4,8%	Anpassung nach Rumpffjahr und niedrigere Barterumsätze
EBITDA	KEUR	1.527	1.568	-2,6%	Noch stärkerer Margenanstieg auf neu 13,3% (alt 13,0%)

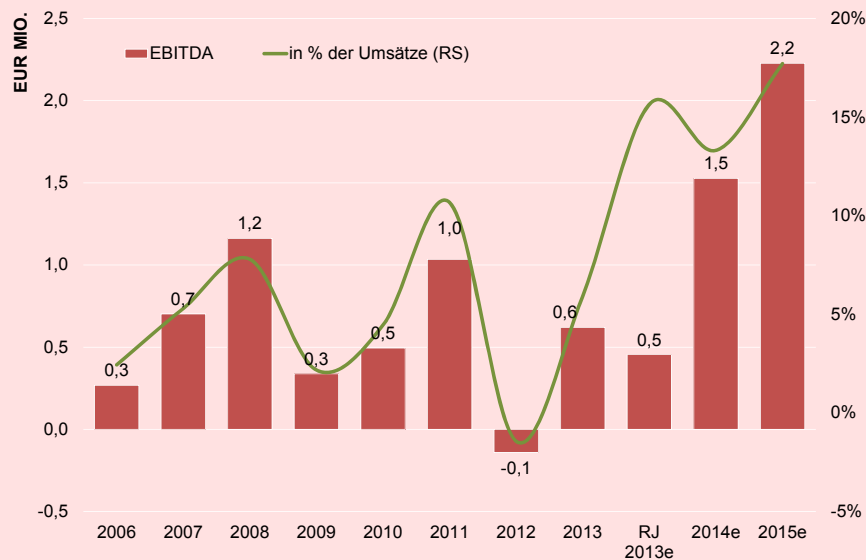
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unserem Prognosemodell liegen folgende Annahmen zugrunde:

- ✦ Neben dem Duopol von RMS (ca. 67% Marktanteil) und AS&S Radio (ca. 31% Marktanteil) gewinnt Klassik Radio als einziger unabhängiger Radiovermarkter in der Wahrnehmung als Werbeträger weiter an Relevanz. Auch in der Marktstatistik von Nielsen Media, in welcher die Werbeaufwendungen den verschiedenen Werbeträgern, Vermarktern und einzelnen Sendern zugeordnet werden, legte Klassik Radio zwischen Januar und Dezember 2013 überdurchschnittlich zu (+9,1% vs. Ø 3,6%). Die steigende Wahrnehmung wird nach u. E. zusätzlich durch die besonderen Stärken des Senders unterstützt: dazu zählen wir nicht nur eine klare Zielgruppendefinition sondern auch die hohe Attraktivität dieser Zielgruppe für die werbetreibende Industrie (Stichpunkt Premiumzielgruppe aufgrund von Einkommen, Ausbildung und beruflicher Stellung). Parallel dazu setzt das Management die Schärfung des Senderprofils fort. Die positive Wirkung durch eine wachsende Markenkraft wird durch prominente Engagements – wie die „Till Brönner Show“ oder den Vertrag mit Schiller alias Christopher von Deylen – belegt. Engagements wie diese festigen aus unserer Sicht nicht nur die Alleinstellungsmerkmale als anspruchsvoller Formatradiosender, sondern tragen zu einer weiteren Markenbekanntheit und zur Steigerung der werbewirksamen Reichweiten bei.
- ✦ Auch 2014e erwarten wir keinen zusätzlichen **Investitionsbedarf** und betrachten vor diesem Hintergrund die Fixkosten für den Senderbetrieb und die Verbreitung (die den wesentlichen Kostenblock markieren) als stabil.
- ✦ In Verbindung mit einer sich aus dem schlanken Geschäftsmodell abzuleitenden stabilen Entwicklung der **Abschreibungen** sollte sich die EBIT-Marge von 3,5% (2012/13) auf 11,0% (2014e) verdreifachen.
- ✦ Die **Eigenkapitalquote** lag zum 30.9.2013 bei 63,2% nach 66,5% im Vorjahr, wobei der Rückgang im Wesentlichen auf die Dividendenausschüttung zurückzuführen war. Nach unseren Schätzungen wird die Eigenkapitalquote bis Ende 2014e auf über 70% ansteigen. Bis zum Ende dieses Monats wird Klassik Radio die letzte Tranche der festen Finanzverbindlichkeiten tilgen; anschließend wird die externe Finanzierung ausschließlich über die vorhandenen Kreditlinien in Höhe von EUR 1,3 Mio. erfolgen; diese war zum 30.09.2013 weitgehend ausgeschöpft, wurde nach unseren Schätzungen aber bereits bis Ende des Rumpfgeschäftsjahres stark zurückgefahren. Bis 2015e erwarten wir eine Deckung des laufenden Finanzbedarfs ausschließlich aus den erwirtschafteten Cashflows; wobei wir angesichts der hohen Eigenkapitalquote eine Anhebung der Kreditlinien jederzeit für möglich erachten. Per Saldo rechnen wir mit einer weiteren stetigen Verbesserung des Finanzergebnisses, ab 2015e sogar mit einem positiven **Finanzergebnis**.
- ✦ Aus der Vergangenheit verfügt Klassik Radio über hohe körperschaftssteuer-

