

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Erstes Halbjahr 2014

Der Rückgang des Konzernumsatzes auf EUR 4,2 Mio. von EUR 4,9 Mio. im Vorjahreszeitraum wird durch rückläufige Barter-Umsätze überzeichnet. Trotz des absoluten Umsatzrückgangs konnte das EBITDA auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. 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 6,10 basiert auf einem langfristigen, dreistufigen standardisierten DCF-Modell und entspricht einem Kurspotential von 42,5%. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating.

Erstes Halbjahr 2014

In einem stagnierenden Radiowerbeumfeld musste Klassik Radio im ersten Halbjahr einen Rückgang der Erlöse im Segment **Radiosender** auf EUR 4,0 Mio. (Vorjahr: EUR 4,6 Mio., -13,4% YoY) vermeiden. Ohne die Einbeziehung von Barter-Geschäften, die weiterhin kontinuierlich zurückgefahren werden, lagen die Bereichsumsätze allerdings auf Vorjahresniveau. Bewusst zurückgeführt wurden auch die Umsätze durch Neuveröffentlichungen im Segment **Merchandising**, um einer möglichen langfristigen Übersättigung vorzubeugen: Hier erwirtschaftete Klassik Radio im ersten Halbjahr Erlöse in Höhe von knapp EUR 0,2 Mio. nach EUR 0,3 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Auf **Konzernebene** stand damit nach den ersten sechs Monaten 2014 ein Umsatz in Höhe von EUR 4,2 Mio. nach EUR 4,9 Mio. im Vorjahreszeitraum (-14,4% YoY) zu Buche.

Trotz des absoluten Umsatzrückgangs um EUR 0,7 Mio. konnte das EBITDA auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. Ursächlich hierfür ist, dass das Management bereits im ersten Quartal frühzeitig einem schwächer anlaufenden Werbemarkt entgegengesteuert hat.

H1/2014		Rep.	Erw.	Δ
Umsatzerlöse	EURk	4.210	4.561	-7,7%
EBITDA	EURk	-111	7	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Buy-Rating bestätigt, Kursziel EUR 6,10 (alt EUR 6,60)

Infolge der unter unseren Erwartungen liegenden Halbjahreszahlen reduziert sich unser Kursziel (Base Case-Szenario) auf EUR 6,10 (+42,5% ggü. dem letzten Schlusskurs) von bislang EUR 6,60 je Aktie. Die Grundannahmen unseres dreistufigen standardisierten DCF-Modells sind ein Margenanstieg während der Grobplanungsphase (2016-24e) auf 25,0% (Peak Margins), stabile Reinvestitions- und Steuerquoten im gesamten Planungszeitraum sowie durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten von aktuell 7,8% (beta 1,1, quasi-risikolose Zinsen von 1,0%, Risikoprämie 9,0% und eine Zielkapitalstruktur von 50/50). Aus dem Bear-Case bzw. Bull-Case-Szenario, denen wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt haben, ergeben sich Kursziele von EUR 4,90 bzw. EUR 7,90 je Aktie. Mit einem Kurspotential von 42,5% bestätigen wir unser Buy-Rating.

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 4,28

Kursziel: EUR 6,10 (alt EUR 6,60)

WKN/SIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 20,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Bericht zum dritten Quartal: 15. November 2014

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

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

Je Aktie/EUR	2013*	RJ 13	2014e	2015e
EPS	0,09	0,07	0,14	0,23
Dividende	0,00	0,12	0,13	0,20
Buchwert	1,17	1,24	1,26	1,36
Cashflow	0,15	0,07	0,11	0,20

%	2013*	RJ 13	2014e	2015e
EK-Quote	63,2%	65,7%	69,6%	77,1%
Gearing	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%

x	2013*	RJ 13	2014e	2015e
KGV	48,7	62,4	31,1	18,5
EV/Umsatz	2,25	7,80	2,09	1,88
EV/EBIT	64,1	58,7	24,3	14,7
KBV	3,9	3,7	3,4	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

