

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy

Risiko: Mittel

Kurs: EUR 3,93

Kursziel: EUR 5,80 (alt EUR 6,10)

Spitzes Konzept – entspannende Inhalte

Mit innovativen und spitzen Konzepten baut Klassik Radio seine bundesweite Formatradiomarkte auch in den digitalen Radioformen aus. 2014 nahm die Hörfunkwerbung in der zweiten Jahreshälfte an Fahrt auf, ein ähnliches Muster erwarten wir auch in diesem Jahr. Nach einer schwachen Umsatzentwicklung im Q1/2015 haben wir unsere Schätzungen dennoch reduziert und uns enger an der Guidance orientiert, der zufolge 2015e ein leichter Anstieg von Umsatz und EBITDA erwartet wird. Chancen aus der Verbindung von Multi-Plattform-Präsenz und hoher Zielgruppengenauigkeit sehen wir vor allem in neuen Vermarktungsmöglichkeiten durch anspruchsvollere Werbekombinationen. Vor dem Hintergrund der erwarteten Ertragsverbesserungen ist die Klassik Radio-Aktie u. E. fundamental unterbewertet. Wir sehen ein Kursziel für die Aktie von EUR 5,80 (bisher EUR 6,10) und bestätigen unser Buy-Rating.

Jahresabschluss 2014 und Q1/2015

Im Geschäftsjahr 2014 erzielte Klassik Radio Umsätze von EUR 10,0 Mio. Im Kerngeschäft Radiosender (ca. 92% der Umsätze) erreichten die Umsätze mit Dritten EUR 9,2 Mio., der Bereich Merchandising (ca. 7% der Umsätze) erlöste EUR 0,7 Mio. Auf Konzernebene errechneten sich ein EBITDA von EUR 1,0 Mio., ein EBIT von EUR 0,8 und ein Nettoergebnis von EUR 0,6 Mio. (EPS EUR 0,13). Damit wurde zwar das Umsatzziel nicht mehr erreicht, eindeutig erfüllt wurde dagegen das Ziel eines weiter steigenden Ergebnisses, was vor allem auf ein hervorragendes Werbeergebnis im Q4/2014 (Netto Cash-Umsätze +22,7%) zurückzuführen war.

Im Q1/2015 kamen vom Radiowerbemarkt (+0,4% YoY) keine Impulse. In diesem Umfeld verbuchte Klassik Radio einen Umsatzrückgang auf EUR 1,8 Mio. bzw. um EUR 402 (Q1/2014 EUR 2,2 Mio.), der sich weitgehend auch im EBITDA von EUR -0,3 Mio. niederschlug (Q1/2014 EUR 0,0 Mio.). Der Nettoverlust lag bei EUR -0,4 Mio. nach einem ausgeglichenen Ergebnis im Vorjahreszeitraum.

Guidance bestätigt

Die Guidance 2015e wurde bei der Vorlage der Q1-Zahlen bestätigt. Demzufolge erwartet das Management im Geschäftsjahr 2015e im Segment Radiosender und auf Konzernebene einen leichten Anstieg von Umsatz und EBITDA, während im deutlich kleineren Segment Merchandising mit einem leichten Rückgang von Umsatz und EBITDA gerechnet wird.

Schätzungen für 2015e

Wir haben unserer Schätzungen überarbeitet und uns dabei stärker an der Guidance orientiert. Dabei erwarten wir auf der Basis eines u. E. erneut stärkeren H2 im laufenden Geschäftsjahr 2015e Umsätze von EUR 10,2 Mio. (vorher EUR 10,5), ein EBITDA von EUR 1,2 Mio. (vorher EUR 1,4) und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,17 (vorher EUR 0,20).

Buy-Rating, Kursziel EUR 5,80 (alt EUR 6,10) je Aktie

Unser Kursziel von EUR 5,80 (+47,6% ggü. dem letzten Schlusskurs) basiert auf einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell (TV EBIT-Marge 20,0%, TV WACC 5,6%, TV FCF-CAGR 0,6%, Fundamental-beta 1,1).

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 19,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Hauptversammlung: 20. Juli 2015

EUR Mio.	RJ13	2014	2015e	2016e
Umsatz	2,9	10,0	10,2	11,1
EBITDA	0,5	1,0	1,2	1,5
EBIT	0,4	0,8	1,0	1,3
EBT	0,4	0,8	1,0	1,3
EAT	0,4	0,6	0,8	1,1

% vom Umsatz	RJ 13	2014	2015e	2016e
EBITDA	15,7%	10,3%	11,8%	13,7%
EBIT	13,3%	8,0%	9,8%	11,9%
EBT	12,5%	7,5%	9,5%	11,7%
EAT	12,0%	6,4%	8,0%	9,5%

Je Aktie/EUR	RJ 13	2014	2015e	2016e
EPS	0,07	0,13	0,17	0,22
Dividende	0,12	0,13	0,14	0,14
Buchwert	1,24	1,25	1,29	1,37
Cashflow	0,07	0,06	0,12	0,32

%	RJ 13	2014	2015e	2016e
EK-Quote	65,7%	62,3%	65,6%	69,5%
Gearing	1,3%	13,1%	12,5%	0,8%

x	RJ 13	2014	2015e	2016e
KGV	62,4	27,6	23,1	17,8
EV/Umsatz	7,80	1,88	1,97	1,77
EV/EBIT	58,7	23,5	20,0	14,8
KBV	3,7	2,9	3,0	2,9

EUR Mio.	2014	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	-	↗	
Guidance: EBITDA	-	↗	



QUELLE: 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

Trotz eines bemerkenswert starken Q4/2014 wurde das ursprünglich in Aussicht gestellte Ziel eines Umsatzwachstums über dem Werbemarkt nicht mehr erreicht. Eindeutig erfüllt wurde dagegen das Ziel eines weiter steigenden Ergebnisses. EBITDA, EBIT und Nettoergebnis konnten sowohl gegenüber dem Geschäftsjahr 2012/13 als auch gegenüber unserem Vergleichszeitraum von Januar bis Dezember 2013 im niedrigen bis hohen zweistelligen Prozentbereich verbessert werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2015e rechnet das Management im Segment Radiosender und auf Konzern-ebene und mit einem leichten Anstieg von Umsatz und EBITDA. Im deutlich kleineren Segment Merchandising werden dagegen ein leichter Rückgang von Umsatz und EBITDA erwartet. Dabei zeichnet sich nach Vorlage des Q1/2015 ein ähnliches Muster wie im Vorjahr ab; Umsatz- und Ergebnisanstieg sollten damit nach unserer Einschätzung vor allem auf der Basis der zweiten Jahreshälfte gelingen.

Geschäftsjahr 2014 mit rückläufigen Umsätzen

Erstmals erfolgte der Jahresbericht bei Klassik Radio kalenderjährig. Aus diesem Grund ist ein direkter Vorjahresvergleich nicht möglich. Nachfolgend haben wir den aktuellen Abschluss dem letzten ganzjährigen Jahresabschluss 2012/13 (Geschäftsjahresende September) und einem errechneten Zeitraum Januar bis Dezember 2013 gegenüber gestellt.

Im Geschäftsjahr 2014 erwirtschaftete Klassik Radio Umsätze in Höhe von EUR 10,0 Mio. nach EUR 10,5 Mio. (-4,3%) im Geschäftsjahr 2012/13 bzw. EUR 10,6 Mio. (-5,7%) in dem von uns berechneten vergleichbaren Vorjahreszeitraum Januar bis Dezember 2013. Allerdings hat Klassik Radio im Geschäftsjahr 2014 die Provisionen für Agenturen erstmals direkt vom ausgewiesenen Umsatz abgezogen; nach einer entsprechenden Bereinigung der berichteten Umsätze 2012/13 würde sich der Umsatzrückgang im Geschäftsjahr 2014 auf -1,9% reduzieren. Andererseits sind in 2014 höhere Umsätze aus Gegengeschäften von EUR 1,1 Mio. (2012/13 EUR 0,9 Mio.) enthalten. Erfasst werden dabei Leistungen des Senders (analog auch des Merchandising, dort aber in deutlich geringem Ausmaß), die im Austausch zu Leistungen Dritter (im Wesentlichen Werbung) erbracht werden. Dabei gleichen sich empfangene Leistungen und Verpflichtungen aus, so dass daraus keine Ergebnisbeträge erwirtschaftet werden.

Im Kerngeschäft **Radiosender** (ca. 92% der Umsätze) erreichten die Umsätze mit Dritten im abgelaufenen Geschäftsjahr EUR 9,2 Mio. Die Netto Cash-Umsätze, deren Veränderung zu einem großen Teil direkt in das Ergebnis fließt, erreichten EUR 7,8 Mio. nach EUR 7,7 Mio. in 2012/13 (+0,7%). Vor allem in der wichtigen Vorweihnachtszeit konnte Klassik Radio ein hervorragendes Werbeergebnis erzielen und die Netto Cash-Umsätze im Q4/2014 um +22,7% gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum (Oktober-Dezember 2013) steigern. Im Bereich **Merchandising** (konzernweit für ca. 7% der Erlöse verantwortlich) wurden Umsätze von EUR 0,7 Mio. erzielt.

Nach einem sehr starken vierten Quartal 2014 hat Klassik Radio das Umsatzziel zwar verfehlt, das Ziel einer Ergebnisverbesserung jedoch klar erfüllt.

TABELLE 1: UMSATZ UND ERGEBNIS 2014

KEUR	GJ 2014	Erwartet	GJ 2012/13	Jan-Dez 2013*	Kommentar
Umsatz	10.006	10.177	10.451	10.607	Im Geschäftsjahr 2014 wurden Provisionen für Agenturen in Höhe von EUR 0,4 Mio. erstmals direkt von den Umsätzen abgezogen. Der Vergleich zu den Vorjahresumsätzen wird damit um rund 2% negativ verzerrt.
davon Radiosender	9.240	9.595	9.542	9.784	
davon Merchandising	664	582	795	713	
EBITDA	1.029	1.046	620	780	
EBIT	804	809	367	520	
Nettoergebnis	639	663	454	577	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

*Sphere Capital Schätzungen

Ergebnis 2014 auf allen Ebenen verbessert

Trotz niedrigerer Umsätze konnte Klassik Radio das Konzernergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr auf allen Ebenen steigern. Das EBITDA erreichte EUR 1,0 Mio. (Marge 10,3%) nach EUR 0,6 Mio. (Marge 5,9%) im Geschäftsjahr 2012/13 bzw. EUR 0,8 Mio. (Marge 7,4%) in dem von uns berechneten vergleichbaren Vorjahreszeitraum Januar bis Dezember 2013. Als Hauptgrund haben wir bereits mehrfach auf die nach unserer Einschätzung frühzeitig, zu Jahresbeginn eingeleiteten Gegensteuerungsmaßnahmen durch das Management hingewiesen; gleichzeitig sehen wir darin einen Beleg für die sehr schlanke

Kostenstruktur des Geschäftsmodells.

