

## Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel  
Kurs: EUR 5,25  
Kursziel: EUR 8,20 (alt EUR 8,20, Upside 56%)

### Klassik Radio stimmt neuen Ton für die Werbung an

#### Das Who's Who der öffentlich-rechtlichen Radiovermarktung wechselt zu Klassik Radio

Wie Paukenschläge klingen die beiden jüngsten Personal-meldungen von Klassik Radio: Esther Raff, langjährige Geschäfts-führerin des öffentlich-rechtlichen Werbezeitenver-markters AS&S Radio GmbH steigt ab 1.1.2012 bei Klassik Radio ein; ihr folgt – jedoch schon mit Wechsel zum 1.11.2011 – der bisherige Leiter Vertrieb und Marketing bei der AS&S, Christian Lea.

#### Aufbau einer neuen Vermarktungsgesellschaft

Unter der Führung von Esther Raff ist geplant, eine neue nationale Vermarktungsgesellschaft innerhalb der Klassik Radio Gruppe aufzubauen. Esther Raff wird zusätzlich als Gesellschafterin der zu gründenden Einheit fungieren. Deutlich wird in der Pressemeldung das Ziel der neuen Gesellschaft benannt: Radio soll wieder ins Bewusstsein der Werbewirtschaft gebracht werden, was unserer Einschätzung nichts weniger bedeutet als ein Aufbrechen des faktischen Duopols in der Radiovermarktung aus AS&S und RMS.

#### USP als bundesweiter Premiumsender

Einer der Kernpunkte unseres Initiation Report vom 19.9.2011 war die erwartete Schließung der Lücke zwischen dem erreichten Höreranteil und dem Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen. Klassik Radio verfügt nach u.E. über hervorstechende USP: ein unverwechselbares Radioformat mit den Kennzeichen einer Marke, Hörer mit attraktiven Zielgruppenmerkmalen und hoher Exklusivität im Werbezugang sowie die größte UKW Verbreitung aller privaten Sender und eine starke nationale Vermarktungsposition im neugestarteten DAB+.

#### Stark skalierbares Geschäftsmodell

Wir nehmen vorerst keine Änderungen an unseren Schätzungen vor. Im Nachsteuerergebnis erwarten wir bis 2013/14e eine jährliche Steigerung um 27,0% bei einer gleichzeitigen CAGR im Umsatz von 7,2%. Die kommenden Monate können jedoch schon erste Hinweise darauf geben, inwieweit die Agenturen bereit sind, feste Werbezeiten von den beiden großen Buchungsblocken der RMS und AS&S zu Klassik Radio hin zu verschieben. Durch die Produktion eines einheitlichen Hörfunkprogramms, das über zahlreiche Sendestationen bundesweit übertragen wird, sind erhebliche Skaleneffekte realisierbar.

#### Bestätigung des Buy-Rating, PT EUR 8,20

Unser Kursziel von EUR 8,20 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 5,25 je Aktie entspricht dies einem Kurspotenzial von ~56%.

#### Risiken

(1) Radiowerbung ist ein sehr zyklisches Geschäft, ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets nieder, (2) die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern führte in der Vergangenheit zu hohen Rabattzugeständnissen, dabei bleibt (3) mittelfristig abzuwarten, wie die beiden Marktführer auf die Herausforderung durch eine ambitionierte neue Vermarktungskraft reagieren.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,6 Mio.

Marktkapitalisierung: 24,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Veröffentlichung Jahresabschluss: 31. Januar 2012

EUR Mio. (30/09)	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	15,1	10,1	11,1	11,8
EBITDA	0,8	1,2	1,3	1,8
EBIT	0,3	0,9	1,0	1,6
EBT	-0,1	0,7	1,0	1,5
EAT	0,1	0,8	1,0	1,4

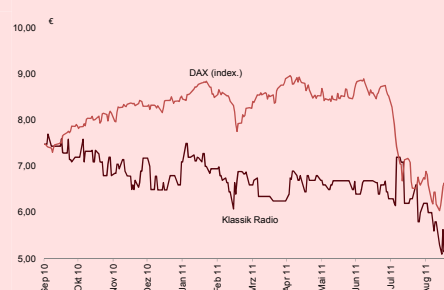
% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	5,6%	11,5%	11,8%	15,5%
EBIT	2,0%	8,5%	9,4%	13,3%
EBT	-0,8%	6,9%	8,9%	13,0%
EAT	0,6%	7,9%	8,8%	11,6%

Je Aktie/EUR	2010	2011e	2012e	2013e
EPS	0,02	0,17	0,21	0,30
Dividende	0,00	0,14	0,17	0,24
Buchwert	1,31	1,48	1,55	1,68
Cashflow	0,09	0,05	0,27	0,35

%	2010	2011e	2012e	2013e
EK-Quote	44,4%	74,0%	77,9%	82,6%
Gearing	28,8%	10,0%	7,7%	1,7%

x	2010	2011e	2012e	2013e
KGV	311,9	31,2	24,8	17,6
EV/Umsatz	2,14	2,39	2,15	1,96
EV/EBIT	108,6	28,2	22,8	14,7
KBV	5,0	3,6	3,4	3,1

EUR Mio.	2011e	2012e	2013e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBIT	-	-	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst  
+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66  
susanne.hasler@sphene-capital.de  
Peter Thilo Hasler, CEFA  
+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36  
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Klassik Radio stimmt neuen Ton für die Werbung an

Oligopolistische Marktstrukturen prägen die Werbezeitenvermarktung im Radio in Deutschland. Mit der AS&S Radio GmbH Frankfurt für die öffentlich-rechtlichen Hörfunkwellen und dem genossenschaftlich organisierten Hamburger Privatradiobund RMS GmbH & Co. KG haben sich in der überregionalen Werbezeitenvermarktung zwei große Player etabliert, die den Markt - 62,3% RMS und 36,3% AS&S (per 2009) - weitgehend unter sich aufteilen. Die strukturellen Rahmenbedingungen stellen hohe Markteintrittsbarrieren für neue Player - Sender und Vermarkter – dar. Klassik Radio hat jedoch durch seine programmliche Unverwechselbarkeit und bundesweite Verbreitung eine klare Positionierung erreicht, die nun als Basis für eine neue, zu etablierende Vermarktungskraft genutzt werden soll.