erliche Verlustvorträge. In Deutschland können nicht ausgeglichene Verluste in den nachfolgenden Jahren bis zu einem Gesamtbetrag der Einkünfte von EUR 1,0 Mio. unbeschränkt und darüber hinaus bis zu 60% des EUR 1,0 Mio. übersteigenden Betrages der Einkünfte abgezogen werden. Damit dürfte die **Steuerquote** in den kommenden Jahren weiterhin im niedrigen zweistelligen Prozentbereich liegen.

ABBILDUNG 1: EBITDA UND EBITDA-MARGE



Wie sich auch schon im Rumpfgeschäftsjahr widerspiegelt fließt ein großer Teil der Umsatzzuwächse in das erwartete Ergebnis.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rating Buy, Kursziel EUR 6,80 (unverändert)

Wir bewerten die Klassik Radio-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells, das aus unserer Sicht die mittelfristig erwarteten Vermarktungsperspektiven des Unternehmens am besten wiedergibt. Die Grobplanungsphase beginnt 2016e und endet 2024e. Danach ermitteln wir den Terminal Value. Unser DCF-Modell ergibt im Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 6,80 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 4,76 entspricht dies einem Kurspotential von 42,9%. Wir bekräftigen daher unser Anlageurteil von Buy.

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ✦ Klassik Radio in Zeitraum 2013-2015e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 9,7% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2024e durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von 4,0% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen von 15,6% in 2015e auf 20,0% in 2024e erhöhen und diesen Wert im anschließenden Terminal Value beibehalten werden.
- ✦ die Steuerquote ab dem Geschäftsjahr 2016e auf dem für Klassik Radio gültigen durchschnittlichen Grenzsteuersatz von 31,1% liegen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,6% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ Klassik Radio ein Fundamentalpha bei 1,1 aufweist; dieses setzt sich aus folgenden Faktoren zusammen:

TABELLE 4: ABLEITUNG DES FUNDAMENTALBETA

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
Fundamentalbeta	1,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ Klassik Radio ab 2016e einen stabilen Kapitalumschlag von 200% aufweist;
- ✦ Klassik Radio ein langfristiges Rating (Creditreform) von BBB aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 0,2% verbunden ist;
- ✦ sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,9% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; aufgrund des zyklischen Charakters des Werbemarktes gehen wir von einer Risikoprämien für das Fremdkapital etwa 6,0% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass Klassik Radio eine Zielkapitalstruktur von ~75,0/25,0% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 6,6%.
- ✦ Klassik Radio im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. In diesem Szenario unterstellen wir im Terminal Value Risikoprämien von 500 Basispunkten, was im Terminal Value ebenfalls WACC von 6,6% entsprechen würde.

Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 6,80 je Aktie.

