

# Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel  
 Kurs: EUR 4,80  
 Kursziel: EUR 5,90 (bislang EUR 5,50)

## Höchstes EBITDA der Unternehmensgeschichte

Nach vorläufigen Zahlen erzielte Klassik Radio im Geschäftsjahr 2016 einen Konzernumsatz in Höhe von EUR 13,2 Mio. und ein EBITDA von EUR 1,5 Mio. Dies ist das höchste Ergebnis der bisherigen Unternehmensgeschichte. Unsere Erwartungen, die wir an die erfolgreiche Umsetzung der eingeschlagenen Strategie einer Stärkung des Vertriebs und des Ausbaus der Digitalisierung geknüpft hatten, wurden damit vollumfänglich bzw. sogar übererfüllt. Da bisher nur die beiden Eckzahlen vorliegen, haben wir unsere Prognosen nur leicht angepasst. Aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell errechnen wir ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 5,90 je Aktie. Nach der deutlichen Outperformance der Aktie (60,1% LTM) gegenüber dem DAX (23,5% LTM) bestätigen wir angesichts eines erwarteten Kurspotenzials von 22,9% unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG.

### Vorläufige Eckdaten für das Geschäftsjahr 2016

Mit einem Anstieg der Konzernerlöse um 29% auf EUR 13,2 Mio. (Vorjahr: EUR 10,3 Mio.) ist es Klassik Radio gelungen, die hohe Dynamik des ersten Halbjahres in die zweite Jahreshälfte zu übertragen. Ursächlich hierfür war, neben einem erfolgreichen Radio-Kerngeschäft, nicht zuletzt der Wiedereinstieg in das Konzertgeschäft, das im Geschäftsjahr 2016 Angaben gemäß mit EUR 1,2 Mio. zum Konzernumsatz beitrug.

Das EBITDA verbesserte sich nach vorläufigen Zahlen um EUR 2,3 Mio. von -0,8 Mio. im Vorjahr auf nunmehr rund EUR 1,5 Mio. Damit war 2016 das bisher erfolgreichste und profitabelste Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte. Wir rechnen 2016e mit einer Marge von mehr als 11%, die ebenfalls noch nie in einem Gesamtjahr erreicht werden konnte.

Unsere Erwartungen, die wir an eine erfolgreiche Stärkung des Vertriebs und den Ausbau der Digitalisierung geknüpft hatten, wurden damit vollständig bzw. sogar übererfüllt.

TABELLE 1: ECKDATEN DES ABGELAUFENEN GESCHÄFTSJAHRES 2016

GJ 2016		Berichtet	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	~13.200	11.761	~12,0%
YoY	%	28,8%	14,7%	14,7pp
EBITDA	EUR Mio.	~1,5	1,5	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Bestätigung unserer Gewinnschätzungen 2017e

Den vollständigen Jahresabschluss wird Klassik Radio Ende April vorlegen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen zunächst nur leicht angepasst und rechnen 2017e unverändert mit einem leichten Umsatz- sowie mit einem überproportionalen Ergebnisanstieg. Während Investitionen in neue digitale Geschäftsbereiche und den Ausbau des Vertriebs das Ergebnis auch im vergangenen Jahr belasteten, sollten die neu generierten Umsätze den negativen Ergebniseffekt zunehmend überkompensieren.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476  
 Indizes: -  
 Transparenz-Level: General Standard  
 Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.  
 Marktkapitalisierung: 23,2  
 Handelsvolumen/Tag: 2.000  
 Geschäftsbericht 2016: Ende April 2017

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

% vom Umsatz	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA	-7,6%	11,7%	15,5%	17,8%
EBIT	-9,2%	10,4%	14,3%	16,6%
EBT	-10,2%	9,4%	13,9%	16,2%
EAT	-12,4%	8,7%	12,4%	12,8%

Je Aktie/EUR	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	-0,26	0,24	0,36	0,40
Dividende	0,00	0,20	0,30	0,32
Buchwert	0,99	1,23	1,39	1,49
Cashflow	-0,05	0,06	0,41	0,39

