

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 3,23

Kursziel: EUR 5,50 (unverändert)

Umsatz und Ergebnis im H1/2016 deutlich über Vorjahr

Mit einem Umsatzanstieg um 29,4% auf EUR 4,657 Mio. im ersten Halbjahr 2016 belegt Klassik Radio eindrucksvoll die Erfolge des Ausbaus des Hörangebotes und einer konsequenten Vertriebsorientierung. Das EBITDA verbesserte sich von EUR -0,843 Mio. auf EUR -0,079 Mio., wobei Effizienzverbesserungen auf allen Ebenen festgestellt werden können. Sämtliche Finanzkennzahlen haben unsere Erwartungen voll erfüllt. Wir nehmen daher keine nennenswerten Anpassungen unserer Prognosen vor. Unser dreistufiges DCF-Entity-Modell errechnet ein unverändertes Kursziel von EUR 5,50 je Aktie. Angesichts einer von uns auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kursperformance von 70,3% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG.

H1/2016 im Überblick

Im ersten Halbjahr 2016 erzielte Klassik Radio **Konzernumsätze** in Höhe von EUR 4,657 Mio. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum, als Umsätze von EUR 3,600 Mio. generiert wurden, entspricht dies einem Umsatzwachstum von 29,4%. Ein Sechsmonatswachstum in dieser Größenordnung konnte Klassik Radio zuletzt im Jahr 2007 vermelden.

Auch das **EBITDA** konnte nach sechs Monaten auf EUR -0,079 Mio. deutlich gesteigert werden, nachdem im vergleichbaren Vorjahreszeitraum noch ein operativer Verlust von EUR -0,843 Mio. zu Buche gestanden hatte. Wie erwartet profitierte das Ergebnis von der Abschaltung von UKW-Frequenzen außerhalb von Ballungsgebieten, doch auch auf den übrigen Etragsebenen wurden Effizienzverbesserungen erzielt.

TABELLE 1: ECKDATEN DES ERSTEN HALBJAHRES IM VERGLEICH

		H1/2015	H1/2016	Δ
Umsatz	EUR Mio.	3,6	4,7	29,4%
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	-0,1	90,6%
EBIT	EUR Mio.	-0,9	-0,2	82,8%
EBT	EUR Mio.	-1,0	-0,2	77,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,0	-0,3	68,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

H1/2016 nach Segmenten

Im Kernsegment **Radiosender** erlöste Klassik Radio im ersten Halbjahr insgesamt EUR 4,398 Mio. (Vorjahr: EUR 3,380 Mio., +30,1% YoY). Die direkt ergebniswirksamen Umsätze aus dem Werbezeitenverkauf verbesserten sich um 13,2% von EUR 2,850 Mio. auf EUR 3,225 Mio.

Mit +7,1% profitierte das Segment **Merchandising** (EUR 0,182 Mio.) zudem erstmals vom um DAB+ Radiogeräte erweiterten Angebot im Klassik Radio Online Shop.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 13,6

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Geschäftsbericht 2015: Ende April

EUR Mio.	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	10,0	10,3	11,8	12,6
EBITDA	1,0	-0,8	1,5	2,2
EBIT	0,8	-0,9	1,4	2,0
EBT	0,8	-1,0	1,2	2,0
EAT	0,6	-1,3	1,1	1,7

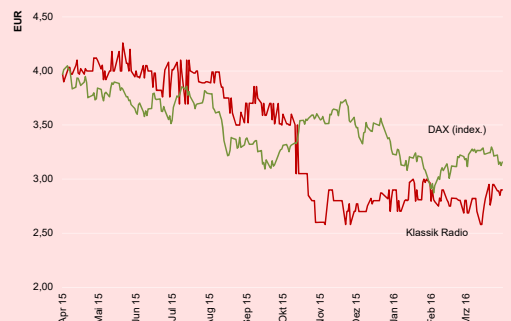
% vom Umsatz	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	10,3%	-7,6%	13,2%	17,4%
EBIT	8,0%	-9,2%	11,7%	16,0%
EBT	7,5%	-10,2%	10,6%	15,6%
EAT	6,4%	-12,4%	9,7%	13,8%

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,13	-0,26	0,24	0,36
Dividende	0,00	0,00	0,20	0,30
Buchwert	1,25	0,99	1,23	1,39
Cashflow	0,06	-0,05	0,09	0,41

