

Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 5,75

Kursziel: EUR 6,50 (bislang EUR 5,90)

Jahresabschluss 2016 mit beeindruckendem Plus

Der testierte Jahresabschluss 2016 blieb mehrheitlich ohne Überraschungen, nachdem Klassik Radio bereits Anfang Februar vorläufige Zahlen veröffentlicht hatte. Mit einem Umsatzplus von 30,1% auf EUR 13,3 Mio. und einem EBITDA-Zuwachs auf EUR 1,5 Mio. (+2,3 Mio.) wurde die Guidance deutlich steigender Umsätze und eines deutlich positiven Ergebnisses in beeindruckender Weise erfüllt. Für 2017e hat das Management eine nach unserer Einschätzung vorsichtige Guidance ausgesprochen, die u. E. Raum für eine Übererfüllung lässt. Eines der wichtigsten Projekte ist daneben der für H2/2017 avisierte Start eines kostenpflichtigen Premium Musikdienstes. Nach der starken Outperformance der Klassik Radio-Aktie (+77,0% LTM) gegenüber dem DAX (+27,7% LTM) und einer Überarbeitung unseres Modells heben wir unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel auf EUR 6,50 an (bislang EUR 5,90). Angesichts eines erwarteten Zwölf-Monats-Kurspotentials von 13,0% bestätigen wir unser Anlageurteil Buy.

2016 mit starkem Umsatzanstieg und Rekord-EBITDA

Im Geschäftsjahr 2016 hat Klassik Radio mit einem Anstieg der Konzernerlöse um 30,1% von EUR 10,3 Mio. im Vorjahr auf EUR 13,3 Mio. und einem EBITDA von EUR 1,5 Mio. nach EUR -0,8 Mio. im Vorjahr die für 2016 ausgesprochene Guidance deutlich steigender Umsätze und eines deutlich positiven Ergebnisses in beeindruckender Weise umgesetzt.

Verstärkt wird unser Eindruck durch die gute Qualität der erzielten Verbesserungen: Im Segment **Radiosender** stiegen die Umsätze aus dem Verkauf von Werbezeiten um 15,6% bzw. um EUR 1,1 Mio. auf EUR 8,2 Mio., wogegen die Umsätze aus dem ergebnisunwirksamen Bartergeschäften sogar leicht um 4,1% sanken. Auch die Digitalvermarktung – seit 2016 erfolgt diese durch die RMS – dürfte u. E. erstmals in nennenswerterem Umfang zum Umsatz beigetragen haben. Im Segment **Merchandising** wurden die Umsätze auf EUR 1,8 Mio. von EUR 0,4 Mio. im Vorjahr mehr als vervierfacht. Dabei konnten sowohl im bisherigen Shop mit EUR 0,6 Mio. nach EUR 0,4 Mio. im Vorjahr (+ 34,9%) ein deutliches Umsatzplus erzielt, als auch nach dem Wiedereinstieg ins Konzertgeschäft bereits im ersten Jahr neue Umsätze in Höhe von EUR 1,2 Mio. generiert werden.

Das **EBITDA** verbesserte sich 2016 um EUR 2,3 Mio. von -0,8 Mio. im Vorjahr auf EUR 1,5 Mio. bzw. eine Marge von 11,5%. Dies ist das erfolgreichste Ergebnis in der Unternehmensgeschichte. Unsere Erwartungen, die wir an die erfolgreiche Stärkung des Vertriebs und den Ausbau der Digitalisierung geknüpft hatten, wurden damit vollständig erfüllt.

TABELLE 1: ÜBERBLICK UMSATZANSTIEG 2016

		2016	2015	Δ
Umsatz	kEUR	13.338	10.251	+3.087
Davon Werbezeiten	kEUR	8.204	7.099	+1.105
Davon Shopverkäufe	kEUR	0.557	0.413	+0.144
Davon Konzertgeschäft	kEUR	1.200	0	+1.200

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: 27,7

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Hauptversammlung: 23. Juni 2017

EUR Mio.	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	10,3	13,3	14,2	15,1
EBITDA	-0,8	1,5	1,7	1,9
EBIT	-0,9	1,4	1,5	1,8
EBT	-1,0	1,2	1,4	1,7
EAT	-1,3	1,8	1,4	1,6

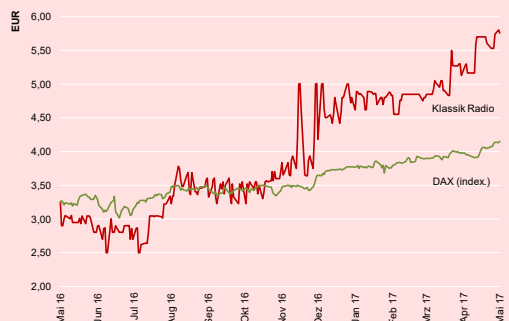
% vom Umsatz	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-7,6%	11,5%	11,7%	12,8%
EBIT	-9,2%	10,3%	10,5%	11,7%
EBT	-10,2%	9,3%	9,8%	11,0%
EAT	-12,4%	13,7%	9,5%	10,7%