Nach einem schwachen ersten Quartal 2014 (-4,0% gegenüber dem Vorjahreszeitraum) konnte der Verkauf von Klassik Radio Werbezeiten auch im zweiten Quartal 2014 noch keine Dynamik entfalten. Im ersten Halbjahr 2014 erzielte Klassik Radio Umsätze aus Werbezeitenverkäufen in Höhe EUR 3,5 Mio. und damit -3,5% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (Januar bis Juni 2013). Damit wurde auch gegenüber dem Radiogesamtmarkt kein Boden gut gemacht, der in den ersten sechs Monaten 2014 mit einem Minus von -0,3% (Januar bis Juni) allerdings ebenfalls nur auf der Stelle trat. Auf Konzernebene erwirtschaftete Klassik Radio im ersten Halbjahr 2014 Umsätze in Höhe von EUR 4,2 Mio. (erwartet EUR 4,6 Mio.) und ein EBITDA in Höhe von EUR -0,1 Mio. (erwartet EUR 0,0 Mio.).

Nach Überarbeitung unserer Schätzungen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2014e (erstmalig kalenderjährlich) mit Konzernumsätzen in Höhe von EUR 10,2 Mio. (bisher EUR 10,7 Mio.), einem EBITDA von EUR 1,1 Mio. (bisher EUR 1,3 Mio.) und einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,14 (bislang EUR 0,18).

Umsatzrückgang durch Barter-Geschäfte überzeichnet

Während der deutsche Werbemarkt über alle Werbeträger laut den von Nielsen erhobenen Bruttowerbedaten im ersten Halbjahr 2014 um 5,0% YoY zulegen, verzeichneten die Werbeschaltungen im Radio in der ersten Jahreshälfte 2014 ein leichtes Minus von -0,3%.

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

Innerhalb dieses stagnierenden Radiowerbeumfeldes erwirtschaftete Klassik Radio Erlöse im Segment **Radiosender** in Höhe von EUR 4,0 Mio. (Vorjahr: EUR 4,6 Mio., -13,4% YoY). Auf vergleichbarer Basis, das heißt ohne Einbeziehung von Barter-Geschäften, die weiterhin kontinuierlich zurückgefahren werden, waren die Bereichsumsätze unverändert zum Vorjahr. Zurückgeführt wurden auch die Umsätze mit anderen Segmenten, also dem Segment **Merchandising**. In diesem Bereich erwirtschaftete Klassik Radio im ersten Halbjahr Erlöse in Höhe von knapp EUR 0,2 Mio. nach EUR 0,3 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Hintergrund ist jedoch nach u. E. vor allem die unternehmerische Entscheidung, den (internen) Werbedruck im Radioprogramm zu verringern und die Produktzyklen im Bereich Merchandising zu verlängern beziehungsweise das Produktprofil durch eine höhere Selektivität der Musikneuproduktionen (CDs) zu stärken.

Auf **Konzernebene** stand damit nach den ersten sechs Monaten 2014 ein Umsatz in Höhe von EUR 4,2 Mio. nach EUR 4,9 Mio. im Vorjahreszeitraum (-14,4% YoY) zu Buche.

TABELLE 1: ERGEBNIS H1/2014

kEUR	Ist	Erwartet	Δ	Kommentar
Umsatz	4.210	4.561	-7,7%	
davon Radiosender	4.881	4.802	1,6%	Auf vergleichbarer Basis (ohne Barter) weitgehend unverändert
davon Merchandising	184	213	-13,6%	Reduzierung der Musikneuproduktionen
EBITDA	-111	7	n/a	Trotz des Umsatzrückgangs konnte ein EBITDA in etwa auf Vorjahresniveau erzielt werden

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

EBITDA auf Vorjahresniveau

Trotz des absoluten Umsatzrückgangs um EUR 0,7 Mio. konnte das EBITDA auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. Ursächlich hierfür ist, dass das Management bereits im ersten Quartal frühzeitig dem schwächer anlaufenden Werbemarkt entgegengesteuert hat. Auch beim operativen Ergebnis lag Klassik Radio mit EUR -0,2 Mio. auf Vorjahresniveau, während sich das Nachsteuerergebnis rundungsbedingt auf EUR -0,3 Mio. von EUR -0,2 Mio. (-12,2% YoY) verschlechtert hat.

Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2014e

Nach Überarbeitung unserer Schätzungen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2014e (erstmalig kalenderjährlich) Konzernumsätze in Höhe von knapp EUR 10,2 Mio. (bisher EUR 10,7 Mio.), ein EBITDA von EUR 1,1 Mio. (bisher EUR 1,3 Mio.) und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,14 (bislang EUR 0,18).

