Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE **Bloomberg:** KA8:GR

Wechselvolles Radiowerbejahr

Rating: Buy **Risiko: Mittel**
Kurs: EUR 4,00
Kursziel: EUR 6,10 (unverändert)

In einem bisher wechselvollen Radiowerbejahr, in dem die Werbeaufwendungen zugunsten der Vermarkter von Monat zu Monat stark schwankten, setzte sich der Umsatzrückgang bei Klassik Radio im dritten Quartal fort. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum (Jan-Sep) sank der Konzernumsatz nach 9M/2014 auf EUR 6,3 Mio. von EUR 7,7 Mio. Trotz Einsparungen konnte der Rückgang ergebnisseitig nicht aufgefangen werden: EBITDA (EUR -0,4 Mio.), EBIT (EUR -0,5 Mio.) und Nettoergebnis (EUR -0,6 Mio.) wiesen einen Verlust aus. Nach u. E. werden die Schwankungen im diesjährigen Werbejahr durch die noch enge Kundenstruktur verstärkt. Positiv werten wir das Festhalten an den bisherigen Prognosen und haben deshalb trotz des schwachen dritten Quartals unsere Schätzungen nur leicht angepasst. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser Kursziel für die Klassik Radio-Aktie von EUR 6,10. Es basiert auf einem langfristigen, dreistufigen standardisierten DCF-Modell und entspricht einem Kurspotential von 52,5%.

Zwischenbericht 9M/2014

Während sich der Radiowerbemarkt im dritten Quartal erholte und von Januar bis September um +2,0% zulegte, stand bei Klassik Radio nach 9M/2014 ein Umsatzrückgang im Segment **Radiosender** auf EUR 5,9 Mio. (Vorjahr: EUR 7,2 Mio., -17,6% YoY) zu Buche. Auch ohne das reduzierte Barter-Geschäft mit einem Delta von EUR -0,5 Mio. gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum sind die Segmentumsätze nach u. E. prozentual knapp zweistellig zurückgegangen. Der v. a. ergebnisrelevante Netto Cash-Umsatz sank von EUR 5,9 Mio. im Vorjahrszeitraum auf EUR 5,1 Mio. (-12,9% YoY). Im Segment **Merchandising**, in dem Klassik Radio bewusst eine schonende Neuveröffentlichungs-Strategie betreibt, erreichte der Umsatz EUR 0,3 Mio. nach EUR 0,4 Mio. im Vorjahreszeitraum. Insgesamt ergab sich für den Berichtszeitraum ein **Konzernumsatz** von EUR 6,3 Mio. nach EUR 7,7 Mio. im Vorjahr (-17,6% YoY).

Obwohl frühzeitig Einsparungen eingeleitet wurden, ist es im dritten Quartal nicht gelungen, den Umsatzrückgang aufzufangen; alle drei Berichtsebenen, EBITDA (EUR -0,4 Mio.), EBIT (EUR -0,5 Mio.) und Nettoergebnis (EUR -0,6 Mio.) wiesen nach den ersten neun Monaten einen Verlust auf.

9M/2014		Rep.	Erw.	Δ
Umsatzerlöse	EURk	6.310	6.745	-6,4%
EBITDA	EURk	-350	285	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

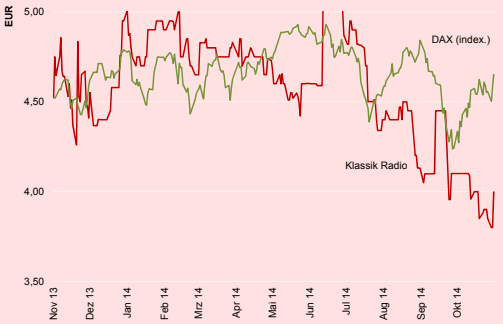
Buy-Rating bestätigt, Kursziel EUR 6,10 (unverändert)