### **Das Who's Who der öffentlich-rechtlichen Radiovermarktung wechselt zu Klassik Radio**

Wie Paukenschläge klingen die beiden jüngsten Personalmeldungen von Klassik Radio: Esther Raff, langjährige Geschäftsführerin des öffentlich-rechtlichen Werbezeitenvermarkters AS&S Radio GmbH steigt ab 1.1.2012 bei Klassik Radio ein; ihr folgt – jedoch schon mit Wechsel zum 1.11.2011 - der bisherige Leiter Vertrieb und Marketing bei der AS&S Christian Lea.

Mit Esther Raff und Christian Lea gewinnt Klassik Radio zwei der profiliertesten Werbeverantwortlichen im Radio. Esther Raff war seit 2008 verantwortlich für die Radiovermarktung innerhalb der AS&S; unter ihrer Führung hat AS&S Radio den Marktanteil an den Werbeumsätzen im Radio kontinuierlich ausgebaut – gegenüber einem anfänglichen Anteil von rund 34% Ende 2007 auf zuletzt rund 38,5%.

### **Radio soll wieder ins Bewusstsein der Werbewirtschaft gebracht werden**

Auch der Zeitpunkt der Mitteilung verdient Beachtung. Erst vor einigen Tagen haben die Hörfunkvermarkter die neuen Tarifstrukturen veröffentlicht. Mit diesen beginnt die konkrete Planungsphase für das Werbejahr 2012. Bereits ab 1. November wird Christian Lea bei Klassik Radio starten. Wir gehen von nun an von einer sehr zügigen Etablierung der organisatorischen Strukturen aus, so dass die geplante Vertriebsgesellschaft ab 2012 in den nationalen Werbemarkt eingreifen dürfte.

Esther Raff wird zusätzlich als Gesellschafterin der zu gründenden Einheit fungieren. Zur geplanten Beteiligungsstruktur gibt es bislang noch keine Angaben. Wir gehen jedoch davon aus, dass Klassik Radio die bisherige Euro Klassik Vertriebsgesellschaft einbringen wird. Euro Klassik verantwortete bereits bisher die Betreuung von nationalen und regionalen Key Account Kunden sowie der Mediaagenturen. Deutlich wird in der Pressemeldung das Ziel der neuen Gesellschaft benannt: Radio soll wieder ins Bewusstsein der Werbewirtschaft gebracht werden, was unserer Einschätzung nichts weniger bedeutet, als ein Aufbrechen des bisherigen faktischen Duopols in der Radiovermarktung aus AS&S und RMS.

**Wir gehen davon aus, dass die Stoßkraft der neuen Vertriebsgesellschaft zunächst am eigenen Sender gemessen werden wird; in der Vermarktung zusätzlicher Sender sehen wir attraktive Optionen für die Zukunft.**

### **USP als bundesweiter Premiumsender**

Einer der Kernpunkte unseres Initiation Report vom 19.9.2011 war die erwartete Schließung des Gap zwischen erreichtem Höreranteil und dem Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen. Klassik Radio verfügt nach u.E. über hervorragende USP: ein unverwechselbares Radioformat mit den Kennzeichen einer Marke, Hörer mit attraktiven Zielgruppenmerkmalen und hoher Exklusivität im Werbezugang sowie die größte UKW Verbreitung aller privaten Sender und eine starke nationale Vermarktungsposition im neugestarteten DAB+.

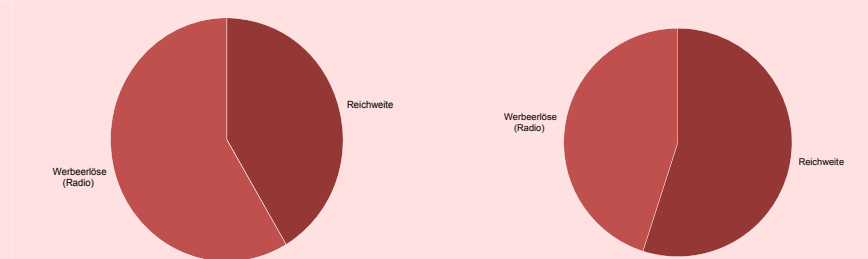
### **Schließung des Gap zwischen Höreranteil und Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen**

Wir gehen davon aus, dass die strategische Stoßrichtung der neuen Vertriebsgesellschaft in einem ersten Schritt auf eine Schließung des Gap zwischen Höreranteil und Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen abzielen wird. Im Jahr 2010 erreichte Klassik Radio einen Anteil von ~1,0% gemessen an der

wochentägigen Anzahl der Hörer aller erfassten Radiosender pro Durchschnittsstunde (=Werbeträgerreichweite aus der ma 2010 II). Demgegenüber stand nach unseren Schätzungen ein Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen der Radiosender von lediglich ~0,7%. Anders stellt sich die Situation für die privaten Radiosender insgesamt dar. In dem von Werbebeschränkungen für den gebührenfinanzierten öffentlich-rechtlichen Hörfunk geprägten Markt erhalten die privaten Anbieter den größten Teil des Werbekuchens. Von den fast EUR 1,4 Mrd. Brutto-Werbeumsatzerlösen im Jahr 2010 entfielen rund 71% auf die privaten Anbieter, nur etwa 29% gingen an die Sender der ARD, dagegen liegen die Werbeträgerreichweiten beider bei jeweils rund 50%.

Um mit dem Durchschnitt der privaten Radiosender gleichzuziehen, müsste Klassik Radio damit einen Werbemarktanteil von 1,3% bis 1,4% erreichen; dies würde einem Werbeumsatzanteil am Bruttokuchen in Höhe von rund EUR 18,5 Mio. bzw. gemessen an den Nettozahlen von EUR 9,0 bis 10,0 Mio. entsprechen.

**ABBILDUNG 1: RELATIVE WERBETRÄGERREICHWEITEN ZU BRUTTO-WERBEERLÖSEN, PRIVATE SENDER GESAMT (LS), KLASSIK RADIO (RS)**



Klassik Radio erzielte 2010 eine Werbeträgerreichweite von 1,0% gemessen an der Reichweite, der Anteil der Nettowerbeumsätzen lag dagegen nur bei 0,7%. Dagegen erreichten die Privatradiosender insgesamt einen Brutto-Werbeanteil von 71% bei einer Werbeträgerreichweite von 50%.