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	62,3%	50,6%	58,4%	62,3%
Gearing	13,1%	7,2%	18,3%	16,1%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	27,6	n/a	13,6	8,9
EV/Umsatz	1,88	1,42	1,39	1,23
EV/EBIT	23,5	n/a	11,9	7,7
KBV	2,9	2,9	2,6	2,3

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	-	-
Guidance: EBITDA	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Bestätigung unserer Gewinnschätzungen 2016e

Nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts haben wir unsere Gewinnschätzungen überarbeitet und rechnen nunmehr mit nachfolgenden Eckdaten. Dabei schlagen sich in der erhöhten Umsatzschätzung im Anschluss an das H1/2016 vor allem die höher als von uns bisher projizierten, aber ergebnisneutralen Umsätze aus Bartergeschäften (H1/2016 EUR 0,611 Mio. nach im Vorjahr EUR 0,270 Mio.) nieder.

TABELLE 2: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2016e			2017e		
		Alt	neu	Δ	alt	neu	Δ
Umsatzerlöse	kEUR	11.110	11.761	5,9%	12.272	12.614	2,8%
EBITDA	kEUR	1.527	1.549	1,4%	2.184	2.191	0,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

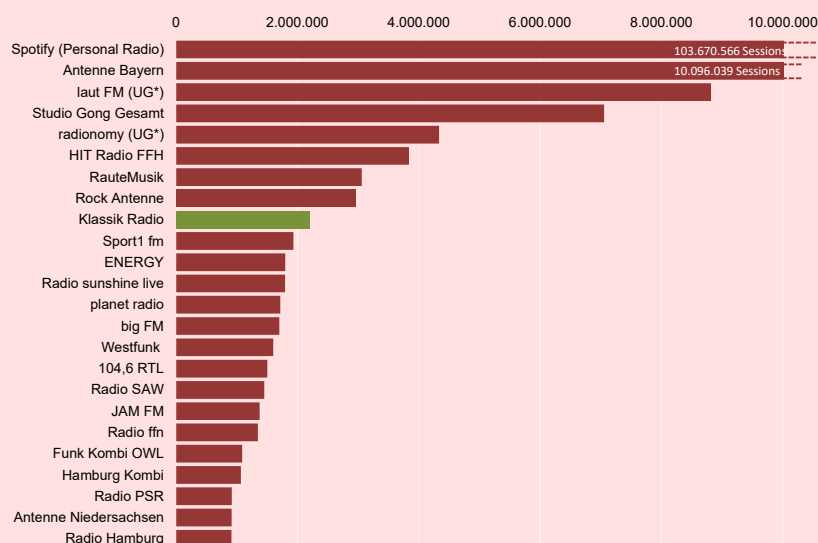
Zunehmende Erlösauswirkungen der Digitalisierung erwartet

Unterstützt werden unsere Prognosen von einer zuletzt eindrucksvoll bestätigten hohen Relevanz der Klassik Radio-Senderangebote.

Entsprechend der im Juli veröffentlichten Zahlen der Mediaanalyse ma 2016 Radio II lag die Stunden-Netto-Reichweite bei zuletzt 229.000 Hörern, ein Anstieg der um 36,3% gegenüber der ma 2016 Radio I.

Darüber hinaus wurden für das Klassik Radio Web Channel-Angebot laut ma IP Audio 2016 II im Q1/2016 erneut 2,2 Mio. monatliche Sessions gemessen. Das entspricht einem Anteil von 1,2% aller erfassten werbetragenden Online Audio-Angebote inklusive User Generated Content-Portalen und Streaming-Anbietern. Zwar liegt die Anzahl der Hörer pro Tag der gemessenen Online Audio-Angebote im Audio-Markt noch im niedrigen einstelligen Prozentbereich, die wachsende Werbemarktbedeutung offenbart sich jedoch nicht zuletzt in einer Vervielfachung der ausgewiesenen monatlichen Sessions, die seit Q4/2013 von 41 Mio. auf zuletzt 243 Mio. angestiegen sind. Seit Beginn dieses Jahres werden die 26 digitalen Klassik Radio Sender durch RMS vermarktet. Auch dies wird sich nach unserer Einschätzung bereits 2016e in zunehmend sichtbaren Erlösen niederschlagen.