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,26	0,38	0,28	0,33
Dividende	0,00	0,20	0,20	0,20
Buchwert	0,99	1,37	1,45	1,58
Cashflow	-0,05	0,17	0,31	0,37

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	50,6%	58,4%	62,4%	67,3%
Gearing	7,2%	18,1%	16,0%	2,8%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	n/a	12,6	20,5	17,2
EV/Umsatz	1,42	1,85	2,06	1,90
EV/EBIT	n/a	18,0	19,6	16,2
KBV	2,9	3,5	4,0	3,6

EUR Mio.	2017e	2018e
Guidance: Umsatz	↗	n/a
Guidance: EBITDA	↗	n/a



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Nettoergebnis profitiert von positivem Steuerertrag

Nach Abzug von Zinszahlungen in Höhe von EUR -0,133 Mio. (EUR -0,095 Mio. im Vorjahr) des nach wie vor kaum verschuldeten Unternehmens und nach Addition eines Steuerertrags von EUR 0,592 Mio. (EUR -0,233 Mio. im Vorjahr) aus dem Ansatz bisher nicht berücksichtigter latenter Steuern verbesserte sich das Nettoergebnis überproportional auf EUR 1,8 Mio. bzw. eine Marge von 13,7%. Umgelegt auf 4,825 Mio. Aktien errechnet sich ein EPS von 0,38 nach EUR -0,26 im Vorjahr.

TABELLE 2: UMSATZ- UND ERGEBNISÜBERBLICK

		2016	2015	Δ
Umsatz	kEUR	13.338	10.251	30,1%
Segment Radiosender	kEUR	11.408	9.740	17,1%
Segment Merchandising	kEUR	1.777	0.413	330,2%
Sonstige	kEUR	0.153	0.098	56,1%
EBITDA	kEUR	1.541	-0.780	n/a
<i>in % Umsatz</i>	%	11,5	n/a	n/a
Nettoergebnis	kEUR	1.831	-1.276	n/a
<i>in % Umsatz</i>	%	13,7	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Eigenkapitalquote verbessert sich auf 58,4%

Parallel zum Ergebnis verbesserte sich der operative Cashflow auf EUR 0,8 Mio. nach EUR -0,2 Mio. im Vorjahr. Diesem standen ein deutlich gestiegener negativer Cashflow aus Investitionen von EUR -0,5 Mio. nach EUR -0,1 Mio. gegenüber. Verantwortlich dafür waren vor allem Investitionen in den geplanten Musik-Streamingdienst (EUR -0,4 Mio.) sowie die Sendetechnik und die Geschäftsausstattung. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag bei EUR -0,014 Mio. nach EUR 0,3 Mio. im Vorjahr. Vor dem Hintergrund eines Zahlungsmittelbestandes von EUR 0,6 Mio. und einer Bruttoverschuldung von EUR 2,1 Mio. stieg die Nettoverschuldung per 31.12.2016 auf EUR 1,5 Mio. nach EUR 0,9 Mio. im Vorjahr. Dennoch verbesserte sich die Eigenkapitalquote per 31.12.2016 aufgrund der überproportional gestiegenen Gewinne auf 58,4% von EUR 50,6% im Vorjahr.

Unternehmens-Guidance für 2017e und Anpassung unserer Schätzungen

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet das Management im Segment Radiosender weiter moderat steigende Umsätze und ein moderat steigendes EBITDA. Im Segment Merchandising sollen Umsätze und EBITDA etwa auf Vorjahresniveau liegen. Auf Konzernebene wird damit ebenfalls ein moderater Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet.

Wir werten diese Angaben als eine vorsichtige Guidance, in der nach unserer Einschätzung insbesondere weitere Investitionen und Aufwendungen des geplanten Musik-Streamingdienstes berücksichtigt wurden, die bei einem günstigen Verlauf des Radiowerbemarktes Spielraum für positive Überraschungen bieten sollte. Trotzdem haben wir unser Modell überarbeitet. Während wir unsere Schätzungen an der diesjährigen Guidance orientieren, haben wir in diesem und in den folgenden Jahren noch keine Ergebnisse aus dem Musik-Streamingdienst einfließen lassen, die wir erst nach dessen Launch berücksichtigen werden.

TABELLE 3: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2017e			2018e
		neu	alt	Δ	Guidance 2017e
Konzernumsatz	kEUR	14.234	14.161	0,5%	Moderater Anstieg
EBITDA	kEUR	1.665	2.197	-24,2%	Moderater Anstieg

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2016 und der Unternehmens-Guidance für 2017e haben wir unser dreistufiges DCF-Entity-Modell überarbeitet. Das Kursziel aus unserem DCF-Modell erhöht sich trotz Anpassung unserer Schätzungen auf EUR 6,50 von EUR 5,90 je Aktie. Ergebnisse aus dem Musik-Streamingdienst sind in unseren DCF-Modell-Annahmen nicht enthalten. In einer Monte Carlo-Simulation ergeben sich Bear-Case-Werte von EUR 7,40 und Bull-Case-Werte von EUR 5,60. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 5,75 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 13,0%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