Dabei werden 65,5% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 34,5% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ist vor allem abhängig von den Annahmen bezüglich der operativen Profitabilitätskennzahlen und der erwarteten Wachstumsraten des Terminal Value:

Bull Case-Szenario = Fair Value EUR 8,80 je Aktie

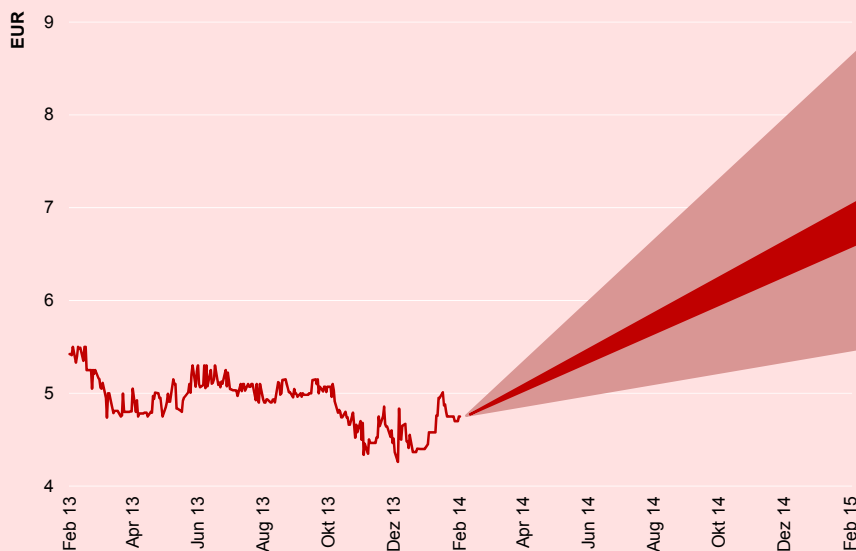
In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir einen noch zügigeren und stärkeren Anstieg der Margen, welcher insbesondere die zukünftigen Erfolge der Werbezeitenvermarktung des Klassik Radio Senders widerspiegeln würde. Durch die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogrammes, das über zahlreiche Sendestationen und auf allen technischen Kanälen übertragen wird, lassen sich erhebliche Skaleneffekte erzielen.

Base Case-Szenario = Fair Value EUR 6,80 je Aktie

Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 5,50 je Aktie

In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,7% von 1,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität innerhalb des Radio- und des gesamten Werbemarktes massiv verschärft und die Skaleneffekte des Senders nicht wie erwartet gehoben werden können. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Klassik Radio bis auf EUR 5,50 je Aktie zurückgehen.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Chancen und Risiken

Chancen für unser Kursziel sehen wir (1) insbesondere im Fall einer noch stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen, und (2) weiterer werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms. Darüber hinaus sollten sich auch die UKW-Aufschaltungen in Thüringen und Mecklenburg-Vorpommern sowie Erfolge im DAB+ mittelfristig in den Erhebungen niederschlagen.

Risiken ergeben sich nach unserer Einschätzung insbesondere im Fall einer Verschlechterung der konjunkturellen Lage. Radiowerbung ist ein zyklisches Geschäft, ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich (1) zeitnah in den Werbebudgets der Kunden nieder, und könnte (2) die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch höheren Rabattzugeständnissen führen. Ein spezifisches Unternehmens-Risiko sehen wir (3) im hohen Fixkostenblock für den Senderbetrieb, der sich insbesondere im Umfeld sinkender Werbebudgets der Agenturen stark negativ im Ergebnis durchschlagen würde. Über die Vertriebstöchter Euro Klassik und Klassik Radio Direkt hält das Unternehmen den unmittelbaren Kontakt zu den Mediaagenturen und den Werbekunden in eigener Hand. Die große Zahl regionaler und kleinerer Kunden hilft, Abhängigkeiten zu mindern.

Der Hörfunkmarkt für Werbezeitenvermarktung

Trotz eines starken Wettbewerbs zwischen den verschiedenen Werbeträgern und vor allem durch das Internet konnte das Radio auch im vergangenen Jahr seinen Marktanteil behaupten; 2013 erreichte das Radio einen Anteil am Werbegesamtmarkt von 5,95% (Vj.: 5,90%). Laut Nielsen Media stiegen die Bruttowerbeeinahmen der Radiosender von Januar bis Dezember 2013 kumuliert um 3,6%. Das ist zwar weniger als 2012, als das Radio ein Wachstum von 5,6% erzielen konnte, aber dennoch höher als das Wachstum des Gesamtmarktes, der 2013 nur um 2,8% zulegen konnte.