TABELLE 2: VERÄNDERUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN

EUR Mio.	2014e	2014e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	10.233	10.664	-4,0%	Verstärktes Wachstum der Werbeumsätze in H2/14e erwartet
EBITDA	1.134	1.344	-15,6%	Hoher operativer Leverage, aber gleichzeitige Kostenkontrolle
EAT	663	890	-25,5%	
	2015e	2015e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	11.010	11.690	-5,8%	Verbesserte Werbemarktdurchdringung
EBITDA	1.668	1.995	-16,4%	Hoher operativer Leverage zusätzlicher Werbeerlöse
EAT	1.409	1.696	-16,9%	

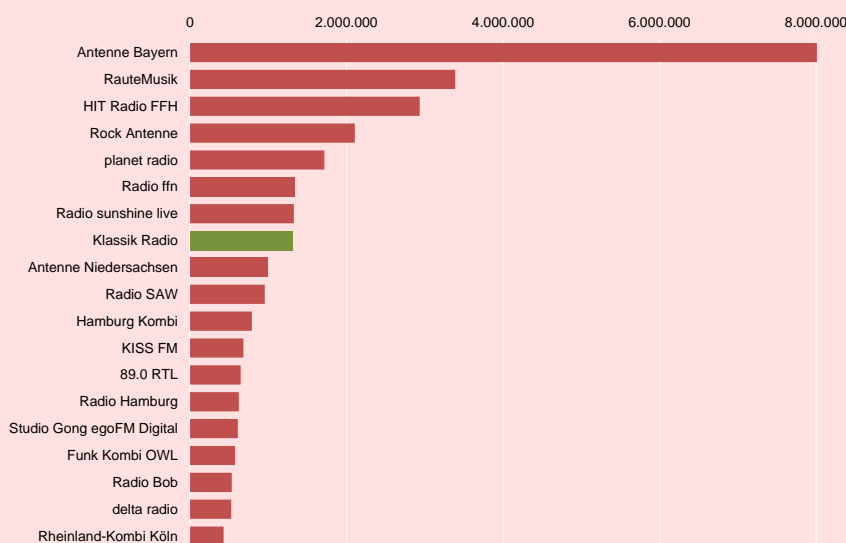
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 unserer Einschätzung auch die ma IP Audio, in der erstmals seit diesem Jahr vierteljährlich die Hörerdaten der Radio-Livestreams veröffentlicht werden. Während die Hörererfolge im ebenfalls noch jungen DAB+ nicht einzeln gemessen und damit bislang nicht in den allgemeinen Hörerstatistiken aufscheinen, nutzt Klassik Radio das Webradio – wie die ersten beiden ma 2014 IP Audio-Messergebnisse zeigen – mit Erfolg, um die Markenbekanntheit des Senders auszubauen.

Die gute Positionierung in den beiden ersten ma 2014 IP Audio-Erhebungen zeigt, dass es Klassik Radio nicht nur gelingt, seine Markenbekanntheit ins Internet zu übertragen sondern sich durch innovative Angebote einen weiteren Hörerkreis erschließt.

ABBILDUNG 1: IP AUDIO (NUR ANGEBOTE MIT AUDIOWERBEFORMEN)



In der zweiten ma 2014 IP Audio II wurden die Anzahl und Dauer der Sessions für 26 (ma 2013 IP Audio I: 25) Webradio-Publisher mit insgesamt 165 (153) Channels erfasst. Mit durchschnittlich 1,3 Mio. Abrufen im Monat landete Klassik Radio auf Rang acht (sechs), wobei die ermittelten Zugriffszahlen zwischen den Rängen sechs bis acht nur um 30.000 monatliche Sessions auseinander liegen.