QUELLE: ARD, NIELSEN MEDIA, SPHENE CAPITAL

### Vermarktungsausweitung auf neue Sender

Erst zu Jahresbeginn wurde die Vermarktungsstrategie umgestellt. Seither konzentriert sich Klassik Radio auf das Potential des eigenen Senders. Vor diesem Hintergrund vermuten wir, dass obwohl die Vermarktung zusätzlicher Sender attraktive Gestaltungs- und Einnahmemöglichkeiten in der Zukunft öffnen kann, der Erfolg der neuen Vertriebsgesellschaft zunächst am eigenen Sender gemessen werden wird.

**Wir nehmen vorerst keine Änderungen an unseren Schätzungen vor. Im Nachsteuerergebnis erwarten wir bis 2013/14e eine jährliche Steigerung um 27,0% bei einer gleichzeitigen CAGR im Umsatz 2010/11e-2013/14e von 7,2%. Jedoch könnten die kommenden Monate bereits erste Hinweise darauf geben, inwieweit die Agenturen bereit sind, feste Werbezeiten von den beiden großen Buchungsböcken der RMS und AS&S zu Klassik Radio hin zu verschieben. Durch die Produktion eines einheitlichen Hörfunkprogramms, das über zahlreiche Sendestationen bundesweit übertragen wird, lassen sich erhebliche Skaleneffekte realisieren.**

**Wir bestätigen unser Anlageurteil Buy und das Kursziel von EUR 8,20 je Aktie.**

### Stark skalierbares Geschäftsmodell

Durch die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogramms, das über zahlreiche Sendestationen bundesweit übertragen wird, lassen sich erhebliche Skaleneffekte realisieren. Wir gehen in unseren Schätzungen davon aus, dass Klassik Radio das Nachsteuerergebnis bis 2013/14e um jährlich 27,0% steigern wird bei einem gleichzeitigen, von der Ausweitung der Werbeerlöse geprägten, durchschnittlichen Umsatzwachstum von 7,2% von 2010/11e bis 2013/14e.

Wir nehmen bislang keine Änderungen an unseren Schätzungen vor. Die beiden Personalien sind aus unserer Sicht mindestens eine kleine Sensation: Klassik Radio ist es gelungen sowohl innerhalb der Branche als auch bei Investoren für eine große Überraschung zu sorgen. Wir vermuten, dass nun sehr zügig die

neue Vertriebsgesellschaft aus der Taufe gehoben werden wird, erwarten aber noch weitere Details. Derzeit läuft die erste Buchungsphase durch die Agenturen für das Werbejahr 2012. Die kommenden Monate können damit schon erste Hinweise darauf geben, inwieweit die Agenturen bereit sind, feste Werbezeiten von den beiden großen Buchungsblöcken der RMS und AS&S zu Klassik Radio hin zu verschieben.

Als nächste Schritte, die aus der Sicht des Aktienkurses in den kommenden Wochen und Monaten relevant sein werden sehen wir damit

- ✦ Die Gründung der neuen Vertriebsgesellschaft und die Bekanntmachung von Details durch das Management von Klassik Radio,
- ✦ die Bekanntgabe des offiziellen Starts der neuen Gesellschaft und
- ✦ Hinweise auf einen erfolgreichen Start und Verlauf der Mediaplanung 2012 im Rahmen der Bekanntgabe der vorläufigen Geschäftszahlen 2010/11.
- ✦ Ein weiteres Projekt möchten wir in diesem Zusammenhang nicht übergehen: Am 1. August ist Klassik Radio im digitalen DAB+ Multiplex an den Start gegangen. Wie beschrieben erscheint uns DAB+ geradezu dafür zugeschnitten, um die Position von Klassik Radio als nationaler Premiumsender zu nutzen. Auch hierzu rechnen wir mit weiteren Meldungen.

### Wir bestätigen unser Anlageurteil Buy, PT EUR 8,20

Auf der Basis unserer bisherigen Schätzungen bestätigen wir unser Anlageurteil Buy. Das Kursziel von EUR 8,20 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells. Dabei haben wir die folgenden Annahmen zugrunde gelegt:

- ✦ Umsatzwachstum in der Detailplanungsphase 2010/11e bis 2013/14e 7,2%,
- ✦ CAGR während der Grobplanungsphase bis 2020/21e 3,7% und durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im TV 2,5%;
- ✦ Sukzessive Erhöhung der EBIT-Margen von 16,4% in 2013/14e auf 17,4% in 2020/21e, operative Marge in TV 17,5%;
- ✦ Steuerquote von 31% über den gesamten Planungszeitraum;
- ✦ Fundamental-Beta 1,3;
- ✦ Rückgang der WACC von derzeit 6,8% (rf 3,3%, implizite ERP von 2,7%, DRP 6,0%, nahezu keine Fremdvverschuldung) auf 6,3% im TV
- ✦ sowie einen stabilen Kapitalumschlag von 400% über den gesamten Planungszeitraum.

Unser Kursziel von EUR 8,20 entspricht einem Kurspotential von ~56% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 5,25 je Aktie.

### TABELLE 1: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV(Terminal Value)	t€	24.289
PV (Cashflow über 10 Jahre)	t€	13.425
<b>Summe PV</b>	<b>t€</b>	<b>37.713</b>
Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	0,2%
Wert des Eigenkapitals	t€	37.638
Finanzschulden	t€	1.126
Cash	t€	1.092
Wert des Eigenkapitals	t€	37.604
Anzahl Aktien	mn	4.606
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>€</b>	<b>8,20</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auswirkungen alternativer Wachstumsszenarien auf unser Kursziel

Mit der Etablierung einer neuen Vertriebskraft könnten sich unserer Schätzungen als zu niedrig erweisen; alternativ zu unserem Base Case-Szenario hatten wir im Rahmen unseres Initiation Report die Varianten eines Bear und eines Bull Case-Szenario vorgestellt.