Nach leichten Schätzungsanpassungen bleibt unser Kursziel (Base Case-Szenario) von EUR 6,10 (+52,5% ggü. dem Schlusskurs) unverändert. Die Grundannahmen unseres dreistufigen standardisierten DCF-Modells sind ein Margenanstieg während der Grobplanungsphase (2016e-24e) auf 25,0% (Peak Margins), stabile Reinvestitions- und Steuerquoten im gesamten Planungszeitraum sowie durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten von aktuell 7,7% (beta 1,1, quasi-risikolose Zinsen von 0,8%, Risikoprämie 9,0%, Zielkapitalstruktur 50/50). Wir bestätigen unser Buy-Rating.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476
Indizes: -
Transparenz-Level: General Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.
Marktkapitalisierung: 19,3 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 2.000
Jahresabschluss 2014: vss. April 2015

EUR Mio.	2013*	RJ13	2014e	2015e
Umsatz	10,5	2,9	10,2	10,7
EBITDA	0,6	0,5	1,0	1,4
EBIT	0,4	0,4	0,8	1,2
EBT	0,3	0,4	0,7	1,2
EAT	0,5	0,4	0,7	1,0
% vom Umsatz	**2013***	**RJ 13**	**2014e**	**2015e**
EBITDA	5,9%	15,7%	10,3%	13,1%
EBIT	3,5%	13,3%	8,0%	10,9%
EBT	2,8%	12,5%	7,1%	10,8%
EAT	4,3%	12,0%	6,5%	9,1%
Je Aktie/EUR	**2013***	**RJ 13**	**2014e**	**2015e**
EPS	0,09	0,07	0,14	0,20
Dividende	0,00	0,12	0,13	0,20
Buchwert	1,17	1,24	1,26	1,33
Cashflow	0,15	0,07	0,15	0,17
%	**2013***	**RJ 13**	**2014e**	**2015e**
EK-Quote	63,2%	65,7%	67,7%	72,7%
Gearing	1,4%	1,3%	0,8%	1,2%
x	**2013***	**RJ 13**	**2014e**	**2015e**
KGV	48,7	62,4	29,1	20,0
EV/Umsatz	2,25	7,80	1,98	1,83
EV/EBIT	64,1	58,7	24,9	16,8
KBV	3,9	3,7	3,2	3,0
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

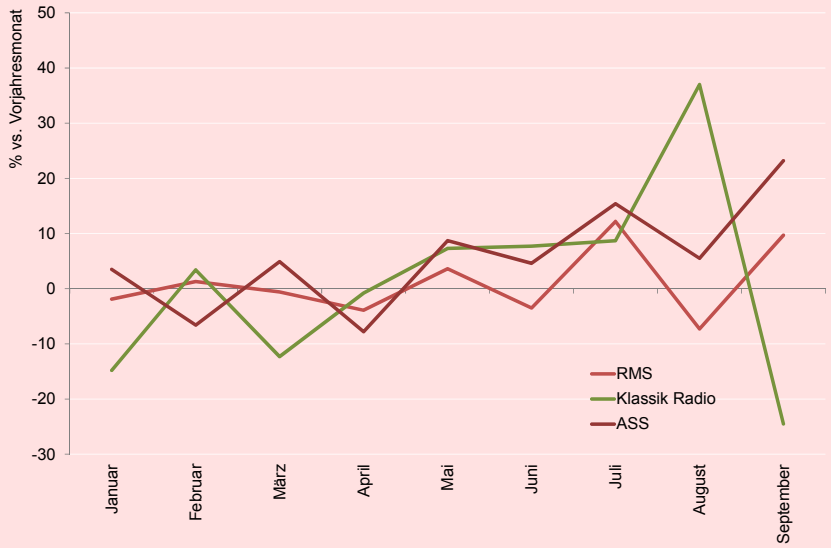
Bitte beachten Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und den Disclaimer auf den letzten Seiten dieser Studie.