QUELLE: MA IP AUDIO II, SPHENE CAPITAL

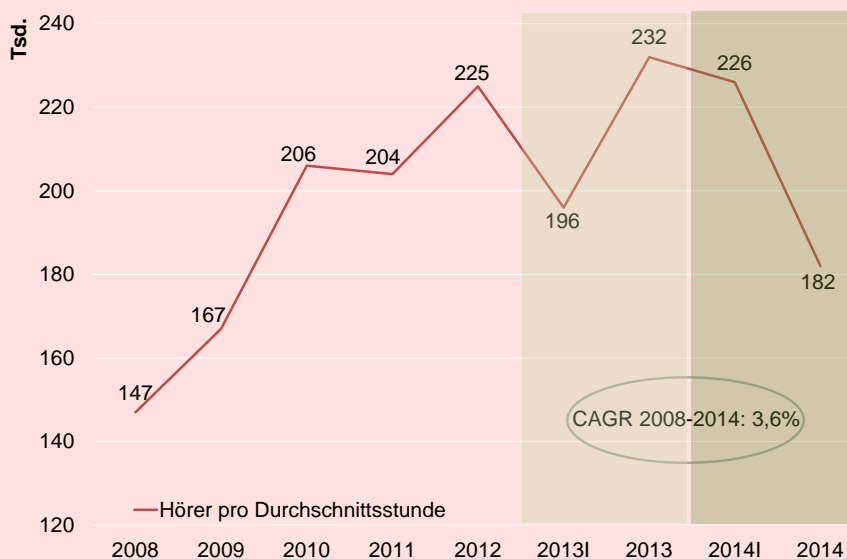
- Auch im zweiten Quartal wurde das Webradio-Angebot weiter vertieft. Bereits zu Beginn des Quartals (April bzw. Mai) waren mit Klassik Radio Brazil, Klassik Radio Smooth und Klassik Radio Nature drei zusätzliche Webchannels gestartet, seit Anfang Juli wurden erneut drei Webradio-Angebote New Classics, Kids und Labs lanciert. Mittlerweile können die Hörer über das Internet neben dem Live-Channel zwischen neun Radio-Webchannels wählen. Dabei zeigt die gute Positionierung in den beiden ersten ma 2014 IP Audio-Erhebungen, dass es Klassik Radio nicht nur gelingt, seine Markenbekanntheit ins Internet zu übertragen sondern auch sich durch innovative Angebote einem weiteren Hörerkreis zu öffnen. Dies wird aus unserer Sicht dazu bei-

tragen, dass die Vermarktungspotentiale des Senders in Zukunft noch stärker ausgeschöpft werden.

- Während Klassik Radio in der 2014 erstmals veröffentlichten Webradio-Messung auf Anhieb unter den zehn am häufigsten abgerufenen Webradiosendern landete, wies die jüngste ma Radio 2014 II einen Rückgang bei den Hörern pro Durchschnittsstunde auf, nachdem die Zahl in den beiden vorhergehenden Befragungen auf dem bisherigen Top-Niveau stabil gelegen hatte. Eine Bewertung der einzelnen Ergebnisse wird allerdings durch die hohen Schwankungen zwischen den verschiedenen Zeitpunkten vor allem bei kleineren bzw. zielgruppenspezifischeren Sendern erschwert. So werden in rund 30-minütigen Interviews in gestützten Abfragen (das heißt den Befragten werden die jeweils ortsüblichen Sender vorgelesen) die Bekanntheit der Sender, die letzte Nutzung und die Häufigkeit der Nutzung an einzelnen Wochentagen sowie das genaue Hörverhalten am Vortag, der dazu in Viertelstunden-Zeiträume unterteilt wird (sogenannte Tagesabläuferhebung), erfragt. Um der regionalen Struktur der deutschen Radiolandschaft gerecht zu werden, werden die Einzelinterviews darüber hinaus stark unterschiedlich gewichtet. Als Folge liegt die angegebene Effektivität der ma Radio weit unterhalb einer optimalen, in allen Gewichtungsmerkmalen ausgeglichenen Studie (100% Effektivität). Diese Einschätzung wird auch von der Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse bestätigt, die die Effektivität der ma Radio bei lediglich 40% bestätigt; Zum Vergleich: Andere für die Planungen der Werbeindustrie wichtige Erhebungen wie die ma Pressemedien erreichen immerhin eine Effektivität von rund 75%.

Für die ma Radio 2014 II wurden rund 70.000 telefonische Interviews geführt; In rund 400 regionalen Clustern werden den befragten Personen die jeweils ortsüblichen Sender vorgelesen (gestützte Abfrage). Zusätzlich können die Befragten nicht vorgelesene Sender frei nennen.

ABBILDUNG 2: WERBESTÄRKE* VERSUS REICHWEITE



Sender, die nicht gestützt abgefragt werden, also insbesondere kleinere Sender, nationale Sender und Sender mit spezifischen Zielgruppenprogrammen, werden durch die Befragungsmethode systematisch benachteiligt. Die Folge sind starke Schwankungen in den halbjährlichen Umfrageergebnissen (und auch in den regionalen Ergebnissen der einzelnen Umfragen). Für eine Trendaussage sind daher längere Durchschnittswerte aufgrund ihres Glättungseffektes von stärkerer Aussagekraft (Klassik Radio ma Radio 2014 II YOY -21,9%, 6-Jahres CAGR +3,6%).

