

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 4,73

Kursziel: EUR 6,60 (alt EUR 6,80)

Der Klassiker, auch in der digitalen Radiowelt

Mit 53 inländischen UKW-Frequenzen, Auslandsfrequenzen in Österreich sowie einer Verbreitung über das bundesweite DAB+, Kabel, Satellit und Internet ist Klassik Radio nach u. E. der weitest verbreitete Radiosender in Deutschland. Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Finanzierung des Senders durch Werbeeinnahmen ist, wird der Erfolg des Geschäftsmodells nach u. E. mittelfristig verstärkt an der Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Internetradio gemessen werden. Unser Kursziel für die Klassik Radio-Aktie von EUR 6,60 basiert auf einem langfristigen, dreistufigen standardisierten DCF-Modell und entspricht einem Kurspotential von 43,8%. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating.

Radionutzung bleibt auf hohem Niveau stabil

Seit Jahren ist die Radionutzung in Deutschland auf hohem Niveau stabil. Laut ma 2014 Radio I liegt der Weiteste Hörerkreis bei 94,0% der Bevölkerung. Wie kaum ein anderes Medium ist Radio überall in Reichweite: über analoges UKW, digital über DAB+, Kabel, Satellit und mit zusätzlichen Programmangeboten über Internet.

Aufstrebende digitale Radioformen

Digitalradio umfasst grundsätzlich alle digitalen Radioformen und Technologien, DAB/DAB+ und Internetradio. Laut jüngstem Digitalisierungsbericht 2013 besitzt fast jeder 20. deutsche Haushalt mindestens ein DAB+ Gerät, bereits in jedem vierten Haushalt wurden PC, Laptop, Tablet oder Smartphone für den Radioempfang über Internet oder ein IP-Gerät genutzt. Die Senderbilanz auf DAB+ ist gemischt. Ein wesentliches Hindernis ist die fehlende Transparenz des Hörererfolges und damit die unsichere Finanzierung durch Werbeeinnahmen. Gleichwohl schreitet DAB+ europaweit voran. Eine deutsche UKW-Insel innerhalb Europas ist nach u. E. kaum vorstellbar, doch bedarf es weiterer Impulse, u. a. einer generellen Ausstattung aller Geräte mit DAB+ (Euro Chip Initiative), exklusiver Programmangebote und eines festen UKW-Abschalttermins. Dagegen entwickelt sich das Webradio immer mehr zu einem eigenständigen, komplementären Radioangebot, dem es gelingt, durch zusätzliche Musikformate gezielt Präferenzen der Hörer anzusprechen. Seit März dieses Jahres stehen mit der ma IP Audio erstmals vergleichbare Hörerdaten und damit Leistungswerte für die Werbung treibende Wirtschaft, Agenturen und Sender zur Verfügung.

Schätzungen für 2014e

In einem schwächeren Radiowerbeumfeld verbuchte Klassik Radio im ersten Quartal 2014 einen Umsatzrückgang auf EUR 2,2 Mio. von EUR 2,5 Mio. (-13,7%). Dennoch verbesserte sich das EBITDA von kEUR 36 auf kEUR 71. Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet und erwarten nun für das laufende Geschäftsjahr 2014e Umsätze von EUR 10,7 Mio., ein EBITDA von EUR 1,3 Mio. und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,18.

Buy-Rating, Kursziel EUR 6,60 (alt EUR 6,80) je Aktie

Unser Kursziel von EUR 6,60 (+43,8% 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: 22,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Hauptversammlung: 26. Mai 2014

EUR Mio.	2013*	RJ13	2014e	2015e
Umsatz	10,5	2,9	10,7	11,7
EBITDA	0,6	0,5	1,3	2,0
EBIT	0,4	0,4	1,1	1,7
EBT	0,3	0,4	1,0	1,8
EAT	0,5	0,4	0,9	1,4

% vom Umsatz	2013*	RJ13	2014e	2015e
EBITDA	5,9%	15,7%	12,6%	17,1%
EBIT	3,5%	13,3%	10,1%	14,7%
EBT	2,8%	12,5%	9,7%	15,0%
EAT	4,3%	12,0%	8,3%	12,0%

Je Aktie/EUR	2013*	RJ13	2014e	2015e
EPS	0,09	0,07	0,18	0,29
Dividende	0,00	0,12	0,13	0,20
Buchwert	1,17	1,24	1,30	1,46
Cashflow	0,15	0,07	0,16	0,28

%	2013*	RJ13	2014e	2015e
EK-Quote	63,2%	65,7%	72,9%	78,2%
Gearing	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%

x	2013*	RJ13	2014e	2015e
KGV	48,7	62,4	25,6	16,3
EV/Umsatz	2,25	7,80	2,18	1,90
EV/EBIT	64,1	58,7	21,7	12,9
KBV	3,9	3,7	3,6	3,2

EUR Mio.	RJ13	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBITDA	-	-	-

* Geschäftsjahr 30/09



QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

In einem schwächeren Radiowerbeumfeld musste Klassik Radio in den ersten drei Monaten des Geschäftsjahres 2014 einen Umsatzrückgang beim Radiosender auf EUR 2,0 Mio. von EUR 2,3 Mio. hinnehmen; die Umsätze aus dem Verkauf von Werbezeiten lagen um 4,0% unter dem Vorjahr. Trotz des Umsatzrückgangs konnte das EBITDA auf kEUR 71 von kEUR 36 verdoppelt werden.

Bemerkenswert ist, dass in diesem Zeitraum mit Klassik Radio Brazil, Klassik Radio Smooth und Klassik Radio Nature drei neue Webchannels entwickelt wurden, die nun zu Beginn des zweiten Quartals (April bzw. Mai) lanciert wurden. Damit können die Hörer von Klassik Radio über das Internet aus inzwischen sieben Klassik Radio-Webchannels wählen. Die Platzierung auf Rang sechs in der ersten ma 2014 IP Audio zeigt, dass es dem Unternehmen gelingt, die Markenbekanntheit des Senders auch auf das Internet zu übertragen und auszubauen. Wir sehen dies als weiteren Grundstein, um das Vermarktungspotential des Senders stärker auszuschöpfen und die Werbeeinnahmen in den kommenden Jahren zu erhöhen.

Trotz rückläufiger Umsätze ...

Während die deutschen Werbemärkte über alle Werbeträger nach den von Nielsen erhobenen Bruttowerbedaten im ersten Quartal 2014 um +2,9% im Vergleich zum Vorjahr zulegen, verzeichneten die Werbeschaltungen im Radio im ersten Quartal ein Minus von 0,2%. In diesem leicht schwächeren Radiowerbeumfeld musste Klassik Radio einen Erlösrückgang beim Radiosender auf 2,0 Mio. von 2,3 Mio. (Vergleichszeitraum des Vorjahres Januar bis März) bzw. ein Minus von 12,0% hinnehmen. Die maßgeblichen Umsätze aus dem Verkauf von Werbezeiten lagen um 4,0% unter dem Vorjahresvergleich. Zugleich wurden die Umsätze mit anderen Segmenten (d. h. Merchandising) um 14,0% zurückgeführt. Dies war nach unserer Einschätzung eine bewusste unternehmerische Entscheidung: Zum einen wurde der interne Werbedruck im Sendeprogramm verringert, zum anderen steht sie im Einklang mit der Reduzierung der Musikneuproduktionen (CDs), mit der Produktzyklen verlängert und Verwässerungen im Profil der einzelnen Produktreihen verhindert werden sollen.

Auf Konzernebene stand damit im ersten Quartal 2014 ein Umsatz in Höhe von EUR 2,2 Mio. nach EUR 2,5 Mio. im Zeitraum von Januar bis März des Vorjahres bzw. ein Minus von 13,7% zu Buche.

