

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 3,80

Kursziel: EUR 5,80 (unverändert)

Highlights der Hauptversammlung 2015

Drei Themen standen bei der Hauptversammlung im Mittelpunkt: Die unerwartete Aussetzung der Dividende, die anhaltende Digitalisierung des Hörfunks und die bereits im Vorjahr beobachtbare unterjährige Zyklizität der Werbeumsätze. Zwar hat die Verwaltung die Guidance für 2015e ausdrücklich bestätigt, jedoch zur Stärkung der Eigenfinanzierungskraft eine Aussetzung der Dividende vorgeschlagen. Daneben setzen sich digitale Hörfunkformen und mit ihnen valide, zeitnahe Nutzungsmessungen immer mehr durch. Auch DAB+ soll 2015 flächendeckend verfügbar sein. Als First Mover hat sich Klassik Radio frühzeitig als Marke etabliert und will ab 2016 die Chance nutzen, sich bei UKW auf Ballungszentren zu fokussieren. Wir haben die avisierten Kosteneinsparungen von EUR 0,5 Mio. p. a. nach Abschaltung erster UKW-Frequenzen ab 2016e noch nicht in unser Modell eingearbeitet und erwarten mittelfristig die Erreichung unseres Kursziels von EUR 5,80 (unverändert).

Highlights aus dem Bericht des Vorstands

Erstmals erfolgte die Berichterstattung 2014 kalenderjährig. Damit spiegelten sich die Schwankungen des Werbemarktes unmittelbar im Geschäftsverlauf 2014 wider. Nach einer schwachen Entwicklung bis in Q3/2014 erzielte Klassik Radio ein hervorragendes Schlussquartal, so dass das EBITDA im Gesamtjahr auf EUR 1,0 Mio. (+66% YoY) gesteigert werden konnte. Die starken unterjährigen Schwankungen setzen sich 2015 offensichtlich verstärkt fort. Angaben gemäß lagen die Werbeumsätze im H1/2015 nochmals deutlich unter Vorjahr, bereits im Q1/2015 hatte Klassik Radio ein Umsatzminus von -18,5% berichtet. Allerdings haben sich die Auftragsbestände zuletzt stabilisiert, weshalb das Management seine bisherige Guidance ausdrücklich bestätigt.

Trotzdem haben die bisher enttäuschenden Werbeumsätze Auswirkungen für die Aktionäre. Nach einer Änderung des ursprünglichen Tagesordnungspunktes und Beschluss der Hauptversammlung wird für 2014 keine Dividende ausgeschüttet und der Bilanzgewinn von EUR 0,7 Mio. auf neue Rechnung vorgetragen. Dieser Schritt hat uns überrascht, stärkt aber nach u. E. die langfristige finanzielle Flexibilität des Unternehmens und sichert die Kontinuität zukünftiger Ausschüttungen. Die Aussetzung der Dividende soll eine einmalige Maßnahme bleiben.

Weitere HV-Highlights standen unter dem Thema Hörfunk-Digitalisierung (siehe auch unser Update vom 20.05.2015):

- Große Hörerfolge der mittlerweile 16 Klassik Radio Web-Channels, die messgenau durch die vierteljährliche ma IP Audio belegt werden;
- 0,5 Mio. Downloads der Klassik Radio App und geplanter Launch einer neuen Version in H2/2015;
- Relaunch der Website in H2/2015 (0,54 Mio. Visits in 06/2015) und damit Ausbau der digitalen Touchpoints.

Buy-Rating, Kursziel EUR 5,80 je Aktie (unverändert)

Wir haben unsere Schätzungen nicht verändert. Unser Kursziel von EUR 5,80 (+52,6% 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: 18,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Halbjahresbericht 2014: 30. August 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	0,00	0,14	0,14
Buchwert	1,24	1,25	1,42	1,50
Cashflow	0,07	0,06	0,12	0,27

%	RJ 13	2014	2015e	2016e
EK-Quote	65,7%	62,3%	67,8%	73,1%
Gearing	1,3%	13,1%	11,4%	0,7%

x	RJ 13	2014	2015e	2016e
KGV	62,4	27,6	22,3	17,2
EV/Umsatz	7,80	1,88	1,84	1,66
EV/EBIT	58,7	23,5	18,7	13,9
KBV	3,7	2,9	2,7	2,5

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

* Geschäftsjahr 30/09



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

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	3.468	3.434
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	739	426
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	9.102	9.700	10.129	9.913
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.981	6.041	6.863	7.251
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	2.919	3.307
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	2.612
Finanzschulden	kEUR	1.455	1.065	881	550	550
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	10.129	9.913

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%	66%	65%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	57%	54%	55%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	4%	3%	3%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	1%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	7%	5%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	23%	30%	34%	35%
Vorräte	%	4%	4%	3%	3%	3%
Forderungen L+L	%	11%	11%	14%	14%	15%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	9%	10%	11%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	1%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	4%	7%	4%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	66%	62%	68%	73%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	50%	48%	49%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	22%	29%	33%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	1%	1%	8%	8%	1%
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	8%	7%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	0%	1%
Kurzfristige Schulden	%	36%	33%	30%	25%	26%
Finanzschulden	%	16%	12%	9%	5%	6%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	13%	12%	12%	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	24
CFO	KEUR	747	343	295	564	1.296
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	1.116
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-455	-120	-80	-331	0
Δ Gesellschafterdarlehen	KEUR	0	0	730	0	-730
Auszahlungen Dividende	KEUR	-531	0	-579	0	-676
Bereinigungen	KEUR	359	-8	-31	295	-24
CFF	KEUR	-627	-128	40	-36	-1.430
Δ Liquide Mittel	KEUR	-91	140	207	372	-313
Liquide Mittel Anfang der Periode	KEUR	111	20	160	367	739
Liquide Mittel Ende der Periode	KEUR	20	160	367	739	426

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	3,80	3,80
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,13	0,17	0,22
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,25	1,42	1,50
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,06	0,12	0,27
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,00	0,14	0,14
Kursziel	EUR						5,80
Kursperformance (12M)	%						52,6%
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%	10,0%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	10,6%	12,0%	14,7%
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%	130,0%
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	3.468,5	3.434,0
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.041,0	6.862,9	7.251,0
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	3.659,0	3.265,7	2.661,9
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	62,3%	67,8%	73,1%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	13,1%	11,4%	0,7%
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	18.335,0	18.335,0
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	1.244,1	541,0	124,4
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	18.876,0	18.459,4
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	1,84	1,66
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	15,7	12,1
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	18,7	13,9
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	22,3	17,2
KBV	x	4,7	3,9	3,7	2,9	2,7	2,5
KCF	x	54,4	29,6	64,4	59,7	32,5	14,1
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	0,9%	2,2%	6,1%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	0,0%	3,7%	3,7%
Cashflow							
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	295,0	563,7	1.296,4
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	1.116,4
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	40,0	-35,7	-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 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 analysierte 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)
22.07.2015	EUR 5,80	Buy	8
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

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.