*Gemessen an den Bruttowerbeumsätzen 2013

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

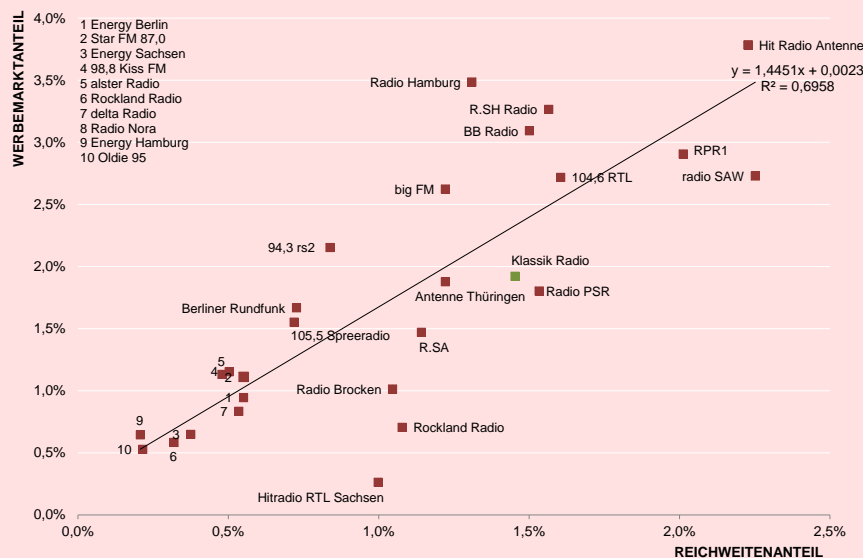
- Auch 2014e erwarten wir keinen nennenswerten, zusätzlichen **Investitionsbedarf** und betrachten vor diesem Hintergrund die Fixkosten für den Senderbetrieb und dessen Verbreitung (die den wesentlichen Kostenblock markieren) als weitgehend stabil.
- In Verbindung mit einer sich aus dem schlanken Geschäftsmodell abzuleitenden stabilen Entwicklung der **Abschreibungen** erwarten wir eine deutliche Ausweitung der EBIT-Marge von 3,5% (2012/13) auf 8,6% (2014e).
- Die **Eigenkapitalquote** lag zum 31.6.2014 bei 57,6% 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 aus-

schließlich bedarfsgerecht auf die vorhandenen Kreditlinien in Höhe von EUR 1,3 Mio. zurück. Nach unseren Schätzungen wird die Eigenkapitalquote bis Ende 2014e auf knapp 70% ansteigen. Bis 2015e erwarten wir eine Deckung des laufenden Finanzbedarfs weitgehend 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 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.

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 6,10 je Aktie (Base Case-Szenario). Bull- (EUR 7,90) und Bear Case-Szenarien (EUR 4,90) eröffnen ebenfalls attraktive Kurschancen.

ABBILDUNG 3: WERBESTÄRKE* VERSUS REICHWEITE



Klassik Radio liegt im Werbeumsatzranking der privaten Radiosender im oberen Bereich, 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 auszuschöpfen.

*Gemessen an den Bruttowerbeumsätzen 2013

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

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

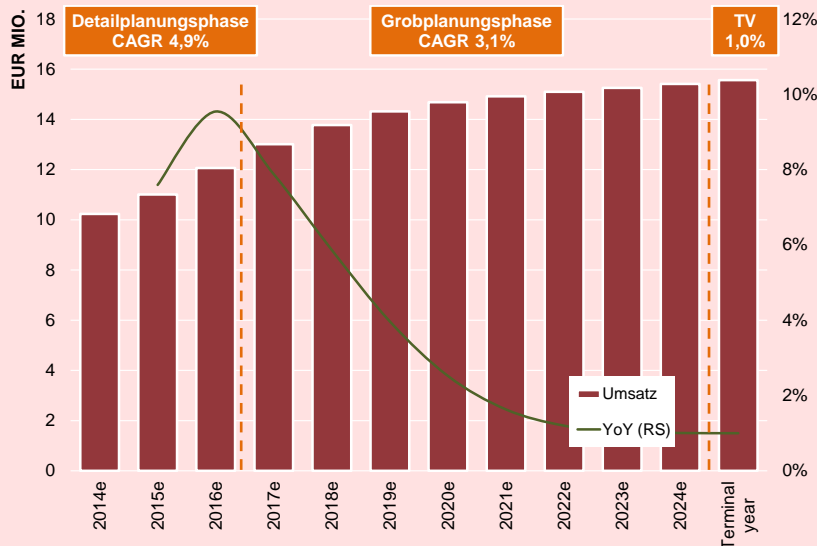
Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2016e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2013-16e in Höhe von 4,9%.
- Ⓢ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2024e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 3,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen

Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 1,0% an.

ABBILDUNG 4: UMSATZ UND UMSATZ-WACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ferner unterstellen wir für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell im Einzelnen,

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 12,8% in 2015e auf 24,8% in 2024e (Peak Margins) sukzessive erhöhen. Für die anschließende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen von 20,0% unterstellt;
- ☉ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 1,0%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ☉ ein Fundamental-**beta** von 1,1, das sich in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,05
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,05
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtferti-

gen lässt;

- ⊖ dass sich der **Grenzsteuersatz** im gesamten Planungszeitraum aufgrund mangelnder Verlustvorträge an dem in Deutschland üblichen Durchschnittsniveau von 31,1% orientiert;
- ⊖ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,1% pro Jahr, die einem von uns für Klassik Radio abgeleiteten Rating von BBB zugrunde liegt;
- ⊖ dass die von Klassik Radio aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 7,8% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,1 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 1,0%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 9,0% (Annahme eines geometrischen Mittelwertes) zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Cap-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem geschätzten Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 3,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Klassik Radio eine Zielkapitalstruktur von 50%/50% anstrebt;
- ⊖ dass Klassik Radio im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 7,8% auf dann 6,0% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	1,0%
beta		1,10
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	%	10,9%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	6,5%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	1,0%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	4,0%
Steuerquote	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,8%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,4%
WACC basierend auf Marktwerten	%	7,8%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 6,10 je Aktie

Dabei werden etwa 62,8% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 37,2% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 6,10 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	kEUR	19.089
PV der Cashflows über 10 Jahre	kEUR	11.285
Summe PV	kEUR	30.375
Finanzschulden	kEUR	1.065
Cash	kEUR	160
Wert des Eigenkapitals	kEUR	29.470
Anzahl Aktien (post money)	Mio.	4.825
Kursziel je Aktie	EUR	6,10

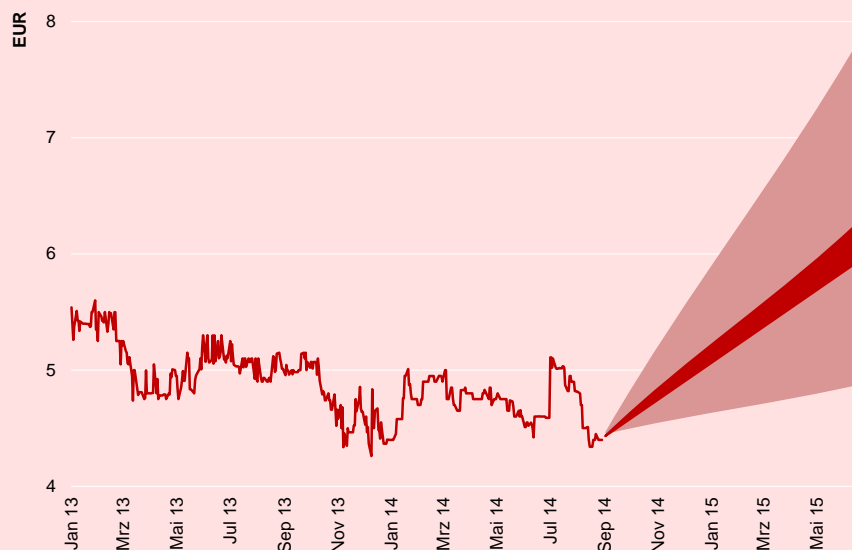
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

⊖ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,1% von 1,0%. 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 4,90 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 4,90 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 7,90 je Aktie.

ABBILDUNG 5: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 6,10 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

⊕ **Bull-Case-Szenario:** 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. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,9% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 1,80 auf EUR 7,90 je Aktie anheben.