ABBILDUNG 1: IP AUDIO (NUR ANGEBOTE MIT AUDIOWERBEFORMEN)



Im Zeitraum Q1/2016 wurden bei den teilnehmenden Sendern 243 Mio. monatliche Webradio-Sessions gemessen, eine Session dauerte im Durchschnitt rund 53 Minuten.

QUELLE: MA 2016 IP AUDIO II, SPHENE CAPITAL

Nach Anpassungen einzelner Modellparameter bestätigen wir unser Kursziel von EUR 5,50 je Aktie (Base Case Szenario). Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 3,23 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 70,3%. Aus dem Bear- (EUR 5,00) und Bull-Case-Szenario (EUR 6,10) lassen sich ebenfalls auskömmliche Kursziele ableiten. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

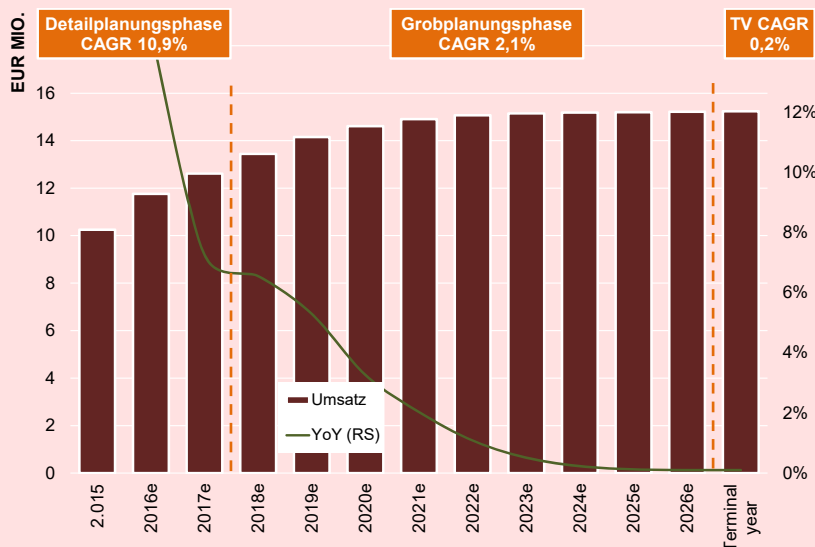
In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens insbesondere nach den Investitionen in den weiteren Digitalisierungsausbau und der wachsenden Durchdringung des Audio Werbemarktes stetig verbessern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts sehen wir in einem dreistufigen DCF-Entity-Modell das adäquate Bewertungsverfahren für die Aktien der Klassik Radio AG.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ 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 Konzernumsätze 2015-17e in Höhe von 10,9%.
- ⑤ In der anschließenden achtjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2026e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ 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 0,2% an.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 2,1%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,2% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** von 16,0% in 2017e auf 26,8% (Peak Margins) in 2026e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass dem Management das angestrebte Audio-Werbemarktdurchdringung gelingt. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operati-

ve Margen (EBIT) von 20,0% unterstellt. Abhängig von der tatsächlichen Entwicklung der Werbeeinnahmen auf allen Audio-Plattformen des Senders könnten sich bei der TV-EBIT-Marge Anpassungspotenziale ergeben.

- Ⓢ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,2%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- Ⓢ eine statistische **Insolvenzwahrscheinlichkeit** im Terminal Value von 2,8% pro Jahr; die wir aus einem von uns ermittelten impliziten Small Caps Rating von aktuell BBB und einer unterstellten Recovery Rate von 10,0% ableiten;
- Ⓢ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 1,1 sehen und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,50
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,50
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** bezogen auf die Nettoerlöse, 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;
- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger);
- Ⓢ dass die Freien Cashflows von Klassik Radio zunächst mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (**WACC**) von 5,1,% diskontiert werden. Diese setzen sich aus dem quasi-risikolosen Zins von 0,2%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,1 und einer implizit berechneten und monatlich zu adjustierenden impliziten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (geometrischer Mittelwert) von derzeit 9,5% 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 von uns für Klassik Radio unterstellten synthetischen Rating von BBB rechnen wir aktuell mit einer Risikoprämie für das Fremdkapital von 2,5%. Abschließend gehen wir davon aus, dass Klassik Radio eine industrietypische Zielkapitalstruktur von 30%/70% anstrebt;
- Ⓢ dass Klassik Radio im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir während der Grobplanungsphase einen sukzessiven Anstieg der WACC von derzeit 5,1% auf dann 5,2% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten Eigenkapital nach CAPM	%	10,7%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,2%
Beta		1,10
Erwartete Risikoprämie	%	9,5%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	30,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	3,8%
Kosten der Verschuldung	%	1,3%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,2%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,5%
Kosten des Fremdkapitals	%	2,7%
Steuerquote	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	1,9%
Zielkapitalstruktur	%	70,0%
WACC basierend auf Marktwerten	%	5,1%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 5,50 je Aktie