In einem bisher wechselvollen Radiowerbejahr, in dem die Werbeaufwendungen zugunsten der Vermarkter von Monat zu Monat stark schwankten, setzte sich der Umsatzrückgang bei Klassik Radio im dritten Quartal fort. Der Rückgang der Klassik Radio Werbezeiten nach den schwächeren Vorquartalen (H1/2014 -3,5% gegenüber dem Vorjahreszeitraum) hat sich im Q3/2014 auf den ersten Blick sogar beschleunigt. In den ersten neun Monaten erreichten die Netto Cash-Umsätze nur EUR 5,1 Mio. nach EUR 5,9 Mio. im Vorjahreszeitraum (-12,9%). Nach u. E. werden die diesjährigen Schwankungen bei den Werbeaufwendungen allerdings durch die enge Kundenstruktur und das geringe Gesamtvolumen bei Klassik Radio weiter verstärkt, so dass Verschiebungen durch einzelne Werbekunden starke Ausschläge in beide Richtungen verursachen können. Positiv werten wir das Festhalten an der bisherigen Management-Guidance, so dass wir trotz des schwachen 9M/2014 unsere Schätzungen nur leicht angepasst haben.

Anpassung unserer Schätzungen Geschäftsjahr 2014e

Nach Überarbeitung unserer Schätzungen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2014e (erstmals kalenderjährlich) unverändert Konzernumsätze in Höhe von knapp EUR 10,2 Mio. Damit gehen wir davon aus, dass es Klassik Radio gelingen wird, die nach den ersten neun Monaten „fehlenden“ Netto Cash-Umsätze im vierten Quartal aufzuholen. Ermöglicht wird dies durch die Einschätzung, dass der Rückgang der Netto Cash-Umsätze im dritten Quartal wesentlich durch Verschiebungen von Werbeaufträgen verursacht wurde.

ABBILDUNG 1: BRUTTOWERBEAUFWENDUNGEN* IM RADIO 2014



Die von Nielsen Media Research ermittelten und von RMS monatlich aufbereiteten Daten zeigen die Bruttowerbeumsätze zugeordnet nach Gattungen und Vermarktern. Nebenstehende Grafik zeigt die starken monatlichen Schwankungen.

*Die Bruttowerbedaten spiegeln den sog. Werbedruck wider, bilden jedoch keine monetären Geldflüsse ab.

QUELLE: NIELSEN MEDIA RESEARCH, RMS, SPHENE CAPITAL

Unterstützt wird unsere Einschätzung durch die unveränderte Zwischenberichtsformulierung, wonach sich die im Konzernlagebericht abgegebenen wesentlichen Prognosen und sonstigen Aussagen zur voraussichtlichen Entwicklung nicht verändert haben. In Verbindung mit den fortgeführten Einsparungen erwarten wir weiterhin eine Verbesserung des EBITDA im Gesamtjahr 2014 und schließlich ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,14 (unverändert).

TABELLE 1: VERÄNDERUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN

EUR Mio.	2014e	2014e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	10.177	10.233	-0,6%	
EBITDA	1.046	1.134	-7,8%	Hoher operativer Leverage und gleichzeitige Kostenkontrolle
EAT	663	663	0,0%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 1 (FORTSETZUNG): VERÄNDERUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN

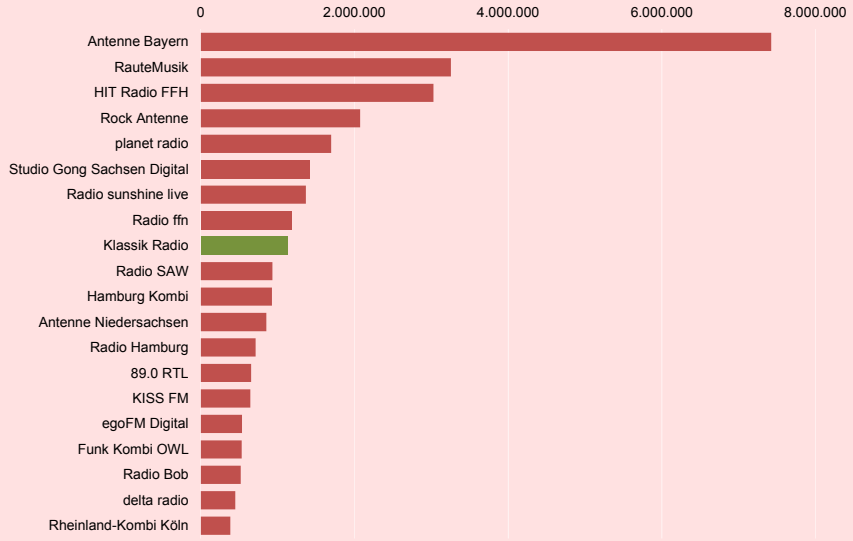
	2015e	2015e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	10.663	11.010	-3,2%	Verbesserte Werbemarktdurchdringung
EBITDA	1.402	1.668	-16,0%	Hoher operativer Leverage zusätzlicher Werbeerlöse
EAT	966	1.116	-13,4%	