Nach der Umstellung des Geschäftsjahres erfolgt der Vergleich zum entsprechenden Vorjahreszeitraum (Januar-März 2013)

TABELLE 1: ERGEBNIS Q1/2014

kEUR	Ist	Erwartet	Δ	Kommentar
Umsatz	2.170	2.723	-20,3%	
davon Radiosender	2.497	3.070	-18,7%	Umsätze aus dem Verkauf von Werbezeiten sanken um 4,0%
davon Merchandising	106	163	-34,9%	Reduzierung der Musikneuproduktionen
EBITDA	71	130	-45,2%	Trotz des Umsatzrückgangs konnte EBITDA im Vergleich zu kEUR 36 im Vorjahreszeitraum nahezu verdoppelt werden

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

... gelang ein Anstieg des EBITDA im Vergleich zum Vorjahreszeitraum

Trotz des absoluten Umsatzrückgangs um kEUR 335 konnte das EBITDA auf kEUR 71 von kEUR 36 verdoppelt werden, wobei das Management nach u. E. insbesondere auf Ebene der sonstigen Aufwendungen frühzeitig dem schwächer anlaufenden Werbemarkt entgegengesteuert hat. Bemerkenswert ist, dass in diesem Zeitraum mit Klassik Radio Brazil, Klassik Radio Smooth und Klassik Radio Nature drei neue Webchannels entwickelt und zu Beginn des zweiten Quartals (April bzw. Mai) lanciert wurden. Damit können die Hörer von Klassik Radio über Internet, stationär und mobil zwischen sieben unterschiedlichen Klassik Radio Webchannels wählen.

Ausbau des Programmangebots im Internet trotz Kosteneinsparungen im ersten Quartal

Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2014e

Nach Überarbeitung unserer Schätzungen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2014e (erstmalig kalenderjährlich) Umsätze in Höhe von EUR 10,7 Mio., ein EBITDA von EUR 1,3 Mio. und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,18 (bistlang EUR 0,21).

TABELLE 2: ANPASSUNG UNSERER ERGEBNISSCHÄTZUNGEN 2014E

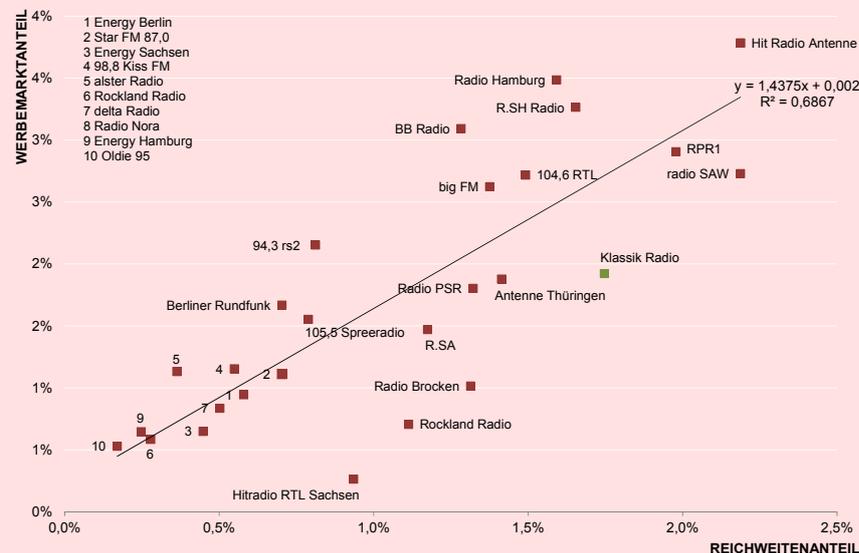
KEUR	Neu	Alt	Δ	Kommentar
Umsatz	10.664	11.474	-7,1%	Verstärktes Wachstum der Werbeumsätze in H2/14e erwartet
EBITDA	1.344	1.527	-12,0%	Hoher operativer Leverage, aber gleichzeitige Kostenkontrolle
EBT	890	1.022	-12,9%	

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. Dazu beitragen sollte nach u. E. auch die neue ma IP Audio, die zukünftig vierteljährlich die Hörerdaten der Radio-Livestreams veröffentlicht wird und deren Ergebnisse in Zukunft mit der bisherigen ma Hörfunk verknüpft werden sollen. Während die Hörererfolge über DAB+ nicht einzeln gemessen und auch noch nicht in den allgemeinen Hörerstatistiken aufscheinen, nutzt Klassik Radio das Webradio – wie die erste ma 2014 IP Audio zeigt – mit Erfolg, um die Markenbekanntheit des Senders auszubauen. Die positive Wirkung der Marke wird auch im Live-Programm 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 fördern die weitere Markenbekanntheit und eine Steigerung der werbewirksamen Reichweiten. Zu den besonderen Stärken als Werbeträger zählen wir nicht nur eine klare Zielgruppendefinition sondern auch die hohe Attraktivität dieser Zielgruppe aufgrund von Einkommen, Ausbildung und beruflicher Stellung.

ABBILDUNG 1: WERBESTÄRKE* VERSUS REICHWEITE



Klassik Radio liegt im Werbeumsatzranking der privaten Radiosender im oberen Drittel, gemessen an der Reichweite des Senders ist der Vermarktungsanteil jedoch noch unterdurchschnittlich. Basisannahme für unsere Schätzungen ist, dass es Klassik Radio gelingen wird, dieses Potential in den kommenden Jahren auszuerschöpfen.

*Gemessen an den Bruttowerbeumsätzen 2013

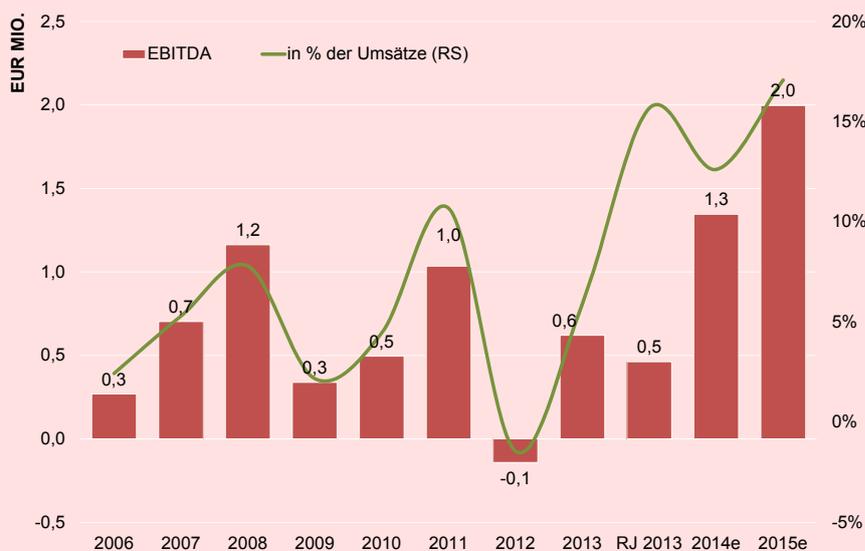
QUELLE: ARD WERBUNG SALES & SERVICES, NIELSEN MEDIA, SPHENE CAPITAL

- Ⓢ Auch 2014e erwarten wir keinen nennenswerten, zusätzlichen **Investitionsbedarf** und betrachten vor diesem Hintergrund die Fixkosten für den Senderbetrieb und dessen Verbreitung (die den wesentlichen Kostenblock markieren) als weitgehend stabil.
- Ⓢ In Verbindung mit einer sich aus dem schlanken Geschäftsmodell abzulei-

tenden stabilen Entwicklung der **Abschreibungen** erwarten wir eine deutliche Ausweitung der EBIT-Marge von 3,5% (2012/13) auf 10,1% (2014e).