%	2015	2016e	2017e	2018e
EK-Quote	50,6%	57,4%	66,3%	68,9%
Gearing	7,2%	18,3%	0,7%	0,7%

x	2015	2016e	2017e	2018e
KGV	n/a	20,2	13,2	12,0
EV/Umsatz	1,42	1,82	1,64	1,53
EV/EBIT	n/a	17,5	11,5	9,2
KBV	2,9	3,9	3,5	3,2

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



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL  
 PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA  
 + 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266  
 susanne.hasler@sphene-capital.de

**TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN**

		2016e			2017e		
		neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Konzernumsatz	kEUR	13.200	11.761	12,2%	14.161	12.614	12,3%
EBITDA	kEUR	1.549	1.549	0,0%	2.197	2.191	0,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Buy-Rating, Kursziel EUR 5,90 je Aktie (bislang EUR 5,50)

Wir bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der Klassik Radio AG. Unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel heben wir von bislang EUR 5,50 auf EUR 5,90 (Base-Case-Szenario) an. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 4,80 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 22,9%. In einer Monte Carlo-Simulation haben wir 1.000 alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Insgesamt zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 5,60 bzw. über EUR 6,60 durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Der Modus der Unternehmenswerte liegt bei EUR 6,10 je Aktie.

### Chancen und Risiken

**Chancen** für unser Kursziel sehen wir

- ⑤ insbesondere im Fall einer stärker als von uns erwarteten Dynamisierung der Buchungsauslastung durch die Mediaagenturen und
- ⑤ werbewirksamer Steigerungen der Reichweiten, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Schärfung des Senderprofils und den Verbesserungen sowie dem Ausbau des Radioprogramms.
- ⑤ Während UKW gegenwärtig die wichtigste Säule der Übertragung und Finanzierung des Senders durch Werbeeinnahmen ist, wird der Erfolg des Geschäftsmodells nach unserer Einschätzung mittelfristig zunehmend an der Positionierung des Senders in den digitalen Radioformen DAB+ und Online Audio gemessen werden.
- ⑤ 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

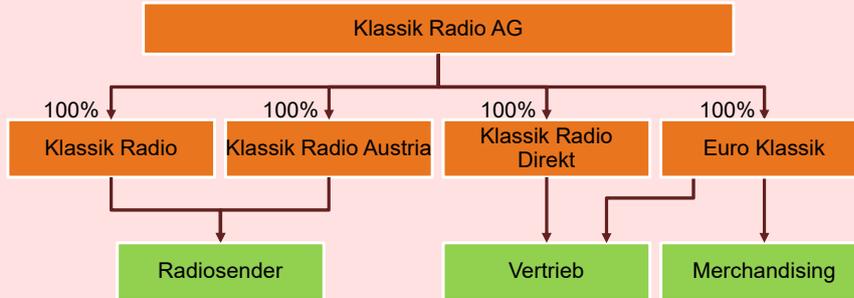
- ⑤ bei einer Verschlechterung der konjunkturellen Gesamtlage: Radiowerbung ist ein stark zyklisches Geschäft. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets der Kunden nieder und könnte überdies ...
- ⑤ ... die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern verschärfen bzw. zu noch mehr Rabattzugeständnissen führen (Ausweitung der Brutto-Netto-Schere).
- ⑤ 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 be-

stehende 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 1: ORGANIGRAMM**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