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) sollte es Klassik Radio als einziger unabhängiger Radiovermarkter gelingen, seine Außenwahrnehmung als Werbeträger zu erhöhen. Dazu beitragen sollten nach unserer Einschätzung auch das starke Engagement des Senders in den neuen Radioformen, Webradio und DAB+. Während die Hörerfolge im DAB+ nicht gesondert gemessen werden und bislang nicht in den allgemeinen Hörstatistiken aufscheinen, nutzt Klassik Radio das Webradio – wie die IP Audio-Messergebnisse zeigen – mit Erfolg, um die Markenbekanntheit des Senders auszubauen. Im Werbeumsatzranking der privaten Radiosender rangiert Klassik Radio zwar im oberen Bereich, gemessen an der Reichweite ist der Vermarktungsanteil des Senders aber unterdurchschnittlich. Basisannahme für unsere Schätzungen ist, dass es Klassik Radio gelingen wird, dieses Potential in den kommenden Jahren auszuschöpfen.

ABBILDUNG 2: IP AUDIO III



In der zum dritten Mal veröffentlichten ma 2014 IP Audio III wurden erneut mehr Webradio-Publisher (29 gegenüber 26 in der ma IP Audio II) mit 185 (ggü. 165) Channels erfasst. Neu in unserer Abbildung dazu gekommen ist Studio Gong Sachsen Digital auf Rang 6.

QUELLE: MA IP AUDIO III, 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.
- Aufgrund des schlanken Geschäftsmodells wirken sich Veränderungen der Netto Cash-Umsätze stark in unseren Ergebnisschätzungen aus. Durch das hohe operative Leverage wird sich die von uns erwartete **EBIT-Marge** für 2014 auf 8,0% (bislang 8,6%) nach 3,5% in 2012/13 mehr als verdoppeln.
- Die **Eigenkapitalquote** lag zum 30.09.2014 bei 53,5% nach 65,7% zum Ende des Rumpfgeschäftsjahres 2013. Im Februar wurde die letzte Tranche

der festen Finanzverbindlichkeiten getilgt; es bestehen keine weiteren langfristigen Finanzschulden. Für die externe Finanzierung greift Klassik Radio bedarfsgerecht auf die vorhandenen Kreditlinien in Höhe von EUR 1,3 Mio. zurück. Im dritten Quartal dieses Jahres wurde zusätzlich ein kurzfristiges Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 0,8 in Anspruch genommen. Sollten unsere Ergebnisschätzungen für das Q4/2014e wie erwartet eintreten, gehen wir davon aus, dass dieses Gesellschafterdarlehen zügig abgebaut werden und sich die Eigenkapitalquote zum Geschäftsjahresende auf 67,7% verbessern wird.

- 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.