- ⊕ Die **Eigenkapitalquote** lag zum 31.3.2014 bei 64,5% nach 65,7% zum Ende des Rumpfgeschäftsjahres 2013. Im Februar wurde die letzte Tranche der festen Finanzverbindlichkeiten getilgt; es bestehen damit keine langfristigen Finanzschulden mehr, für die externe Finanzierung greift Klassik Radio ausschließlich bedarfsgerecht auf die vorhandenen Kreditlinien in Höhe von EUR 1,3 Mio. zurück. Nach unseren Schätzungen wird die Eigenkapitalquote bis Ende 2014e auf über 70% ansteigen. 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 körperschaftssteuerliche Verlustvorräte. 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 2: EBITDA UND EBITDA-MARGE



Wie schon im Rumpfgeschäftsjahr fließt ein großer Teil der Umsatzzuwächse in das erwartete Ergebnis

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Partizipation der Anteilseigner

Seit Klassik Radio für das Geschäftsjahr 2010/11 erstmals eine Dividende von EUR 0,10 je Aktie bzw. insgesamt EUR 0,5 Mio. – bezogen auf 4,8 Mio. Aktien – ausgeschüttet hat, wurde die jährliche Ausschüttung regelmäßig erhöht. Auch für das Rumpfgeschäftsjahr 2013 haben die Organe eine Ausschüttung von EUR 0,6 Mio. bzw. EUR 0,12 je Aktie an die Aktionäre vorgeschlagen. Bezogen auf das aktuelle Kursniveau von EUR 4,73 je Aktie beträgt die Dividendenrendite aktuell 2,5%.

Nach wie vor spiegelt der Kurs der Klassik Radio-Aktie aus unserer Sicht nicht das Vermarktungspotential des Senders wider. Vor dem Hintergrund der kontinuierlichen Schärfung der Marke im Programm und Verbreitung sowie der vom Management angestoßenen Vermarktungsoffensive betrachten wir das gegenwärtige Kursniveau als eine attraktive Einstiegsgelegenheit und bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG. Unser aus einem standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel liegt bei EUR 6,60 je Aktie (Base Case-Szenario). Bull- (EUR 8,40) und Bear Case-Szenarien (EUR 5,30) eröffnen ebenfalls attraktive Kurschancen.

Rating Buy, Kursziel EUR 6,60 (alt EUR 6,80) je Aktie

Als wenig kapitalintensives Geschäftsmodell, bei dem Investitionen in Sachanlagen vernachlässigbar sind und vor dem Hintergrund der nach u. E. mittelfristigen Vermarktungszuwächse ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktie der Klassik Radio AG. Die Grobplanungsphase beginnt 2017e und endet 2024e. Danach ermitteln wir den Terminal Value. Unser DCF-Modell ergibt im Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 6,60 je Aktie. Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht dies gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 4,73 einem Kurspotential von 43,8%. Wir bekräftigen daher unser Anlageurteil von Buy.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- Ⓢ Klassik Radio bis zum Jahr 2016e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 7,0% aufweisen wird;
- Ⓢ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2017e-2024e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,6% erreichen werden;
- Ⓢ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,6% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- Ⓢ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- Ⓢ sich die EBIT-Margen von 10,1% in 2014e auf 25,0% in 2024e (Peak Margins) sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 20,0% liegen werden;
- Ⓢ die Steuerquote ab dem Geschäftsjahr 2017e 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 Fundamentalbeta bei 1,1 aufweist; dieses setzt sich aus folgenden Faktoren zusammen:

TABELLE 3: 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 durchschnittlichen Kapitalumschlag von 350% aufweist;
- Ⓢ Klassik Radio ein langfristiges Rating (Creditreform) von BBB aufweist, was

im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 0,1% 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 8,6% 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 ~50,0/50,0% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 8,2%;
- Ⓢ 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 WACC von 6,6% entsprechen würde.

Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 6,60 je Aktie.

Dabei werden 60,9% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 39,1% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 6,60 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear Case-Szenario haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt der Ausbau der Werbezeitenvermarktung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 8,40 je Aktie:** In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir einen noch zügigeren und stärkeren Anstieg der Margen, welcher insbesondere die Erfolge der Werbezeitenvermarktung des Klassik Radio Senders widerspiegeln würde. Durch die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogrammes, das über zahlreiche Sendestationen und auf allen Radioformen übertragen wird, lassen sich erhebliche Skaleneffekte realisieren.
- Ⓢ **Base Case-Szenario = Fair Value EUR 6,60 je Aktie**
- Ⓢ **Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 5,30 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 5,30 je Aktie zurückgehen.

Chancen und Risiken

Chancen für unser Kursziel sehen wir

- ⑤ insbesondere im Fall einer noch stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- ⑤ weiterer werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und den Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms.
- ⑤ Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Finanzierung des Senders durch Werbeeinnahmen ist, wird der Erfolg des Geschäftsmodells nach u. E. mittelfristig zunehmend an der Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Internetradio gemessen werden.

Risiken bestehen nach unserer Einschätzung

- ⑤ bei einer Verschlechterung der konjunkturellen Lage: Radiowerbung ist ein zyklisches Geschäft. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets der Kunden nieder und könnte
- ⑤ die starke Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch höheren Rabattzugeständnissen führen.
- ⑤ Ein spezifisches Unternehmens-Risiko sehen wir im hohen Fixkostenblock für den Senderbetrieb, der sich 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 Kontakt zu den Mediaagenturen und den Werbekunden in eigener Hand, allerdings befinden sich diese erst im Aufbau. 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 Bruttowerbeeinnahmen 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 Geschäft 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 auf zuletzt 49,7% geöffnet, sollte sich aber im vergangenen Jahr zumindest stabilisiert haben.

Unternehmensbeschreibung

Klassik Radio ist ein Pure Play im Radiosegment. Mit der organisatorischen Neuaufstellung wurden die Strukturen für eine gezielte organische Wachstums-offensive geschaffen. Im oligopolistisch geprägten deutschen Radiomarkt, der

eine zielgruppengenaue Ansprache durch die werbetreibende Industrie nur eingeschränkt ermöglicht und von tendenziell stagnierenden Nettowerbeerlösen geprägt ist, sollte es Klassik Radio nach unserer Einschätzung gelingen, die bestehende Lücke zwischen relativer Reichweite und dem Anteil an den Werbeerlösen 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.

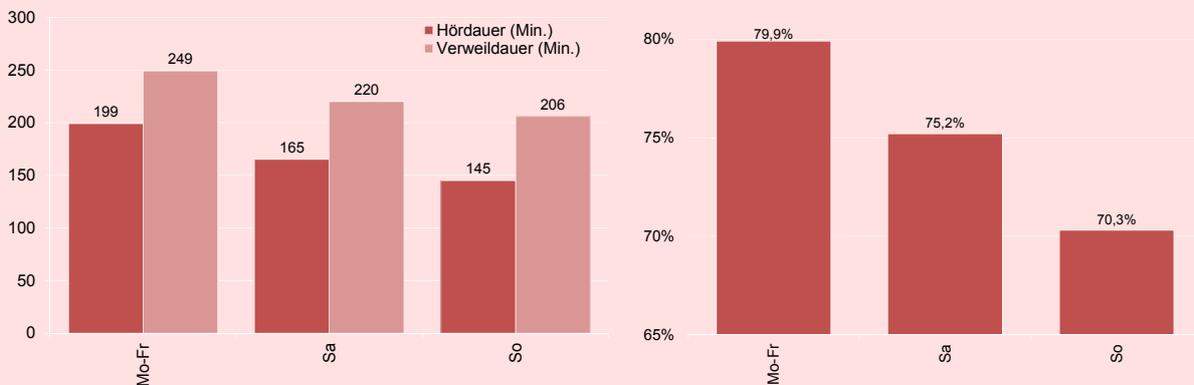
Das Nutzungsverhalten im Hörfunk hat sich in den vergangenen Jahrzehnten nur unwesentlich verändert. Die durchschnittliche Hördauer aller Bundesbürger liegt bei 199 Minuten pro Tag, die durchschnittliche Verweildauer der Hörer eines Senders bei 249 Minuten. Zusammen mit dem Fernsehen bleibt das Radio das am meisten genutzte Unterhaltungsmedium – auch unter den „digital Natives“.