		2007/08	2008/09	2009/10*	2010/11	2011/12	2012/13
<b>Umsatzerlöse*</b>	<b>kEUR</b>	<b>14.917</b>	<b>15.570</b>	<b>11.127</b>	<b>9.689</b>	<b>9.756</b>	<b>10.451</b>
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%
<b>EBITDA</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.162</b>	<b>338</b>	<b>495</b>	<b>1.034</b>	<b>-141</b>	<b>620</b>
in % vom Umsatz	%	7,8%	2,2%	4,4%	10,7%	-1,4%	5,9%
Abschreibungen	kEUR	-1.190	-490	-384	-270	-253	-253
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>-28</b>	<b>-152</b>	<b>110</b>	<b>764</b>	<b>-394</b>	<b>367</b>
in % vom Umsatz	%	-0,2%	-1,0%	1,0%	7,9%	-4,0%	3,5%
Finanzergebnis	kEUR	-287	-360	-278	-143	-78	-72
<b>EBT</b>	<b>kEUR</b>	<b>-315</b>	<b>-512</b>	<b>-168</b>	<b>621</b>	<b>-472</b>	<b>295</b>
Steuern	kEUR	86	-76	187	61	-24	159
Steuerquote	%	-27,3%	14,8%	-111,1%	9,8%	5,1%	53,9%
<b>Nettoergebnis vor Dritten</b>	<b>kEUR</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>19</b>	<b>682</b>	<b>-496</b>	<b>454</b>
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
<b>Nettoergebnis nach Dritten</b>	<b>kEUR</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>96</b>	<b>662</b>	<b>-496</b>	<b>454</b>
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
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,09</b>
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	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse*</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.948</b>	<b>10.006</b>	<b>10.251</b>	<b>13.200</b>	<b>14.161</b>	<b>15.047</b>
YOY	%	5,6%	239,4%	2,4%	28,8%	7,3%	6,3%
Bestandsveränderungen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	kEUR	116	489	584	636	647	659
Aufwand für Personal	kEUR	-735	-2.604	-2.974	-3.396	-3.508	-3.699
in % vom Umsatz	%	-24,9%	-26,0%	-29,0%	-25,7%	-24,8%	-24,6%
Sonstige Aufwendungen	kEUR	-725	-2.707	-4.350	-4.772	-4.957	-5.147
in % vom Umsatz	%	-24,6%	-27,1%	-42,4%	-36,2%	-35,0%	-34,2%
<b>EBITDA</b>	<b>kEUR</b>	<b>462</b>	<b>1.029</b>	<b>-780</b>	<b>1.549</b>	<b>2.197</b>	<b>2.675</b>
in % vom Umsatz	%	15,7%	10,3%	-7,6%	11,7%	15,5%	17,8%
Abschreibungen	kEUR	-70	-225	-168	-176	-177	-178
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>392</b>	<b>804</b>	<b>-948</b>	<b>1.373</b>	<b>2.020</b>	<b>2.497</b>
in % vom Umsatz	%	13,3%	8,0%	-9,2%	10,4%	14,3%	16,6%
Finanzergebnis	kEUR	-24	-52	-95	-126	-51	-51
<b>EBT</b>	<b>kEUR</b>	<b>368</b>	<b>752</b>	<b>-1.043</b>	<b>1.247</b>	<b>1.968</b>	<b>2.445</b>
Steuern	kEUR	-14	-113	-233	-101	-219	-521
Steuerquote	%	-3,8%	-15,0%	22,3%	-8,1%	-11,1%	-21,3%
<b>Nettoergebnis vor Dritten</b>	<b>kEUR</b>	<b>354</b>	<b>639</b>	<b>-1.276</b>	<b>1.146</b>	<b>1.749</b>	<b>1.924</b>
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
<b>Nettoergebnis nach Dritten</b>	<b>kEUR</b>	<b>354</b>	<b>639</b>	<b>-1.276</b>	<b>1.146</b>	<b>1.749</b>	<b>1.924</b>
in % vom Umsatz	%	12,0%	6,4%	-12,4%	8,7%	12,4%	12,8%
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
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,07</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,24</b>	<b>0,36</b>	<b>0,40</b>
EPS verwässert	EUR	0,07	0,13	-0,26	0,24	0,36	0,40