Die Gründe für die hohe Attraktivität aus Sicht der werbetreibenden Industrie liegen in der hohen Reichweite, wodurch rasch eine regionale und bundesweite Bekanntheit aufgebaut werden kann. Hörfunkwerbung dient (1) der Unterstützung im Abverkauf, (2) als kurzfristig wirksames Ankündigungsmedium, (3) einer regionalen und bundesweiten Steigerung der Reichweite, (4) einer Verstärkung des Werbedrucks und (5) zur Ergänzung der visuellen Fernsehwerbung. Damit kann sich das Radio auch in einem rezessiven Umfeld kurzfristig behaupten, langfristig schätzen wir jedoch auch die Radiowerbung als ein zyklisches Ge-

schäft ein, das von einem konjunkturellen Einbruch überdurchschnittlich betroffen sein dürfte.

Jedoch waren die Sender im Verteilungskampf um die Werbegelder in den vergangenen Jahren zu immer höheren Rabattzugeständnissen gegenüber der werbetreibenden Industrie und den Agenturen bereit. Als Folge hat sich die Schere zwischen den Brutto- und Nettowerbeerlösen zwar auf zuletzt 49,7% geöffnet, sollte sich aber im vergangenen Jahr zumindest stabilisiert haben.

Unternehmensbeschreibung

Klassik Radio ist ein absoluter Pure Play im Radiosegment. Mit der organisatorischen Neuaufstellung wurden die Strukturen für eine gezielte organische Wachstumsoffensive geschaffen. Im oligopolistisch geprägten deutschen Radiomarkt, der eine zielgruppengenaue Ansprache durch die werbetreibende Industrie nur eingeschränkt ermöglicht und von tendenziell stagnierenden Nettowerbeerlösen geprägt ist, dürfte es Klassik Radio damit gelingen, die bestehende Diskrepanz zwischen relativer Reichweite und dem Anteil an den Nettowerbeerlösen zu schließen. Auf der Grundlage der Alleinstellungsmerkmale der Marke Klassik Radio sollte es überdies möglich sein, die Reichweite des Senders im bestehenden UKW-Bereich zu vertiefen und weitere Frequenzen zu gewinnen sowie von den neuen Übertragungsformen wie DAB+ und Webradio zu profitieren.

Gewinn- und Verlustrechnung I

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Umsatzerlöse*	kEUR	15.570	11.127	9.689	9.756
YOY	%	4,4%	-28,5%	-12,9%	0,7%
Bestandsveränderungen	kEUR	134	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	695	809	1.166	691
Aufwand für Personal	kEUR	-3.861	-3.128	-2.532	-2.815
in % vom Umsatz	%	-24,8%	-28,1%	-26,1%	-28,9%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-4.439	-3.608	-3.505	-3.815
in % vom Umsatz	%	-28,5%	-32,4%	-36,2%	-39,1%
EBITDA	kEUR	338	495	1.034	-141
in % vom Umsatz	%	2,2%	4,4%	10,7%	-1,4%
Abschreibungen	kEUR	-490	-384	-270	-253
EBIT	kEUR	-152	110	764	-394
in % vom Umsatz	%	-1,0%	1,0%	7,9%	-4,0%
Finanzergebnis	kEUR	-360	-278	-143	-78
EBT	kEUR	-512	-168	621	-472
Steuern	kEUR	-76	187	61	-24
Steuerquote	%	14,8%	-111,1%	9,8%	5,1%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	-588	19	682	-496
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	-20,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	-588	96	662	-496
in % vom Umsatz	%	-3,8%	0,9%	6,8%	-5,1%
Anzahl der Aktien	1.000	4.500	4.606	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.526	4.635	4.902	4.825
EPS	EUR	-0,13	0,02	0,14	-0,10
EPS verwässert	EUR	-0,13	0,02	0,14	-0,10
* 2009/10 adjustiert ohne Verlag					
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Gewinn- und Verlustrechnung II