Hohe Plattformflexibilität und bequeme Nutzbarkeit der Radioangebote

Seit Jahren ist die Radionutzung in Deutschland auf hohem Niveau stabil. Laut der letzten, im März veröffentlichten ma 2014 Radio I erreicht der Weitesten Hörerkreis der erfassten 101 Radiosender 94,0% der deutschsprachigen Bevölkerung. Die durchschnittliche Hördauer aller Bundesbürger liegt derzeit bei 199 Minuten pro Tag, die durchschnittliche Verweildauer der Hörer eines Senders bei 249 Minuten (gemessen jeweils zwischen Montag und Freitag). Dass es den Radiosendern gelingt, sich trotz der Vielfalt der Medienangebote und einer steigenden Medienkonkurrenz zu behaupten, liegt auch an der hohen Plattformflexibilität, neben den Stärken einer bequemen Nutzbarkeit (auch als Nebenmedium) und dem Empfang über rund 140 Mio. UKW-Radiogeräte in Deutschland.

Daten zur Radionutzung in Deutschland ma 2014 Radio I

ABBILDUNG 4: HÖR- UND VERWEILDAUER (LS) UND TAGESREICHWEITE (RS)



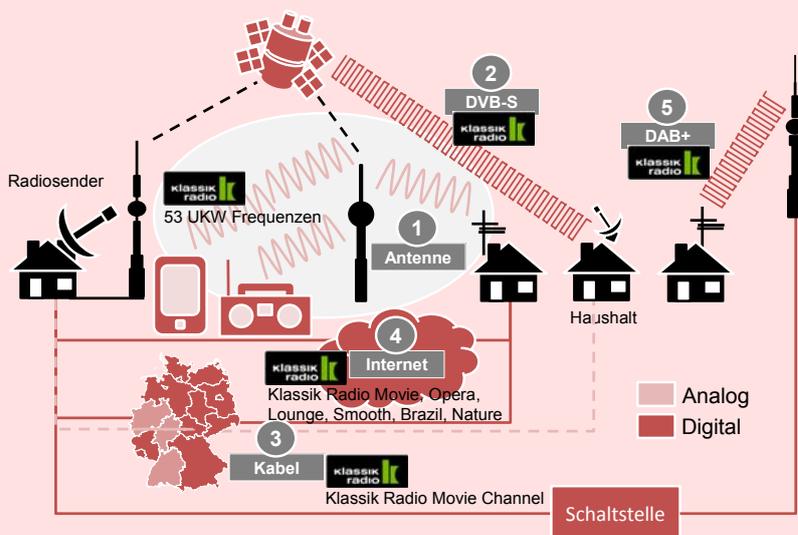
QUELLE: AGMA MA 2014 RADIO I, SPHENE CAPITAL

Radio ist heute überall in Reichweite

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist die hohe Flexibilität der Erreich- und Nutzbarkeit der Hörfunkprogramme. Wie kaum ein anderes Medium ist das Radio sowohl im engeren als auch im übertragenen Sinn nahezu überall in Reichweite: neben der analogen UKW-Übertragung, die in diesem Jahr ihr 65-jähriges Jubiläum feiert, ist Radio auch digital über DAB+, Kabel und Satellit hörbar sowie wie kein anderes Medium mit zusätzlichen Programmangeboten auch über das Internet.

Das Internet ist für die Sender weit mehr als ein zusätzlicher Übertragungsweg

ABBILDUNG 5: ÜBERTRAGUNGSWEGE DES HÖRFUNKS



Klassik Radio betreibt 53 terrestrische UKW-Frequenzen sowie Auslandsfrequenzen in Innsbruck und Salzburg. Damit ist Klassik Radio in mehr als 300 Städten über UKW, deutschlandweit über DAB+ und Kabel, europaweit über Satellit sowie weltweit über Internet (Webradio) zu empfangen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Digitales Radio umfasst in einem weiteren Sinne sowohl das digital terrestrische als auch das Internet-Radio; in einer engeren Begriffsdefinition fallen darunter nur DAB, DAB+ und DRM. Obwohl das digitale DAB+ Radio im Hinblick auf Hörernutzen (u. a. Klangqualität, Wegfall der Frequenzsuche, zusätzliche Graphik- und Textdienste) und Wirtschaftlichkeit (u. a. hohe Energieeffizienz, reduzierter Breitbandverbrauch und Übertragungskosten) zahlreiche Vorteile gegenüber UKW aufweist, ist ein unmittelbarer Durchbruch in Deutschland noch nicht zu erkennen. So sind bislang erst 5-8% der Haushalte im Besitz mindestens eines DAB+ Gerätes, obwohl die DAB+ Netzabdeckung bereits nicht weniger als 90% der Bevölkerung erreicht.

Ungeachtet dessen schreitet DAB+ europaweit voran. Eine deutsche UKW-Insel ist daher aus unserer Sicht kaum vorstellbar, zumal im April 2014 die Europäische Rundfunkunion (EBU), öffentliche Sender aus mehreren europäischen Staaten und einige private Sender die sog. Euro Chip Initiative starteten, mit der für eine Ausstattung aller neuen Radio- und Autoradiogeräte, Tablets und Smartphones mit Digitalradio (und UKW) geworben wird.

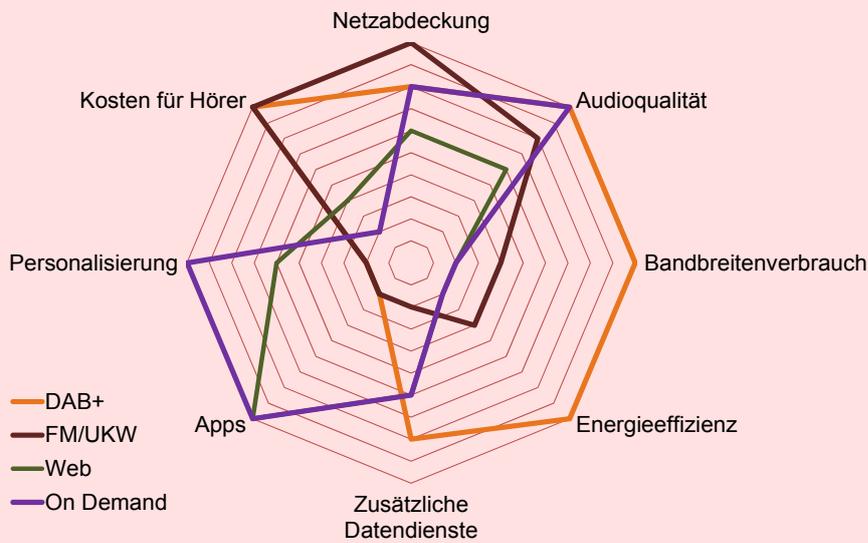
Mehr noch als DAB+ verändert derzeit Onlineradio das Hörerverhalten, ohne dass dies jedoch bisher zu messbaren Werbeeinnahmen geführt hat. Doch nun ist ein wesentlicher Schritt dazu erfolgt: Am 26. März 2014 veröffentlichte die Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse erstmals Hörerzahlen für die Webradio-Streams in Deutschland. Damit steht ab sofort ein methodisch valider Messstandard zur Verfügung, um die werbetreibende Wirtschaft, Agenturen und Sender mit vergleichbaren Leistungsdaten zu versorgen.

Übergang zum digitalen Radio

Digitalradio umfasst in einer weiten Bedeutung alle digitalen Radioformen und Technologien; in einer engen Begriffsdefinition zählt dazu nur das digital terrestrische Radio DAB/DAB+. Laut Digitalisierungsbericht von TNS Infratest im Auftrag der Medienanstalten waren bis Ende Juni 2013 bundesweit 94,9% der Haushalte mit mindestens einem Radioempfangsgerät ausgestattet. Jedoch verfügte nur jeder 20. deutsche Haushalt über (mindestens) ein DAB+ Gerät. In jedem vierten Haushalt wurden PC, Laptop, Tablet oder Smartphone für den Radioempfang über Internet oder ein IP Gerät genutzt, rund 28,0% der Haushalte hörten Radio über Kabel oder Satellit. Derselben Umfrage zufolge gab es in Deutschland rund 140 Mio. analoge Radioempfangsgeräte und rund 2,7 Mio. DAB+ Geräte.

Haushalte, die bereits über DAB+ verfügen, heben sich u. a. hinsichtlich Bildung und Einkommen vom Gesamtdurchschnitt der bundesdeutschen Radiohaushalte ab; darüber hinaus nutzen sie ein überdurchschnittlich breites Spektrum an Empfangsgeräten (Quelle: TNS Infratest).

