

## Klassik Radio AG

Reuters: KA8G.DE

Bloomberg: KA8:GR

Rating: Buy

Risiko: Mittel

Kurs: EUR 5,07

Kursziel: EUR 8,20 (alt EUR 8,20, Upside 61,7%)

### Nationale Vermarktung bleibt bei Euro Klassik

#### Vorzeitige Beendigung der Zusammenarbeit mit E. Raff

Überraschend beendet Klassik Radio die Zusammenarbeit mit Esther Raff. Klassik Radio wird keine neue Vermarktungsfirma gründen. Die gesamten Werbeangebote von Klassik Radio sollen zukünftig exklusiv durch die 100%igen Vertriebstöchter Euro Klassik und Protone vermarktet werden.

Gründe für die vorzeitige Beendigung der Zusammenarbeit wurden in der Pressemitteilung nicht genannt. Erst im September 2011 war bekannt geworden, dass Esther Raff, langjährige Geschäftsführerin des öffentlich-rechtlichen Werbezeitenvermarkters AS&S Radio GmbH, und ihr früherer Leiter Vertrieb und Marketing, Christian Lea, ab 1.1.2012 bzw. ab 1.11.2011 bei Klassik Radio eine neue nationale Vermarktungsgesellschaft innerhalb der Klassik Radio Gruppe aufbauen sollten. In der Bewertung der Zusammenarbeit waren wir davon ausgegangen, dass der Erfolg der neuen Vertriebsgesellschaft zunächst an der Vermarktung des eigenen Senders zu messen sein werde, mit der Option einer Vermarktung dritter Sender in der Zukunft. Genau in diesem Punkt vermuten wir grundlegende strategische Differenzen, die noch in der Gründungsphase der neuen Vertriebsgesellschaft zu der Trennung geführt haben.

#### Die bewährte Strategie ist auch die neue

Die Umsetzung der grundlegenden strategischen Zielsetzung, nämlich Schließung der Lücke zwischen dem erreichten Höreranteil von ~1,0% und dem Anteil an den bundesweiten Werbeumsätzen ~0,7% (um mit dem Durchschnitt der privaten Radiosender gleichzuziehen, bräuchte Klassik Radio einen Werbemarktanteil von 1,3% bis 1,4%) bleibt nun in der Verantwortung der Euro Klassik, die bereits bisher die nationalen und regionalen Key Account-Kunden sowie die Mediaagenturen betreute, sowie von Protone, die neben der Betreuung der regionalen Kunden in Hamburg, Schwerin, Berlin, Bayern und Hannover auch die Telefonvermarktung und die Akquisition neuer Kunden vorantreibt.

#### Optimistische Schätzungen dürften gut fundiert sein

Nach der Ankündigung, eine neue Vertriebsgesellschaft zu gründen, hatten wir unsere Schätzungen vorerst unverändert belassen und darauf verwiesen, dass die kommenden Monate Hinweise geben könnten, inwieweit die Agenturen bereit sind, feste Werbezeiten an Klassik Radio zu vergeben. Entsprechend dem Anbuchungsstand für Q1/2011/12 (Oktober-Dezember) dürften die Umsätze aus der Werbezeitenvermarktung um mindestens 20% über dem Vergleichswert des Vorjahres und damit deutlich über den Wachstumsraten des Gesamtmarktes von ~2,2% für 2011e bzw. ~2,4% für 2012e gelegen haben. Diese Entwicklung untermauert unsere Prognose für das Nachsteuerergebnis, für das wir bis 2013/14e eine jährliche Steigerung um 27,0% erwarten.

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,6 Mio.