Eigenkapitalquote Ende 2014 bleibt auf hohem Niveau

Der operative Cashflow lag 2014 bei EUR 0,3 Mio.; im Rumpfgeschäftsjahr 2013 hatte Klassik Radio einen CFO in Höhe von ebenfalls EUR 0,3 und im Geschäftsjahr 2012/13 von EUR 0,7 Mio. ausgewiesen. Allerdings wurden darin Schwankungen bei der Inanspruchnahme des Kontokorrentkredites berücksichtigt, die Klassik Radio bis auf einen Sockelbetrag von EUR 0,4 Mio. der operativen Geschäftstätigkeit zuordnet. Neben Kontokorrentlinien, die zum 31. Dezember 2014 zu knapp EUR 0,9 Mio. In Anspruch genommen waren, steht Klassik Radio ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von knapp EUR 0,8 zur Verfügung, das Angaben gemäß zu marktüblichen Konditionen verzinst und bis 31.12.2016 zurückzuzahlen ist. Die Nettoverschuldung lag nach unserem Modell per Ende 2014 bei EUR 1,2 Mio. (RJ 2013 EUR 0,9 Mio., GJ 2012/13 EUR 1,4 Mio.). Die Eigenkapitalquote lag bei 62,3% (RJ 2013 65,7%; GJ 2012/13 63,2%).

TABELLE 2: UNTERNEHMENSGUIDANCE UND DARSTELLUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN

	Guidance 2015e	2015e	2015e (alt)	Δ	2016e	Kommentar
Umsatz	↗	10.231	10.484	-2,4%	11.149	Wir erwarten 2015e einen Umsatzanstieg um 2,3% (Radiosender +2,5%, Merchandising -2,0%). Bei einer weiteren Margenverbesserung erwarten wir ein EBITDA von EUR 1,2 Mio. (+17,1%).
davon Radiosender	↗	9.475	9.764	-3,0%	10.385	
davon Merchandising	↘	653	625	4,6%	660	
EBITDA	↗	1.205	1.387	-13,1%	1.531	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Q1/2015 im Überblick

Während der deutsche Werbemarkt nach den von Nielsen erhobenen Bruttowerbedaten im Q1/2015 um +2,6% im gegenüber dem Vorjahreszeitraum zulegen, verzeichneten die Werbeschaltungen im Radio im ersten Quartal nur ein knappes Plus von 0,4%. In diesem wie schon im Q1/2014 impulslosen Radiowerbeumfeld musste Klassik Radio auch im Q1/2015 einen Erlösrückgang beim Radiosender auf 1,6 Mio. von 2,0 Mio. bzw. ein Minus von 19,5% hinnehmen. Die maßgeblichen Umsätze aus dem Verkauf von Werbezeiten lagen um 17,7% unter dem Vorjahr. Im Segment Merchandising erreichten die Umsätze im Q1/2015 EUR 0,1 Mio. (Q1/2014 EUR 0,1 Mio.).

Auf Konzernebene standen damit im Q1/2015 Umsätze in Höhe von EUR 1,8 Mio. nach EUR 2,2 Mio. im Q1/2014 bzw. ein Minus von 18,5% zu Buche. Der absolute Umsatzrückgang um kEUR 402 schlug sich dabei weitgehend auch im EBITDA nieder, das sich auf EUR -0,3 Mio. von EUR 0,0 Mio. (bzw. kEUR -366) verschlechterte. Der Nettoverlust lag im Q1/2015 bei EUR -0,4 Mio. nach einem ausgeglichenen Ergebnis im Vorjahr.

Guidance für das Geschäftsjahr 2015e

Die Guidance 2015e wurde bei der Vorlage der Q1-Zahlen bestätigt. Demnach rechnet das Management auf Konzernebene und im Segment Radiosender mit einem leichten Anstieg von Umsatz und EBITDA, was vor allem auf der Basis des werbestarken vierten Quartals gelingen soll. Dagegen werden im Segment Merchandising ein leichter Rückgang von Umsatz und EBITDA erwartet.

Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2015e

Wir haben unserer Schätzungen überarbeitet, wobei wir uns stärker an der Unternehmens-Guidance orientieren, die auf Konzernebene nur leichte Steigerungen von Umsatz, EBITDA und Free-Cashflow gegenüber 2014 vorsieht. Demzufolge erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2015e Umsätze in Höhe von EUR 10,2 Mio. (vorher EUR 10,5), ein EBITDA von EUR 1,2 Mio. (vorher EUR 1,4) und ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,17 (vorher EUR 0,20).

Unserem Prognosemodell liegen folgende Annahmen zugrunde:

- Mit seinem bundesweit einheitlichen Programm und einer nach unserer Einschätzung deutschlandweit fast einzigartigen Multi-Plattform-Strategie aus UKW, Kabel, Satellit, Online Audio und nationalem DAB+ in allen Bundesländern (mindestens vier Plattformen) bietet Klassik Radio der werbetreibenden

Nach der Vorlage des Q1/2015 zeichnet sich ein ähnliches Muster wie im Vorjahr ab

Schätzungen für 2015e gesenkt

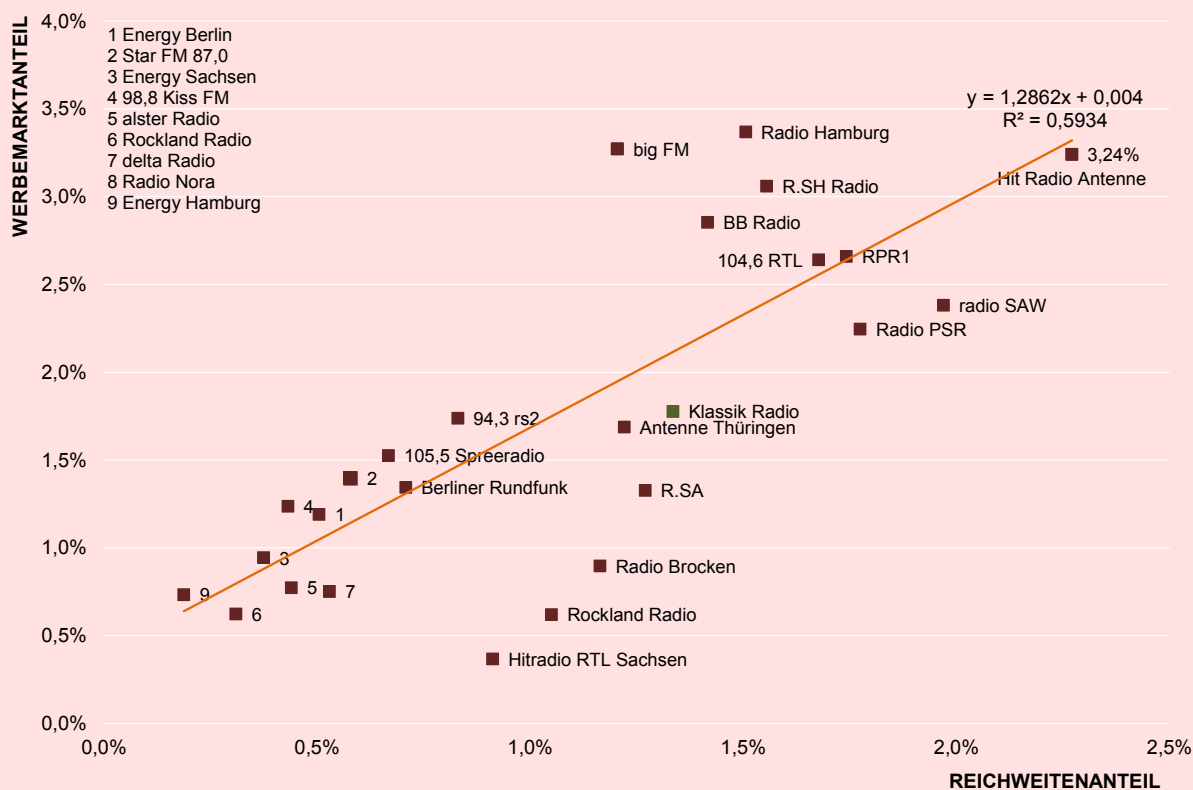
Klassik Radio liegt im Werbeumsatzranking der privaten Radiosender im oberen Drittel, gemessen an der Reichweite des Senders ist der Vermarktungsanteil jedoch noch unterdurchschnittlich. Basisannahme für unsere Schätzungen

benden Industrie eine einmalige Vermarktungstiefe. Hinzu kommen die attraktiven Zielgruppenmerkmale eines überdurchschnittlich hohen Anteils von einkommensstarken und kulturbegeisterten Hörergruppen sowie Entscheidungen.

zungen ist, dass es Klassik Radio gelingen wird, dieses Potential in den kommenden Jahren auszu-schöpfen.

- Ⓢ Aus dieser Kombination von Multi-Plattform-Präsenz und hoher Zielgruppen-genauigkeit bieten sich nach unserer Einschätzung weitere Werbepotentiale und in der Zukunft anspruchsvollere und innovative Werbeformen.
- Ⓢ Neben dem Duopol von RMS (ca. 66% Marktanteil) und AS&S Radio (ca. 32% Marktanteil) gewinnt Klassik Radio als einziger unabhängiger Radio-vermarkter in der Wahrnehmung als Werbeträger weiter an Relevanz. Dazu bei trägt nach unserer Einschätzung auch die ma IP Audio, in der seit rund einem Jahr vierteljährlich die Hörerdaten der Radio-Livestreams veröffent-licht werden. Nach den Plänen der Arbeitsgemeinschaft MediaAnalyse (ag-ma) sollen diese neuen Daten mit denen der klassischen MA Radio verknüpft und ab Herbst diesen Jahres in einer konvergenten Datei dargestellt werden. Neben einem auf UKW einzigartigen Privatradioprogramm nutzt Klassik Radio das Webradio für den Ausbau eines spitzen und innovativen Radiokonzeptes mit Klassik- und klassiknahen Musikinhalten.