ABBILDUNG 6: STÄRKEN UND SCHWÄCHEN DER PLATTFORMEN



DAB+ hat große Stärken im Vergleich zu UKW und Webradio; jedoch punktet letzteres stark bei weder von UKW noch von DAB+ abgedeckten Kriterien. Je weiter außen im Spinnendiagramm, desto besser wird das jeweilige Kriterium erfüllt. Je größer die von der Linie eingeschlossene Fläche, desto mehr Vorteile bietet die jeweilige Plattform insgesamt.

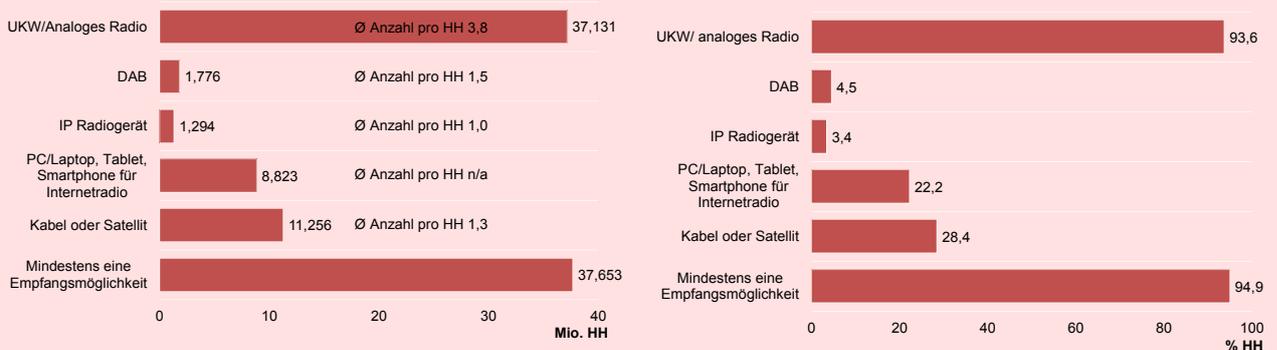
QUELLE: SPHENE CAPITAL

Die bisherige Senderbilanz auf DAB+ ist gemischt, so es dass bislang ...

Im August 2011 war das digitale DAB+ im bundesweiten Multiplex an den Start gegangen. Von den anfangs elf (später 13) national ausgestrahlten Programmen, darunter drei Programme des Deutschlandradio, hat in der Zwischenzeit ein Programm (Lounge FM Deutschland) Insolvenz angemeldet, zwei Programme (90elf und Kiss FM) wurden abgeschaltet, bei einem dritten (Absolut Radio) erfolgte ein Formattausch.

Bei einem Erfolg von DAB+ bieten sich nach u. E. vor allem Chancen für zielgruppenspezifische Radiosender wie Klassik Radio und die ebenfalls übertragenen religiösen Sender, aber auch für neue Zielgruppensender.

ABBILDUNG 7: RADIOEMPFANG DER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND



QUELLE: TNT INFRATEST DIGITALISIERUNGSBERICHT 2013

Unter diesen schlug im vergangenen Jahr das Ende von 90elf hohe Wellen, nachdem der Fußballsender im März überraschend die Übertragungsrechte an der 1. und 2. Fußball-Bundesliga verloren hatte. Dennoch könnten die Abschaltung von 90elf und die anschließende Vergabe des Sendeplatzes an den Sender „Schlagerparadies“ neue Bewegung ins Spiel gebracht haben: So hat vor wenigen Wochen die erst Ende 2013 gegründete PRD-Privates Radio GmbH bei der Kommission für Zulassung und Aufsicht (ZAK) die Ausschreibung eines zweiten bundesweiten DAB+ Multiplex beantragt und will sich dort für eine Plattformlizenz bzw. als Generalanbieter für verschiedene, themen- und interessen-spezifische Spartensender bewerben. Damit folgt PRD-Privates Radio der Idee, Radio nicht nur möglichst massentauglich unter dem Primat der technologischen UKW-Sendegebietsbeschränkungen zu gestalten, sondern als ein klar definier-

tes Produkt für bestimmte Hörerzielgruppen. Aus unserer Sicht ist es gut vorstellbar, dass sich auch große Mediengruppen für solche Plattformlizenzen bewerben, was nach u. E. dazu führen kann, dass die verfügbaren Plätze in den bundesweiten Multiplexen verstärkt auch von neuen Anbietern nachgefragt werden.

... nur geringe Fortschritte in der Hörfunk-Digitalisierung gibt, was ...

Während für das deutsche Fernsehen die analoge Ausstrahlung Ende April 2012 endgültig Geschichte wurde, gibt es für die Hörfunkübertragung noch nicht einmal einen konkreten Umstiegspfad, geschweige denn einen endgültigen Abschalttermin. Das vormals avisierte Ende der analogen UKW-Übertragung ab 2015 wurde vom Deutschen Bundestag im Oktober 2011 ersatzlos gestrichen.

Immerhin stellte die Kommission zur Ermittlung des Finanzbedarfs der Rundfunkanstalten (KEF) auf der Grundlage der Anmeldungen von ARD und Deutschlandradio in ihren letzten Bericht fest, dass ein Markterfolg von DAB+ erkennbar werde. Die Kommission bezieht sich dabei auf die Verfügbarkeit von Empfangsgeräten, die Versorgungsqualität innerhalb der nominell versorgten Regionen, die Beteiligung der privaten Radiostationen sowie das Marketing, wengleich dieses noch verbesserungswürdig sei. Als Ergebnis fordert die KEF ARD und Deutschlandradio dazu auf, bei den anstehenden Anmeldungen zum nächsten Bericht auch einen umfassenden Antrag zu DAB+ vorzulegen, in dem u. a. die gesamten Einführungskosten, der Zeitraum der geplanten Parallelausstrahlung von UKW und DAB+ und ein endgültiger Abschalttermin für UKW enthalten sind.

... vor allem auf fehlende Transparenz über neue Hörergruppen zurückzuführen ist

Das entscheidende Hindernis insbesondere für die privaten Sender ist aus unserer Sicht die fehlende Transparenz des Hörererfolges und damit die unsichere Finanzierung durch Werbeeinnahmen. Bislang schlägt sich DAB+ nicht in den Reichweitenstatistiken der halbjährlichen Media-Analyse nieder, die als Grundlage für die Verteilung und Preise der Werbeaufträge dienen. Laut GfK lag der Anteil von DAB+ Geräten gemessen an den insgesamt in Deutschland verkauften Radiogeräten Ende Juni 2013 bei 6,6%; die Prognosen für das Gesamtjahr 2013 gehen von 650.000 neu verkauften Digitalradios aus. Auch wenn sich die gesamte Gerätezahl damit bis Ende 2013 auf rund 3 Mio. erhöht haben dürfte, liegt Deutschland nach wie vor weit unterhalb der relevanten Grenzmarken.

Dennoch wird DAB+ zunehmend zum europäischen Standard

Für den Konsumenten bestehen die Vorteile von DAB+ insbesondere darin, dass im Gegensatz zu analogem Radio

- ⑤ eine hohe Klangqualität, gleichmäßig im bundesweiten Sendegebiet, ohne Rauschen und Knistern,
- ⑤ umfangreiche digitale Zusatzdienste wie laufende Verkehrsupdates und eine automatische Verkehrslenkung bei Staus und Unfällen,
- ⑤ vorrangige Aufschaltungen wichtiger Warn- und Rettungsmeldungen bei Not- und Katastrophenfällen auf sämtlichen Sendereinstellungen, selbst bei abgeschalteten Radiogeräten und
- ⑤ die Übermittlung zusätzlicher graphischer Informationen und Texte, ja sogar von elektronischen Büchern und aktualisierten News v. a. in Regionen ohne Internetzugang

möglich sind.