Aktuelle Multiples vs. Multiples zum Kursziel

Bei Erreichen unseres Kurszieles wäre die Klassik Radio-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 6,10		
	2014e	2015e	2015e	2014e	2014e	2015e
KGV	31,1x	18,5x	13,9x	33,5x	19,9x	14,9x
EV/Umsatz	2,09x	1,88x	1,65x	2,24x	2,02x	1,78x
EV/EBIT	24,3x	14,7x	10,8x	26,1x	15,8x	11,7x
KBV	3,4x	3,2x	2,9x	3,7x	3,4x	3,1x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 Werbebesammarkt 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

fen 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.

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	10.233	11.010
YOY	%	7,1%	5,6%	-2,1%	7,6%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	116	365	369
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-735	-2.630	-2.711
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-24,9%	-25,7%	-24,6%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-725	-2.523	-2.587
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-24,6%	-24,7%	-23,5%
EBITDA	kEUR	620	462	1.134	1.668
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	11,1%	15,2%
Abschreibungen	kEUR	-253	-70	-255	-259
EBIT	kEUR	367	392	879	1.409
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,3%	8,6%	12,8%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-24	-73	53
EBT	kEUR	295	368	806	1.461
Steuern	kEUR	159	-14	-143	-345
Steuerquote	%	53,9%	-3,8%	-17,8%	-23,6%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	454	354	663	1.116
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	663	1.116
in % vom Umsatz	%	4,3%	12,0%	6,5%	10,1%
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	0,14	0,23
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,14	0,23

* 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	6.809	6.621
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	397	389	397	397
Sachanlagen	kEUR	261	259	186	106
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	848	837	730	621
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	1.904	2.120	1.899	1.980
Vorräte	kEUR	343	353	300	306
Forderungen L+L	kEUR	971	1.018	960	1.033
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	567	586	573	573
Steueransprüche	kEUR	3	3	5	5
Zahlungsmittel	kEUR	20	160	61	63
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	9.102	8.709	8.601
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.981	6.065	6.554
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.683	2.037	2.121	2.610
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	2.569	1.967
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.065	780	100
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	1.106	1.242	1.083	1.154
Rückstellungen	kEUR	43	52	50	52
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	587	670	646	652
Steuerschulden	kEUR	10	17	10	10
Gesamt Passiva	kEUR	8.907	9.102	8.708	8.601

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%	77%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	63%	64%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	5%	5%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	7%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	23%	22%	23%
Vorräte	%	4%	4%	3%	4%
Forderungen L+L	%	11%	11%	11%	12%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	7%	7%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	1%	1%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	66%	70%	76%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	55%	56%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	24%	30%
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%	29%	23%
Finanzschulden	%	16%	12%	9%	1%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	14%	12%	13%
Rückstellungen	%	0%	1%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	7%	7%	8%
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	663	1.116
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	253	70	255	259
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-5	9	-2	2
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-120	7	107	114
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-198	-65	122	-79
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-375	136	-190	77
Bereinigungen	kEUR	738	-168	-427	-933
CFO	kEUR	747	343	528	556
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	338	376
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-455	-120	215	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	-531	0	-579	-627
Bereinigungen	kEUR	359	-8	-73	253
CFF	kEUR	-627	-128	-437	-375
Δ Liquide Mittel	kEUR	-91	140	-99	1
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	111	20	160	61
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	20	160	61	63
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	10.233,2	11.010,2
Rohrertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.806,0	5.921,7	6.596,3
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	462,0	1.134,4	1.668,1
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	392,0	879,0	1.408,7
EBT	kEUR	-472,0	295,0	368,0	806,2	1.461,3
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	354,0	663,0	1.116,2
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	4,28	4,28
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,14	0,23
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,26	1,36
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,11	0,12
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,13	0,20
Kursziel	EUR					6,10
Kursperformance (12M)	%					42,5%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	11,1%	15,2%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,3%	8,6%	12,8%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	7,9%	13,3%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	12,0%	6,5%	10,1%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	9,1%	3,3%	3,4%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	10,9%	17,0%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	4,4%	1,7%	1,7%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	54,6	189,5	203,9
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	7,3	16,3	26,1
Wachstumsraten						
Umsatz	%	0,7%	7,1%	5,6%	-2,1%	7,6%
Rohrertrag	%	-1,8%	7,7%	1,3%	-5,2%	11,4%
EBITDA	%	n/a	n/a	53,5%	83,0%	47,0%
EBIT	%	n/a	n/a	64,7%	139,5%	60,3%
EBT	%	n/a	n/a	64,3%	173,3%	81,3%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	53,9%	46,0%	68,4%
EPS	%	n/a	n/a	53,9%	46,0%	68,4%
CFPS	%	4,9%	50,3%	n/a	53,9%	5,3%
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.982,0	6.809,5	6.621,4
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	2.120,0	1.899,1	1.979,7
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.064,8	6.553,8
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	2.643,7	2.047,2
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	69,6%	76,2%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	129,0	177,3	185,9
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	777,0	759,9	689,0