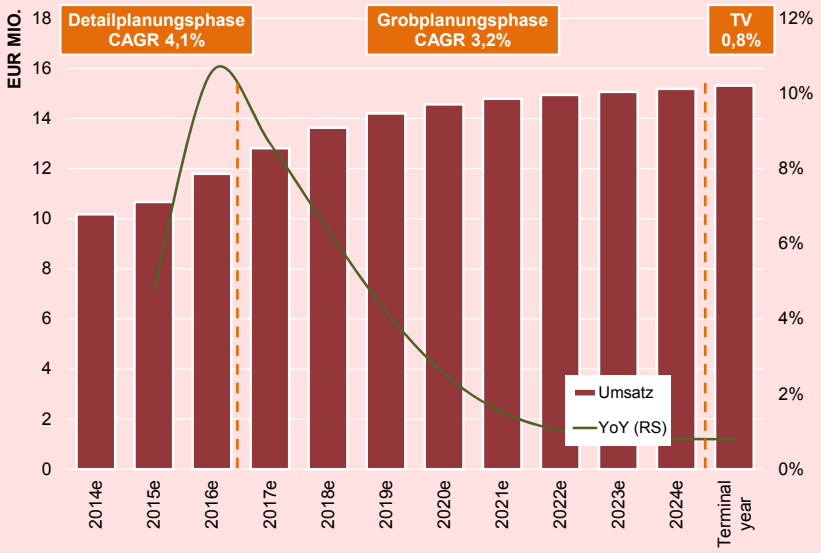
Nach wie vor spiegelt der Kurs der Klassik Radio-Aktie aus unserer Sicht nicht das erhebliche Vermarktungspotential des Senders wider. Vor dem Hintergrund der kontinuierlichen Schärfung der Marke im Programm und Verbreitung sowie der vom Management angestoßenen Vermarktungsoffensive betrachten wir das gegenwärtige Kursniveau als eine attraktive Einstiegsgelegenheit und bestätigen 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 7,70) und Bear Case-Szenarien (EUR 4,90) eröffnen nach u. E. ebenfalls attraktive Kurschancen gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 4,00.

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 4,1%.

ABBILDUNG 3: UMSATZ UND UMSATZ-WACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2024e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 3,2% 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 0,8% an.

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

- dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 10,9% in 2015e auf 25,4% in 2024e (Peak Margins) mehr als verdoppeln werden. Für die anschließende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen von 20,0% unterstellt;
- eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,8%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz zehnjähriger Bundesanleihen entspricht;
- ein Fundamental-**beta** von 1,1, das sich in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 2: 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 rechtfertigen lässt;
- dass sich der **Grenzsteuersatz** nach dem Abbau der steuerlichen 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 7,7% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,1 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,8%, 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 Caps-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 7,7% auf dann 5,8% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 3: WACC

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 6,10 je Aktie
Dabei werden etwa 63,1% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 36,9% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

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

TABELLE 4: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	kEUR	19.058
PV der Cashflows über 10 Jahre	kEUR	11.164
Summe PV	**kEUR**	**30.222**
Finanzschulden	kEUR	1.065
Cash	kEUR	160
Wert des Eigenkapitals	**kEUR**	29.317
Anzahl Aktien (post money)	Mio.	4.825
Kursziel je Aktie	**EUR**	**6,10**

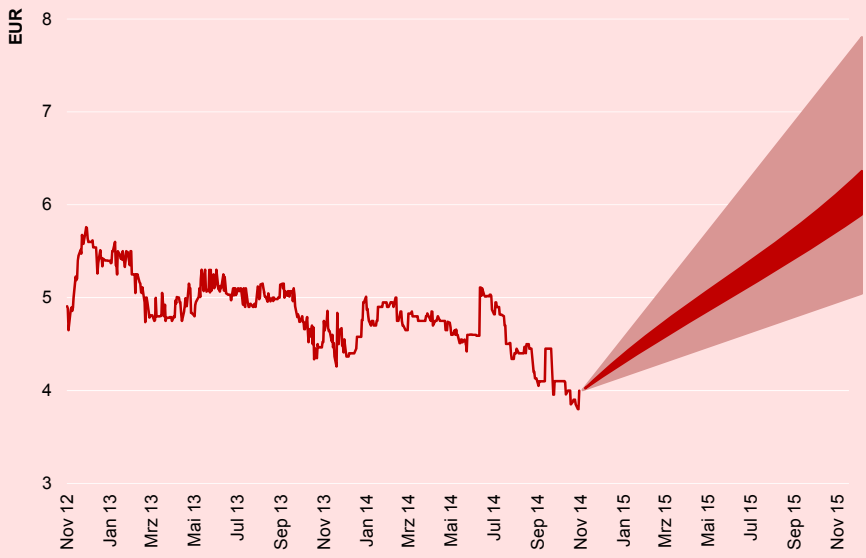
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 0,8%. %. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität innerhalb des Radio- und des gesamten Werbemarktes massiv verschärft und die Skaleneffekte des Senders nicht wie erwartetet 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 7,70 je Aktie.