		2012/13	RJ2013e*	2014e	2015e
Umsatzerlöse*	kEUR	10.451	2.903	11.474	12.573
YOY	%	7,1%	4,0%	9,8%	9,6%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	72	412	416
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-669	-2.732	-2.876
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-23,1%	-23,8%	-22,9%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-848	-3.398	-3.541
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-29,2%	-29,6%	-28,2%
EBITDA	kEUR	620	454	1.527	2.227
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	13,3%	17,7%
Abschreibungen	kEUR	-253	-66	-266	-270
EBIT	kEUR	367	388	1.261	1.956
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,4%	11,0%	15,6%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-25	-50	18
EBT	kEUR	295	364	1.211	1.974
Steuern	kEUR	159	-42	-189	-411
Steuerquote	%	53,9%	-11,4%	-15,6%	-20,8%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	454	322	1.022	1.563
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	454	322	1.022	1.563
in % vom Umsatz	%	4,3%	11,1%	8,9%	12,4%
Anzahl der Aktien	1.000	4.825	4.825	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.825	4.825	4.825	4.825
EPS	EUR	0,09	0,07	0,21	0,32
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,21	0,32

* Rumpfgeschäftsjahr Oktober bis Dezember

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz I

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	8.287	8.096	6.854	6.817
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.276	6.276	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	859	575	287	251
Sachanlagen	kEUR	587	471	351	380
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	565	774	719	689
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	4.146	5.395	2.131	1.759
Vorräte	kEUR	1.873	2.119	253	272
Forderungen L+L	kEUR	1.500	1.334	558	859
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	473	539	507	512
Steueransprüche	kEUR	21	12	6	5
Zahlungsmittel	kEUR	279	1.391	807	111
Gesamt Aktiva	kEUR	12.433	13.491	8.985	8.576
Eigenkapital	kEUR	3.955	6.022	6.684	5.704
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.500	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-2.527	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.982	2.078	2.740	1.760
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	2.161	1.733	661	235
Finanzschulden	kEUR	1.967	1.574	610	195
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	53	53	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	141	106	51	40
Kurzfristige Schulden	kEUR	6.317	5.736	1.640	2.637
Finanzschulden	kEUR	2.633	2.346	385	671
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	3.073	2.751	814	1.481
Rückstellungen	kEUR	189	110	41	48
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	396	508	377	415
Steuerschulden	kEUR	26	21	23	22
Gesamt Passiva	kEUR	12.433	13.491	8.985	8.576

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz II

		2012/13	RJ 2013e	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	7.003	6.937	6.730	6.438
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	397	397	397	397
Sachanlagen	kEUR	261	195	175	85
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	848	848	661	459
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	1.904	1.934	2.040	2.890
Vorräte	kEUR	343	346	346	353
Forderungen L+L	kEUR	971	971	1.077	1.180
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	567	567	573	573
Steueransprüche	kEUR	3	5	5	5
Zahlungsmittel	kEUR	20	45	39	779
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	8.871	8.770	9.328
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.949	6.440	7.279
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.683	2.005	2.496	3.335
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	79	79	78	77
Finanzschulden	kEUR	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	79	79	78	77
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.201	2.843	2.251	1.972
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.085	390	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	1.106	1.106	1.214	1.317
Rückstellungen	kEUR	43	43	44	46
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	587	587	593	599
Steuerschulden	kEUR	10	22	10	10
Gesamt Passiva	kEUR	8.907	8.871	8.770	9.328

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung) I

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung) II

		2012/13	RJ 2013e	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	%	79%	78%	77%	69%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	62%	63%	59%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	5%	4%
Sachanlagen	%	3%	2%	2%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	10%	8%	5%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	22%	23%	31%
Vorräte	%	4%	4%	4%	4%
Forderungen L+L	%	11%	11%	12%	13%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	7%	6%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	0%	1%	0%	8%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	67%	73%	78%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	54%	55%	52%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-10%	-9%
Gewinnrücklagen	%	19%	23%	28%	36%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	1%	1%	1%	1%
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	36%	32%	26%	21%
Finanzschulden	%	16%	12%	4%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	12%	14%	14%
Rückstellungen	%	0%	0%	1%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	7%	7%	6%
Steuerschulden	%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement I