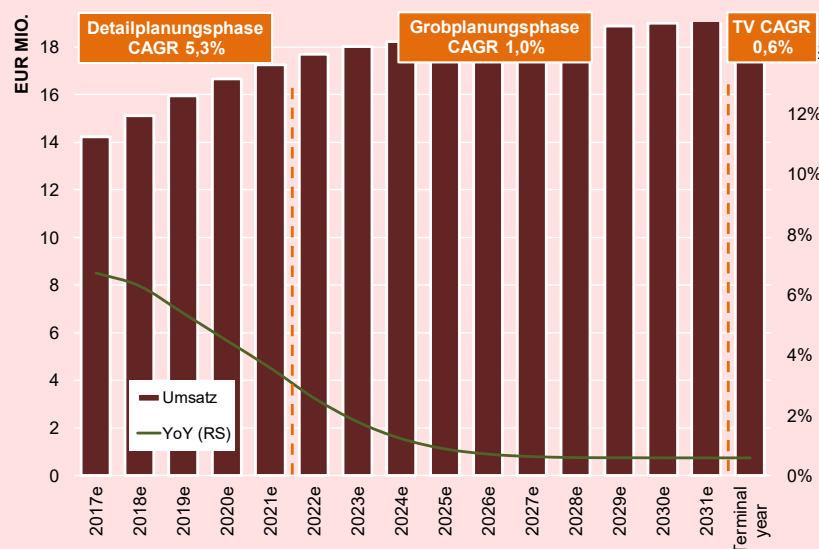
In unserer Finanzprognose gehen wir davon aus, dass sich die operative Ertragslage des Unternehmens insbesondere nach den Investitionen in den weiteren Digitalisierungsausbau und der wachsenden Durchdringung des Audio Werbemarktes stetig verbessern wird. Angesichts eines langfristig ausgerichteten Planungshorizonts 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:

- ③ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Konzernumsätze 2016-21e in Höhe von 5,3%.
- ③ In der anschließenden zehnjährigen **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 1,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ③ 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 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM IM DCF-MODELL



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich laut unserer Schätzung auf 1,0%. Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 0,6% veranschlagt, der aktuellen Rate des risikolosen Zinses.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

Relativ restriktive Annahmen

- ③ dass sich die **EBIT-Margen** von 10,5% in 2017e auf 19,9% (Peak Margins) in 2031e sukzessive erhöhen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass

dem Management das angestrebte Audio-Werbemarktdurchdringung gelingt. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir operative Margen (EBIT) von 18,0% unterstellt.

- Ⓢ 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 für Klassik Radio geltenden kombinierten Steuersatz von 31,1% orientiert;
- Ⓢ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta**, das wir unverändert bei 1,1 sehen und das sich aus nachstehenden Faktoren zusammensetzt:

TABELLE 4: 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 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;
- Ⓢ 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 0,6%, 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 3,8% 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 3,0%. Abschließend gehen wir davon aus, dass Klassik Radio eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 60%/40% anstrebt;
- Ⓢ dass Klassik Radio in der Phase des **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 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer durchschnittlichen Equity Risk Premium von 500 Basispunkten entsprechen würde).

TABELLE 5: WACC 2017E

Kosten Eigenkapital nach CAPM	%	4,8%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Beta		1,10
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	60,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	4,1%
Kosten der Verschuldung	%	1,0%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	3,6%
Steuerquote	%	31,1%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,5%
Zielkapitalstruktur	%	40,0%
WACC basierend auf Marktwerten	%	5,1%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 6,50 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 6,50 je Aktie (bislang EUR 5,90) ergibt. Aus dem ermittelten Enterprise Values von EUR 33,0 Mio. werden mit EUR 13,4 Mio. rund 40,7% aus dem Terminal Value abgeleitet, EUR 6,1 Mio. bzw. 13,5 aus den in den Detail- bzw. Grobplanungsphasen erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 6,50 je Aktie

TABELLE 6: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert Terminal Value	EUR Mio.	13,4
in % des Enterprise Value	%	40,7%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	6,1
in % des Enterprise Value	%	18,4%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	13,5
in % des Enterprise Value	%	40,9%
Enterprise Value	EUR Mio.	33,0
Finanzschulden	EUR Mio.	-2,1
Excess Cash	EUR Mio.	0,6
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	31,4
Anzahl Aktien	Mio.	4,8
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	6,50