ABBILDUNG 1: WERBESTÄRKE* VERSUS REICHWEITE



*Gemessen an den Bruttowerbeumsätzen 2014

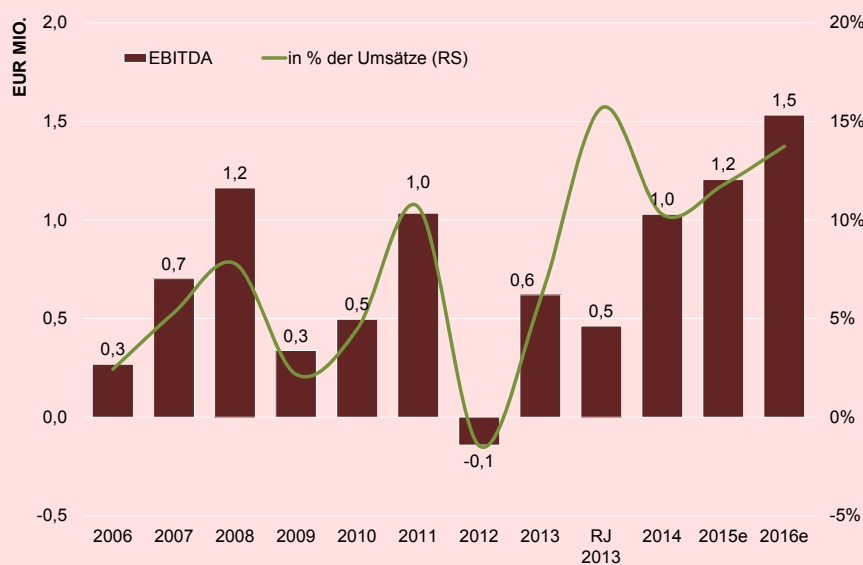
QUELLE: ARD WERBUNG SALES & SERVICES, NIELSEN MEDIA, SPHENE CAPITAL

- Ⓢ Auch 2015e haben wir in unserem Modell keinen nennenswerten, zusätzli-chen **Investitionsbedarf** angenommen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine stabile Entwicklung der Fixkosten für den Senderbetrieb und die Verbreitung (die den wesentlichen Kostenblock markieren).
- Ⓢ In Verbindung mit einer aus dem schlanken Geschäftsmodell abzuleitenden stabilen Entwicklung der **Abschreibungen** erwarten wir eine weitere Aus-wei-tung der EBIT-Marge von 8,0 % (2014) auf 9,8% (2015e).
- Ⓢ Aufgrund des Verlustes im Q1/2015 hat sich die **Eigenkapitalquote** zum 31.03.2015 von 62,3% auf 56,0% reduziert, liegt damit aber nach unserer

Einschätzung weiterhin auf einem sehr auskömmlichen Niveau. Neben einer Kontokorrentlinie, die zum 31. März 2015 nach unserer Schätzung mit EUR 1,1 Mio. in Anspruch genommen gewesen sein dürfte, steht Klassik Radio ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von knapp EUR 0,8 zur Verfügung. Nach unseren Schätzungen wird die Nettoverschuldung Ende 2015e weitgehend unverändert zum Vorjahr bei EUR 1,2 Mio. liegen.

- Ⓢ 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.

ABBILDUNG 2: EBITDA UND EBITDA-MARGE



In unserem Modell haben wir unterstellt, dass große Teile der erwarteten Umsatzzuwächse direkt in das Ergebnis einfließen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Partizipation der Anteilseigner

Seit Klassik Radio für das Geschäftsjahr 2010/11 erstmals eine Dividende von EUR 0,10 je Aktie ausgeschüttet hat, wurde die jährliche Ausschüttung regelmäßig erhöht. Für das Geschäftsjahr 2012/13 und das Rumpfgeschäftsjahr 2013 erhielten die Aktionäre eine Ausschüttung in Höhe von EUR 0,6 Mio. bzw. EUR 0,12 je Aktie. Für 2014 erwarten wir eine Dividende von EUR 0,13 je Aktie. Bezogen auf das aktuelle Kursniveau von EUR 3,93 beträgt die von uns unterstellte Dividendenrendite 2015e damit 3,3%.

Aus unserer Sicht spiegelt sich das Vermarktungspotential des Senders nicht im Kurs der Klassik Radio-Aktie wider. Vor dem Hintergrund einer kontinuierlichen Schärfung der Marke in Programm und Verbreitung sowie einer vorangetriebenen Vermarktungsoffensive betrachten wir das gegenwärtige Kursniveau als attraktive Einstiegsgeschäft. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG. Unser aus einem standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel beträgt EUR 5,80 je Aktie (Base Case-Szenario). Bull- (EUR 7,00) und Bear Case-Szenarien (EUR 4,80) eröffnen nach unserer Einschätzung ebenfalls attraktive Kurschancen.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

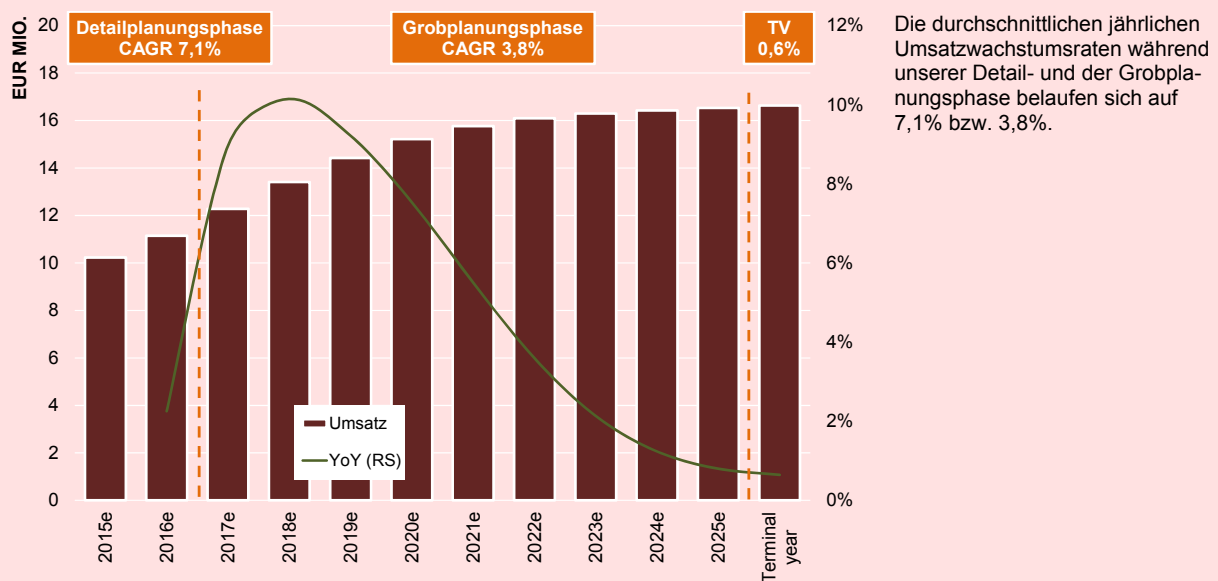
Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis

zum Jahr 2017e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-17e in Höhe von 7,1%.

- Ⓢ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2025e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 3,8% 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 0,6% an.

ABBILDUNG 3: UMSATZ UND UMSATZ-WACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

- Ⓢ dass die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 9,8% in 2015e auf 23,7% in 2025e (Peak Margins) ansteigen 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 0,6%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz zehnjähriger Bundesanleihen entspricht;
- Ⓢ 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 30,0% orientiert;
- Ⓢ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 0,2% pro Jahr, die einem von uns für Klassik Radio abgeleiteten Rating von BBB zugrunde liegt;
- Ⓢ ein **Fundamental-beta** von 1,1, das sich in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 3: 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 PROGNOSEN

- ☉ 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 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 10,1% (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 2,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Klassik Radio eine industrietypische 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 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 4: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,10
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	10,1%
Kosten des Eigenkapitals	%	11,7%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	6,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 4: WACC (FORTS.)

Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	2,6%
Steuerquote	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,8%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,9%
WACC basierend auf Marktwerten		7,8%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 5,80 je Aktie

Dabei werden etwa 63,9% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 36,1% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 5,80 je Aktie

TABELLE 5: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	kEUR	18.623
PV der Cashflows über 10 Jahre	kEUR	10.529
Summe PV	kEUR	29.152
Finanzschulden	kEUR	1.611
Cash	kEUR	367
Wert des Eigenkapitals	kEUR	27.908
Anzahl Aktien (post money)	Mio.	4.825
Kursziel je Aktie	EUR	5,80

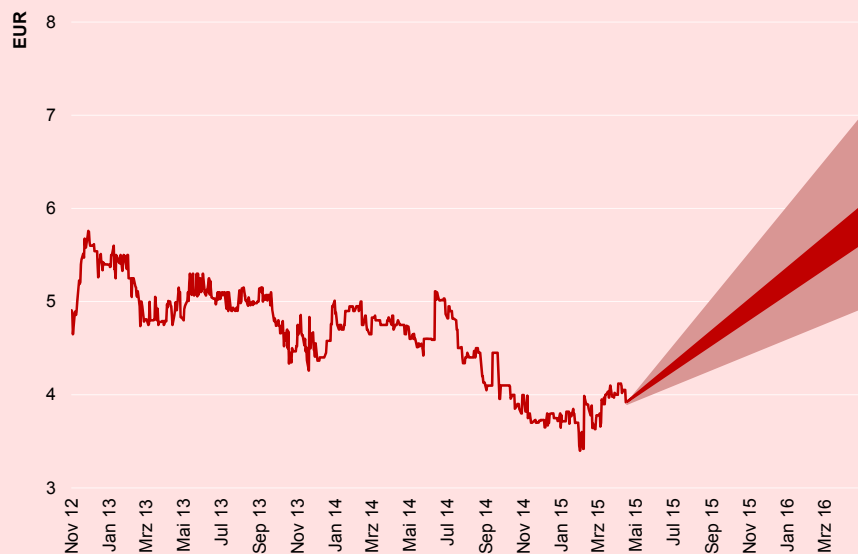
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 0,0% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität innerhalb des Radio- und des gesamten Werbemarktes massiv verschärft und die Skaleneffekte des Senders nicht wie erwartet gehoben werden können. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Klassik Radio bis auf EUR 4,80 je Aktie zurückgehen.
- ⊕ **Bull-Case-Szenario:** In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir einen noch zügigeren und stärkeren Anstieg der Margen, welcher insbesondere die Erfolge der Werbezitenvermarktung 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 1,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 1,20 auf EUR 7,00 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 4,80 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 7,00 je Aktie.

ABBILDUNG 4: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 5,80 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

Aktuelle Multiples vs. Multiples zum Kursziel

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

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 5,80	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	23,1x	17,8x	34,1x	26,3x
EV/Umsatz	1,97x	1,77x	2,58x	2,58x
EV/EBIT	20,0x	14,8x	29,9	21,6x
KBV	3,0x	2,9x	4,5x	4,2x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Chancen und Risiken

Chancen für unser Kursziel sehen wir

- ⑤ insbesondere im Fall einer stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- ⑤ 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 unserer Einschätzung mittelfristig zunehmend an der Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Internet-radio gemessen werden.

Risiken bestehen nach unserer Einschätzung

- ⑤ 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 ...
- ⑤ ... 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 Vertriebs-töchter Euro Klassik und Klassik Radio Direkt hält das Unternehmen den Kontakt zu den Mediaagenturen und den Werbekunden in eigener Hand, al-lerdings befinden sich beide Gesellschaften noch in der Aufbauphase. Die große Zahl regionaler und kleinerer Kunden hilft dagegen, Abhängigkeiten zu vermindern.