\* 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
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.553</b>	<b>8.287</b>	<b>8.096</b>	<b>6.854</b>	<b>6.817</b>	<b>7.003</b>
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
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.529</b>	<b>4.146</b>	<b>5.395</b>	<b>2.131</b>	<b>1.759</b>	<b>1.904</b>
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
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.491</b>	<b>8.985</b>	<b>8.576</b>	<b>8.907</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.543</b>	<b>3.955</b>	<b>6.022</b>	<b>6.684</b>	<b>5.704</b>	<b>5.627</b>
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
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.183</b>	<b>2.161</b>	<b>1.733</b>	<b>661</b>	<b>235</b>	<b>79</b>
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
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.356</b>	<b>6.317</b>	<b>5.736</b>	<b>1.640</b>	<b>2.637</b>	<b>3.201</b>
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
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.491</b>	<b>8.985</b>	<b>8.576</b>	<b>8.907</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz, RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>6.982</b>	<b>6.793</b>	<b>6.542</b>	<b>6.219</b>	<b>5.914</b>	<b>5.880</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	KEUR	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	KEUR	389	341	310	279	251	226
Sachanlagen	KEUR	259	179	179	173	166	157
Latente Steuererstattungsansprüche	KEUR	837	776	556	270	0	0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.120</b>	<b>2.907</b>	<b>2.883</b>	<b>4.080</b>	<b>4.179</b>	<b>4.525</b>
Vorräte	KEUR	353	315	305	332	356	381
Forderungen L+L	KEUR	1.018	1.326	1.372	1.802	1.972	2.137
Übrige Ford./Sonstige Verm.	KEUR	586	862	864	1.124	1.218	1.307
Steueransprüche	KEUR	3	37	37	16	36	85
Zahlungsmittel	KEUR	160	367	305	806	598	615
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.102</b>	<b>9.700</b>	<b>9.425</b>	<b>10.299</b>	<b>10.093</b>	<b>10.405</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.981</b>	<b>6.041</b>	<b>4.765</b>	<b>5.911</b>	<b>6.695</b>	<b>7.172</b>
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	1.967	2.751	3.228
Minderheitenanteile	KEUR	0	0	0	0	0	0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>75</b>	<b>789</b>	<b>343</b>	<b>1.080</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
Finanzschulden	KEUR	0	0	0	0	0	0
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	0	730	300	1.030	0	0
Latente Steuerschulden	KEUR	75	59	43	50	50	50
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.046</b>	<b>2.870</b>	<b>4.317</b>	<b>3.308</b>	<b>3.347</b>	<b>3.183</b>
Finanzschulden	KEUR	1.065	881	935	700	700	500
Verbindlichkeiten L+L	KEUR	1.197	1.202	1.631	1.575	1.605	1.620
Rückstellungen	KEUR	52	42	43	45	46	47
Übrige Verbindlichkeiten	KEUR	715	663	1.679	979	979	979
Steuerschulden	KEUR	17	82	29	9	17	37
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.102</b>	<b>9.700</b>	<b>9.425</b>	<b>10.299</b>	<b>10.093</b>	<b>10.405</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

		2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>61%</b>	<b>67%</b>	<b>60%</b>	<b>76%</b>	<b>79%</b>	<b>79%</b>
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%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>40%</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>
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%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>45%</b>	<b>74%</b>	<b>67%</b>	<b>63%</b>
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%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>30%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>
Finanzschulden	%	28%	16%	12%	7%	2%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	1%	1%	0%	1%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>38%</b>	<b>51%</b>	<b>43%</b>	<b>18%</b>	<b>31%</b>	<b>36%</b>
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%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (normalisierte Fassung), RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>77%</b>	<b>70%</b>	<b>69%</b>	<b>60%</b>	<b>59%</b>	<b>57%</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	%	60%	57%	58%	53%	54%	53%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
Sachanlagen	%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	9%	8%	6%	3%	0%	0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>23%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>	<b>43%</b>
Vorräte	%	4%	3%	3%	3%	4%	4%
Forderungen L+L	%	11%	14%	15%	17%	20%	21%
Übrige Ford./Sonstige Verm.	%	6%	9%	9%	11%	12%	13%
Steueransprüche	%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Zahlungsmittel	%	2%	4%	3%	8%	6%	6%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>66%</b>	<b>62%</b>	<b>51%</b>	<b>57%</b>	<b>66%</b>	<b>69%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	53%	50%	51%	47%	48%	46%
Kapitalrücklagen	%	-10%	-9%	-9%	-9%	-9%	-8%
Gewinnrücklagen	%	22%	22%	9%	19%	27%	31%
Minderheitenanteile	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>1%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Finanzschulden	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	0%	8%	3%	10%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>33%</b>	<b>30%</b>	<b>46%</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>31%</b>
Finanzschulden	%	12%	9%	10%	7%	7%	5%
Verbindlichkeiten L+L	%	13%	12%	17%	15%	16%	16%
Rückstellungen	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Übrige Verbindlichkeiten	%	8%	7%	18%	10%	10%	9%
Steuerschulden	%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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
<b>CFO</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.127</b>	<b>535</b>	<b>401</b>	<b>474</b>	<b>497</b>	<b>747</b>
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
<b>CFI</b>	<b>kEUR</b>	<b>-2.538</b>	<b>-306</b>	<b>-428</b>	<b>2.063</b>	<b>-246</b>	<b>-211</b>
<b>FCF</b>	<b>kEUR</b>	<b>-1.411</b>	<b>229</b>	<b>-27</b>	<b>2.537</b>	<b>251</b>	<b>536</b>
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
<b>CFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>-523</b>	<b>-25</b>	<b>-352</b>	<b>-243</b>	<b>-78</b>	<b>359</b>
		<b>1.328</b>	<b>-600</b>	<b>1.139</b>	<b>-3.121</b>	<b>-947</b>	<b>-627</b>
Δ Liquide Mittel	kEUR						
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	-83	-371	1.112	-584	-696	-91
<b>Liquide Mittel Ende der Periode</b>	<b>kEUR</b>	<b>733</b>	<b>650</b>	<b>279</b>	<b>1.391</b>	<b>807</b>	<b>111</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