Anhand dieser Angaben ermitteln wir das DCF-Modell für Klassik Radio (Details siehe Anhang), aus dem sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 5,50 je Aktie (unverändert) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Values von EUR 27,460 Mio. werden mit EUR 13,175 Mio. rund 48,0% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 14,285 Mio. bzw. 52,0% aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 5,50 je Aktie

TABELLE 5: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

Barwerte Cashflow Detail- und Grobplanung	EUR Mio.	13,175
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	14,285
Summe der Barwerte	EUR Mio.	27,460
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,235
Liquidität	EUR Mio.	0,305
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	26,530
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	4,825
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	5,50

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

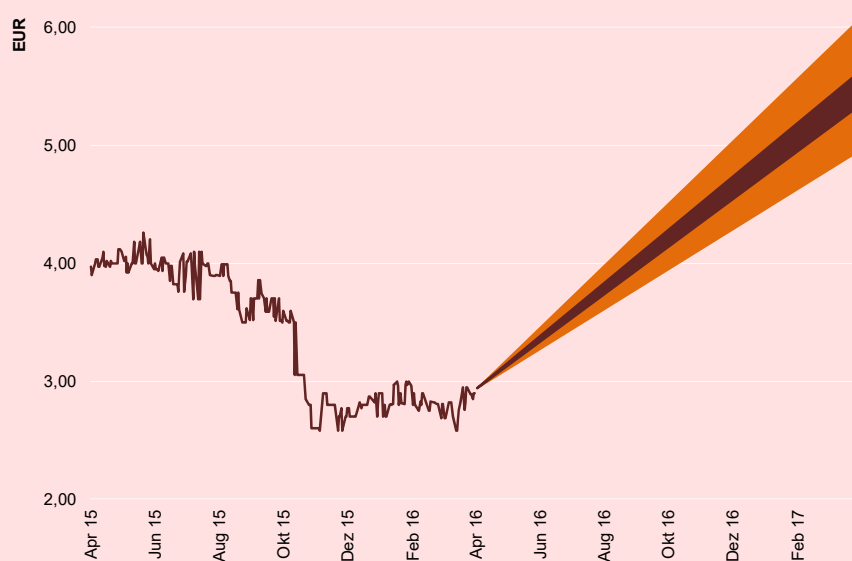
In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ⊖ Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,1% von 0,2%. 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 von uns auf einen Zeitraum von zwölf Monaten erwartete Equity Value von Klassik Radio um EUR -0,50 bis auf EUR 5,00 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 5,00 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 6,10 je Aktie.

- Bull-Case-Szenario:** In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir einen noch zügigeren und stärkeren Anstieg der Margen, welcher insbesondere die Erfolge der Werbezeitenvermarktung widerspiegeln würde. Durch die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogrammes, das auf allen Radioplattformen 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 0,5% sowie eine Verbesserung der operativen Marge um 3 Prozentpunkte auf 23,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,60 auf EUR 6,10 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 5,50 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 5,00) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 6,10) gelingt die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 5,50 je Aktie

Bei Erreichung unseres (Base Case-Szenario) Kurszieles wäre die Klassik Radio-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 5,50	
	2016e	2017e	2016e	2017e
KGV	13,6x	8,9x	23,2x	15,2x
EV/Umsatz	1,39x	1,23x	2,32x	2,10x
EV/EBIT	11,9x	7,7x	19,9x	13,1x
KBV	2,6x	2,3x	4,5x	4,0x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Chancen und Risiken

Chancen für unser Kursziel sehen wir

- insbesondere im Fall einer stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und den Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms.
- Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Fi-

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 Online Audio gemessen werden.

- Ⓢ Mit dem geplanten On Demand Streaming-Dienst eröffnen sich nach unserer Einschätzung die Chancen aus einer frühzeitigen Positionierung in den klassischen und hochwertigen Musikgenres sowie einer Übertragung der Stärke der Marke und der bestehenden Hörerbasis.