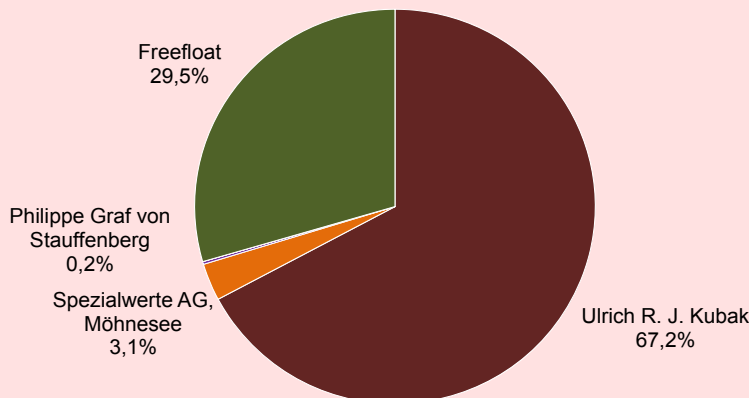
Der Hörfunkmarkt für Werbezeitenvermarktung

Trotz eines starken Wettbewerbs zwischen den verschiedenen Werbeträgern und vor allem durch TV und Internet konnte das Radio auch im vergangenen Jahr seinen Marktanteil knapp behaupten; 2014 erreichte das Radio einen Anteil am Werbegesamtmarkt von 5,9% (Vj.: 6,0%). Laut Nielsen Media stiegen die Bruttowerbeeinahmen der Radiosender von Januar bis Dezember 2013 kumu-liert um 2,2%. Das ist weniger als 2012, als das Radio ein Wachstum von 3,6% erzielen konnte und steht vor dem Hintergrund eines sehr schwankenden Ver-laufes bis in die zweite Jahreshälfte.

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 Unterstüt-zung im Abverkauf, **(2)** als kurzfristig wirksames Ankündigungsmedium, **(3)** einer regionalen und bundesweiten Steigerung der Reichweite, **(4)** einer Verstärkung des Werbedrucks und **(5)** zur Ergänzung der visuellen Fernsehwerbung. Damit kann sich das Radio auch in einem rezessiven Umfeld kurzfristig behaupten, langfristig schätzen wir jedoch auch die Radiowerbung als ein zyklisches Ge-schäft ein, das von einem konjunkturellen Einbruch überdurchschnittlich betref-fen sein dürfte.

Jedoch waren die Sender im Verteilungskampf um die Werbegelder in den ver-gangenen Jahren zu immer höheren Rabattzugeständnissen gegenüber der werbetreibenden Industrie und den Agenturen bereit. Die Schere zwischen den Brutto- und Nettowerbeerlösen lag zuletzt bei 47,0% und hat sich damit zumin-dest stabilisiert.

ABBILDUNG 5: AKTIONÄRSSTRUKTUR



Hauptaktionär der Klassik Radio AG ist der Vorstand Ulrich R. J. Kubak. Die Marktkapitalisierung des Freefloat beträgt gegenwärtig EUR 5,2 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

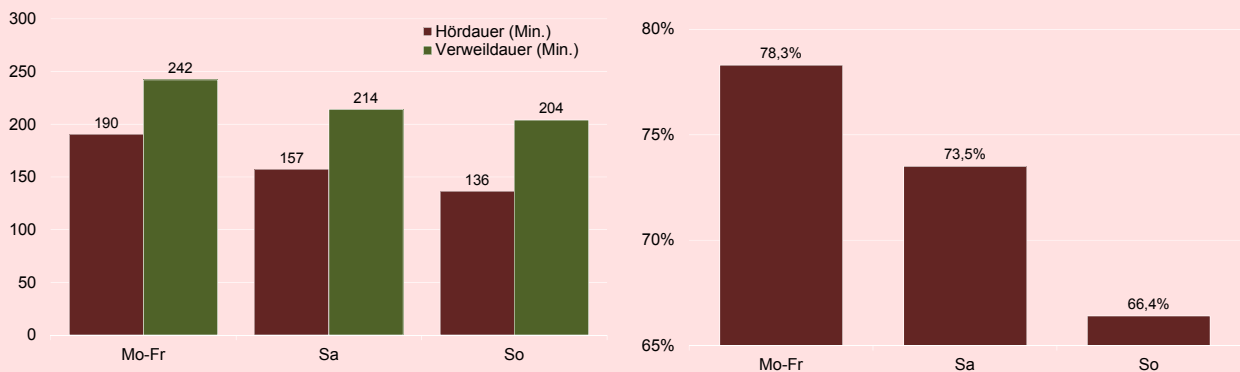
eingeschränkt ermöglicht und von tendenziell stagnierenden Nettowerbeerlösen geprägt ist, sollte es Klassik Radio nach unserer Einschätzung gelingen, die bestehende Lücke zwischen relativer Reichweite und dem Anteil an den Werbeerlösen zu schließen. Auf der Grundlage der Alleinstellungsmerkmale der Marke 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.

Die Beliebtheit des Hörfunks hat sich in den vergangenen Jahrzehnten kaum verändert. Die durchschnittliche Hördauer aller Bundesbürger liegt bei 190 Minuten pro Tag, die durchschnittliche Verweildauer der Hörer eines Senders bei 242 Minuten. Zusammen mit dem Fernsehen bleibt das Radio das am meisten genutzte Unterhaltungsmedium – auch unter den „digital Natives“.

Die Reichweitenstärke des Radio setzt sich auch im digitalen Zeitalter fort
Seit Jahren ist die Radionutzung in Deutschland auf hohem Niveau stabil. Laut der im März veröffentlichten ma 2015 Radio I erreichte der Weitesten Hörerkreis der erfassten 100 Radiosender 93,0% der deutschsprachigen Bevölkerung. Die durchschnittliche Hördauer aller Erwachsenen ab 10 Jahren lag bei 190 Minuten pro Tag, die durchschnittliche Verweildauer der Hörer eines Senders bei 242 Minuten (gemessen jeweils zwischen Montag und Freitag).

Daten zur Radionutzung in Deutschland ma 2015 Radio I

ABBILDUNG 6: HÖR- UND VERWEILDUER (LS) UND TAGESREICHWEITE (RS)

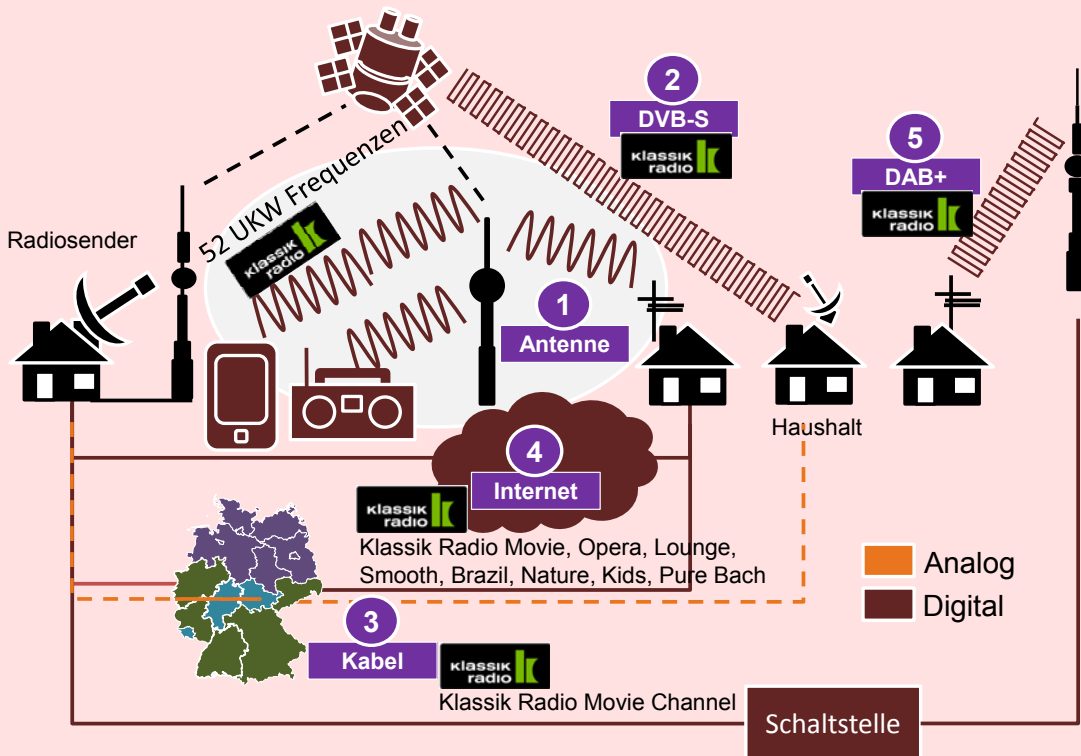


QUELLE: AGMA MA 2015 RADIO I, SPHENE CAPITAL

Hohe Plattformflexibilität und bequeme Nutzbarkeit als USP

Dass es dem Hörfunk gelingt, sich trotz der Vielfalt der Medienangebote und einer steigenden Medienkonkurrenz zu behaupten, liegt nicht zuletzt an der hohen Plattformflexibilität und einer bequemen Nutzbarkeit auch als Nebenmedium. Über multimediale Endgeräte ist das Radio heute fast überall in Reichweite, auch wenn laut Digitalisierungsbericht von TNS Infratest noch immer 65,8 Mio. Bundesbürger ab 14 Jahren Radio über UKW empfangen. Doch daneben ist Radio auch über Kabel und Satellit sowie mit steigenden Empfangszahlen insbesondere über DAB+ und mit zahlreichen zusätzlichen Programmangeboten über das Internet jederzeit hörbar.

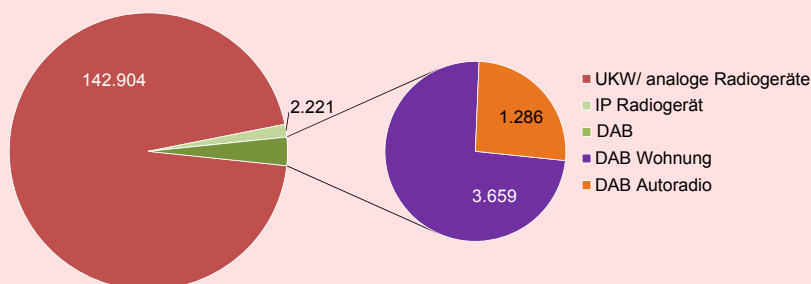
ABBILDUNG 7: ÜBERTRAGUNGSWEGE DES HÖRFUNKS



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Vor einem Jahr hatten wir argumentiert, dass trotz eines bis dahin schleppenden Markterfolges von DAB+ eine deutsche UKW-Insel innerhalb Europas kaum vorstellbar sei. Auch wenn Deutschland bei DAB+ einigen europäischen Nachbarn weit hinterherhinkt, gewinnt DAB+ auch hierzulande immer mehr an Akzeptanz; die Anzahl der Personen ab 14 Jahren, die ein DAB-Empfangsgerät nutzen, stieg 2014 gegenüber dem Vorjahr um 60% an. Als Reaktion auf die Ergebnisse einer von BMVI in Auftrag gegebenen Studie hat sich auch die Politik das Thema Digitalradio Mitte April 2015 auf die Agenda gesetzt.

ABBILDUNG 8: RADIOGERÄTE IN DEUTSCHEN HAUSHALTEN (MIO.)