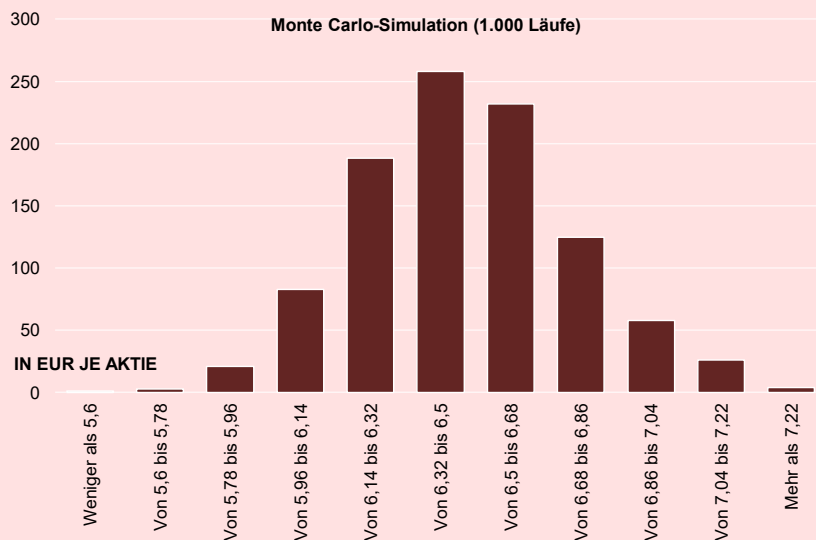
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse anhand einer Monte Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 2 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value, noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Insgesamt zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 5,60 bzw. über EUR 7,40 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Umsatzwachstumsrate während der Grobplanungsphase und Free Cashflow-

Wachstumsrate im Terminal Value nicht erreicht werden können.

ABBILDUNG 2: HISTOGRAMM AUS DER MONTE CARLO-SIMULATION



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine rechtsschiefe Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 6,30 und EUR 6,50 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 6,50 je Aktie

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

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 6,50	
	2017e	2018e	2017e	2018e
KGV	20,5x	17,2x	23,2x	19,4x
EV/Umsatz	2,06x	1,90x	2,31x	2,13x
EV/EBIT	19,6x	16,2x	22,0x	18,2x
KBV	4,0x	3,6x	4,5x	4,1x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Chancen und Risiken

Chancen für unser Kursziel sehen wir

- Ⓢ insbesondere im Fall einer stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- Ⓢ werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und den Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms.
- Ⓢ Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Finanzierung des Senders durch Werbeeinnahmen ist, wird der Erfolg des Geschäftsmodells nach unserer Einschätzung mittelfristig zunehmend an der Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Online Audio gemessen werden.
- Ⓢ Mit dem geplanten Streamingdienst 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.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2007/08-2012/13

		2007/08	2008/09	2009/10*	2010/11	2011/12	2012/13
Umsatzerlöse*	kEUR	14.917	15.570	11.127	9.689	9.756	10.451
YOY	%	12,5%	4,4%	-28,5%	-12,9%	0,7%	7,1%
Bestandsveränderungen	kEUR	234	134	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	488	695	809	1.166	691	404
Aufwand für Personal	kEUR	-3.745	-3.861	-3.128	-2.532	-2.815	-2.645
in % vom Umsatz	%	-25,1%	-24,8%	-28,1%	-26,1%	-28,9%	-25,3%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-3.856	-4.439	-3.608	-3.505	-3.815	-3.386
in % vom Umsatz	%	-25,8%	-28,5%	-32,4%	-36,2%	-39,1%	-32,4%
EBITDA	kEUR	1.162	338	495	1.034	-141	620
in % vom Umsatz	%	7,8%	2,2%	4,4%	10,7%	-1,4%	5,9%
Abschreibungen	kEUR	-1.190	-490	-384	-270	-253	-253
EBIT	kEUR	-28	-152	110	764	-394	367
in % vom Umsatz	%	-0,2%	-1,0%	1,0%	7,9%	-4,0%	3,5%
Finanzergebnis	kEUR	-287	-360	-278	-143	-78	-72
EBT	kEUR	-315	-512	-168	621	-472	295
Steuern	kEUR	86	-76	187	61	-24	159
Steuerquote	%	-27,3%	14,8%	-111,1%	9,8%	5,1%	53,9%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	-229	-588	19	682	-496	454
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufgegebene Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Dritten	kEUR	-229	-588	96	662	-496	454
in % vom Umsatz	%	-1,5%	-3,8%	0,9%	6,8%	-5,1%	4,3%
Anzahl der Aktien	1.000	4.500	4.500	4.606	4.825	4.825	4.825
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.526	4.526	4.635	4.902	4.825	4.825
EPS	EUR	-0,05	-0,13	0,02	0,14	-0,10	0,09
EPS verwässert	EUR	-0,05	-0,13	0,02	0,14	-0,10	0,09

* 2009/10 adjustiert ohne Verlag

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, RJ2013-2018e

		RJ2013*	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatzerlöse*	kEUR	2.948	10.006	10.251	13.338	14.234	15.129
YOY	%	5,6%	239,4%	2,4%	30,1%	6,7%	6,3%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	80	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	116	489	584	539	481	489
Aufwand für Personal	kEUR	-735	-2.604	-2.974	-3.312	-3.480	-3.713
in % vom Umsatz	%	-24,9%	-26,0%	-29,0%	-24,8%	-24,4%	-24,5%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-725	-2.707	-4.350	-4.550	-4.824	-5.111
in % vom Umsatz	%	-24,6%	-27,1%	-42,4%	-34,1%	-33,9%	-33,8%
EBITDA	kEUR	462	1.029	-780	1.541	1.665	1.940
in % vom Umsatz	%	15,7%	10,3%	-7,6%	11,5%	11,7%	12,8%
Abschreibungen	kEUR	-70	-225	-168	-169	-169	-170
EBIT	kEUR	392	804	-948	1.372	1.496	1.770
in % vom Umsatz	%	13,3%	8,0%	-9,2%	10,3%	10,5%	11,7%
Finanzergebnis	kEUR	-24	-52	-95	-133	-107	-102
EBT	kEUR	368	752	-1.043	1.239	1.388	1.668
Steuern	kEUR	-14	-113	-233	592	-36	-54
Steuerquote	%	-3,8%	-15,0%	22,3%	47,8%	-2,6%	-3,2%
Nettoergebnis vor Dritten	kEUR	354	639	-1.276	1.831	1.352	1.615
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	354	639	-1.276	1.831	1.352	1.615
in % vom Umsatz	%	12,0%	6,4%	-12,4%	13,7%	9,5%	10,7%
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	0,07	0,13	-0,26	0,38	0,28	0,33
EPS verwässert	EUR	0,07	0,13	-0,26	0,38	0,28	0,33