## Cashflow-Statement, RJ2013-2018e

		RJ2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Konzernergebnis	kEUR	354	639	-1.276	1.146	1.749	1.924
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	70	225	168	176	177	178
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	293	270	0
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-65	-548	-38	-696	-306	-329
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	-33	-94	645	-776	38	35
Bereinigungen	kEUR	1	31	38	126	51	51
<b>CFO</b>	<b>kEUR</b>	<b>343</b>	<b>295</b>	<b>-242</b>	<b>271</b>	<b>1.981</b>	<b>1.860</b>
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-39	-72	-78	31	28	25
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-21	-46	-58	-170	-170	-170
Investitionen Finanzanlagen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	kEUR	-15	-10	0	0	0	0
<b>CFI</b>	<b>kEUR</b>	<b>-75</b>	<b>-128</b>	<b>-136</b>	<b>-139</b>	<b>-142</b>	<b>-145</b>
<b>FCF</b>	<b>kEUR</b>	<b>268</b>	<b>167</b>	<b>-378</b>	<b>132</b>	<b>1.839</b>	<b>1.715</b>
Barkapitalerhöhungen	kEUR	0	0	0	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-120	-80	54	-235	0	-200
Δ Gesellschafterdarlehen	kEUR	0	730	300	730	-1.030	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	-579	0	0	-965	-1.448
Bereinigungen	kEUR	-8	-31	-38	-126	-51	-51
<b>CFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>-128</b>	<b>40</b>	<b>316</b>	<b>369</b>	<b>-2.046</b>	<b>-1.699</b>
Δ Liquide Mittel	kEUR	140	207	-62	501	-207	16
Liquide Mittel Anfang der Periode	kEUR	20	160	367	305	806	598
<b>Liquide Mittel Ende der Periode</b>	<b>kEUR</b>	<b>160</b>	<b>367</b>	<b>305</b>	<b>806</b>	<b>598</b>	<b>615</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## Auf einen Blick I, 2012/13-2018e