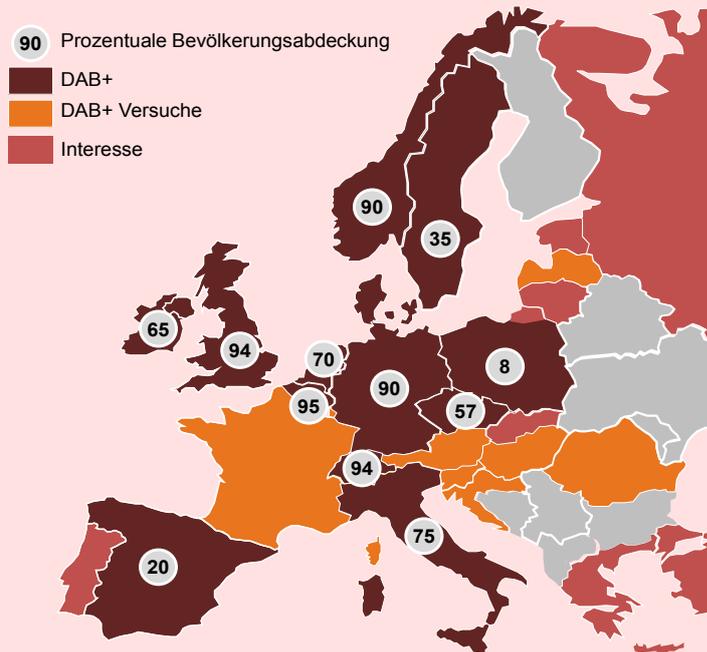
Laut ARD und Deutschlandradio sinkt überdies der Energieverbrauch für die Programmverbreitung gegenüber der UKW-Verbreitung um 80%, während die Übertragungskosten nach Abschaltung von UKW auf 75% bis 80% der derzeitigen Kosten für die UKW-Übertragung zurückgehen würden. Im Vergleich zur LTE-Übertragung (Webradio) ist der Unterschied noch gravierender: Nach einer Studie der TU München im Auftrag der Bayerischen Landeszentrale für neue Medien (BLM) und des Bayerischen Rundfunks (BR) liegen die Kosten für LTE bzw. eMBMS bei einer 25%igen Radionutzung über mobiles Internet im Fall Bayerns um das 22-25-fache über den Kosten einer DAB+ Übertragung (Annahme: 100% Nutzungsabdeckung mit 36 Programmen plus 10 Programmen in einem regionalen Ensemble).

Die KEF fordert ARD und Deutschlandradio auf, in ihren anstehenden Anträgen ausführlich auf die Gesamt-Einführungskosten für DAB+, die Dauer der geplanten Parallelausstrahlung von UKW und DAB+ und einen UKW-Abschalttermin einzugehen.

Die rund 3 Mio. DAB+ Geräte in Deutschland schlagen sich noch nicht in den Reichweitenmessungen bzw. in den Maßeinheiten für die Verteilung der Werbebudgets nieder.

DAB+ bietet langfristig zahlreiche Vorteile nicht nur im Vergleich zu UKW, sondern auch gegenüber Mobilfunkdiensten und ist wesentlich kosten- und energieeffizienter als Internetradio.

ABBILDUNG 8: DIGITALRADIO EINFÜHRUNGSSTAND



QUELLE: WorldDMB, SPHENE CAPITAL

DAB+ schreitet auch europaweit voran und wird zukünftig ein grenzüberschreitendes Radio, ohne Zusatzkosten für die Hörer ermöglichen.

Eine bessere Flächenabdeckung als Deutschland erreichen derzeit Malta, Dänemark, Belgien, UK und die Schweiz. Die größte Akzeptanz unter den Hörern hat Digitalradio in Großbritannien (46% der Haushalte), Norwegen (39%) und in der Schweiz (33%).

Europaweit sind Skandinavien, UK und die Schweiz Vorreiter

In Europa haben bislang nur Norwegen und Dänemark ab 2017 bzw. 2019 Termine für eine geplante Abschaltung von UKW vorgelegt. In beiden Ländern steht der Termin unter dem Vorbehalt, dass zu diesem Zeitpunkt mindestens 50% der landesweiten Haushalte auf Digitalradio umgestellt haben. Auch Großbritannien nennt einen 50%igen Höreranteil als Mindestgrenze und arbeitet derzeit ebenso wie die Schweiz daran, die Voraussetzungen für ein Ende der UKW-Übertragung zu schaffen. Ein 50%iger Digitalradio-Höreranteil gilt offensichtlich übereinstimmend (auch aus Sicht der Europäischen Rundfunkunion, EBU) als die Untergrenze für die Abschaltung der analogen Rundfunkübertragung.

Ein 50%iger Digitalradio-Höreranteil gilt offensichtlich übereinstimmend als Untergrenze für die Abschaltung der analogen Rundfunkübertragung.

Euro Chip Initiative europäischer Radiosender

Im April 2014 startete die Europäische Rundfunkunion (EBU) zusammen mit den öffentlichen Sendern Frankreichs, Belgiens, Deutschlands, Italiens, Schwedens und Großbritanniens sowie einer Reihe von privaten Sendern, unter ihnen auch Klassik Radio, die europaweite Euro Chip Initiative. Ziel ist es, im Austausch mit u. a. Automobilherstellern, Handy- und Geräteherstellern sowie Netzbetreibern eine Empfangsausstattung aller neuen Radio- und Autoradiogeräte, Tablets und Smartphones sowohl mit UKW- als auch mit Digitalradio umzusetzen, und damit einen diskriminierungsfreien Übergang von analogem UKW zur digitalen Technologie sicherzustellen.

Mit der Euro Chip Initiative wollen die öffentlichen Sender aus Frankreich, Belgien, Deutschland, Italien, Schweden und UK sowie private Sender eine parallele Empfangsmöglichkeit von UKW und Digitalradio in allen neuen Empfangsgeräten erreichen.

Die Initiatoren gehen davon aus, dass mit steigenden Stückzahlen eine deutliche Senkung der Chippreise einhergehen werden wird. Gegenüber Preisen von derzeit rund EUR 90 könnten die Angebote für einfache DAB+ Radiogeräte mittelfristig auf unter EUR 20 sinken, ähnlich günstig wie UKW-Radios. Zuletzt haben die großen Diskonter in Deutschland – Aldi-Süd, Lidl und Norma – kombinierte Internet-/UKW-/DAB+-Radiogeräte zu Preisen von EUR 89,99 bzw. EUR 39,99 für nur UKW-/DAB+-Radiogeräte angeboten.

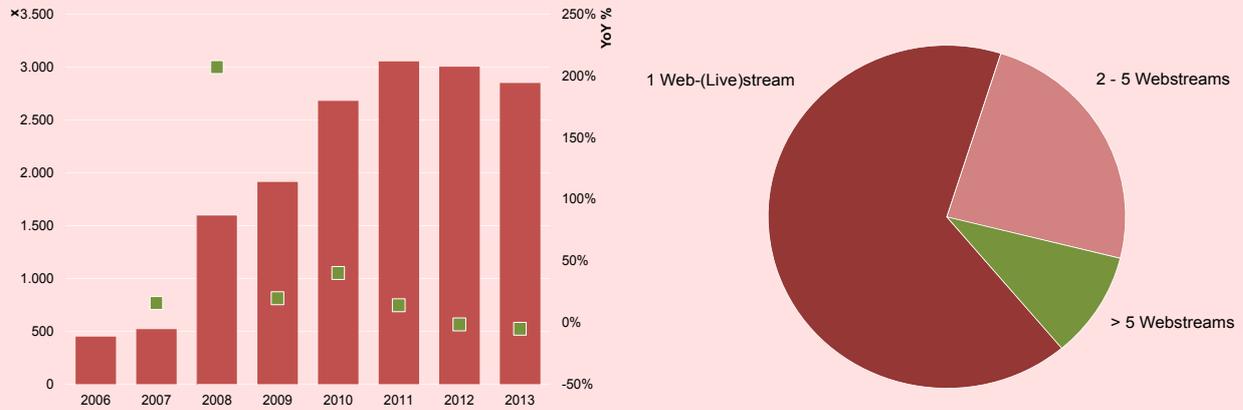
Mobiles Internet treibt das Wachstum des digitalen Radios an

Der boomende Absatz von Smartphones und Tablet Computern ist ein wesentlicher Treiber des digitalen Radios über Internet. Nach Schätzungen des Bundesverbands Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien Bitkom wurden in Deutschland im vergangenen Jahr rund 26 Mio. Smartphones verkauft (+23% YoY), der Verkauf von Tablet Computern stieg von 5 Mio. Geräten in 2012 auf 8 Mio. Geräte in 2013 an. Gleichzeitig legten auch die mobilen Nut-

2014e wird für Deutschland ein Absatz von 30 Mio. Smartphones prognostiziert.