ABBILDUNG 4: 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 1,7% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 1,60 auf EUR 7,70 je Aktie anheben.

Aktuelle Multiples vs. Multiples zum Kursziel
Bei Erreichen unseres Kurszieles wäre die Klassik Radio-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 6,10		
	2014e	2015e	2016e	2014e	2014e	2016e
KGV	29,1x	20,0x	13,8x	44,4x	30,5x	21,1x
EV/Umsatz	1,98x	1,83x	1,60x	2,97x	2,78x	2,46x
EV/EBIT	24,9x	16,8x	10,7x	37,4x	25,5x	16,4x
KBV	3,2x	3,0x	2,8x	4,9x	4,6x	4,3x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Chancen und Risiken
Chancen für unser Kursziel sehen wir

- insbesondere im Fall einer stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und den Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms.
- Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Finanzierung des Senders durch Werbeeinnahmen ist, wird der Erfolg des Geschäftsmodells nach unserer Einschätzung mittelfristig zunehmend an der

Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Internetradio gemessen werden.

Risiken bestehen nach unserer Einschätzung

- bei einer Verschlechterung der konjunkturellen Gesamtlage: Radiowerbung ist ein stark zyklisches Geschäft. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets der Kunden nieder und könnte überdies …
- … die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch mehr Rabattzugeständnissen führen (Ausweitung der Brutto-Netto-Schere).
- Ein spezifisches Unternehmens-Risiko sehen wir im hohen Fixkostenblock für den Senderbetrieb, der sich im Umfeld sinkender Werbebudgets der Agenturen 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 beide Gesellschaften noch in der Aufbauphase. Die große Zahl regionaler und kleinerer Kunden hilft dagegen, Abhängigkeiten zu vermindern.

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

Die Gründe für die hohe Attraktivität aus Sicht der werbetreibenden Industrie liegen in der hohen Reichweite, wodurch rasch eine regionale und bundesweite Bekanntheit aufgebaut werden kann. Hörfunkwerbung dient **(1)** der Unterstützung im Abverkauf, **(2)** als kurzfristig wirksames Ankündigungsmedium, **(3)** einer regionalen und bundesweiten Steigerung der Reichweite, **(4)** einer Verstärkung des Werbedrucks und **(5)** zur Ergänzung der visuellen Fernsehwerbung. Damit kann sich das Radio auch in einem rezessiven Umfeld kurzfristig behaupten, langfristig schätzen wir jedoch auch die Radiowerbung als ein zyklisches 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 Wachstumsoffensive geschaffen. Im oligopolistisch geprägten deutschen Radiomarkt, der eine zielgruppengenaue Ansprache durch die werbetreibende Industrie nur eingeschränkt ermöglicht und von tendenziell stagnierenden Nettowerbeerlösen geprägt ist, 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**	**10.177**	**10.663**
YOY	%	7,1%	5,6%	-2,6%	4,8%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	116	353	357
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-735	-2.563	-2.617
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-24,9%	-25,2%	-24,5%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-725	-2.515	-2.546
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-24,6%	-24,7%	-23,9%
EBITDA	**kEUR**	**620**	**462**	**1.046**	**1.402**
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	10,3%	13,1%
Abschreibungen	kEUR	-253	-70	-237	-240
EBIT	**kEUR**	**367**	**392**	**809**	**1.162**
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,3%	8,0%	10,9%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-24	-82	-6
EBT	**kEUR**	**295**	**368**	**727**	**1.156**
Steuern	kEUR	159	-14	-64	-190
Steuerquote	%	53,9%	-3,8%	-8,8%	-16,4%
Nettoergebnis vor Dritten	**kEUR**	**454**	**354**	**663**	**966**
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**	**966**
in % vom Umsatz	%	4,3%	12,0%	6,5%	9,1%
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**	**0,20**
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,14	0,20