* Rumpfgeschäftsjahr Oktober bis Dezember

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2007/08-2012/13

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	8.553	8.287	8.096	6.854	6.817	7.003
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.276	6.276	6.276	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	1.063	859	575	287	251	397
Sachanlagen	kEUR	526	587	471	351	380	261
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	688	565	774	719	689	848
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	5.529	4.146	5.395	2.131	1.759	1.904
Vorräte	kEUR	1.721	1.873	2.119	253	272	343
Forderungen L+L	kEUR	2.336	1.500	1.334	558	859	971
Übrige Ford./Sonstige Verm.	kEUR	433	473	539	507	512	567
Steueransprüche	kEUR	59	21	12	6	5	3
Zahlungsmittel	kEUR	980	279	1.391	807	111	20
Gesamt Aktiva	kEUR	14.082	12.433	13.491	8.985	8.576	8.907
Eigenkapital	kEUR	4.543	3.955	6.022	6.684	5.704	5.627
Gezeichnetes Kapital	kEUR	4.500	4.500	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	kEUR	-2.527	-2.527	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	kEUR	2.570	1.982	2.078	2.740	1.760	1.683
Minderheitenanteile	kEUR	0	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	4.183	2.161	1.733	661	235	79
Finanzschulden	kEUR	3.875	1.967	1.574	610	195	0
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	123	53	53	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	185	141	106	51	40	79
Kurzfristige Schulden	kEUR	5.356	6.317	5.736	1.640	2.637	3.201
Finanzschulden	kEUR	1.300	2.633	2.346	385	671	1.455
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	3.437	3.073	2.751	814	1.481	1.106
Rückstellungen	kEUR	251	189	110	41	48	43
Übrige Verbindlichkeiten	kEUR	360	396	508	377	415	587
Steuerschulden	kEUR	8	26	21	23	22	10
Gesamt Passiva	kEUR	14.082	12.433	13.491	8.985	8.576	8.907

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	6.982	6.793	6.542	7.619	7.835	7.785
Geschäfts- und Firmenwerte	KEUR	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	KEUR	389	341	310	578	694	624
Sachanlagen	KEUR	259	179	179	345	445	465
Latente Steuererstattungsansprüche	KEUR	837	776	556	1.179	1.179	1.179
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	2.120	2.907	2.883	3.674	3.361	3.555
Vorräte	KEUR	353	315	305	252	259	267
Forderungen L+L	KEUR	1.018	1.326	1.372	1.909	2.058	2.187
Übrige Ford./Sonstige Verm.	KEUR	586	862	864	922	994	1.067
Steueransprüche	KEUR	3	37	37	20	-1	-2
Zahlungsmittel	KEUR	160	367	305	571	52	36
Gesamt Aktiva	kEUR	9.102	9.700	9.425	11.293	11.196	11.340
Eigenkapital	kEUR	5.981	6.041	4.765	6.596	6.983	7.633
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	2.037	2.097	821	2.652	3.039	3.689
Minderheitenanteile	KEUR	0	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	kEUR	75	789	343	1.197	1.115	215
Finanzschulden	KEUR	0	0	0	165	165	165
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	0	730	300	1.000	900	0
Latente Steuerschulden	KEUR	75	59	43	32	50	50
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.046	2.870	4.317	3.500	3.098	3.493
Finanzschulden	KEUR	1.065	881	935	936	500	800
Verbindlichkeiten L+L	KEUR	1.197	1.202	1.631	1.432	1.498	1.592
Rückstellungen	KEUR	52	42	43	45	46	47
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	715	663	1.679	1.056	1.056	1.056
Steuerschulden	KEUR	17	82	29	31	-2	-2
Gesamt Passiva	kEUR	9.102	9.700	9.425	11.293	11.196	11.340

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisierte Fassung), 2007/08-2012/13