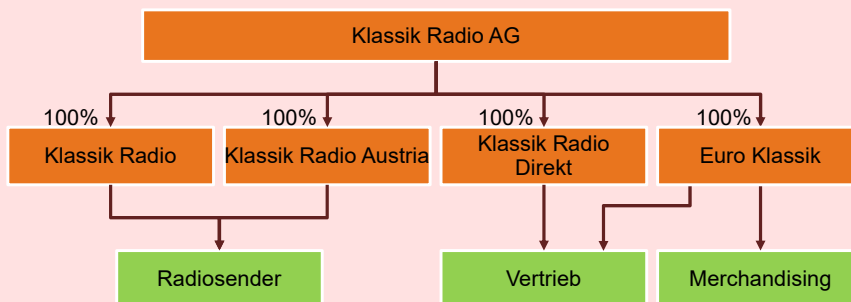
Risiken bestehen nach unserer Einschätzung

- Ⓢ bei einer Verschlechterung der konjunkturellen Gesamtlage: Radiowerbung ist ein stark zyklisches Geschäft. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets der Kunden nieder und könnte überdies ...
- Ⓢ ... die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch mehr Rabattzugeständnissen führen (Ausweitung der Brutto-Netto-Schere).
- Ⓢ Ein spezifisches Unternehmens-Risiko sehen wir im hohen Fixkostenblock für den Senderbetrieb, der sich im Umfeld sinkender Werbebudgets der Agenturen negativ im Ergebnis durchschlagen würde. Über die Vertriebs-töchter Euro Klassik und Klassik Radio Direkt hält das Unternehmen den Kontakt zu den Mediaagenturen und den Werbekunden in eigener Hand, allerdings befinden sich beide Gesellschaften noch in der Aufbauphase. Die große Zahl regionaler und kleinerer Kunden hilft dagegen, Abhängigkeiten zu vermindern.

Unternehmensprofil

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 von den neuen digitalen Übertragungsformen wie DAB+ und Online Audio zu profitieren.

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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, 2012/13-2017e

		2012/13	RJ2013*	2014	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse*	kEUR	10.451	2.948	10.006	10.251	11.761	12.614
YOY	%	7,1%	5,6%	239,4%	2,4%	14,7%	7,3%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	404	116	489	584	636	647
Aufwand für Personal	kEUR	-2.645	-735	-2.604	-2.974	-3.396	-3.508
in % vom Umsatz	%	-25,3%	-24,9%	-26,0%	-29,0%	-28,9%	-27,8%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.386	-725	-2.707	-4.350	-3.333	-3.406
in % vom Umsatz	%	-32,4%	-24,6%	-27,1%	-42,4%	-28,3%	-27,0%
EBITDA	kEUR	620	462	1.029	-780	1.549	2.191
in % vom Umsatz	%	5,9%	15,7%	10,3%	-7,6%	13,2%	17,4%
Abschreibungen	kEUR	-253	-70	-225	-168	-176	-177
EBIT	kEUR	367	392	804	-948	1.373	2.013
in % vom Umsatz	%	3,5%	13,3%	8,0%	-9,2%	11,7%	16,0%
Finanzergebnis	kEUR	-72	-24	-52	-95	-126	-51
EBT	kEUR	295	368	752	-1.043	1.247	1.962
Steuern	kEUR	159	-14	-113	-233	-101	-219
Steuerquote	%	53,9%	-3,8%	-15,0%	22,3%	-8,1%	-11,2%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	454	354	639	-1.276	1.146	1.743
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	454	354	639	-1.276	1.146	1.743
in % vom Umsatz	%	4,3%	12,0%	6,4%	-12,4%	9,7%	13,8%
Anzahl der Aktien	1.000	4.825	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	4.825
EPS	EUR	0,09	0,07	0,13	-0,26	0,24	0,36
EPS verwässert	EUR	0,09	0,07	0,13	-0,26	0,24	0,36