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	20.651,0	20.651,0
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	718,9	37,4
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	21.369,9	20.688,4
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	2,09	1,88
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	18,8	12,4
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	24,3	14,7
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	31,1	18,5
KBV	x	4,7	3,9	3,7	3,4	3,2
KCF	x	54,4	29,6	64,4	39,1	37,1
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	1,6%	1,8%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	3,0%	4,7%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	528,0	556,2
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	-75,0	-190,0	-180,0
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	268,0	338,0	376,2
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	-436,8	-374,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV				
Nettoerlöse	kEUR	10.233	11.010	12.061	13.011	13.773	14.320	14.680	14.920	15.099	15.256	15.410	15.564				
YoY	%	-2,1%	7,6%	9,5%	7,9%	5,9%	4,0%	2,5%	1,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%				
EBIT	kEUR	879	1.409	1.836	2.136	2.427	2.695	2.939	3.166	3.385	3.603	3.825	3.113				
in % der Umsätze	%	8,6%	12,8%	15,2%	16,4%	17,6%	18,8%	20,0%	21,2%	22,4%	23,6%	24,8%	20,0%				
Steuerquote (τ)	%	17,8%	23,6%	23,2%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%				
EBIT(1-τ)	kEUR	723	1.076	1.410	1.473	1.673	1.858	2.026	2.183	2.334	2.485	2.637	2.146				
Reinvestment	kEUR	-190	-180	-180	-237	-191	-137	-90	-60	-45	-39	-38	-72				
FCFF	kEUR	533	896	1.230	1.236	1.483	1.722	1.936	2.123	2.289	2.445	2.599	2.075				
Invested Capital	kEUR	6.784	6.591	6.771	7.009	7.199	7.336	7.426	7.486	7.531	7.570	7.608					
ROCE	%	10,7%	16,3%	20,8%	21,0%	23,2%	25,3%	27,3%	29,2%	31,0%	32,8%	34,7%	30,0%				
WACC	%	7,8%	7,8%	7,8%	7,6%	7,4%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%	6,2%	6,0%	6,0%				
PV (FCFF)	kEUR	494	771	981	916	1.024	1.109	1.167	1.199	1.215	1.221	1.225					
Terminal Cashflow	kEUR	2.075															
Terminal Cost of Capital	%	6,0%															
Terminal Value	kEUR	40.639															
PV (Terminal Value)	kEUR	19.151															
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	11.321															
Summe PV	kEUR	30.472															
										TV CAGR							
										EUR	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit (TV)	%	0,10%								17,0%	4,90	5,10	5,30	5,50	5,80	6,10	6,40
PV (Operative Assets)	kEUR	30.472								18,0%	5,10	5,30	5,50	5,70	6,00	6,30	6,70
Debt	kEUR	1.065								19,0%	5,20	5,40	5,70	5,90	6,20	6,50	6,90
Cash	kEUR	160								20,0%	5,40	5,60	5,90	6,10	6,40	6,80	7,20
Wert des Eigenkapitals	kEUR	29.567								21,0%	5,60	5,80	6,00	6,30	6,60	7,00	7,40
Anzahl der Aktien	kEUR	4.825								22,0%	5,70	6,00	6,20	6,50	6,90	7,20	7,60
Geschätzter Wert je Aktie	EUR	6,10								23,0%	5,90	6,10	6,40	6,70	7,10	7,50	7,90

QUELLE: 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 (12 Monate):

Datum	Kursziel	Anlageempfehlung	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
29.08.2014	EUR 6,10	Buy	8
28.05.2014	EUR 6,60	Buy	8
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

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.