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Konzernergebnis	KEUR	-588	96	662	-496
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	490	547	361	253
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	KEUR	0	12	-468	0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	-62	-79	-35	7
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	79	-244	-84	19
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	682	-178	239	-324
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-380	-105	-460	704
Bereinigungen	KEUR	314	352	259	334
CFO	KEUR	535	401	474	497
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	204	-74	-53	-48
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-551	-44	-42	-198
Investitionen Finanzanlagen	KEUR	0	0	0	0
Bereinigungen	KEUR	41	-310	2.158	0
CFI	KEUR	-306	-428	2.063	-246
FCF	KEUR	229	-27	2.537	251
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	1.959	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-575	-468	-2.878	-385
Auszahlungen Dividende	KEUR	0	0	0	-484
Bereinigungen	KEUR	-25	-352	-243	-78
CFF	KEUR	-600	1.139	-3.121	-947
Δ Liquide Mittel	KEUR	-371	1.112	-584	-696
Liquide Mittel Anfang der Periode	KEUR	650	279	1.391	807
Liquide Mittel Ende der Periode	KEUR	279	1.391	807	111
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Cashflow-Statement II

		2012/13	RJ 2013e	2014e	2015e
Konzernergebnis	kEUR	454	322	1.022	1.563
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	253	66	266	270
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-5	0	1	1
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-120	0	186	201
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-198	-5	-111	-110
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-375	12	102	109
Bereinigungen	kEUR	738	-320	-450	-408
CFO	kEUR	747	74	1.016	1.627
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-78	0	0	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-38	0	-246	-180
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	-95	0	0	0
CFI	kEUR	-211	0	-246	-180
FCF	kEUR	536	74	770	1.447
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-455	-25	-195	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	-531	0	-531	-724
Bereinigungen	kEUR	359	-25	-50	18
CFF	kEUR	-627	-50	-776	-706
Δ Liquide Mittel	kEUR	-91	25	-6	740
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	111	20	45	39
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	20	45	39	779
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV	
Nettoerlöse	kEUR	11.474	12.573	13.678	14.689	15.526	16.162	16.628	16.982	17.273	17.552	17.833	18.118	
YoY	%	9,8%	9,6%	8,8%	7,4%	5,7%	4,1%	2,9%	2,1%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	
EBIT	kEUR	1.261	1.956	2.197	2.433	2.649	2.838	3.003	3.152	3.292	3.433	3.577	3.624	
in % der Umsätze	%	11,0%	15,6%	16,1%	16,6%	17,1%	17,6%	18,1%	18,6%	19,1%	19,6%	20,1%	20,0%	
Steuerquote (τ)	%	15,6%	20,8%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	
EBIT(1-τ)	kEUR	1.064	1.549	1.515	1.677	1.826	1.957	2.071	2.173	2.270	2.367	2.467	2.499	
Reinvestment	kEUR	-246	-180	-553	-505	-418	-318	-233	-177	-146	-139	-140	-160	
FCFF	kEUR	818	1.369	962	1.172	1.408	1.639	1.838	1.996	2.124	2.228	2.326	2.339	
Invested Capital	kEUR	6.791	6.500	7.053	7.558	7.976	8.294	8.527	8.704	8.850	8.989	9.130		
ROCE	%	15,7%	23,8%	21,5%	22,2%	22,9%	23,6%	24,3%	25,0%	25,6%	26,3%	27,0%	25,0%	
WACC	%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
PV (FCFF)	kEUR	768	1.206	795	909	1.025	1.119	1.178	1.200	1.198	1.179	1.155		
Terminal Cashflow	kEUR	2.339												
Terminal Cost of Capital	%	6,6%												
Terminal Value	kEUR	44.883												
PV (Terminal Value)	kEUR	22.279												
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	11.731												
Summe PV	kEUR	34.009												
										TV CAGR				
							EUR	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit (TV)	%	0,20%					17,0%	5,50	5,70	5,90	6,10	6,40	6,70	7,10
PV (Operative Assets)	kEUR	34.009					18,0%	5,70	5,90	6,10	6,40	6,70	7,00	7,40
Debt	kEUR	1.085					19,0%	5,90	6,10	6,30	6,60	6,90	7,30	7,60
Cash	kEUR	45					20,0%	6,10	6,30	6,50	6,80	7,20	7,50	7,90
Wert des Eigenkapitals	kEUR	32.969					21,0%	6,20	6,50	6,80	7,10	7,40	7,80	8,20
Anzahl der Aktien	kEUR	4.825					22,0%	6,40	6,70	7,00	7,30	7,60	8,00	8,50
Geschätzter Wert je Aktie	EUR	6,80					23,0%	6,60	6,90	7,20	7,50	7,90	8,30	8,80