Von den 4,65 Mio. DAB-Geräten sind rund 26% DAB-Autoradios; deren Gesamtzahl ist von 0,6 Mio. im Vorjahreszeitraum auf 1,3 Mio. gestiegen. Laut WorldDMB ist in Deutschland jeder zehnte Neuwagen mit DAB+ ausgestattet.

QUELLE: TNS INFRATEST DIGITALISIERUNGSBERICHT 2014, SPHENE CAPITAL

Übergang zum digitalen Radio ...

Digitalradio umfasst in einer weiten Bedeutung alle digitalen Radioformen und Technologien; in einer engen Begriffsdefinition zählt dazu nur das digital terrestrische Radio DAB/DAB+. Laut Digitalisierungsbericht von TNS Infratest im Auftrag der Medienanstalten, der im September 2014 veröffentlicht wurde, ist die

Anzahl der DAB-Geräte in den deutschen Haushalten im Vergleich zum Vorjahr um 82% auf 4,95 Mio. gestiegen. Mehr als ein Viertel der Geräte sind Autoradios, deren Zahl hat sich damit ebenfalls mehr als verdoppelt.

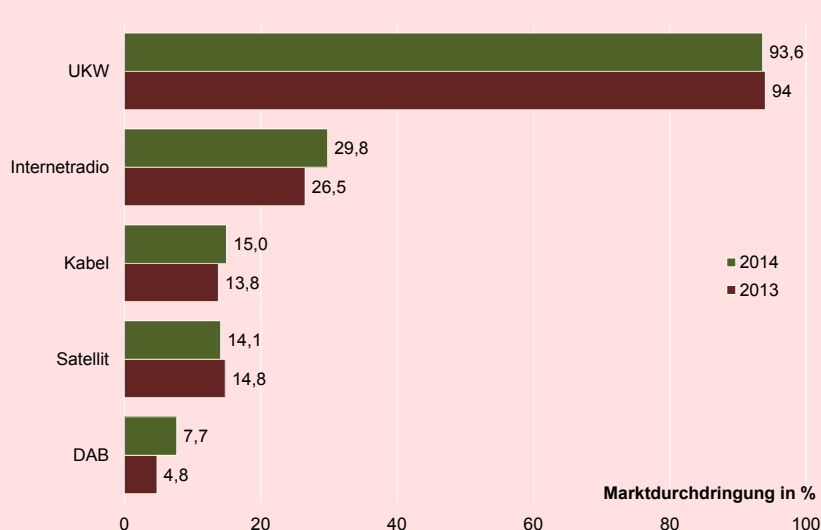
... erfolgt bislang über typische Early Adopters

In der Gruppe der Personen ab 14 Jahren mit zumindest gelegentlicher Radionutzung nutzen rund 5,4 Mio. oder 7,7% (Vorjahr 4,8%) ein Digitalradio. Haushalte, die bereits über DAB+ verfügen, heben sich laut TNS Infratest unter anderem hinsichtlich Bildung und Einkommen gegenüber dem Gesamtdurchschnitt der bundesdeutschen Radiohaushalte ab. Überdies nutzen sie ein überdurchschnittlich breites Spektrum von Empfangsgeräten.

Trotz Hindernissen wird der digitale Multiplex ausgebaut

Gemessen an einem rund 50%igen Digitalradio-Höreranteil, der in den Ländern weitgehend übereinstimmend als Untergrenze für die Abschaltung der analogen Rundfunkübertragung gilt, sind die Nutzungszahlen in Deutschland absehbar viel zu gering.

ABBILDUNG 9: RADIOEMPFANG DER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND



Rund 5,4 Millionen Personen ab 14 Jahren nutzten 2014 ein DAB-Radiogerät. Damit stieg die Nutzerzahl im Vergleich zum Vorjahr um 60% an, die Marktdurchdringung verbesserte sich von 4,8% auf 7,7%.

QUELLE: TNS INFRATEST DIGITALISIERUNGSBERICHT 2014

Ein entscheidendes Hindernis ist aus unserer Sicht die fehlende Transparenz des Hörererfolges und damit die unsichere Finanzierung durch Werbeeinnahmen. Mit knapp 5 Mio. Geräten schlägt sich DAB+ nicht in der halbjährlichen Reichweitenstatistik der Media-Analyse nieder, die jedoch Grundlage für die Verteilung und Preise von Werbeaufträgen ist. Vor allem von den Privatradiosendern kommt daher Kritik wegen der Unsicherheiten einer Refinanzierung. Trotzdem wollen die Sender im bundesweiten Digitalradio-Multiplex und Media Broadcast das Sendernetz bis Ende 2015 von derzeit 61 auf 82 Sender weiter ausbauen und vor allem Lücken in den Verkehrsrouten schließen.

Auch in die Politik kommt nach langem Schweigen Bewegung

Während für das deutsche Fernsehen die analoge Ausstrahlung Ende April 2012 endgültig Geschichte wurde, gibt es für die Hörfunkübertragung bisher keine Umstellungspläne. Das vormals avisierte Ende der analogen UKW-Übertragung ab 2015 wurde vom Deutschen Bundestag im Oktober 2011 ersatzlos gestrichen.

Eine vom Bundesministerium für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVI) in Auftrag gegebene und Mitte April veröffentlichte Studie kam nun allerdings zu dem Schluss, dass UKW technisch ausgereizt und wegen zu hoher Kosten und mangelnder technischer Möglichkeiten nicht durch Alternativen wie das Webradio zu ersetzen sei. Daher ist ein digitaler Übertragungsweg wie DAB+ aus Sicht

Eine vom BMVI in Auftrag gegebene und kürzlich veröffentlichte Studie fordert ein deutlicheres Signal der Politik zugunsten von DAB+.

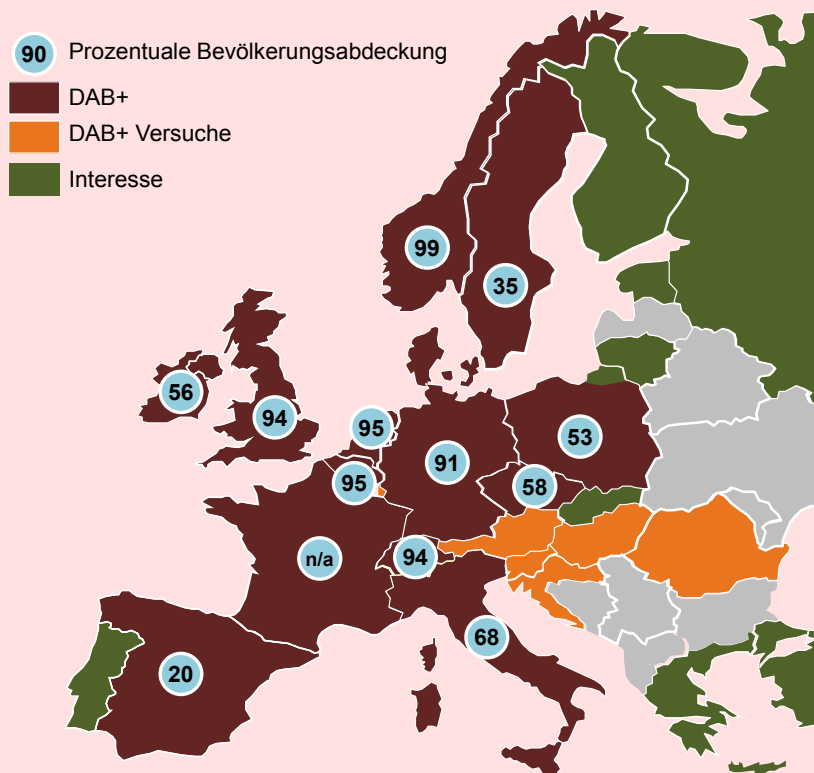
der Autoren unabdingbar. Jedoch würden die Veranstalter im etablierten UKW-Radiomarkt aus eigenen Interessen wenig Initiative zeigen, daher müsse, so das Fazit der Studie, die Politik die entsprechenden Signale setzen. Als erste Reaktion hat das BMVI ein Board für das Thema Digitalradio angekündigt.

Andere europäische Länder sind in der Digitalisierung weit voran

Als erstes Land dürfte Norwegen ab Januar 2017 stufenweise mit der Abschaltung von UKW beginnen und damit wie schon beim Wechsel zum digitalen Fernsehen weltweit die Vorreiterrolle übernehmen. Bereits heute hören 56% der Norweger täglich Digitalradio, 58% besitzen mindestens ein Digitalradiogerät. Als nächstes folgen könnte die Schweiz, wo derzeit ein Abschaltzeitraum zwischen 2020 bis 2024 geplant ist. Aber auch bei den bisherigen Nachzüglern kommt es zu Bewegung: Nachdem Frankreich vor einem Jahr noch einen DAB-Versuchsstatus hatte, zählt es nun auch zu den Ländern mit regulärem DAB+ Betrieb, bisher allerdings lediglich in den Städten Paris, Marseille und Nizza. Auch Österreich will ab 28. Mai 2015 mit einem DAB+ Versuch starten.

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

ABBILDUNG 10: DIGITALRADIO EINFÜHRUNGSSTAND



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

Eine bessere Flächenabdeckung als Deutschland erreichen derzeit Malta, Dänemark, Belgien, die Niederlande, UK und die Schweiz. Die größte Akzeptanz unter den Hörern hat Digitalradio in Norwegen (58% der Haushalte), Großbritannien (48%) und in der Schweiz (33%).

QUELLE: WorldDMB, SPHENE CAPITAL

Hohe Standards bei Qualität und grenzüberschreitender Nutzung

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

- ☞ eine hohe Klangqualität, gleichmäßig im bundesweiten Sendegebiet, ohne Rauschen und Knistern,
- ☞ umfangreiche digitale Zusatzdienste wie laufende Verkehrsupdates und eine automatische Verkehrslenkung bei Staus und Unfällen,
- ☞ vorrangige Aufschaltungen wichtiger Warn- und Rettungsmeldungen bei Not- und Katastrophenfällen auf sämtlichen Sendereinstellungen, selbst bei abgeschalteten Radiogeräten und
- ☞ die Übermittlung zusätzlicher graphischer Informationen und Texte, ja sogar

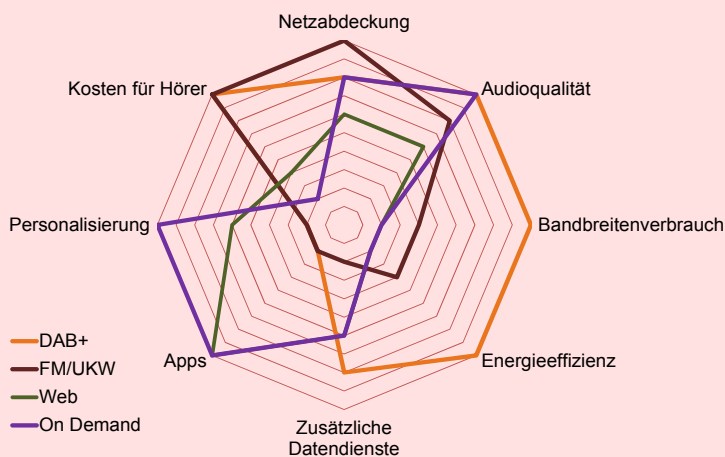
DAB+ bietet langfristig zahlreiche Vorteile nicht nur im Vergleich zu UKW, sondern auch gegenüber Mobilfunkdiensten und ist wesentlich kosten- und energieeffizienter als Internetradio.

von elektronischen Büchern und aktualisierten News v. a. in Regionen ohne Internetzugang

möglich sind.