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Langfristige Vermögenswerte	%	61%	67%	60%	76%	79%	79%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	45%	50%	47%	61%	64%	62%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	8%	7%	4%	3%	3%	4%
Sachanlagen	%	4%	5%	3%	4%	4%	3%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	8%	8%	10%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	39%	33%	40%	24%	21%	21%
Vorräte	%	12%	15%	16%	3%	3%	4%
Forderungen L+L	%	17%	12%	10%	6%	10%	11%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	3%	4%	4%	6%	6%	6%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	7%	2%	10%	9%	1%	0%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	32%	32%	45%	74%	67%	63%
Gezeichnetes Kapital	%	32%	36%	36%	54%	56%	54%
Kapitalrücklagen	%	-18%	-20%	-7%	-10%	-10%	-10%
Gewinnrücklagen	%	18%	16%	15%	30%	21%	19%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	30%	17%	13%	7%	3%	1%
Finanzschulden	%	28%	16%	12%	7%	2%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	1%	0%	1%
Kurzfristige Schulden	%	38%	51%	43%	18%	31%	36%
Finanzschulden	%	9%	21%	17%	4%	8%	16%
Verbindlichkeiten L+L	%	24%	25%	20%	9%	17%	12%
Rückstellungen	%	2%	2%	1%	0%	1%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	3%	3%	4%	4%	5%	7%
Steuerschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (normalisierte Fassung), RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Langfristige Vermögenswerte	%	77%	70%	69%	67%	70%	69%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	60%	57%	58%	49%	49%	48%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	3%	5%	6%	6%
Sachanlagen	%	3%	2%	2%	3%	4%	4%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	9%	8%	6%	10%	11%	10%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	23%	30%	31%	33%	30%	31%
Vorräte	%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
Forderungen L+L	%	11%	14%	15%	17%	18%	19%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	9%	9%	8%	9%	9%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	2%	4%	3%	5%	0%	0%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	66%	62%	51%	58%	62%	67%
Gezeichnetes Kapital	%	53%	50%	51%	43%	43%	43%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-9%	-9%	-8%	-8%	-8%
Gewinnrücklagen	%	22%	22%	9%	23%	27%	33%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	%	1%	8%	4%	11%	10%	2%
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	8%	3%	9%	8%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Schulden	%	33%	30%	46%	31%	28%	31%
Finanzschulden	%	12%	9%	10%	8%	4%	7%
Verbindlichkeiten L+L	%	13%	12%	17%	13%	13%	14%
Rückstellungen	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	8%	7%	18%	9%	9%	9%
Steuerschulden	%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2007/08-2012/13

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Konzernergebnis	kEUR	-229	-588	96	662	-496	454
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	1.190	490	547	361	253	253
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	0	12	-468	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	139	-62	-79	-35	7	-5
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	-26	79	-244	-84	26	-120
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-1.819	682	-178	239	-320	-198
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	729	-380	-105	-460	667	322
Bereinigungen	kEUR	1.143	314	352	259	360	41
CFO	kEUR	1.127	535	401	474	497	747
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-316	204	-74	-53	-48	-78
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.394	-551	-44	-42	-198	-38
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	-828	41	-310	2.158	0	-95
CFI	kEUR	-2.538	-306	-428	2.063	-246	-211
FCF	kEUR	-1.411	229	-27	2.537	251	536
Barkapitalerhöhungen	kEUR	118	0	1.959	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.733	-575	-468	-2.878	-385	-455
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	0	0	0	0	-484	-531
CFF	kEUR	-523	-25	-352	-243	-78	359
		1.328	-600	1.139	-3.121	-947	-627
Δ Liquide Mittel	kEUR						
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	-83	-371	1.112	-584	-696	-91
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	733	650	279	1.391	807	111
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

Cashflow-Statement, RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Konzernergebnis	kEUR	354	639	-1.276	1.831	1.352	1.615
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	70	225	168	169	169	170
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	kEUR	0	7	0	0	0	0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	9	-10	1	1	1	1
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	7	45	220	-634	18	0
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-65	-548	-38	-525	-206	-210
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-33	-94	645	1	33	94
Bereinigungen	kEUR	1	31	38	58	107	102
CFO	kEUR	343	295	-242	824	1.475	1.772
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-39	-72	-78	-363	-116	69
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-21	-46	-58	-241	-270	-190
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	-20	0	0
Bereinigungen	kEUR	-15	-10	0	80	0	0
CFI	kEUR	-75	-128	-136	-544	-386	-121
FCF	kEUR	268	167	-378	280	1.089	1.651
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-120	-80	54	-238	-436	300
Δ Gesellschafterdarlehen	kEUR	0	730	300	274	-100	-900
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	-579	0	0	-965	-965
Bereinigungen	kEUR	-8	-31	-38	-50	-107	-102
CFF	kEUR	-128	40	316	-14	-1.608	-1.667
Δ Liquide Mittel	kEUR	140	207	-62	266	-519	-16
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	20	160	367	305	571	52
Liquide Mittel Ende der Periode	kEUR	160	367	305	571	52	36
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I, 2012/13-2018e