* 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, 2012/13-2017e

		2012/13	RJ2013	2014	2015	2016e	2017e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	7.003	6.982	6.793	6.542	6.219	5.914
Geschäfts- und Firmenwerte	KEUR	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	KEUR	397	389	341	310	279	251
Sachanlagen	KEUR	261	259	179	179	173	166
Latente Steuererstattungsansprüche	KEUR	848	837	776	556	270	0
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	1.904	2.120	2.907	2.883	3.908	4.828
Vorräte	KEUR	343	353	315	305	332	356
Forderungen L+L	KEUR	971	1.018	1.326	1.372	1.606	1.756
Übrige Ford./Sonstige Verm.	KEUR	567	586	862	864	1.001	1.085
Steueransprüche	KEUR	3	3	37	37	16	35
Zahlungsmittel	KEUR	20	160	367	305	953	1.595
Gesamt Aktiva	kEUR	8.907	9.102	9.700	9.425	10.127	10.741
Eigenkapital	kEUR	5.627	5.981	6.041	4.765	5.911	6.689
Gezeichnetes Kapital	KEUR	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	KEUR	-881	-881	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	KEUR	1.683	2.037	2.097	821	1.967	2.745
Minderheitenanteile	KEUR	0	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	79	75	789	343	1.080	1.080
Finanzschulden	KEUR	0	0	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	0	0	730	300	1.030	1.030
Latente Steuerschulden	KEUR	79	75	59	43	50	50
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.201	3.046	2.870	4.317	3.136	2.972
Finanzschulden	KEUR	1.455	1.065	881	935	700	500
Verbindlichkeiten L+L	KEUR	1.106	1.197	1.202	1.631	1.403	1.430
Rückstellungen	KEUR	43	52	42	43	45	46
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	587	715	663	1.679	979	979
Steuerschulden	KEUR	10	17	82	29	9	17
Gesamt Passiva	kEUR	8.907	9.102	9.700	9.425	10.127	10.741

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), 2012/13-2017e

		2012/13	RJ2013	2014	2015	2017e	2017e
Langfristige Vermögenswerte	%	79%	77%	70%	69%	61%	55%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	62%	60%	57%	58%	54%	51%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	4%	3%	3%	2%
Sachanlagen	%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	10%	9%	8%	6%	3%	0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	21%	23%	30%	31%	39%	45%
Vorräte	%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
Forderungen L+L	%	11%	11%	14%	15%	16%	16%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	6%	9%	9%	10%	10%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	0%	2%	4%	3%	9%	15%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	63%	66%	62%	51%	58%	62%
Gezeichnetes Kapital	%	54%	53%	50%	51%	48%	45%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%	-8%
Gewinnrücklagen	%	19%	22%	22%	9%	19%	26%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	1%	1%	8%	4%	11%	10%
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	8%	3%	10%	10%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Kurzfristige Schulden	%	36%	33%	30%	46%	31%	28%
Finanzschulden	%	16%	12%	9%	10%	7%	5%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	13%	12%	17%	14%	13%
Rückstellungen	%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	7%	8%	7%	18%	10%	9%
Steuerschulden	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	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	2015	2016e	2017e
Konzernergebnis	kEUR	454	354	639	-1.276	1.146	1.743
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	253	70	225	168	176	177
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	7	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-5	9	-10	1	1	1
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-120	7	45	220	293	270
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-198	-65	-548	-38	-377	-277
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	322	-33	-94	645	-948	35
Bereinigungen	kEUR	41	1	31	38	126	51
CFO	kEUR	747	343	295	-242	418	2.001
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-78	-39	-72	-78	31	28
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-38	-21	-46	-58	-170	-170
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	-95	-15	-10	0	0	0
CFI	kEUR	-211	-75	-128	-136	-139	-142
FCF	kEUR	536	268	167	-378	279	1.859
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-455	-120	-80	54	-235	-200
Δ Gesellschafterdarlehen	kEUR	0	0	730	300	730	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	-531	0	-579	0	0	-965
Bereinigungen	kEUR	359	-8	-31	-38	-126	-51
CFF	kEUR	-627	-128	40	316	369	-1.216
Δ Liquide Mittel	kEUR	-91	140	207	-62	648	642
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	111	20	160	367	305	953
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	20	160	367	305	953	1.595
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I, 2011/12-2017e