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

ABBILDUNG 11: STÄRKEN UND SCHWÄCHEN DER PLATTFORMEN



DAB+ hat große Stärken im Vergleich zu UKW und Webradio; jedoch punktet letzteres stark bei weder von UKW noch von DAB+ abgedeckten Kriterien.

Anm.: Je weiter außen die Wertung im Spinnendiagramm ausfällt, desto besser wird das jeweilige Kriterium erfüllt. Je größer die von der Linie eingeschlossene Fläche, desto mehr Vorteile bietet die jeweilige Plattform insgesamt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Euro Chip Initiative europäischer Radiosender

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

Insbesondere den Automobilherstellern kommt nach unserer Einschätzung eine große Bedeutung zu. Während in Deutschland laut WorldDMB bislang nur jeder zehnte Neuwagen mit einem DAB-Gerät ausgestattet ist, liegt dieser Anteil in den Spitzenländern Norwegen bei 63%, Großbritannien bei 61% und der Schweiz bei 45%.

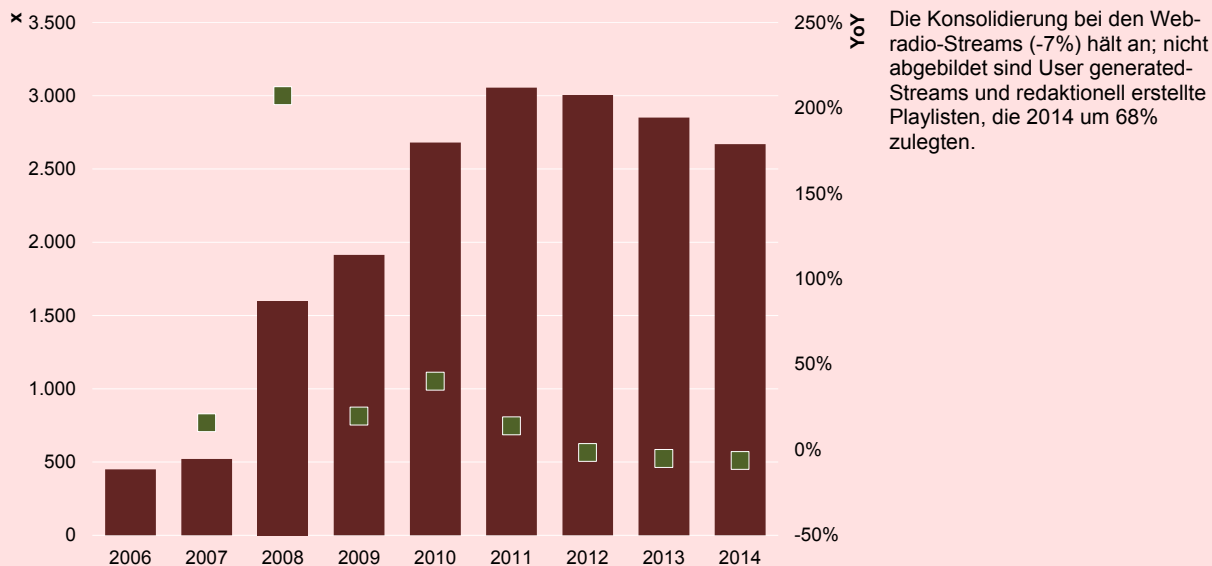
Mit der Euro Chip Initiative wollen die öffentlichen Sender aus Frankreich, Belgien, Deutschland, Italien, Schweden und UK sowie private Sender eine parallele Empfangsmöglichkeit von UKW und Digitalradio in allen neuen Empfangsgeräten erreichen.

Mehr noch als DAB+ verändert Onlineradio derzeit das Hörerverhalten. Seit einem Jahr stehen in Form der vierteljährlich veröffentlichten ma IP valide Messdaten zur Verfügung, die die werbetreibende Wirtschaft, Agenturen und Sender mit vergleichbaren Leistungsdaten versorgen.

Mobiles Internet treibt das Wachstum des digitalen Radios an

Der boomende Absatz von Smartphones und Tablet Computern ist ein wesentlicher Treiber des digitalen Radios über Internet. Nach einer Umfrage des Bundesverbands Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien Bitkom nutzen 63% der Bundesbürger über 14 Jahre, also etwa 44 Mio. Menschen, ein Smartphone. Neben am häufigsten genutzten Zusatzfunktionen Kalender- und Terminplanung, Apps und Kurznachrichten hören 68% der Smartphone-Nutzer über dieses auch Musik. Gleichzeitig legen auch die mobilen Nutzungszahlen weiter zu: Während 2012 nur jeder sechste Webradio-Abruf über ein mobiles Endgerät getätigt wurde, so war es laut Webradiomonitor 2014 schon jeder dritte Abruf.

ABBILDUNG 12: ANZAHL WEBRADIOSTREAMS IN DEUTSCHLAND

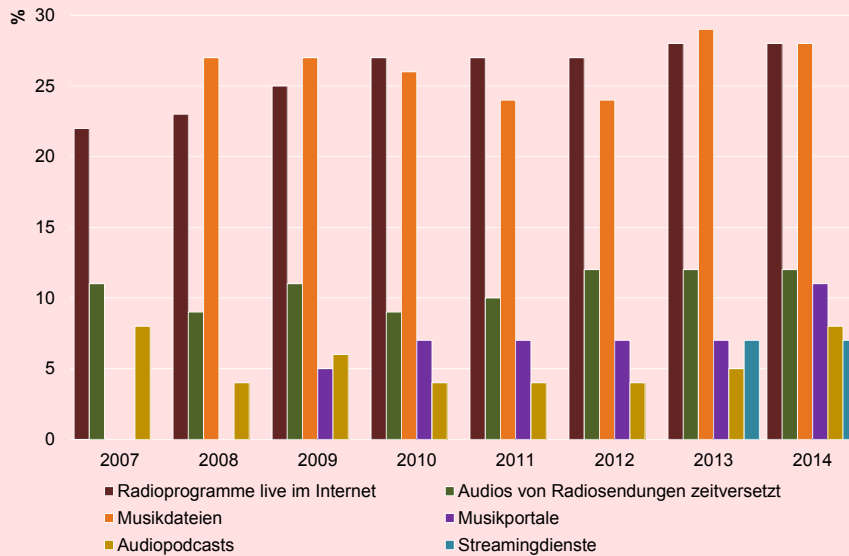


QUELLE: GOLDMEDIA WEBRADIOMONITOR 2014

Webradio ist mehr als ein zusätzlicher Übertragungsweg

Das Webradio eröffnet dem Radio die Chance, seine Stellung in der mobilen Mediennutzung über das klassische UKW-Autoradio hinaus auszubauen. Rund die Hälfte aller Webradiosender und unter ihnen mehr als 80% der UKW- bzw. DAB+ Sender bieten mobile Apps oder mobil optimierte Webseiten an.

ABBILDUNG 13: INTERNETABRUF AUDIODATEIEN (% ONLINENUTZER)

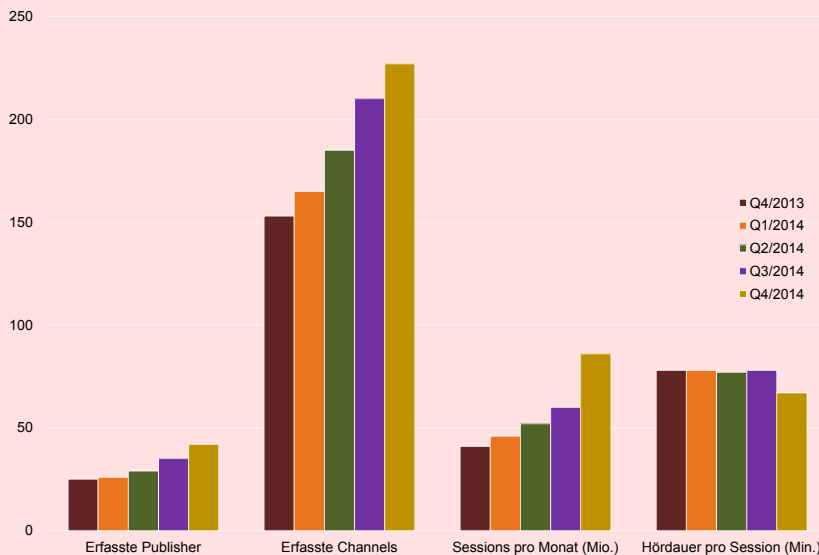


Die höchsten Abrufzahlen im Web verzeichnen die Programme der UKW/DAB-Sender. Doch würden beispielsweise nur 25% des Radiokonsums in Bayern auf mobiles Internet verlagert, ergäbe sich ein zusätzliches Übertragungsvolumen von 133.000 TB pro Jahr. Diese Zahl steht im Vergleich zu einer in Deutschland insgesamt über mobiles Internet übertragenen Datenmenge von 140.000 TB (Quelle: TU München im Auftrag von BLM und BR).

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

Das Internet ist dabei weit mehr als ein zusätzlicher Übertragungsweg. Vielmehr bietet es den Sendern die Möglichkeit, durch zusätzliche Musikformate gezielt Präferenzen der Hörer anzusprechen und das Programm durch visuelle Inhalte wie Live-Mitschnitte, Interviews, Nachrichten und andere redaktionelle Beiträge, Videos sowie Trailer zusätzlich aufzuwerten. Damit wird Webradio zu einem eigenständigen, komplementären Radioangebot.

ABBILDUNG 14: ERFASSUNG UND ERGEBNISSE DER MA IP AUDIO I



Bei der ersten Auswertung nahmen 25 Webradio-Publisher mit insgesamt 153 Channels teil; bei der letzten ma 2015 IP Audio I (Erhebung Q4/2014) wurden bereits 42 Publisher mit 227 Channels erfasst. Diese wurden 86,4 Mio. Mal genutzt. Eine durchschnittliche Webradio-Session dauerte eine Stunde und 7 Minuten.