- ✦ Bear Case-Szenario: In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 17,5% um 250 Basispunkte auf 15,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während der Detailplanungsphase (2010/11e-2013/14e) auf 3,5%. Damit würden wir unterstellen, dass die Intensivierung der Werbezeitenvermarktung nicht die erwarteten Erfolge einführt und die Ausschöpfung von Skaleneffekten und die erwarteten Verbesserungen der Margen unterbleiben. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Klassik Radio auf EUR 6,40 je Aktie sinken.
- ✦ Bull Case-Szenario: Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer noch schnelleren und intensiveren Umsetzung der Vermarktungsoffensive abzeichnen. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten neben unmittelbaren vertrieblichen Erfolgen vor allem verstärkte Reichweitenzuwächse durch die Modernisierungen des Radioprogramms, die Gewinnung freier UKW-Frequenzen oder ein deutlicher Erfolg der digitalen Radioerneuerung im DAB+ sein. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Planungsphase von 2010/11e bis 2013/14e von 10,0% CAGR sowie eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 21,0% bis 2013/14e (EBIT Marge im TV unverändert 17,5%) unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 1,50 auf EUR 9,70 je Aktie anheben.

## Wesentliche Risikofaktoren

Die strukturellen Rahmenbedingungen in der deutschen Radiolandschaft stellen hohe Markteintrittsbarrieren für neue Player - Sender und Vermarkter - dar. Durch seine programmliche Unverwechselbarkeit und bundesweite Verbreitung verfügt Klassik Radio dagegen über eine klare Positionierung, die nun als Basis für eine neue, zu etablierende Vermarktungskraft genutzt werden soll. Die wesentlichen Stärken sind:

- ✦ eine exklusive Hörschaft mit äußerst attraktiven Zielgruppenmerkmalen, die mehrheitlich nicht von anderen privaten Radiosendern und den Vermarktungspaketen der öffentlich-rechtlichen Sender erreicht wird,
- ✦ die Ausstrahlung eines bundesweiten Programms und die größte UKW Verbreitung aller privaten Sender in Deutschland,
- ✦ eine wahlweise Einbettung von Radiowerbung in das bundeseinheitliche Programm oder eine Regionalisierung von Werbung,
- ✦ die Präsenz in alternativen Übertragungswegen; so ist Klassik Radio auch einer der ersten Sender im neugestarteten DAB+.

Zu den möglichen Risiken für die Etablierung der neuen Vermarktungskraft zählen wir vor allem:

- ✦ Konjunkturelle Risiken: Radiowerbung ist ein sehr zyklisches Geschäft, ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets nieder. Allerdings ist Radio auch in einem rezessiven Umfeld ein gefragtes Werbemedium – Stichpunkt: breitenwirksames Abverkaufsmedium.
- ✦ Risiken durch die hohe Wettbewerbsintensität zwischen den privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern: diese hatte in der Vergangenheit hohe Rabattzugeständnisse zur Folge (Ausweitung der Brutto-Netto-Schere). Mittelfristig wird abzuwarten bleiben, wie die beiden Marktführer RMS und AS&S auf die Herausforderung durch eine ambitionierte neue Vermarktungskraft reagieren werden.

In unserem Initiation Report hatten wir ausführlich die Strukturen der Werbezeitenvermarktung im Hörfunk beschrieben. Nachfolgend fassen wir die wesentlichen Punkte zusammen.

### Der Hörfunk als Werbemedium

Anders als in wettbewerbsintensiven Ländern beträgt der Hörfunkanteil am gesamten Werbekuchen in Deutschland nur etwa 5%. In wettbewerbsintensiven Ländern liegt dieser Anteil im zweistelligen Bereich; Spitzenreiter sind die USA mit knapp 13% und selbst in den Ländern im europäischen Mittelfeld liegen die Werbemarktanteile des Radios etwa doppelt so hoch wie in Deutschland. Dabei ist Radio mit einem Anteil an der Mediennutzung von über 36% Nummer zwei hinter dem Fernsehen mit rund 43%, das einen Werbemarktanteil von 25% hält.

RMS und AS&S Radio haben die nationale Radiovermarktung bislang weitgehend unter sich aufgeteilt.

Eine effiziente und nationale Mediaplanung der werbetreibenden Wirtschaft wird durch die föderale Struktur in der deutschen Radiolandschaft erschwert. Die Gestaltung des Rundfunksystems ist Ländersache. Die Medienpolitik wird von den jeweiligen Landesmedienanstalten bestimmt. Diese verwalten und überwachen das technisch begrenzte Gut der Radiofrequenzen. Zugleich hat die vom Gesetzgeber geforderte Binnenpluralität die Etablierung marktbeherrschender Sender verhindert und auch die Eigentümerstruktur der deutschen Privatradios ist äußerst heterogen. Somit gibt es hierzulande mehr als 250 lokale und bundesweite Privatradiosender, an denen sich Schätzungen zufolge aktuell rund 600 Gesellschafter engagieren.

Auf der anderen Seite ist die Vermarktung der Werbezeiten durch oligopolistische Marktstrukturen geprägt. Während Radiosender Werbezeiten im eigenen Sendegebiet in der Regel über eigene Vertriebsmitarbeiter absetzen, überlassen sie die überregionale und bundesweite Vermarktung speziellen Vermarktungsagenturen. Mit der AS&S Radio GmbH in Frankfurt für die öffentlich-rechtlichen Hörfunkwellen sowie einige private Mandanten und dem genossenschaftlich organisierten Hamburger Privatradioverbund RMS GmbH & Co. KG für die nationale Vermarktung der Werbezeiten von 150 privaten Radiosendern haben sich in der überregionalen Werbezeitenvermarktung zwei große Player etabliert; die bislang den Markt mit 62,3% RMS und 36,3% AS&S (per 2009) weitgehend unter sich aufteilen.