* 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**	**6.736**	**6.508**
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	397	389	360	360
Sachanlagen	kEUR	261	259	204	144
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	848	837	675	506
Kurzfristige Vermögenswerte	**kEUR**	**1.904**	**2.120**	**2.218**	**2.303**
Vorräte	kEUR	343	353	350	357
Forderungen L+L	kEUR	971	1.018	1.135	1.189
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	567	586	680	680
Steueransprüche	kEUR	3	3	5	5
Zahlungsmittel	kEUR	20	160	48	72
Gesamt Aktiva	**kEUR**	**8.907**	**9.102**	**8.954**	**8.811**
Eigenkapital	**kEUR**	**5.627**	**5.981**	**6.065**	**6.404**
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	2.460
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0
Langfristige Schulden	**kEUR**	**79**	**75**	**51**	**80**
Finanzschulden	kEUR	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	79	75	51	80
Kurzfristige Schulden	**kEUR**	**3.201**	**3.046**	**2.838**	**2.327**
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.065	870	300
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	1.106	1.242	1.400	1.452
Rückstellungen	kEUR	43	52	50	52
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	587	670	508	513
Steuerschulden	kEUR	10	17	10	10
Gesamt Passiva	**kEUR**	**8.907**	**9.102**	**8.954**	**8.811**

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%**	**75%**	**74%**
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	61%	62%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	4%	4%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	2%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	6%
Kurzfristige Vermögenswerte	**%**	**21%**	**23%**	**25%**	**26%**
Vorräte	%	4%	4%	4%	4%
Forderungen L+L	%	11%	11%	13%	13%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	8%	8%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	1%	1%
Gesamt Aktiva	**%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Eigenkapital	**%**	**63%**	**66%**	**68%**	**73%**
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	54%	55%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	24%	28%
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%**	**32%**	**26%**
Finanzschulden	%	16%	12%	10%	3%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	14%	16%	16%
Rückstellungen	%	0%	1%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	7%	6%	6%
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	966
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	253	70	237	240
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-5	9	-2	2
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-120	7	138	198
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-198	-65	-210	-62
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-375	136	-206	-513
Bereinigungen	kEUR	738	-168	82	6
CFO	**kEUR**	**747**	**343**	**702**	**837**
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-78	-39	29	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**	**-153**	**-180**
FCF	**kEUR**	**536**	**268**	**549**	**657**
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-455	-120	0	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	-531	0	-579	-627
Bereinigungen	kEUR	359	-8	-82	-6
CFF	**kEUR**	**-627**	**-128**	**-661**	**-633**
Δ Liquide Mittel	kEUR	-91	140	-112	24
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	111	20	160	48
Liquide Mittel Ende der Periode	**kEUR**	**20**	**160**	**48**	**72**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick, 2011/12-2015e

Key Data		2011/12	2012/13	RJ2013	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	9.756,0	10.451,0	2.948,0	10.176,8	10.663,3
Rohertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.806,0	5.771,7	6.208,7
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	462,0	1.046,3	1.401,9
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	392,0	809,3	1.162,3
EBT	kEUR	-472,0	295,0	368,0	726,9	1.156,4
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	354,0	662,9	966,4
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	4,00	4,00
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,14	0,20
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,26	1,33
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,15	0,17
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,13	0,20
Kursziel	EUR					6,10
Kursperformance (12M)	%					52,5%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	10,3%	13,1%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,3%	8,0%	10,9%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	7,1%	10,8%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	12,0%	6,5%	9,1%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	9,1%	5,4%	6,2%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	10,9%	15,1%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	4,4%	0,8%	0,9%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	54,6	188,5	197,5
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	7,3	15,0	21,5
Wachstumsraten						
Umsatz	%	0,7%	7,1%	5,6%	-2,6%	4,8%
Rohertrag	%	-1,8%	7,7%	1,3%	-7,6%	7,6%
EBITDA	%	n/a	n/a	53,5%	68,8%	34,0%
EBIT	%	n/a	n/a	64,7%	120,5%	43,6%
EBT	%	n/a	n/a	64,3%	146,4%	59,1%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	53,9%	46,0%	45,8%
EPS	%	n/a	n/a	53,9%	46,0%	45,8%
CFPS	%	4,9%	50,3%	n/a	104,8%	19,2%
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.982,0	6.736,3	6.507,7
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	2.120,0	2.217,6	2.303,3
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.064,8	6.403,9
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	2.889,1	2.406,9
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	67,7%	72,7%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	0,8%	1,2%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	129,0	84,6	93,8
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	777,0	648,6	598,3