Zungszahlen weiter zu: So verwendeten laut Statista im Jahr 2013 bereits 70% der Internetnutzer das mobile Internet über Smartphones, und während 2012 nur jeder sechste Webradio-Abwurf über ein Smartphone oder einen Tablet Computer getätigt wurde, war es im Jahr darauf laut Webradiomonitor bereits jeder vierte Abwurf.

ABBILDUNG 9: ANZAHL WEBRADIOSENDER (LS) UND UKW/DAB SIMULCAST & SUBMARKEN (RS)



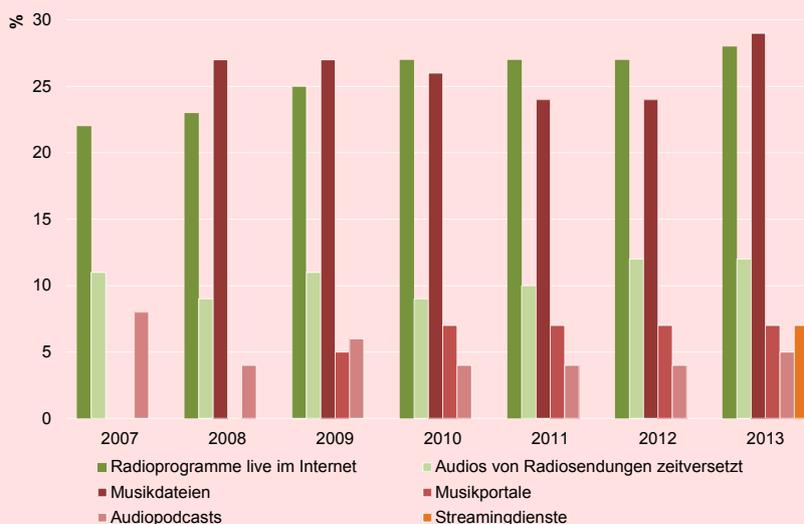
QUELLE: GOLDMEDIA WEBRADIOMONITOR 2013

Webradio ist mehr als ein zusätzlicher Übertragungsweg

Das Webradio eröffnet dem Radio die Chance, seine Stellung in der mobilen Mediennutzung über das klassische UKW-Autoradio hinaus auszubauen. Rund die Hälfte aller Webradiosender und unter ihnen mehr als 80% der UKW- bzw. DAB+ Sender bieten mobile Apps oder mobil optimierte Webseiten an. Das Internet ist dabei weit mehr als ein weiterer Übertragungsweg. Vielmehr bietet es den Sendern die Möglichkeit durch zusätzliche Musikformate gezielt Präferenzen der Hörer anzusprechen und das Programm durch visuelle Inhalte wie Live-Mitschnitte, Interviews, Nachrichten und andere redaktionelle Beiträge, Videos sowie Trailer zusätzlich aufzuwerten. Damit wird Webradio zunehmend zu einem eigenständigen, komplementären Radioangebot.

Würden sich nur 25% des gegenwärtigen Radiokonsums in Bayern auf mobiles Internet verlagern, entstünde ein zusätzliches Übertragungsvolumen von rund 133.000 TB pro Jahr. Im Vergleich dazu beträgt die gesamte gegenwärtig über mobiles Internet übertragene Datenmenge in Deutschland rund 140.000 TB (Quelle: TU München im Auftrag von BLM und BR).

ABBILDUNG 10: INTERNETABRUF AUDIODATEIEN (% ONLINENUTZER)



Die höchsten Abrufzahlen im Web verzeichnen die Programme der UKW/DAB-Sender

QUELLE: ARD/ZDF-ONLINESTUDIEN, MEDIENANSTALTEN (ALM), SPHENE CAPITAL

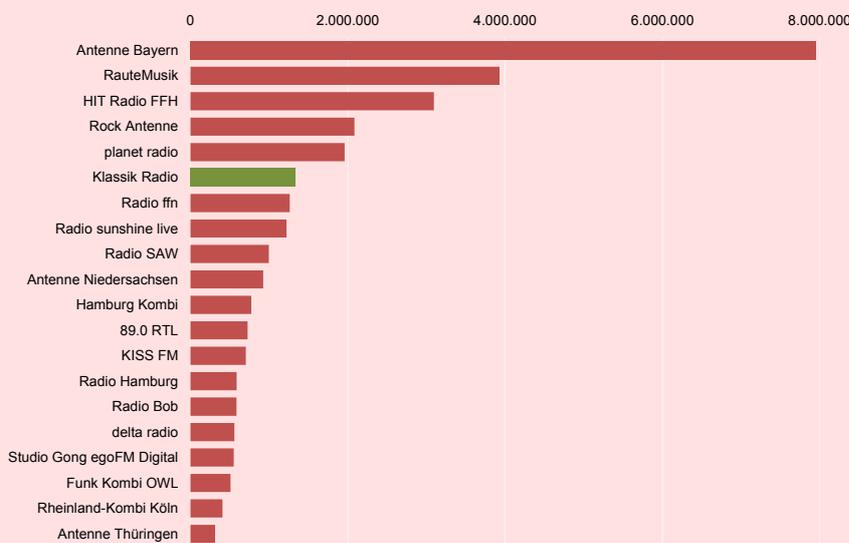
Von den im Simulcast betriebenen Webradiosendern verbreiteten laut Webradiomonitor 2013 66% einen Webradiostream, 24% zwei bis fünf und 10% mehr als fünf Webradiostreams. Mit rund 40.000 Abrufen pro Stream und Tag konnten UKW- und DAB-Submarken die weitaus höchsten Abrufzahlen generieren, UKW Simulcast und Online-Only-Sender erreichten jeweils rund 22.000 Abrufe (Quelle: Webradiomonitor 2013).

Seit März gibt es erstmals eigene Web-Hörerstatistiken

Am 26. März dieses Jahres veröffentlichte die Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse, die auch für die Veröffentlichung der traditionellen, halbjährlichen Rundfunkzahlen (ma Hörfunk) verantwortlich ist, erstmals Hörerzahlen zu den in Deutschland verbreiteten Radio-Livestreams. Nach zweijähriger Aufbauarbeit wurde damit der Wunsch der Marktteilnehmer nach einem methodisch validen Messstandard für Webradios umgesetzt. Die ma IP Audio wird zukünftig vierteljährlich die Hörerdaten der Radio-Livestreams veröffentlichen und der werbetreibenden Wirtschaft, den Agenturen und Sendern vergleichbare Leistungswerte zur Verfügung stellen.

Bei der ersten Auswertung nahmen 25 Webradio-Publisher mit insgesamt 153 Channels teil; dies ist eine geringe Zahl im Vergleich zu den 2.444 Webradio-Only-Sendern (davon 1.348 bei der GEMA registriert) und rund 400 UKW-/DAB+ Simulcast-Sendern. Allerdings haben sich laut Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse (agma) bereits weitere Interessenten für das laufende Messquartal von April bis Juni angemeldet. In Zukunft werden möglicherweise auch User Generated Radio in die Messung mit einbezogen werden. Bereits geplant ist eine Verknüpfung der Webradioauswertungen mit der bisherigen ma Hörfunk. Inwieweit und ob damit in Zukunft auch soziodemographische Daten der Webradiohörer automatisch erfasst und ausgewertet werden, ist jedoch offen.