**ABBILDUNG 2: WERBEZEITENVERMARKTUNG IM HÖRFUNK**



QUELLE: SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung

		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Umsatzerlöse</b>	t€	<b>13.261</b>	<b>14.917</b>	<b>15.570</b>	<b>15.148</b>	<b>10.122</b>	<b>11.077</b>	<b>11.806</b>
YOY	%	20,4%	12,5%	4,4%	-2,7%	-33,2%	9,4%	6,6%
Bestandsveränderungen	t€	0	234	134	344	0	0	0
Sonstige Erträge	t€	683	488	695	902	940	369	415
Aufwand für Personal	t€	-3.481	-3.745	-3.861	-3.793	-2.536	-2.598	-2.649
<i>in % Umsatz</i>	%	-26,2%	-25,1%	-24,8%	-25,0%	-25,1%	-23,5%	-22,4%
Sonstige Aufwendungen	t€	-3.421	-3.856	-4.439	-4.536	-3.534	-3.336	-3.480
<i>in % Umsatz</i>	%	-25,8%	-25,8%	-28,5%	-29,9%	-34,9%	-30,1%	-29,5%
<b>EBITDA</b>	t€	<b>702</b>	<b>1.162</b>	<b>338</b>	<b>846</b>	<b>1.164</b>	<b>1.311</b>	<b>1.825</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	5,3%	7,8%	2,2%	5,6%	11,5%	11,8%	15,5%
Abschreibungen	t€	-291	-1.190	-490	-547	-305	-267	-253
<b>EBIT</b>	t€	<b>411</b>	<b>-28</b>	<b>-152</b>	<b>299</b>	<b>859</b>	<b>1.043</b>	<b>1.572</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	3,1%	-0,2%	-1,0%	2,0%	8,5%	9,4%	13,3%
Finanzergebnis	t€	-198	-287	-360	-421	-165	-62	-34
<b>EBT</b>	t€	<b>213</b>	<b>-315</b>	<b>-512</b>	<b>-122</b>	<b>694</b>	<b>981</b>	<b>1.538</b>
Steuern	t€	-54	86	-76	218	102	-6	-165
Steuerquote	%	-25,4%	-27,3%	14,8%	-178,7%	14,7%	-0,6%	-10,7%
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	t€	<b>159</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>96</b>	<b>796</b>	<b>976</b>	<b>1.373</b>
Anteile Dritter	t€	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht fortgeführte Geschäftsbereiche	t€	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis nach Anteilen Dritter</b>	t€	<b>159</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>96</b>	<b>776</b>	<b>976</b>	<b>1.373</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	1,2%	-1,5%	-3,8%	0,6%	7,7%	8,8%	11,6%
Anzahl der Aktien	1.000	4.500	4.500	4.500	4.606	4.606	4.606	4.606
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.526	4.526	4.526	4.635	4.635	4.635	4.635
<b>EPS</b>	€	<b>0,04</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,02</b>	<b>0,17</b>	<b>0,21</b>	<b>0,30</b>
EPS verwässert	€	0,04	-0,05	-0,13	0,02	0,17	0,21	0,30

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2011	Q2/2011	H1/2011	Q3/2011*	9M/2011*	Q4/2011e*	2010/11e*
<b>Umsatzerlöse</b>	t€	<b>4.690</b>	<b>2.988</b>	<b>7.678</b>	<b>2.198</b>	<b>7.717</b>	<b>2.406</b>	<b>10.122</b>
YOY	%	-0,6%	-9,2%	-4,2%	-38,9%	-33,5%	-32,0%	-33,2%
Bestandsveränderungen	t€	-43	134	91	0	0	0	0
Sonstige Erträge	t€	78	191	269	662	870	70	940
Aufwand für Personal	t€	-876	-851	-1.727	-577	-1.951	-585	-2.536
<i>in % Umsatz</i>	%	-18,7%	-28,5%	-22,5%	-26,3%	-25,3%	-24,3%	-25,1%
Sonstige Aufwendungen	t€	-1.300	-947	-2.247	-927	-2.716	-818	-3.534
<i>in % Umsatz</i>	%	-27,7%	-31,7%	-29,3%	-42,2%	-35,2%	-34,0%	-34,9%
<b>EBITDA</b>	t€	<b>617</b>	<b>-7</b>	<b>610</b>	<b>515</b>	<b>980</b>	<b>184</b>	<b>1.164</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	13,2%	-0,2%	7,9%	23,4%	12,7%	7,7%	11,5%
Abschreibungen	t€	-108	-111	-219	-96	-234	-71	-305
<b>EBIT</b>	t€	<b>509</b>	<b>-118</b>	<b>391</b>	<b>419</b>	<b>746</b>	<b>113</b>	<b>859</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	10,9%	-3,9%	5,1%	19,1%	9,7%	4,7%	8,5%
Finanzergebnis	t€	-80	-72	-152	-58	-135	-30	-165
<b>EBT</b>	t€	<b>429</b>	<b>-190</b>	<b>239</b>	<b>361</b>	<b>611</b>	<b>83</b>	<b>694</b>
Steuern	t€	32	27	59	40	80	22	102
Steuerquote	%	7,5%	-14,2%	24,7%	11,1%	13,1%	26,5%	14,7%
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	t€	<b>461</b>	<b>-163</b>	<b>298</b>	<b>401</b>	<b>691</b>	<b>105</b>	<b>796</b>
Anteile Dritter	t€	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht fortgeführte Geschäftsbereiche	t€	12,0	-4,0	8,0	-28,0	-20,0	0,0	-20,0
<b>Nettoergebnis nach Anteilen Dritter</b>	t€	<b>461</b>	<b>-163</b>	<b>298</b>	<b>373</b>	<b>671</b>	<b>105</b>	<b>776</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	9,8%	-5,5%	3,9%	17,0%	8,7%	4,4%	7,7%
Anzahl der Aktien	1.000	4.606	4.606	4.606	4.606	4.606	4.606	4.606
Anzahl der Aktien verwässert	1.000	4.635	4.635	4.635	4.635	4.635	4.635	4.635
<b>EPS</b>	€	<b>0,10</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,15</b>	<b>0,02</b>	<b>0,17</b>
EPS verwässert	€	0,10	-0,04	0,06	0,08	0,14	0,02	0,17