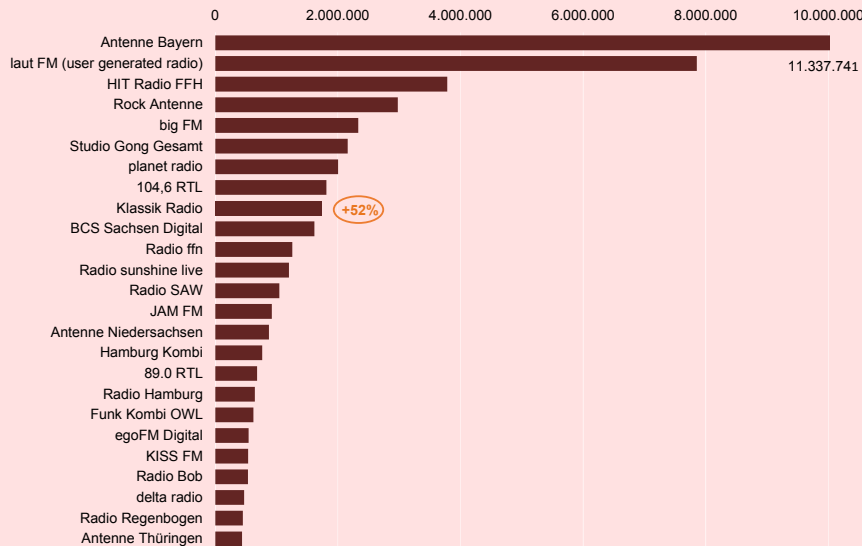
QUELLE: MA IP AUDIO, SPHENE CAPITAL

Seit rund einem Jahr gibt es eigene Web-Hörerstatistiken

Am 26. März 2014 veröffentlichte die Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse, die auch für die Veröffentlichung der traditionellen, halbjährlichen Rundfunkzahlen (ma Hörfunk) verantwortlich ist, erstmals Hörerzahlen zu den in Deutschland verbreiteten Radio-Livestreams. Nach zweijähriger Aufbauarbeit wurde damit

der Wunsch der Marktteilnehmer nach einem methodisch validen Messstandard für Webradios umgesetzt.

ABBILDUNG 15: IP AUDIO (NUR ANGEBOTE MIT AUDIOWERBEFORMEN)



Die ma 2015 IP Audio I wertete die Anzahl und Dauer der Sessions für 42 Webradio-Publisher mit insgesamt 227 Channels im vierten Quartal 2014 aus. Klassik Radio behauptet seit Beginn der Erhebungen einen Platz unter den zehn meist-gehörten Sendern und verzeichnete zwischen Oktober bis Dezember 2014 einen Anstieg der Sessions um 52%.

QUELLE: MA 2015 IP AUDIO I, SPHENE CAPITAL

Die ma IP Audio zeigt seither vierteljährlich die Hörerdaten der Radio-Livestreams auf. Ab Herbst 2015 ist zudem eine Verknüpfung der Webradioauswertungen mit der bisherigen ma Hörfunk geplant, womit den Sendern und der werbetreibenden Wirtschaft erstmals standardisierte Gesamtreichweiten über die klassische Telefonabfrage und das Webradio zur Verfügung stehen. Ab wann in Zukunft auch soziodemographische Daten der Webradiohörer automatisch erfasst und ausgewertet werden, ist dagegen noch offen.

Spitzes Webradio-Konzept mit innovativen Channel-Starts

Klassik Radio hat das Webradioangebot im vergangenen Jahr weiter vertieft. Zum Klassik Radio Live Stream und den originären Klassik Radio Opera, Klassik Radio Movie und Klassik Radio Lounge kamen im Q2/2014 mit Klassik Radio Brazil, Klassik Radio Smooth und Klassik Radio Nature drei neue Channels dazu, im Q3/2014 gefolgt von Klassik Radio New Classics, Klassik Radio Kids und Klassik Radio Labs bzw. nun Pure Bach. Damit können die Hörer über das Internet bzw. die App neben dem Live-Channel zwischen neun verschiedenen Radio-Webchannels mit klassischen bzw. klassiknahen Musikformaten wählen. Dabei zeigt die gute Positionierung in den ma IP Audio-Erhebungen nach unserer Einschätzung nicht nur, dass es Klassik Radio gelingt, die Bekanntheit der Marke in das Internet zu übertragen sondern durch innovative Programme zusätzliche USP zu generieren.

Neben einem auf UKW einzigartigen Privatradioprogramm bietet Klassik Radio auch im Internet ein spitzes und innovatives Radiokonzept

Gewinn- und Verlustrechnung, 2007/08-2011/12

		2007/08	2008/09	2009/10*	2010/11	2011/12
Umsatzerlöse*	kEUR	14.917	15.570	11.127	9.689	9.756
YOY	%	12,5%	4,4%	-28,5%	-12,9%	0,7%
Bestandsveränderungen	kEUR	234	134	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	488	695	809	1.166	691
Aufwand für Personal	kEUR	-3.745	-3.861	-3.128	-2.532	-2.815
in % vom Umsatz	%	-25,1%	-24,8%	-28,1%	-26,1%	-28,9%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.856	-4.439	-3.608	-3.505	-3.815
in % vom Umsatz	%	-25,8%	-28,5%	-32,4%	-36,2%	-39,1%
EBITDA	kEUR	1.162	338	495	1.034	-141
in % vom Umsatz	%	7,8%	2,2%	4,4%	10,7%	-1,4%
Abschreibungen	kEUR	-1.190	-490	-384	-270	-253
EBIT	kEUR	-28	-152	110	764	-394
in % vom Umsatz	%	-0,2%	-1,0%	1,0%	7,9%	-4,0%
Finanzergebnis	kEUR	-287	-360	-278	-143	-78
EBT	kEUR	-315	-512	-168	621	-472
Steuern	kEUR	86	-76	187	61	-24
Steuerquote	%	-27,3%	14,8%	-111,1%	9,8%	5,1%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	-229	-588	19	682	-496
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	-229	-588	96	662	-496
in % vom Umsatz	%	-1,5%	-3,8%	0,9%	6,8%	-5,1%
Anzahl der Aktien	1.000	4.500	4.500	4.606	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.526	4.526	4.635	4.902	4.825
EPS	EUR	-0,05	-0,13	0,02	0,14	-0,10
EPS verwässert	EUR	-0,05	-0,13	0,02	0,14	-0,10

* 2009/10 adjustiert ohne Verlag

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012/13-2016e

		2012/13	RJ2013*	2014	2015e	2016e
Umsatzerlöse*	kEUR	10.451	2.948	10.006	10.231	11.149
YOY	%	7,1%	5,6%	-4,3%	2,3%	9,0%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	116	489	565	575
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-735	-2.604	-2.785	-2.988
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-24,9%	-26,0%	-27,2%	-26,8%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-725	-2.707	-2.631	-2.750
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-24,6%	-27,1%	-25,7%	-24,7%
EBITDA	kEUR	620	462	1.029	1.205	1.531
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	10,3%	11,8%	13,7%
Abschreibungen	kEUR	-253	-70	-225	-198	-199
EBIT	kEUR	367	392	804	1.007	1.332
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,3%	8,0%	9,8%	11,9%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-24	-52	-36	-24
EBT	kEUR	295	368	752	972	1.308
Steuern	kEUR	159	-14	-113	-150	-244
Steuerquote	%	53,9%	-3,8%	-15,0%	-15,4%	-18,7%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	454	354	639	822	1.064
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	454	354	639	822	1.064
in % vom Umsatz	%	4,3%	12,0%	6,4%	8,0%	9,5%
Anzahl der Aktien	1.000	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
EPS	EUR	0,09	0,07	0,13	0,17	0,22
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,13	0,17	0,22

* Rumpfgeschäftsjahr Oktober bis Dezember

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2007/08-2011/12

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	8.553	8.287	8.096	6.854	6.817
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.276	6.276	6.276	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	1.063	859	575	287	251
Sachanlagen	kEUR	526	587	471	351	380
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	688	565	774	719	689
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	5.529	4.146	5.395	2.131	1.759
Vorräte	kEUR	1.721	1.873	2.119	253	272
Forderungen L+L	kEUR	2.336	1.500	1.334	558	859
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	433	473	539	507	512
Steueransprüche	kEUR	59	21	12	6	5
Zahlungsmittel	kEUR	980	279	1.391	807	111
Gesamt Aktiva	kEUR	14.082	12.433	13.491	8.985	8.576
Eigenkapital	kEUR	4.543	3.955	6.022	6.684	5.704
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.500	4.500	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-2.527	-2.527	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	2.570	1.982	2.078	2.740	1.760
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	4.183	2.161	1.733	661	235
Finanzschulden	kEUR	3.875	1.967	1.574	610	195
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	123	53	53	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	185	141	106	51	40
Kurzfristige Schulden	kEUR	5.356	6.317	5.736	1.640	2.637
Finanzschulden	kEUR	1.300	2.633	2.346	385	671
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	3.437	3.073	2.751	814	1.481
Rückstellungen	kEUR	251	189	110	41	48
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	360	396	508	377	415
Steuerschulden	kEUR	8	26	21	23	22
Gesamt Passiva	kEUR	14.082	12.433	13.491	8.985	8.576

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, 2012/13-2016e

		2012/13	RJ2013	2014	2015e	2016e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	7.003	6.982	6.793	6.660	6.479
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	397	389	341	327	327
Sachanlagen	kEUR	261	259	179	151	132
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	848	837	776	685	523
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	1.904	2.120	2.907	2.841	3.057
Vorräte	kEUR	343	353	315	319	329
Forderungen L+L	kEUR	971	1.018	1.326	1.369	1.507
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	567	586	862	991	1.091
Steueransprüche	kEUR	3	3	37	50	81
Zahlungsmittel	kEUR	20	160	367	112	48
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	9.102	9.700	9.501	9.536
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.981	6.041	6.236	6.624
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-881	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	1.683	2.037	2.097	2.292	2.680
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	79	75	789	780	50
Finanzschulden	kEUR	0	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	730	730	0
Latente Steuerschulden	kEUR	79	75	59	50	50
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.201	3.046	2.870	2.486	2.862
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.065	881	550	800
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	1.106	1.197	1.202	1.241	1.353
Rückstellungen	kEUR	43	52	42	43	45
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	587	715	663	597	603
Steuerschulden	kEUR	10	17	82	54	62
Gesamt Passiva	kEUR	8.907	9.102	9.700	9.501	9.536

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung), 2007/08-2011/12

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Langfristige Vermögenswerte	%	61%	67%	60%	76%	79%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	45%	50%	47%	61%	64%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	8%	7%	4%	3%	3%
Sachanlagen	%	4%	5%	3%	4%	4%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	8%	8%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	39%	33%	40%	24%	21%
Vorräte	%	12%	15%	16%	3%	3%
Forderungen L+L	%	17%	12%	10%	6%	10%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	3%	4%	4%	6%	6%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	7%	2%	10%	9%	1%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	32%	32%	45%	74%	67%
Gezeichnetes Kapital	%	32%	36%	36%	54%	56%
Kapitalrücklagen	%	-18%	-20%	-7%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	18%	16%	15%	30%	21%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	30%	17%	13%	7%	3%
Finanzschulden	%	28%	16%	12%	7%	2%
Übrige Verbindlichkeiten	%	1%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	1%	0%
Kurzfristige Schulden	%	38%	51%	43%	18%	31%
Finanzschulden	%	9%	21%	17%	4%	8%
Verbindlichkeiten L+L	%	24%	25%	20%	9%	17%
Rückstellungen	%	2%	2%	1%	0%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	3%	3%	4%	4%	5%
Steuerschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (normalisierte Fassung), 2012/13-2016e