ABBILDUNG 11: IP AUDIO (NUR ANGEBOTE MIT AUDIOWERBEFORMEN)



Die ma 2014 IP Audio I zeigt die Anzahl und Dauer der Sessions für (bis jetzt) 25 Webradio-Publisher mit insgesamt 153 Channels im vierten Quartal 2013. Klassik Radio ist mit seinem Simulcast Radioprogramm und den (zum Erhebungszeitpunkt noch vier, jetzt sieben) verschiedenen Web-Channels auf Rang 6 der ersten ma IP Audio; im vierten Quartal 2013 wurden die Klassik Radio-Streams durchschnittlich 1,3 Mio. mal pro Monat abgerufen.

QUELLE: MA IP AUDIO I, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2008/09-2011/12

		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

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012/13-2015e

		2012/13	RJ2013*	2014e	2015e
Umsatzerlöse*	kEUR	10.451	2.948	10.664	11.690
YOY	%	7,1%	5,6%	2,0%	9,6%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	116	397	402
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-735	-2.770	-2.890
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-24,9%	-26,0%	-24,7%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-725	-2.863	-2.968
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-24,6%	-26,8%	-25,4%
EBITDA	kEUR	620	462	1.344	1.995
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	12,6%	17,1%
Abschreibungen	kEUR	-253	-70	-271	-276
EBIT	kEUR	367	392	1.073	1.720
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,3%	10,1%	14,7%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-24	-39	37
EBT	kEUR	295	368	1.034	1.757
Steuern	kEUR	159	-14	-144	-359
Steuerquote	%	53,9%	-3,8%	-14,0%	-20,4%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	454	354	890	1.398
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	354	890	1.398
in % vom Umsatz	%	4,3%	12,0%	8,3%	12,0%
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	0,18	0,29
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,18	0,29
* Rumpfgeschäftsjahr Oktober bis Dezember					
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Bilanz, 2008/09-2011/12

		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

Bilanz, 2012/13-2015e

		2012/13	RJ 2013	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	7.003	6.982	6.724	6.442
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	397	389	397	397
Sachanlagen	kEUR	261	259	170	74
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	848	837	660	474
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	1.904	2.120	1.904	2.586
Vorräte	kEUR	343	353	292	298
Forderungen L+L	kEUR	971	1.018	1.001	1.097
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	567	586	573	573
Steueransprüche	kEUR	3	3	5	5
Zahlungsmittel	kEUR	20	160	34	613
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	9.102	8.628	9.027
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.981	6.292	7.062
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.683	2.037	2.348	3.118
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	79	75	75	80
Finanzschulden	kEUR	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	79	75	75	80
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.201	3.046	2.261	1.885
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.065	480	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	1.106	1.242	1.129	1.225
Rückstellungen	kEUR	43	52	50	52
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	587	670	593	599
Steuerschulden	kEUR	10	17	10	10
Gesamt Passiva	kEUR	8.907	9.102	8.628	9.027

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung), 2008/09-2011/12

		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

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012/13-2015e

		2012/13	RJ 2013	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	%	79%	77%	78%	71%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	64%	61%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	5%	4%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	5%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	23%	22%	29%
Vorräte	%	4%	4%	3%	3%
Forderungen L+L	%	11%	11%	12%	12%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	7%	6%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	0%	7%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	66%	73%	78%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	56%	53%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	27%	35%
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%	33%	26%	21%
Finanzschulden	%	16%	12%	6%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	14%	13%	14%
Rückstellungen	%	0%	1%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	7%	7%	7%
Steuerschulden	%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2008/09-2011/12

		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					

Cashflow-Statement, 2012/13-2015e

		2012/13	RJ 2013	2014e	2015e
Konzernergebnis	kEUR	454	354	890	1.398
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	253	70	271	276
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-5	9	-2	2
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-120	7	177	191
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-198	-65	90	-102
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-375	136	-198	102
Bereinigungen	kEUR	738	-168	-461	-517
CFO	kEUR	747	343	767	1.349
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-78	-39	-8	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-38	-21	-182	-180
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	-95	-15	0	0
CFI	kEUR	-211	-75	-190	-180
FCF	kEUR	536	268	577	1.169
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-455	-120	-85	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	-531	0	-579	-627
Bereinigungen	kEUR	359	-8	-39	37
CFF	kEUR	-627	-128	-703	-590
Δ Liquide Mittel	kEUR	-91	140	-126	579
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	111	20	160	34
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	20	160	34	613
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Auf einen Blick, 2008/09-2011/12

Key Data		2011/12	2012/13	RJ2013	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	9.756,0	10.451,0	2.948,0	10.664,0	11.690,4
Rohrertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.806,0	6.579,0	7.452,0
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	462,0	1.344,0	1.995,2
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	392,0	1.072,7	1.719,6
EBT	kEUR	-472,0	295,0	368,0	1.034,1	1.757,0
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	354,0	889,8	1.397,8
Anzahl Mitarbeiter		52	50	54	54	54
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	6,00	5,60	5,15		
Kurs Tief	EUR	4,20	4,29	4,29		
Kurs Durchschnitt	EUR	5,18	5,00	4,72		
Schlusskurs	EUR	5,60	4,58	4,58	4,73	4,73
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,18	0,29
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,30	1,46
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,16	0,28
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,13	0,20
Kursziel	EUR					6,80
Kursperformance (12M)	%					43,8%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	12,6%	17,1%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,3%	10,1%	14,7%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	9,7%	15,0%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	12,0%	8,3%	12,0%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	9,1%	5,4%	10,0%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	14,1%	19,8%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	4,4%	1,5%	1,5%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	54,6	197,5	216,5
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	7,3	19,9	31,8
Wachstumsraten						
Umsatz	%	0,7%	7,1%	-71,8%	2,0%	9,6%
Rohrertrag	%	-1,8%	7,7%	-71,1%	5,3%	13,3%
EBITDA	%	n/a	n/a	-25,5%	116,8%	48,4%
EBIT	%	n/a	n/a	6,8%	192,3%	60,3%
EBT	%	n/a	n/a	24,7%	250,6%	69,9%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-22,0%	96,0%	57,1%
EPS	%	n/a	n/a	-22,0%	96,0%	57,1%
CFPS	%	4,9%	50,3%	-54,1%	123,5%	76,0%
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.982,0	6.723,8	6.441,8
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	2.120,0	1.904,4	2.585,6
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.291,7	7.062,3
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	2.336,4	1.965,1
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	72,9%	78,2%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	129,0	164,2	170,3
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	777,0	730,9	641,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick, 2012/13-2015e

Enterprise Value		2011/12	2012/13	RJ2013	2014e	2015e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	28.950,0	27.020,0	24.848,8		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	20.265,0	20.699,3	20.699,3		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	24.993,5	24.125,0	22.774,0		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.020,0	22.098,5	22.098,5	22.822,3	22.822,3
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	446,1	-612,9
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	28.455,1	25.753,8		
Enterprise Value Tief	kEUR	21.020,3	22.134,3	21.604,3		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.748,8	25.560,1	23.679,1		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	27.775,3	23.533,6	23.003,6	23.268,3	22.209,4
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	3,04	2,72	8,74	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,15	2,12	7,33	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,64	2,45	8,03	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,85	2,25	7,80	2,18	1,90
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	45,9	55,7	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	35,7	46,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	41,2	51,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	38,0	49,8	17,3	11,1
EV/EBIT Hoch	x	n/a	77,5	65,7	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	60,3	55,1	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	69,6	60,4	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	64,1	58,7	21,7	12,9
KGV Hoch	x	n/a	59,5	70,2	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	45,6	58,5	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	53,1	64,3	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	48,7	62,4	25,6	16,3
KBV	x	4,7	3,9	3,7	3,6	3,2
KCF	x	54,4	29,6	64,4	29,8	16,9
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	2,5%	5,1%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	2,7%	4,2%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	766,5	1.348,8
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	-75,0	-190,0	-180,0
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	268,0	576,5	1.168,8
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	-702,6	-589,8

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 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:

Datum	Kursziel	Anlageempfehlung	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
20.05.2014	EUR 6,60	Buy	8
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

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.