\*Verlag ab Q3 unter Nicht fortgeführte Geschäftsbereiche

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz

		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e*	2011/12e	2012/13e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>t€</b>	<b>8.026</b>	<b>8.553</b>	<b>8.287</b>	<b>8.096</b>	<b>6.857</b>	<b>6.740</b>	<b>6.636</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	t€	6.284	6.276	6.276	6.276	5.497	5.497	5.497
Sonstiges immaterielles Vermögen	t€	739	1.063	859	575	290	290	290
Sachanlagen	t€	322	526	587	471	370	253	149
Latente Steuererstattungsansprüche	t€	681	688	565	774	700	700	700
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>t€</b>	<b>3.585</b>	<b>5.529</b>	<b>4.146</b>	<b>5.457</b>	<b>2.333</b>	<b>2.411</b>	<b>2.708</b>
Vorräte	t€	153	1.721	1.873	2.119	200	210	223
Forderungen L+L	t€	1.946	2.336	1.500	1.334	600	650	689
Übrige Ford./Sonstige Verm.	t€	518	433	473	539	430	430	443
Steueransprüche	t€	113	59	21	12	11	11	11
Zahlungsmittel	t€	855	980	279	1.453	1.092	1.110	1.343
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>t€</b>	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.553</b>	<b>9.190</b>	<b>9.151</b>	<b>9.345</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>t€</b>	<b>4.654</b>	<b>4.543</b>	<b>3.955</b>	<b>6.022</b>	<b>6.798</b>	<b>7.129</b>	<b>7.722</b>
Gezeichnetes Kapital	t€	4.500	4.500	4.500	4.825	4.825	4.825	4.825
Kapitalrücklagen	t€	-2.645	-2.527	-2.527	-881	-881	-881	-881
Gewinnrücklagen	t€	2.799	2.570	1.982	2.078	2.854	3.185	3.778
Minderheitenanteile	t€	0	0	0	0	0	0	0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>t€</b>	<b>2.670</b>	<b>4.183</b>	<b>2.161</b>	<b>1.733</b>	<b>681</b>	<b>550</b>	<b>132</b>
Finanzschulden	t€	2.466	3.875	1.967	1.574	626	500	80
Übrige Verbindlichkeiten	t€	0	123	53	53	0	0	0
Latente Steuerschulden	t€	204	185	141	106	55	50	52
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>t€</b>	<b>4.287</b>	<b>5.356</b>	<b>6.317</b>	<b>5.798</b>	<b>1.711</b>	<b>1.472</b>	<b>1.492</b>
Finanzschulden	t€	976	1.300	2.633	2.408	500	250	250
Verbindlichkeiten L+L	t€	2.330	3.437	3.073	2.776	910	920	938
Rückstellungen	t€	112	251	189	110	40	41	42
Übrige Verbindlichkeiten	t€	848	360	396	483	260	260	260
Steuerschulden	t€	21	8	26	21	1	1	1
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>t€</b>	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.553</b>	<b>9.190</b>	<b>9.151</b>	<b>9.345</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	t€	<b>69%</b>	<b>61%</b>	<b>67%</b>	<b>60%</b>	<b>75%</b>	<b>74%</b>	<b>64%</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	t€	54%	45%	50%	46%	60%	60%	57%
Sonstiges immaterielles Vermögen	t€	6%	8%	7%	4%	3%	3%	2%
Sachanlagen	t€	3%	4%	5%	3%	4%	3%	1%
Latente Steuererstattungsansprüche	t€	6%	5%	5%	6%	8%	8%	3%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	t€	<b>31%</b>	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>40%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>36%</b>
Vorräte	t€	1%	12%	15%	16%	2%	2%	1%
Forderungen L+L	t€	17%	17%	12%	10%	7%	7%	11%
Übrige Forderungen/Sonstige Vermögen	t€	4%	3%	4%	4%	5%	5%	4%
Steueransprüche	t€	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	t€	7%	7%	2%	11%	12%	12%	20%
<b>Gesamt Aktiva</b>	t€	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Eigenkapital</b>	t€	<b>40%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>44%</b>	<b>74%</b>	<b>78%</b>	<b>44%</b>
Gezeichnetes Kapital	t€	39%	32%	36%	36%	53%	53%	51%
Kapitalrücklagen	t€	-23%	-18%	-20%	-7%	-10%	-10%	-19%
Gewinnrücklagen	t€	24%	18%	16%	15%	31%	35%	11%
Minderheitenanteile	t€	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Schulden</b>	t€	<b>23%</b>	<b>30%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>
Finanzschulden	t€	21%	28%	16%	12%	7%	5%	10%
Übrige Verbindlichkeiten	t€	0%	1%	0%	0%	0%	0%	3%
Latente Steuerschulden	t€	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	t€	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>51%</b>	<b>43%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>	<b>43%</b>
Finanzschulden	t€	8%	9%	21%	18%	5%	3%	5%
Verbindlichkeiten L+L	t€	20%	24%	25%	20%	10%	10%	22%
Rückstellungen	t€	1%	2%	2%	1%	0%	0%	1%
Übrige Verbindlichkeiten	t€	7%	3%	3%	4%	3%	3%	11%
Steuerschulden	t€	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%
<b>Gesamt Passiva</b>	t€	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Konzernergebnis	t€ 159	-229	-588	96	776	976	1.373
Planmäßige Abschreibungen	t€ 291	1.190	490	547	305	267	253
Verkauf nicht fortgeführte Bereiche	t€ 0	0	0	0	-1.620	0	0
Veränderung der Rückstellungen	t€ 4	139	-62	-79	-70	1	1
Veränderung der latenten Steuern	t€ 42	-26	79	-244	23	-5	2
Δ Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	t€ -629	-1.819	682	-137	2.763	-60	-65
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	t€ -1.919	729	-380	-215	-2.162	10	18
Bereinigungen	t€ 1.781	1.143	314	433	223	62	34
<b>CFO</b>	<b>t€ -271</b>	<b>1.127</b>	<b>535</b>	<b>401</b>	<b>238</b>	<b>1.251</b>	<b>1.617</b>
Investitionen Immaterielles Vermögen	t€ 2	-316	204	284	1.064	0	0
Investitionen Sachanlagen	t€ -218	-1.394	-551	-431	-204	-150	-150
Investitionen Finanzanlagen	t€ 0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen	t€ -1.428	-828	41	29	1.620	0	0
<b>CFI</b>	<b>t€ -1.644</b>	<b>-2.538</b>	<b>-306</b>	<b>-118</b>	<b>2.480</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
<b>FCF</b>	<b>t€ -1.915</b>	<b>-1.411</b>	<b>229</b>	<b>283</b>	<b>2.718</b>	<b>1.101</b>	<b>1.467</b>
Barkapitalerhöhungen	t€ 191	118	0	1.959	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	t€ 1.853	1.733	-575	0	-2.856	-376	-420
Auszahlungen Dividende	t€ 0	0	0	0	0	-645	-781
Bereinigungen	t€ -306	-523	-25	-1.068	-223	-62	-34
<b>CFF</b>	<b>t€ 1.738</b>	<b>1.328</b>	<b>-600</b>	<b>891</b>	<b>-3.079</b>	<b>-1.083</b>	<b>-1.235</b>
Δ Liquide Mittel	t€ -177	-83	-371	1.174	-361	18	233
Liquide Mittel am Anfang der Periode	t€ 910	733	650	279	1.453	1.092	1.110
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>t€ 733</b>	<b>650</b>	<b>279</b>	<b>1.453</b>	<b>1.092</b>	<b>1.110</b>	<b>1.343</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Segmente