Marktkapitalisierung: 23,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Veröffentlichung Jahresabschluss: 31. Januar 2012

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

% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	5,6%	10,7%	11,8%	15,5%
EBIT	2,0%	7,5%	9,3%	13,3%
EBT	-0,8%	6,1%	8,7%	13,0%
EAT	0,6%	7,2%	8,6%	11,5%

Je Aktie/EUR	2010	2011e	2012e	2013e
EPS	0,02	0,15	0,20	0,28
Dividende	0,00	0,14	0,16	0,23
Buchwert	1,31	1,46	1,51	1,64
Cashflow	0,09	0,03	0,26	0,34

%	2010	2011e	2012e	2013e
EK-Quote	44,4%	74,5%	77,5%	82,3%
Gearing	28,8%	10,2%	7,9%	1,7%

x	2010	2011e	2012e	2013e
KGV	311,9	34,3	25,5	17,9
EV/Umsatz	2,14	2,43	2,18	1,99
EV/EBIT	108,6	32,3	23,5	15,0
KBV	5,0	3,5	3,3	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

## **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 5,07 je Aktie entspricht dies einem Kurspotenzial von ~62%.

## **Risiken**

Radiowerbung ist ein sehr zyklisches Geschäft, ein rückläufiges Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in den Werbebudgets nieder, zudem führte die hohe Wettbewerbsintensität zwischen privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern in der Vergangenheit zu hohen Rabattzugeständnissen.

## 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>9.689</b>	<b>10.617</b>	<b>11.317</b>
YOY	%	20,4%	12,5%	4,4%	-2,7%	-36,0%	9,6%	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	-2.527	-2.598	-2.649
<i>in % Umsatz</i>	%	-26,2%	-25,1%	-24,8%	-25,0%	-26,1%	-24,5%	-23,4%
Sonstige Aufwendungen	t€	-3.421	-3.856	-4.439	-4.536	-3.445	-3.159	-3.294
<i>in % Umsatz</i>	%	-25,8%	-25,8%	-28,5%	-29,9%	-35,6%	-29,8%	-29,1%
<b>EBITDA</b>	t€	<b>702</b>	<b>1.162</b>	<b>338</b>	<b>846</b>	<b>1.033</b>	<b>1.252</b>	<b>1.756</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	5,3%	7,8%	2,2%	5,6%	10,7%	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>728</b>	<b>985</b>	<b>1.502</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	3,1%	-0,2%	-1,0%	2,0%	7,5%	9,3%	13,3%
Finanzergebnis	t€	-198	-287	-360	-421	-140	-62	-34
<b>EBT</b>	t€	<b>213</b>	<b>-315</b>	<b>-512</b>	<b>-122</b>	<b>588</b>	<b>923</b>	<b>1.468</b>
Steuern	t€	-54	86	-76	218	114	-6	-165
Steuerquote	%	-25,4%	-27,3%	14,8%	-178,7%	19,4%	-0,7%	-11,2%
<b>Nettoergebnis vor Dritten</b>	t€	<b>159</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>96</b>	<b>702</b>	<b>917</b>	<b>1.303</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 Dritten</b>	t€	<b>159</b>	<b>-229</b>	<b>-588</b>	<b>96</b>	<b>682</b>	<b>917</b>	<b>1.303</b>
<i>in % Umsatz</i>	%	1,2%	-1,5%	-3,8%	0,6%	7,0%	8,6%	11,5%
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>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,28</b>
EPS verwässert	€	0,04	-0,05	-0,13	0,02	0,15	0,20	0,28

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz

		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	t€	<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>	t€	<b>3.585</b>	<b>5.529</b>	<b>4.146</b>	<b>5.457</b>	<b>2.108</b>	<b>2.258</b>	<b>2.532</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	867	957	1.167
<b>Gesamt Aktiva</b>	t€	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.553</b>	<b>8.965</b>	<b>8.998</b>	<b>9.169</b>
<b>Eigenkapital</b>	t€	<b>4.654</b>	<b>4.543</b>	<b>3.955</b>	<b>6.022</b>	<b>6.704</b>	<b>6.976</b>	<b>7.545</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	2.760	3.032	3.601
Minderheitenanteile	t€	0	0	0	0	0	0	0
<b>Langfristige Schulden</b>	t€	<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>	t€	<b>4.287</b>	<b>5.356</b>	<b>6.317</b>	<b>5.798</b>	<b>1.580</b>	<b>1.472</b>	<b>1.492</b>
Finanzschulden	t€	976	1.300	2.633	2.408	369	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>	t€	<b>11.611</b>	<b>14.082</b>	<b>12.433</b>	<b>13.553</b>	<b>8.965</b>	<b>8.998</b>	<b>9.169</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

## Disclaimer

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

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

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

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

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

## Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

## 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)
15.12.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
27.10.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
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.