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

Key Data		2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	9.756,0	10.451,0	2.903,2	11.474,2	12.572,6
Rohrertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.899,4	7.245,1	8.226,9
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	454,4	1.527,3	2.226,6
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	388,5	1.261,1	1.956,3
EBT	kEUR	-472,0	295,0	363,6	1.211,0	1.973,8
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	322,0	1.021,8	1.562,7
Anzahl Mitarbeiter		52	50	50	50	53
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	6,00	5,60			
Kurs Tief	EUR	4,20	4,29			
Kurs Durchschnitt	EUR	5,18	5,00			
Schlusskurs	EUR	5,60	4,58	4,76	4,76	4,76
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,21	0,32
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,23	1,33	1,51
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,02	0,21	0,34
Dividende	EUR	0,11	0,06	0,05	0,15	0,25
Kursziel	EUR					6,80
Kursperformance (12M)	%					42,9%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	13,3%	17,7%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,4%	11,0%	15,6%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	10,6%	15,7%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	11,1%	8,9%	12,4%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	2,6%	6,7%	11,5%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,4%	15,9%	21,5%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	7,3%	1,8%	1,7%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	58,1	229,5	237,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	7,8	25,2	36,9
Wachstumsraten						
Umsatz	%	0,7%	7,1%	-72,2%	9,8%	9,6%
Rohrertrag	%	-1,8%	7,7%	-69,6%	16,0%	13,6%
EBITDA	%	n/a	n/a	-26,7%	146,3%	45,8%
EBIT	%	n/a	n/a	5,9%	243,6%	55,1%
EBT	%	n/a	n/a	23,2%	310,5%	63,0%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-29,1%	125,1%	52,9%
EPS	%	n/a	n/a	-29,1%	125,1%	52,9%
CFPS	%	4,9%	50,3%	-90,0%	n/a	60,1%
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.937,1	6.730,0	6.437,9
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	1.933,8	2.039,6	2.890,1
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.948,8	6.439,9	7.278,9
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	2.922,0	2.329,7	2.049,1
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	67,1%	73,4%	78,0%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	211,3	208,8	216,0
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	803,4	780,6	697,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2011/12	2012/13e	RJ2013e	2014e	2015e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	28.950,0				
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	20.265,0				
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	24.993,5				
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.020,0	22.918,8	22.918,8	22.918,8	22.918,8
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	1.040,5	351,1	-779,2
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	29.705,3				
Enterprise Value Tief	kEUR	21.020,3				
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.748,8				
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	27.775,3	24.353,8	23.959,2	23.269,9	22.139,5
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	3,04	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,15	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,64	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,85	2,33	8,25	2,03	1,76
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	39,3	52,7	15,2	9,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	66,4	61,7	18,5	11,3
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	50,5	71,2	22,4	14,7
KBV	x	4,7	4,1	3,9	3,6	3,1
KCF	x	54,4	30,7	307,7	22,6	14,1
FCF-yield	%	0,9%	2,3%	0,3%	3,4%	6,3%
Dividendenrendite	%	2,0%	1,3%	1,1%	3,2%	5,3%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	74,5	1.016,2	1.626,6
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	0,0	-245,9	-180,0
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	74,5	770,3	1.446,6
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-49,9	-775,9	-706,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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%.

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum	Kursziel	Anlageempfehlung	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
06.02.2014	EUR 6,80	Buy	8
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.