Key Data		2012/13	RJ2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	kEUR	10.451,0	2.948,0	10.006,0	10.251,0	13.200,3	14.161,0	15.046,9
Rohertrag	kEUR	6.247,0	1.806,0	5.851,0	5.960,0	9.082,2	10.014,6	10.861,4
EBITDA	kEUR	620,0	462,0	1.029,0	-780,0	1.549,5	2.196,9	2.674,9
EBIT	kEUR	367,0	392,0	804,0	-948,0	1.373,3	2.019,6	2.496,6
EBT	kEUR	295,0	368,0	752,0	-1.043,0	1.247,3	1.968,4	2.445,1
Nettoergebnis	kEUR	454,0	354,0	639,0	-1.276,0	1.146,1	1.749,2	1.923,8
Anzahl Mitarbeiter		50	59	59	60	62	63	63
<b>Je Aktie</b>								
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	4,80	4,80
EPS	EUR	0,09	0,07	0,13	-0,26	0,24	0,36	0,40
BVPS	EUR	1,17	1,24	1,25	0,99	1,23	1,39	1,49
CFPS	EUR	0,15	0,07	0,06	-0,05	0,06	0,41	0,39
Dividende	EUR	0,00	0,12	0,00	0,00	0,20	0,30	0,32
Kursziel	EUR							5,90
Kursperformance (12M)	%							22,9%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	5,9%	15,7%	10,3%	n/a	11,7%	15,5%	17,8%
EBIT-Marge	%	3,5%	13,3%	8,0%	n/a	10,4%	14,3%	16,6%
EBT-Marge	%	2,8%	12,5%	7,5%	n/a	9,4%	13,9%	16,2%
Netto-Marge	%	4,3%	12,0%	6,4%	n/a	8,7%	12,4%	12,8%
FCF-Marge	%	5,1%	9,1%	1,7%	n/a	1,0%	13,0%	11,4%
ROE	%	8,1%	5,9%	10,6%	-26,8%	19,4%	26,1%	26,8%
NWC/Umsatz	%	2,0%	5,9%	4,4%	0,4%	4,2%	5,1%	6,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	209,0	50,0	169,6	170,9	212,9	224,8	238,8
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	7,3	6,6	13,6	-15,8	22,2	32,1	39,6
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	7,1%	5,6%	-4,3%	2,4%	28,8%	7,3%	6,3%
Rohertrag	%	7,7%	1,3%	-6,3%	1,9%	52,4%	10,3%	8,5%
EBITDA	%	n/a	53,5%	66,0%	n/a	n/a	41,8%	21,8%
EBIT	%	n/a	64,7%	119,1%	n/a	n/a	47,1%	23,6%
EBT	%	n/a	64,3%	154,9%	n/a	n/a	57,8%	24,2%
Nettoergebnis	%	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	52,6%	10,0%
EPS	%	n/a	53,9%	40,7%	n/a	n/a	52,6%	10,0%
CFPS	%	50,3%	n/a	-14,0%	n/a	n/a	632,1%	-6,1%
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	kEUR	7.003,0	6.982,0	6.793,0	6.542,0	6.218,8	5.913,8	5.880,3
Umlaufvermögen	kEUR	1.904,0	2.120,0	2.907,0	2.883,2	4.079,9	4.179,0	4.524,7
Eigenkapital	kEUR	5.626,9	5.980,9	6.041,0	4.765,0	5.911,1	6.695,3	7.171,6
Verbindlichkeiten	kEUR	3.280,0	3.121,0	3.659,0	4.660,2	4.387,5	3.397,4	3.233,4
EK-Quote	%	63,2%	65,7%	62,3%	50,6%	57,4%	66,3%	68,9%
Gearing	%	1,4%	1,3%	13,1%	7,2%	18,3%	0,7%	0,7%
Working Capital	kEUR	208,0	174,0	439,0	46,0	559,0	722,3	897,7
Capital Employed	kEUR	866,0	822,0	959,0	535,0	1.010,9	1.139,0	1.281,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