Key Data		2011/12	2012/13	RJ2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	kEUR	9.756,0	10.451,0	2.948,0	10.006,0	10.251,0	11.761,3	12.614,0
Rohertrag	kEUR	5.798,0	6.247,0	1.806,0	5.851,0	5.960,0	7.643,2	8.457,7
EBITDA	kEUR	-141,0	620,0	462,0	1.029,0	-780,0	1.549,5	2.190,6
EBIT	kEUR	-394,0	367,0	392,0	804,0	-948,0	1.373,3	2.013,4
EBT	kEUR	-472,0	295,0	368,0	752,0	-1.043,0	1.247,3	1.962,1
Nettoergebnis	kEUR	-496,0	454,0	354,0	639,0	-1.276,0	1.146,1	1.743,3
Anzahl Mitarbeiter		52	50	59	59	60	62	63
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	6,00	5,60	5,15	5,11	4,26		
Kurs Tief	EUR	4,20	4,29	4,29	3,65	2,58		
Kurs Durchschnitt	EUR	5,18	5,00	4,72	4,50	3,62		
Schlusskurs	EUR	5,60	4,58	4,58	3,65	2,82	3,23	3,23
EPS	EUR	-0,10	0,09	0,07	0,13	-0,26	0,24	0,36
BVPS	EUR	1,18	1,17	1,24	1,25	0,99	1,23	1,39
CFPS	EUR	0,10	0,15	0,07	0,06	-0,05	0,09	0,41
Dividende	EUR	0,11	0,00	0,12	0,00	0,00	0,20	0,30
Kursziel	EUR							5,50
Kursperformance (12M)	%							70,3%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	n/a	5,9%	15,7%	10,3%	n/a	13,2%	17,4%
EBIT-Marge	%	n/a	3,5%	13,3%	8,0%	n/a	11,7%	16,0%
EBT-Marge	%	n/a	2,8%	12,5%	7,5%	n/a	10,6%	15,6%
Netto-Marge	%	n/a	4,3%	12,0%	6,4%	n/a	9,7%	13,8%
FCF-Marge	%	2,6%	5,1%	9,1%	1,7%	n/a	2,4%	14,7%
ROE	%	-8,7%	8,1%	5,9%	10,6%	-26,8%	19,4%	26,1%
NWC/Umsatz	%	-3,6%	2,0%	5,9%	4,4%	0,4%	4,5%	5,4%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	187,6	209,0	50,0	169,6	170,9	189,7	200,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-7,6	7,3	6,6	13,6	-15,8	22,2	32,0
Wachstumsraten								
Umsatz	%	0,7%	7,1%	5,6%	-4,3%	2,4%	14,7%	7,3%
Rohertrag	%	-1,8%	7,7%	1,3%	-6,3%	1,9%	28,2%	10,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	53,5%	66,0%	n/a	n/a	41,4%
EBIT	%	n/a	n/a	64,7%	119,1%	n/a	n/a	46,6%
EBT	%	n/a	n/a	64,3%	154,9%	n/a	n/a	57,3%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	52,1%
EPS	%	n/a	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	52,1%
CFPS	%	4,9%	50,3%	n/a	-14,0%	n/a	n/a	378,9%
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	kEUR	6.817,0	7.003,0	6.982,0	6.793,0	6.542,0	6.218,8	5.913,8
Umlaufvermögen	kEUR	1.758,8	1.904,0	2.120,0	2.907,0	2.883,2	3.908,2	4.827,7
Eigenkapital	kEUR	5.703,6	5.626,9	5.980,9	6.041,0	4.765,0	5.911,1	6.689,4
Verbindlichkeiten	kEUR	2.872,0	3.280,0	3.121,0	3.659,0	4.660,2	4.215,8	4.052,0
EK-Quote	%	66,5%	63,2%	65,7%	62,3%	50,6%	58,4%	62,3%
Gearing	%	4,1%	1,4%	1,3%	13,1%	7,2%	18,3%	16,1%
Working Capital	kEUR	-350,0	208,0	174,0	439,0	46,0	534,3	682,2
Capital Employed	kEUR	281,0	866,0	822,0	959,0	535,0	986,2	1.099,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2011/12-2016e