		2012/13	RJ2013	2014	2015e	2016e
Langfristige Vermögenswerte	%	79%	77%	70%	70%	68%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	57%	58%	58%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	4%	3%	3%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	2%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	7%	5%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	23%	30%	30%	32%
Vorräte	%	4%	4%	3%	3%	3%
Forderungen L+L	%	11%	11%	14%	14%	16%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	9%	10%	11%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	1%	1%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	4%	1%	1%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	66%	62%	66%	69%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	50%	51%	51%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	22%	24%	28%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	1%	1%	8%	8%	1%
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	8%	8%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	36%	33%	30%	26%	30%
Finanzschulden	%	16%	12%	9%	6%	8%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	13%	12%	13%	14%
Rückstellungen	%	0%	1%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	8%	7%	6%	6%
Steuerschulden	%	0%	0%	1%	1%	1%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2007/08-2011/12

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Konzernergebnis	KEUR	-229	-588	96	662	-496
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	1.190	490	547	361	253
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	KEUR	0	0	12	-468	0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	139	-62	-79	-35	7
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	-26	79	-244	-84	26
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	-1.819	682	-178	239	-320
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	729	-380	-105	-460	667
Bereinigungen	KEUR	1.143	314	352	259	360
CFO	KEUR	1.127	535	401	474	497
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	-316	204	-74	-53	-48
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-1.394	-551	-44	-42	-198
Investitionen Finanzanlagen	KEUR	0	0	0	0	0
Bereinigungen	KEUR	-828	41	-310	2.158	0
CFI	KEUR	-2.538	-306	-428	2.063	-246
FCF	KEUR	-1.411	229	-27	2.537	251
Barkapitalerhöhungen	KEUR	118	0	1.959	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	1.733	-575	-468	-2.878	-385
Auszahlungen Dividende	KEUR	0	0	0	0	-484
Bereinigungen	KEUR	-523	-25	-352	-243	-78
CFF	KEUR	1.328	-600	1.139	-3.121	-947
Δ Liquide Mittel	KEUR	-83	-371	1.112	-584	-696
Liquide Mittel Anfang der Periode	KEUR	733	650	279	1.391	807
Liquide Mittel Ende der Periode	KEUR	650	279	1.391	807	111
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Cashflow-Statement, 2012/13-2016e

		2012/13	RJ2013	2014	2015e	2016e
Konzernergebnis	KEUR	454	354	639	822	1.064
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	253	70	225	198	199
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	KEUR	0	0	7	0	0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	-5	9	-10	1	1
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	-120	7	45	82	162
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	-198	-65	-548	-189	-279
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	322	-33	-94	-55	125
Bereinigungen	KEUR	41	1	31	-295	274
CFO	KEUR	747	343	295	564	1.546
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	-78	-39	-72	14	0
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-38	-21	-46	-170	-180
Investitionen Finanzanlagen	KEUR	0	0	0	0	0
Bereinigungen	KEUR	-95	-15	-10	0	0
CFI	KEUR	-211	-75	-128	-156	-180
FCF	KEUR	536	268	167	408	1.366
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-455	-120	-80	-331	250
Δ Gesellschafterdarlehen	KEUR	0	0	730	0	-730
Auszahlungen Dividende	KEUR	-531	0	-579	-627	-676
Bereinigungen	KEUR	359	-8	-31	295	-274
CFF	KEUR	-627	-128	40	-663	-1.430
Δ Liquide Mittel	KEUR	-91	140	207	-255	-63
Liquide Mittel Anfang der Periode	KEUR	111	20	160	367	112
Liquide Mittel Ende der Periode	KEUR	20	160	367	112	48

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2011/12-2016e

Key Data		2011/12	2012/13	RJ2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	kEUR	9.756,0	10.451,0	2.948,0	10.006,0	10.231,4	11.148,9
Rohrertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.806,0	5.851,0	6.055,7	6.693,9
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	462,0	1.029,0	1.205,2	1.531,2
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	392,0	804,0	1.007,3	1.332,0
EBT	kEUR	-472,0	295,0	368,0	752,0	971,7	1.307,6
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	354,0	639,0	821,9	1.063,7
Anzahl Mitarbeiter		52	50	59	59	60	62
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	6,00	5,60	5,15	5,11		
Kurs Tief	EUR	4,20	4,29	4,29	3,65		
Kurs Durchschnitt	EUR	5,18	5,00	4,72	4,50		
Schlusskurs	EUR	5,60	4,58	4,58	3,65	3,93	3,93
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,13	0,17	0,22
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,25	1,29	1,37
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,06	0,12	0,32
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,13	0,14	0,14
Kursziel	EUR						5,80
Kursperformance (12M)	%						47,6%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	10,3%	11,8%	13,7%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,3%	8,0%	9,8%	11,9%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	7,5%	9,5%	11,7%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	12,0%	6,4%	8,0%	9,5%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	9,1%	1,7%	4,0%	12,3%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	10,6%	13,2%	16,1%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	5,9%	4,4%	4,4%	4,3%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	50,0	169,6	170,5	179,8
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	6,6	13,6	16,8	21,5
Wachstumsraten							
Umsatz	%	0,7%	7,1%	5,6%	-4,3%	2,3%	9,0%
Rohrertrag	%	-1,8%	7,7%	1,3%	-6,3%	3,5%	10,5%
EBITDA	%	n/a	n/a	53,5%	66,0%	17,1%	27,1%
EBIT	%	n/a	n/a	64,7%	119,1%	25,3%	32,2%
EBT	%	n/a	n/a	64,3%	154,9%	29,2%	34,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	53,9%	40,7%	28,6%	29,4%
EPS	%	n/a	n/a	53,9%	40,7%	28,6%	29,4%
CFPS	%	4,9%	50,3%	n/a	-14,0%	91,1%	174,4%
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.982,0	6.793,0	6.660,0	6.478,8
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	2.120,0	2.907,0	2.841,2	3.056,8
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.041,0	6.235,6	6.623,8
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	3.659,0	3.265,7	2.911,9
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	62,3%	65,6%	69,5%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	13,1%	12,5%	0,8%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	174,0	439,0	447,3	483,3
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	822,0	959,0	925,5	942,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2011/12-2016e

Enterprise Value		2011/12	2012/13	RJ2013	2014	2015e	2016e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	28.950,0	27.020,0	24.848,8	24.655,8		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	20.265,0	20.699,3	20.699,3	17.611,3		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	24.993,5	24.125,0	22.774,0	21.712,5		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.020,0	22.098,5	22.098,5	17.611,3	18.957,4	18.957,4
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	1.244,1	1.168,3	751,7
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	kEUR	29.705,3	28.455,1	25.753,8	25.899,8		
Enterprise Value Tief	kEUR	21.020,3	22.134,3	21.604,3	18.855,3		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.748,8	25.560,1	23.679,1	22.956,6		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	27.775,3	23.533,6	23.003,6	18.855,3	20.125,7	19.709,1
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	3,04	2,72	8,74	2,59	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,15	2,12	7,33	1,88	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,64	2,45	8,03	2,29	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,85	2,25	7,80	1,88	1,97	1,77
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	45,9	55,7	25,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	35,7	46,8	18,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	41,2	51,3	22,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	38,0	49,8	18,3	16,7	12,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	77,5	65,7	32,2	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	60,3	55,1	23,5	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	69,6	60,4	28,6	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	64,1	58,7	23,5	20,0	14,8
KGV Hoch	x	n/a	59,5	70,2	38,6	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	45,6	58,5	27,6	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	53,1	64,3	34,0	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	48,7	62,4	27,6	23,1	17,8
KBV	x	4,7	3,9	3,7	2,9	3,0	2,9
KCF	x	54,4	29,6	64,4	59,7	33,6	12,3
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	0,9%	2,2%	7,2%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Cashflow							
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	295,0	563,7	1.546,4
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	-75,0	-128,0	-156,0	-180,0
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	268,0	167,0	407,7	1.366,4
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	40,0	-662,9	-1.429,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Nettoerlöse	kEUR	10.231	11.149	12.280	13.412	14.422	15.216	15.763	16.099	16.297	16.428	16.534	16.633
YoY	%	2,3%	9,0%	10,1%	9,2%	7,5%	5,5%	3,6%	2,1%	1,2%	0,8%	0,6%	0,6%
EBIT	kEUR	1.007	1.332	1.824	2.139	2.459	2.762	3.035	3.276	3.496	3.705	3.911	3.327
in % der Umsätze	%	9,8%	11,9%	14,9%	16,0%	17,1%	18,2%	19,3%	20,4%	21,5%	22,6%	23,7%	20,0%
Steuerquote (τ)	%	15,4%	18,7%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBIT(1-τ)	kEUR	852	1.083	1.367	1.498	1.721	1.933	2.124	2.293	2.447	2.593	2.737	2.329
Reinvestment	kEUR	-156	-180	-180	-377	-337	-265	-182	-112	-66	-44	-35	-70
FCFF	kEUR	696	903	1.187	1.120	1.385	1.669	1.942	2.181	2.381	2.550	2.702	2.259
Invested Capital	kEUR	7.404	7.375	7.308	7.686	8.022	8.287	8.469	8.581	8.647	8.691	8.726	
ROCE	%	11,5%	14,7%	18,7%	19,5%	21,5%	23,3%	25,1%	26,7%	28,3%	29,8%	31,4%	20,0%
WACC	%	7,8%	7,8%	8,1%	7,9%	7,6%	7,4%	7,2%	6,9%	6,7%	6,4%	6,2%	5,6%
PV (FCFF)	kEUR	600	723	879	769	882	990	1.076	1.130	1.156	1.163	1.161	
Terminal Cashflow	kEUR	2.259											
Terminal Cost of Capital	%	5,6%											
Terminal Value	kEUR	43.351											
PV (Terminal Value)	kEUR	18.623											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	10.529											
Summe PV	kEUR	29.152											
										TV CAGR			
						EUR	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%
Insolvenzwahrscheinlichkeit (TV)	%	0,20%				17,0%	4,80	5,00	5,10	5,20	5,40	5,50	5,70
PV (Operative Assets)	kEUR	29.152				18,0%	5,00	5,10	5,30	5,40	5,60	5,70	5,90
Debt	kEUR	1.611				19,0%	5,20	5,30	5,50	5,60	5,80	5,90	6,10
Cash	kEUR	367				20,0%	5,40	5,50	5,60	5,80	6,00	6,20	6,40
Wert des Eigenkapitals	kEUR	27.908				21,0%	5,50	5,70	5,80	6,00	6,20	6,40	6,60
Anzahl der Aktien	kEUR	4.825				22,0%	5,70	5,90	6,00	6,20	6,40	6,60	6,80
Geschätzter Wert je Aktie	EUR	5,80				23,0%	5,90	6,00	6,20	6,40	6,60	6,80	7,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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)
20.05.2015	EUR 5,80	Buy	8
10.03.2015	EUR 6,10	Buy	8
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

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.