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	19.300,0	19.300,0
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	822,0	227,9
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	20.122,0	19.527,9
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	1,98	1,83
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	19,2	13,9
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	24,9	16,8
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	29,1	20,0
KBV	x	4,7	3,9	3,7	3,2	3,0
KCF	x	54,4	29,6	64,4	27,5	23,1
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	2,8%	3,4%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	3,3%	5,0%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	702,4	837,2
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	-75,0	-153,0	-180,0
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	268,0	549,4	657,2
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	-661,4	-633,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
Nettoerlöse	**kEUR**	**10.177**	**10.663**	**11.792**	**12.815**	**13.631**	**14.203**	**14.564**	**14.785**	**14.937**	**15.064**	**15.186**	**15.307**
YoY	%	-2,6%	4,8%	10,6%	8,7%	6,4%	4,2%	2,5%	1,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
EBIT	**kEUR**	**809**	**1.162**	**1.770**	**2.090**	**2.400**	**2.685**	**2.943**	**3.180**	**3.407**	**3.632**	**3.858**	**3.061**
in % der Umsätze	%	8,0%	10,9%	15,0%	16,3%	17,6%	18,9%	20,2%	21,5%	22,8%	24,1%	25,4%	20,0%
Steuerquote (τ)	%	8,8%	16,4%	22,7%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%
EBIT(1-τ)	**kEUR**	**738**	**971**	**1.368**	**1.441**	**1.655**	**1.852**	**2.029**	**2.193**	**2.349**	**2.504**	**2.660**	**2.111**
Reinvestment	kEUR	-153	-180	-180	-341	-272	-191	-120	-74	-51	-42	-40	-84
FCFF	**kEUR**	**585**	**791**	**1.188**	**1.100**	**1.383**	**1.661**	**1.909**	**2.119**	**2.298**	**2.462**	**2.620**	**2.026**
Invested Capital	kEUR	6.887	6.632	6.812	7.153	7.425	7.616	7.736	7.810	7.860	7.903	7.943	
ROCE	%	10,7%	14,6%	20,1%	20,1%	22,3%	24,3%	26,2%	28,1%	29,9%	31,7%	33,5%	20,0%
WACC	%	7,7%	7,7%	7,7%	7,4%	7,2%	7,0%	6,7%	6,5%	6,3%	6,0%	5,8%	5,8%
PV (FCFF)	**kEUR**	**543**	**683**	**952**	**821**	**962**	**1.081**	**1.164**	**1.213**	**1.238**	**1.250**	**1.258**	

Terminal Cashflow	kEUR	2.026
Terminal Cost of Capital	%	5,8%
Terminal Value	kEUR	39.694
PV (Terminal Value)	kEUR	19.058
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	11.164
Summe PV	**kEUR**	**30.222**
Insolvenzwahrscheinlichkeit (TV)	%	0,10%
PV (Operative Assets)	kEUR	30.222
Debt	kEUR	1.065
Cash	kEUR	160
Wert des Eigenkapitals	kEUR	29.317
Anzahl der Aktien	kEUR	4.825
Geschätzter Wert je Aktie	**EUR**	**6,10**

		TV CAGR						
	EUR	**-0,1%**	**0,2%**	**0,5%**	**0,8%**	**1,1%**	**1,4%**	**1,7%**
TV EBIT-Marge	**17,0%**	4,90	5,10	5,30	5,50	5,70	6,00	6,30
	18,0%	5,10	5,30	5,50	5,70	5,90	6,20	6,50
	19,0%	5,20	5,40	5,60	5,90	6,10	6,40	6,80
	20,0%	5,40	5,60	5,80	**6,10**	6,30	6,70	7,00
	21,0%	5,60	5,80	6,00	6,30	6,60	6,90	7,30
	22,0%	5,70	6,00	6,20	6,50	6,80	7,10	7,50
	23,0%	5,90	6,10	6,40	6,70	7,00	7,30	7,70

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältig, 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 ersetzten. 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 analysierte 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)
20.11.2014	EUR 6,10	Buy	1; 8
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.