Enterprise Value		2011/12	2012/13	RJ2013	2014	2015	2016e	2017e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	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	20.554,5		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	20.265,0	20.699,3	20.699,3	17.611,3	12.448,5		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	24.993,5	24.125,0	22.774,0	21.712,5	17.466,5		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.020,0	22.098,5	22.098,5	17.611,3	13.606,5	15.584,8	15.584,8
Nettoverschuldung	kEUR	755,3	1.435,1	905,1	1.244,1	929,8	777,0	-65,5
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	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	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	0,0	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	21.484,3		
Enterprise Value Tief	kEUR	21.020,3	22.134,3	21.604,3	18.855,3	13.378,3		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.748,8	25.560,1	23.679,1	22.956,6	18.396,3		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	27.775,3	23.533,6	23.003,6	18.855,3	14.536,3	16.361,8	15.519,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	3,04	2,72	8,74	2,59	2,10	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,15	2,12	7,33	1,88	1,31	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,64	2,45	8,03	2,29	1,79	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,85	2,25	7,80	1,88	1,42	1,39	1,23
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	45,9	55,7	25,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	35,7	46,8	18,3	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	41,2	51,3	22,3	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	38,0	49,8	18,3	n/a	10,6	7,1
EV/EBIT Hoch	x	n/a	77,5	65,7	32,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	60,3	55,1	23,5	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	69,6	60,4	28,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	64,1	58,7	23,5	n/a	11,9	7,7
KGV Hoch	x	n/a	59,5	70,2	38,6	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	45,6	58,5	27,6	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	53,1	64,3	34,0	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	48,7	62,4	27,6	n/a	13,6	8,9
KBV	x	4,7	3,9	3,7	2,9	2,9	2,6	2,3
KCF	x	54,4	29,6	64,4	59,7	n/a	37,3	7,8
FCF-yield	%	0,9%	2,4%	1,2%	0,9%	-2,8%	1,8%	11,9%
Dividendenrendite	%	2,0%	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	6,2%	9,3%
Cashflow								
Operativer Cashflow	kEUR	497,0	747,0	343,0	295,0	-241,7	417,8	2.000,8
Investiver Cashflow	kEUR	-246,0	-211,0	-75,0	-128,0	-136,0	-139,0	-142,1
Free Cashflow	kEUR	251,0	536,0	268,0	167,0	-377,7	278,8	1.858,7
Finanz-Cashflow	kEUR	-947,0	-626,8	-128,0	40,0	316,0	369,0	-1.216,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Nettoerlöse	kEUR	11.761	12.614	13.442	14.157	14.627	14.935	15.111	15.202	15.252	15.287	15.318	15.348
YoY	%	14,7%	7,3%	6,6%	5,3%	3,3%	2,1%	1,2%	0,6%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	kEUR	1.373	2.013	2.307	2.599	2.861	3.101	3.318	3.521	3.716	3.907	4.099	3.070
in % der Umsätze	%	11,7%	16,0%	17,2%	18,4%	19,6%	20,8%	22,0%	23,2%	24,4%	25,6%	26,8%	20,0%
Steuerquote (τ)	%	8,1%	11,2%	23,0%	26,0%	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBIT(1-τ)	kEUR	1.262	1.789	1.776	1.924	2.060	2.171	2.323	2.465	2.601	2.735	2.869	2.149
Reinvestment	kEUR	-139	-142	-207	-179	-118	-77	-44	-23	-12	-9	-8	-21
FCFF	kEUR	1.123	1.647	1.569	1.745	1.943	2.094	2.279	2.442	2.588	2.727	2.862	2.127
WACC	%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
PV (FCFF)	kEUR	920	1.284	1.164	1.230	1.303	1.335	1.382	1.408	1.419	1.421	1.418	
Terminal Cashflow	kEUR	2.127											
Terminal Cost of Capital	%	5,2%											
Terminal Value	kEUR	26.591											
PV (Terminal Value)	kEUR	13.175											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	14.285											
Wert der operativen Assets	kEUR	27.460											
						EUR	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit (TV)	%	2,78%				17,0%	5,00	5,00	5,00	5,10	5,10	5,20	5,20
Enterprise Value	kEUR	27.460				18,0%	5,10	5,10	5,20	5,20	5,30	5,30	5,40
Debt	kEUR	1.235			TV EBIT-Marge	19,0%	5,20	5,30	5,30	5,40	5,40	5,50	5,50
Cash	kEUR	305				20,0%	5,40	5,40	5,50	5,50	5,50	5,60	5,60
Wert des Eigenkapitals	kEUR	26.530				21,0%	5,50	5,50	5,60	5,60	5,70	5,70	5,80
Anzahl der Aktien	kEUR	4.825				22,0%	5,60	5,70	5,70	5,80	5,80	5,90	5,90
Geschätzter Wert je Aktie	EUR	5,50				23,0%	5,80	5,80	5,90	5,90	6,00	6,00	6,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn | 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)
11.08.2016	EUR 5,50	Buy	7; 8
11.04.2016	EUR 5,50	Buy	2; 7; 8
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.