Key Data		2012/13	RJ2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	kEUR	10.451,0	2.948,0	10.006,0	10.251,0	13.338,0	14.234,1	15.129,0
Rohrertrag	kEUR	6.247,0	1.806,0	5.851,0	5.960,0	8.783,0	9.488,5	10.275,3
EBITDA	kEUR	620,0	462,0	1.029,0	-780,0	1.540,5	1.665,0	1.940,0
EBIT	kEUR	367,0	392,0	804,0	-948,0	1.372,0	1.495,6	1.769,7
EBT	kEUR	295,0	368,0	752,0	-1.043,0	1.239,0	1.388,3	1.668,2
Nettoergebnis	kEUR	454,0	354,0	639,0	-1.276,0	1.831,0	1.352,2	1.614,5
Anzahl Mitarbeiter		50	59	59	60	60	63	64
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	5,60	5,15	5,11	4,26	5,01		
Kurs Tief	EUR	4,29	4,29	3,65	2,58	2,50		
Kurs Durchschnitt	EUR	5,00	4,72	4,50	3,62	0,25		
Schlusskurs	EUR	4,58	4,58	3,65	2,82	4,80	5,75	5,75
EPS	EUR	0,09	0,07	0,13	-0,26	0,38	0,28	0,33
BVPS	EUR	1,17	1,24	1,25	0,99	1,37	1,45	1,58
CFPS	EUR	0,15	0,07	0,06	-0,05	0,17	0,31	0,37
Dividende	EUR	0,00	0,12	0,00	0,00	0,20	0,20	0,20
Kursziel	EUR							6,50
Kursperformance (12M)	%							13,0%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	5,9%	15,7%	10,3%	n/a	11,5%	11,7%	12,8%
EBIT-Marge	%	3,5%	13,3%	8,0%	n/a	10,3%	10,5%	11,7%
EBT-Marge	%	2,8%	12,5%	7,5%	n/a	9,3%	9,8%	11,0%
Netto-Marge	%	4,3%	12,0%	6,4%	n/a	13,7%	9,5%	10,7%
FCF-Marge	%	5,1%	9,1%	1,7%	n/a	2,1%	7,7%	10,9%
ROE	%	8,1%	5,9%	10,6%	-26,8%	27,8%	19,4%	21,2%
NWC/Umsatz	%	2,0%	5,9%	4,4%	0,4%	5,5%	5,8%	5,7%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	209,0	50,0	169,6	170,9	222,3	225,9	236,4
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	7,3	6,6	13,6	-15,8	22,9	23,7	27,7
Wachstumsraten								
Umsatz	%	7,1%	5,6%	-4,3%	2,4%	30,1%	6,7%	6,3%
Rohrertrag	%	7,7%	1,3%	-6,3%	1,9%	47,4%	8,0%	8,3%
EBITDA	%	n/a	53,5%	66,0%	n/a	n/a	8,1%	16,5%
EBIT	%	n/a	64,7%	119,1%	n/a	n/a	9,0%	18,3%
EBT	%	n/a	64,3%	154,9%	n/a	n/a	12,1%	20,2%
Nettoergebnis	%	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	-26,2%	19,4%
EPS	%	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	-26,2%	19,4%
CFPS	%	50,3%	n/a	-14,0%	n/a	n/a	79,0%	20,1%
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	kEUR	7.003,0	6.982,0	6.793,0	6.542,0	7.618,5	7.834,7	7.785,1
Umlaufvermögen	kEUR	1.904,0	2.120,0	2.907,0	2.883,2	3.674,0	3.361,3	3.555,4
Eigenkapital	kEUR	5.626,9	5.980,9	6.041,0	4.765,0	6.596,0	6.983,2	7.632,7
Verbindlichkeiten	kEUR	3.280,0	3.121,0	3.659,0	4.660,2	4.696,6	4.212,8	3.707,8
EK-Quote	%	63,2%	65,7%	62,3%	50,6%	58,4%	62,4%	67,3%
Gearing	%	1,4%	1,3%	13,1%	7,2%	18,1%	16,0%	2,8%
Working Capital	kEUR	208,0	174,0	439,0	46,0	729,0	819,3	862,3
Capital Employed	kEUR	866,0	822,0	959,0	535,0	1.651,5	1.958,0	1.951,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