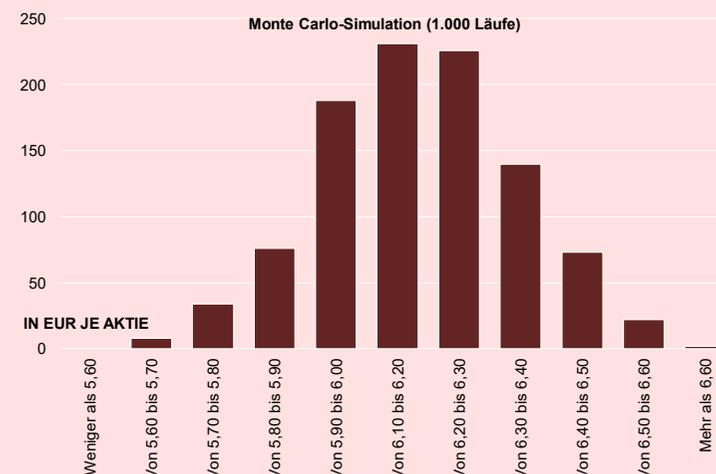
## Auf einen Blick II, 2012/13-2018e

Enterprise Value		2012/13	RJ2013	2014	2015	2016e	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	23.160,0	23.160,0
Nettoverschuldung	kEUR	1.435,1	905,1	1.244,1	929,8	924,2	101,7	-114,6
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	25.097,5		
Enterprise Value Tief	kEUR	22.134,3	21.604,3	18.855,3	13.378,3	12.986,7		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	25.560,1	23.679,1	22.956,6	18.396,3	2.130,5		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	23.533,6	23.003,6	18.855,3	14.536,3	24.084,2	23.261,7	23.045,4
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	2,72	8,74	2,59	2,10	1,90	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,12	7,33	1,88	1,31	0,98	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,45	8,03	2,29	1,79	0,16	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,25	7,80	1,88	1,42	1,82	1,64	1,53
EV/EBITDA Hoch	x	45,9	55,7	25,2	n/a	16,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	35,7	46,8	18,3	n/a	8,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	41,2	51,3	22,3	n/a	1,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	38,0	49,8	18,3	n/a	15,5	10,6	8,6
EV/EBIT Hoch	x	77,5	65,7	32,2	n/a	18,3	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	60,3	55,1	23,5	n/a	9,5	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	69,6	60,4	28,6	n/a	1,6	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	64,1	58,7	23,5	n/a	17,5	11,5	9,2
KGV Hoch	x	59,5	70,2	38,6	n/a	21,1	n/a	n/a
KGV Tief	x	45,6	58,5	27,6	n/a	10,5	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	53,1	64,3	34,0	n/a	1,1	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	48,7	62,4	27,6	n/a	20,2	13,2	12,0
KBV	x	3,9	3,7	2,9	2,9	3,9	3,5	3,2
KCF	x	29,6	64,4	59,7	n/a	85,6	11,7	12,5
FCF-yield	%	2,4%	1,2%	0,9%	-2,8%	0,6%	7,9%	7,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	4,2%	6,3%	6,6%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	kEUR	747,0	343,0	295,0	-241,7	270,6	1.980,9	1.860,2
Investiver Cashflow	kEUR	-211,0	-75,0	-128,0	-136,0	-139,0	-142,1	-144,9
Free Cashflow	kEUR	536,0	268,0	167,0	-377,7	131,6	1.838,8	1.715,3
Finanz-Cashflow	kEUR	-626,8	-128,0	40,0	316,0	369,0	-2.046,3	-1.699,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>16,5</b>	<b>17,0</b>	<b>17,4</b>	<b>17,7</b>	<b>17,8</b>	<b>18,0</b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>18,6</b>	<b>18,8</b>
YoY	%	7,3%	6,3%	5,2%	4,2%	3,2%	2,2%	1,4%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>
EBIT-Marge	%	14,3%	16,6%	18,2%	19,1%	19,3%	19,6%	19,9%	20,2%	20,5%	20,8%	21,1%	21,4%	21,7%	22,0%	22,3%	15,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8
Steuerquote (τ)	%	10,9%	20,9%	25,6%	29,3%	29,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>
WACC	%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,6%	6,4%	6,3%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,8%	86,1%	79,9%	74,1%	68,9%	64,1%	59,8%	55,8%	52,2%	48,9%	45,9%	43,1%	40,5%	38,4%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>							
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,8%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	8,6															
in % des Enterprise Value	%	29,2%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	7,4															
in % des Enterprise Value	%	25,3%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	13,3															
in % des Enterprise Value	%	45,4%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>29,3</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	-1,7															
Excess Cash	EUR Mio.	0,8															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>28,4</b>															
Anzahl Aktien	Mio.	4,8															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>5,90</b>															



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)
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](mailto: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 06.02.2017 um 14:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 4,66.