		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Radiosender</b>								
Umsatzerlöse	t€	6.419	7.667	7.398	8.226	10.924	11.891	12.669
YOY	%	10,8%	19,4%	-3,5%	11,2%	32,8%	8,9%	6,5%
EBITDA	t€	970	983	771	789	1.197	1.630	2.129
<i>in % Umsatz</i>	%	15,1%	12,8%	10,4%	9,6%	11,0%	13,7%	16,8%
EBIT	t€	920	903	660	678	1.007	1.449	1.953
<i>in % Umsatz</i>	%	14,3%	11,8%	8,9%	8,2%	9,2%	12,2%	15,4%
<b>Vertrieb</b>								
Umsatzerlöse	t€	3.943	3.862	3.296	3.229	0	0	0
YOY	%	n/a	-2,1%	-14,7%	-2,0%	n/a	n/a	n/a
EBITDA	t€	-481	-113	-588	-258	0	0	0
<i>in % Umsatz</i>	%	-12,2%	-2,9%	-17,8%	-8,0%	n/a	n/a	n/a
EBIT	t€	-615	-230	-700	-380	0	0	0
<i>in % Umsatz</i>	%	-15,6%	-6,0%	-21,2%	-11,8%	n/a	n/a	n/a
<b>Merchandising</b>								
Umsatzerlöse	t€	4.019	3.313	2.847	1.851	987	1.023	1.054
YOY	%	-3,3%	-17,6%	-14,1%	-35,0%	-46,7%	3,6%	3,0%
EBITDA	t€	322	21	-354	-653	-586	-483	-463
<i>in % Umsatz</i>	%	8,0%	0,6%	-12,4%	-35,3%	-59,4%	-47,2%	-44,0%
EBIT	t€	293	-34	-380	-733	-634	-505	-483
<i>in % Umsatz</i>	%	7,3%	-1,0%	-13,3%	-39,6%	-64,2%	-49,4%	-45,9%
<b>Verlag</b>								
Umsatzerlöse	t€	0	2.180	4.039	4.021	2.351	0	0
YOY	%	n/a	n/a	85,3%	-0,4%	-41,5%	n/a	n/a
EBITDA	t€	0	44	-103	351	129	0	0
<i>in % Umsatz</i>	%	n/a	2,0%	-2,6%	8,7%	5,5%	n/a	n/a
EBIT	t€	0	-18	-267	189	38	0	0
<i>in % Umsatz</i>	%	n/a	-0,8%	-6,6%	4,7%	1,6%	n/a	n/a
<b>Holding/Sonstige</b>								
Umsatzerlöse	t€	-1.120	-2.105	-2.010	-2.179	-1.789	-1.837	-1.917
YOY	%	-205,2%	87,9%	-4,5%	8,4%	-17,9%	2,7%	4,3%
EBITDA	t€	-109	227	612	617	553	164	160
<i>in % Umsatz</i>	%	9,7%	-10,8%	-30,4%	-28,3%	-30,9%	-8,9%	-8,3%
EBIT	t€	-187	-649	535	545	486	100	103
<i>in % Umsatz</i>	%	16,7%	30,8%	-26,6%	-25,0%	-27,1%	-5,4%	-5,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## DCF-Modell

		2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	TV
<b>Umsatz</b>	t€	10.122	11.077	11.806	12.478	13.148	13.779	14.345	14.842	15.285	15.697	16.098	16.501
Umsatzwachstum	%		9,4%	6,6%	5,7%	5,4%	4,8%	4,1%	3,5%	3,0%	2,7%	2,6%	2,5%
<b>EBIT</b>	t€	859	1.043	1.572	2.043	2.172	2.297	2.413	2.519	2.617	2.711	2.804	2.888
EBIT-Marge	%	8,5%	9,4%	13,3%	16,4%	16,5%	16,7%	16,8%	17,0%	17,1%	17,3%	17,4%	17,5%
Steuerquote	%	-14,7%	0,6%	10,7%	21,9%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
<b>EBIT(1-τ)</b>	t€	<b>985</b>	<b>1.037</b>	<b>1.404</b>	<b>1.595</b>	<b>1.499</b>	<b>1.585</b>	<b>1.665</b>	<b>1.738</b>	<b>1.805</b>	<b>1.870</b>	<b>1.935</b>	<b>1.992</b>
Reinvestment	t€	2.480	-150	-182	-168	-168	-158	-142	-124	-111	-103	-100	-192
<b>FCFF</b>	t€	<b>3.465</b>	<b>887</b>	<b>1.222</b>	<b>1.427</b>	<b>1.331</b>	<b>1.427</b>	<b>1.523</b>	<b>1.614</b>	<b>1.695</b>	<b>1.767</b>	<b>1.834</b>	<b>1.801</b>
Invested Capital	t€												
ROCE	%	6.832	6.769	6.709	6.665	6.833	6.990	7.132	7.256	7.367	7.470	7.570	
WACC	%	14,4%	15,3%	20,9%	23,9%	21,9%	22,7%	23,3%	23,9%	24,5%	25,0%	25,6%	26,0%
Diskontierungssatz	%	6,8%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,5%	6,3%	6,3%
PV(FCFF)	t€	100,0%	93,3%	87,0%	81,2%	75,8%	70,7%	66,1%	61,8%	58,0%	54,5%	51,2%	
Terminal Cashflow	t€	1.801											
Terminal Cost of Capital	t€	6,3%											
Terminal Value	t€	47.391											
PV(Terminal Value)	t€	24.280											
PV (Cashflow über 10 Jahre)	t€	13.422											
<b>Summe PV</b>	t€	<b>37.703</b>											
Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	0,2%											
Wert der Operativen Vermögenswerte	t€	37.683											
Finanzschulden	t€	1.126											
Cash	t€	1.092											
Wert des Eigenkapitals	t€	37.604											
Anzahl Aktien	mn	4.606											
<b>Kursziel</b>	€	<b>8,20</b>											