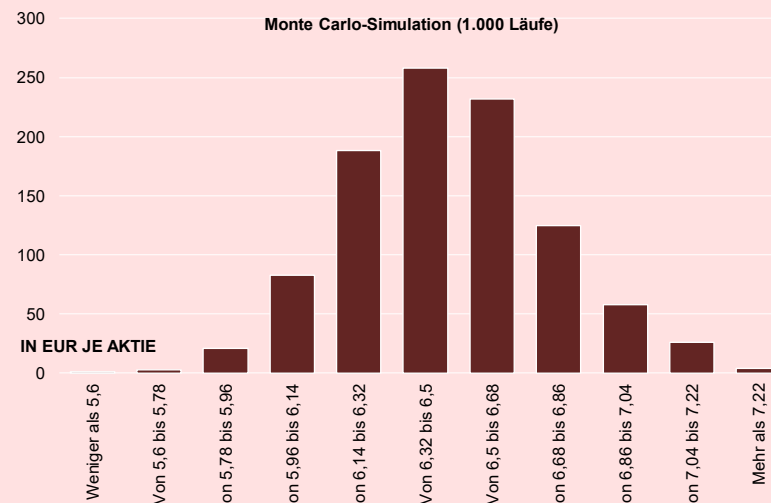
Auf einen Blick II, 2012/13-2018e

Enterprise Value		2012/13	RJ2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Anzahl Aktien	Mio.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	27.020,0	24.848,8	24.655,8	20.554,5	24.173,3		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	20.699,3	20.699,3	17.611,3	12.448,5	12.062,5		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	24.125,0	22.774,0	21.712,5	17.466,5	1.206,3		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	22.098,5	22.098,5	17.611,3	13.606,5	23.160,0	27.743,8	27.743,8
Nettoverschuldung	kEUR	1.435,1	905,1	1.244,1	929,8	1.530,0	1.513,2	928,7
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	28.455,1	25.753,8	25.899,8	21.484,3	25.703,2		
Enterprise Value Tief	kEUR	22.134,3	21.604,3	18.855,3	13.378,3	13.592,5		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.560,1	23.679,1	22.956,6	18.396,3	2.736,2		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	23.533,6	23.003,6	18.855,3	14.536,3	24.690,0	29.257,0	28.672,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	2,72	8,74	2,59	2,10	1,93	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,12	7,33	1,88	1,31	1,02	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,45	8,03	2,29	1,79	0,21	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,25	7,80	1,88	1,42	1,85	2,06	1,90
EV/EBITDA Hoch	x	45,9	55,7	25,2	n/a	16,7	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	35,7	46,8	18,3	n/a	8,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	41,2	51,3	22,3	n/a	1,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	38,0	49,8	18,3	n/a	16,0	17,6	14,8
EV/EBIT Hoch	x	77,5	65,7	32,2	n/a	18,7	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	60,3	55,1	23,5	n/a	9,9	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	69,6	60,4	28,6	n/a	2,0	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	64,1	58,7	23,5	n/a	18,0	19,6	16,2
KGV Hoch	x	59,5	70,2	38,6	n/a	13,2	n/a	n/a
KGV Tief	x	45,6	58,5	27,6	n/a	6,6	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	53,1	64,3	34,0	n/a	0,7	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	48,7	62,4	27,6	n/a	12,6	20,5	17,2
KBV	x	3,9	3,7	2,9	2,9	3,5	4,0	3,6
KCF	x	29,6	64,4	59,7	n/a	28,1	18,8	15,7
FCF-yield	%	2,4%	1,2%	0,9%	-2,8%	1,2%	3,9%	6,0%
Dividendenrendite	%	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	4,2%	3,5%	3,5%
Cashflow								
Operativer Cashflow	kEUR	747,0	343,0	295,0	-241,7	823,8	1.474,6	1.771,7
Investiver Cashflow	kEUR	-211,0	-75,0	-128,0	-136,0	-544,0	-385,6	-120,6
Free Cashflow	kEUR	536,0	268,0	167,0	-377,7	279,8	1.089,0	1.651,0
Finanz-Cashflow	kEUR	-626,8	-128,0	40,0	316,0	-14,0	-1.608,3	-1.666,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
Umsatz	EUR Mio.	14,2	15,1	15,9	16,7	17,3	17,7	18,0	18,2	18,4	18,5	18,7	18,8	18,9	19,0	19,1	19,2
YoY	%	6,7%	6,3%	5,4%	4,5%	3,6%	2,6%	1,8%	1,2%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	1,5	1,8	2,1	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8	3,5
EBIT-Marge	%	10,5%	11,7%	13,3%	14,2%	14,9%	15,4%	15,9%	16,4%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%	18,9%	19,4%	19,9%	18,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,0
Steuerquote (τ)	%	2,4%	3,0%	10,3%	28,8%	29,3%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	1,5	1,7	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,5
Reinvestment	EUR Mio.	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
FCFF	EUR Mio.	0,9	1,4	1,5	1,3	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,2
WACC	%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,2%	90,6%	86,2%	82,1%	78,1%	74,3%	70,6%	67,1%	63,7%	60,5%	57,5%	54,5%	51,7%	49,0%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	0,9	1,3	1,4	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,8%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	13,4															
in % des Enterprise Value	%	40,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	6,1															
in % des Enterprise Value	%	18,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	13,5															
in % des Enterprise Value	%	40,9%															
Enterprise Value	EUR Mio.	33,0															
Finanzschulden	EUR Mio.	-2,1															
Excess Cash	EUR Mio.	0,6															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	31,4															
Anzahl Aktien	Mio.	4,8															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	6,50															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei 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. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlungen ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der 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.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag 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.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit Veröffentlichung:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.05.2017/12:35 Uhr	EUR 6,50/EUR 5,75	Buy, Gültigkeit 12 Monate	7; 8
06.02.2017/14:15 Uhr	EUR 5,90/EUR 4,66	Buy, Gültigkeit 12 Monate	7; 8
15.08.2016/10:01 Uhr	EUR 5,50/EUR 3,50 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	7; 8
11.08.2016/16:41 Uhr	EUR 5,50/EUR 3,23 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	7; 8
11.04.2016/09:04 Uhr	EUR 5,50/EUR 2,90 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	2; 7; 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 Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der 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.

Diese Studie wurde am 10.05.2017 um 11:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 5,75.