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick I

<b>Key Data</b>		<b>2008/09</b>	<b>2009/10</b>	<b>2010/11e</b>	<b>2011/12e</b>	<b>2012/13e</b>
Umsatz	kEUR	15.570,0	15.148,0	10.122,3	11.077,2	11.806,3
Rohertrag	kEUR	23.331,0	22.367,0	13.950,8	15.278,1	16.072,7
EBITDA	kEUR	338,0	846,0	1.163,8	1.310,7	1.825,5
EBIT	kEUR	-152,0	299,0	858,8	1.043,4	1.572,2
EBT	kEUR	-512,0	-122,0	693,8	981,4	1.538,2
Nettoergebnis	kEUR	-588,0	96,0	795,8	975,7	1.373,5
Anzahl Mitarbeiter		87	76	76	83	83
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	9,08	8,90	7,50		
Kurs Tief	EUR	3,45	6,30	5,10		
Kurs Durchschnitt	EUR	5,76	7,26	6,58		
Schlusskurs	EUR	8,35	6,50	5,25	5,25	5,25
EPS	EUR	-0,13	0,02	0,17	0,21	0,30
BVPS	EUR	0,88	1,31	1,48	1,55	1,68
CFPS	EUR	0,12	0,09	0,05	0,27	0,35
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,14	0,17	0,24
Kursziel	EUR					8,20
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	2,2%	5,6%	11,5%	11,8%	15,5%
EBIT-Marge	%	-1,0%	2,0%	8,5%	9,4%	13,3%
EBT-Marge	%	-3,3%	n/a	6,9%	8,9%	13,0%
Netto-Marge	%	-3,8%	0,6%	7,9%	8,8%	11,6%
FCF-Marge	%	1,5%	1,9%	26,8%	9,9%	12,4%
ROE	%	-14,9%	1,6%	11,7%	13,7%	17,8%
NWC/Umsatz	%	1,9%	4,5%	-1,1%	-0,5%	-0,2%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	179,0	199,6	133,2	133,5	142,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-1,7	3,9	11,3	12,6	18,9
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	4,4%	-2,7%	-33,2%	9,4%	6,6%
Rohertrag	%	7,1%	-4,1%	-37,6%	9,5%	5,2%
EBITDA	%	-70,9%	150,3%	37,6%	12,6%	39,3%
EBIT	%	442,9%	n/a	187,2%	21,5%	50,7%
EBT	%	62,5%	-76,2%	n/a	41,5%	56,7%
Nettoergebnis	%	156,8%	n/a	729,0%	22,6%	40,8%
EPS	%	156,8%	n/a	708,1%	25,8%	40,8%
CFPS	%	-52,5%	-26,8%	-40,7%	426,1%	29,3%
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	kEUR	8.287,0	8.096,0	6.857,0	6.739,7	6.636,5
Umlaufvermögen	kEUR	4.146,0	5.457,0	2.332,8	2.411,1	2.708,4
Eigenkapital	kEUR	3.955,0	6.022,0	6.797,8	7.128,6	7.721,6
Verbindlichkeiten	kEUR	8.478,0	7.531,0	2.392,0	2.022,2	1.623,3
EK-Quote	%	31,8%	44,4%	74,0%	77,9%	82,6%
Gearing	%	54,6%	28,8%	10,0%	7,7%	1,7%
Working Capital	kEUR	300,0	677,0	-110,0	-60,0	-26,8
Capital Employed	kEUR	1.746,0	1.723,0	550,0	482,7	412,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick II

<b>Enterprise Value</b>		<b>2008/09</b>	<b>2009/10</b>	<b>2010/11e</b>	<b>2011/12e</b>	<b>2012/13e</b>
Anzahl Aktien	mn	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	40.860,0	40.993,4	34.545,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	15.525,0	29.017,8	23.490,6	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	25.920,0	33.439,6	30.307,5	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	37.575,0	29.939,0	24.181,5	24.181,5	24.181,5
Nettoverschuldung	kEUR	4.321,0	2.529,0	34,2	-360,1	-1.012,7
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	kEUR	45.181,0	43.522,4	34.579,2	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	kEUR	19.846,0	31.546,8	23.524,8	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	30.241,0	35.968,6	30.341,7	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	41.896,0	32.468,0	24.215,7	23.821,4	23.168,8
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	2,90	2,87	3,42	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,27	2,08	2,32	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,94	2,37	3,00	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,69	2,14	2,39	2,15	1,96
EV/EBITDA	x	124,0	38,4	20,8	18,2	12,7
EV/EBIT Hoch	x	n/a	145,6	40,3	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	105,5	27,4	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	120,3	35,3	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	108,6	28,2	22,8	14,7
KGV Hoch	x	n/a	427,0	44,5	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	302,3	30,3	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	348,3	39,1	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	311,9	31,2	24,8	17,6
KBV	x	9,5	5,0	3,6	3,4	3,1
KCF	x	70,2	74,7	101,7	19,3	15,0
FCF-yield	%	0,6%	0,9%	11,2%	4,6%	6,1%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	2,7%	3,2%	4,5%
Operativer Cashflow	kEUR	535,0	401,0	237,8	1.251,1	1.617,1
Investiver Cashflow	kEUR	-306,0	-118,0	2.480,0	-150,0	-150,0
Free Cashflow	kEUR	229,0	283,0	2.717,8	1.101,1	1.467,1
Finanz Cashflow	kEUR	-600,0	891,0	-3.079,0	-1.082,8	-1.234,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene**capital

Großhesseloher Straße 15c - München - Deutschland - Telefon +49 (89) 74443558 Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.**

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### 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 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.

**Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

**Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

## Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
29.09.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
19.09.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

## Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

### Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

### Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.