

# MEDIA & ENTERTAINMENT

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## DEAG Entertainment<sup>6)</sup>

Reuters: ERMGk.DE

Bloomberg: ERMK GY

| Jahr * | Umsatz   |            | Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie |        | Cashflow je Aktie |        | KGV  | KCF | Dividende je Aktie |
|--------|----------|------------|------------------------------------|--------|-------------------|--------|------|-----|--------------------|
|        | Mio. EUR | (Mio. EUR) | EUR                                | (EUR)  | EUR               | (EUR)  |      |     |                    |
| 2009   | 116,7    | (116,7)    | 0,10                               | (0,10) | 0,21              | (0,21) | 19,1 | 9,5 | 0,00               |
| 2010e  | 132,1    | (125,4)    | 0,17                               | (0,14) | 0,28              | (0,25) | 15,8 | 9,4 | 0,00               |
| 2011e  | 161,2    | (135,6)    | 0,23                               | (0,18) | 0,36              | (0,31) | 11,5 | 7,4 | 0,00               |
| 2012e  | 182,1    | (140,0)    | 0,30                               | (0,22) | 0,45              | (0,36) | 8,9  | 6,0 | 0,00               |

\* Geschäftsjahresende per 31.12. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

### Wachstumsschub durch Sony Music Kooperation – Neuer Fair Value 3,9 Euro

- » **Starke Wachstumsaussichten im Konzertgeschäft:** Aufgrund des von uns erwarteten höchsten Konsumanstiegs in Deutschland seit 2001 haben wir unsere Schätzungen signifikant erhöht. Wir rechnen nun mit einem Umsatzanstieg von 22% auf 161 Mio. Euro, nach plus 8% zuvor. Unsere neue Gewinnprognose liegt für 2011 22% und für 2012 31% über dem Konsens.
- » **Erfolgreiche Auslandsexpansion und Schlager-Aufbau:** Wir rechnen damit, dass DEAG über den neuen Partner Sony zukünftig neue Künstler im Klassik- und Schlagersegment akquiriert, und zusätzliche Auslandsmärkte erschließt. Wir rechnen damit, dass DEAG bereits 2012 53% des Konzern-EBITDA mit dem margen-stärkeren Klassikgeschäft erwirtschaftet.
- » **Sony Music als Natural Born Buyer?** Angesichts einbrechender Umsätze im Tonträgergeschäft steht Sony Music unseres Erachtens unter zunehmendem Druck, neue Umsatzquellen zu erschließen. Sony Music ist bereits über zwei Joint-Venture an DEAG beteiligt. Über eine Komplettübernahme könnte sich die Plattenfirma u.a. den Zugang am größten Tourneeveranstalter der Schweiz und dem örtlichen Veranstaltungsgeschäft in Deutschland sichern.
- » **Attraktive Bewertung:** Auf Basis unserer erhöhten Umsatz- und Ergebnisschätzungen errechnet sich ein neuer Fair Value von 3,9 Euro, nach 3,0 Euro zuvor. Dies bietet aktuell ein Kurspotenzial von 50%. Zudem signalisiert auch unsere Sum-of-the-Parts-Analyse eine attraktive Bewertung.

### Wir erhöhen den DCF-basierten Fair Value auf 3,9 EUR, nach 3,0 EUR zuvor.

| Ausgewählte Unternehmen | Kurs am 10.2.2011 | KGV 11e | KGV 12e | EV / EBITDA 11e | EV / EBITDA 12e | EV / Umsatz 11e | Anl.-urteil |
|-------------------------|-------------------|---------|---------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|
| DEAG Entertainment      | 2,66 EUR          | 11,5    | 8,9     | 4,5             | 3,6             | 0,27            | ↑           |
| CTS Eventim             | 45,91 EUR         | 15,0    | 12,1    | 9,3             | 7,1             | 2,10            | ↑           |
| Live Nation Inc         | 11,51 USD         | –       | 50,0    | 6,7             | 5,7             | 0,54            | –           |

Median bez. auf alle Vergleichswerte 15,0 31,1 8,0 6,4 1,32 –

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig  
Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

## AKTIEN

Flash  
11.2.2011

### Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 10.2.2011

(in EUR): 2,66

Fair Value: 3,90 (zuvor 3,00)

Risikoklasse: 5

### Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 2,16  
EK-Quote (in %): 34,6  
Nettorendite (in %): 3,6  
ROE nach Steuern (in %): 17,1  
Dividendenrendite (in %): 0,0  
Free Cashflow (in Mio. EUR): 5,7  
Net Debt (in Mio. EUR): -18,8

### Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 12,4

### Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 32,95

Free Float (in %): 50,0

WKN: A0Z23G

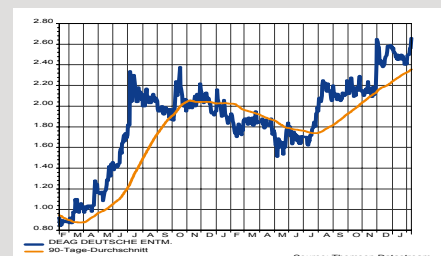
ISIN: DE000A0Z23G6

Datastream: D:ERMX

### Nächster Newsflow:

Geschäftsbericht 2010 31.03.2011

Bericht Q1/2011 31.05.2011



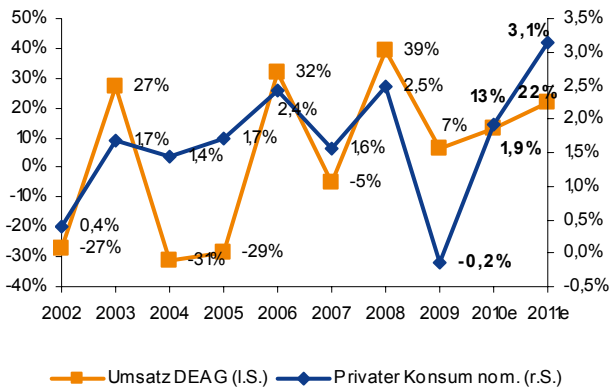
Ersteller: Christoph Bast, Analyst

## SEHR GUTE AUSSICHTEN IM KONZERTGESCHÄFT

### Konzertsaison 2011 wird vom Anstieg der Konsumausgaben profitieren

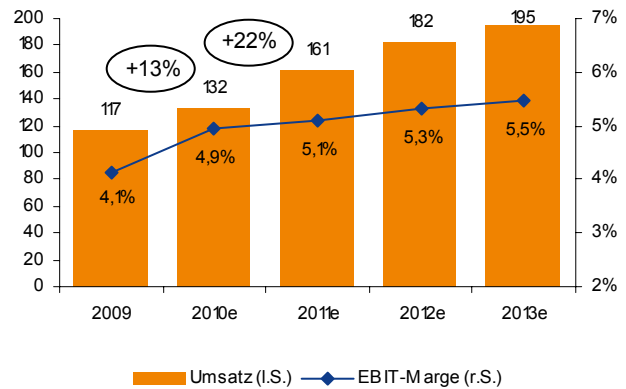
Unsere Analyse des Konzernumsatzes von DEAG Entertainment zeigt eine hohe Abhängigkeit vom privaten Konsum in Deutschland. Angesichts unserer Erwartung des stärksten Konsumanstiegs der letzten 10 Jahre in Deutschland rechnen wir bei DEAG mit einem außerordentlich guten Konzertgeschäft. Daher prognostizieren wir für 2010 einen deutlichen Umsatzanstieg von 13% auf 132 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2011 wird sich die Dynamik erhöhen, wodurch der Umsatz unseren Berechnungen zufolge um weitere 22% auf 161 Mio. Euro steigen wird.

WACHSTUMSRATEN (YOY): DEAG VERSUS PRIVATER KONSUM



Quelle: DZ BANK Schätzungen, DEAG Entertainment

ERNEUT DEUTLICHER UMSATZANSTIEG IN 2011 ERWARTET



Quelle: DZ BANK Schätzungen, DEAG Entertainment

Diese These sehen wir in dem starken Line up für die Konzertsaison 2011 bestätigt. Im Bereich der klassischen Musik wird DEAG 2011 neben der 24 Auftritte umfassenden David Garrett Tournee zudem zahlreiche Konzerte mit Künstlern wie André Rieu, Anna Netrebko, Montserrat Caballé und dem neuen Hoffnungsträger im Klassikbereich Vittorio Grigolo durchführen. Im Rock-/Pop-Segment hat DEAG 18 Konzerte mit Peter Maffay und 25 Shows mit Chris de Burgh vorzuweisen. Darüber hinaus ist DEAG in der Schweiz Veranstalter von Konzerten mit Bon Jovi, Jamiroquai, Kylie Minogue, Rihanna, Sade, Justin Bieber und James Blunt.

### AUSGEWÄHLTE KONZERTE 2011: STARKES LINE-UP MIT MAFFAY, GARRETT UND DE BURGH

| Klassik                      | Anzahl | Rock/Pop national / Schlager / Shows | Anzahl | Pop/Rock international | Anzahl |
|------------------------------|--------|--------------------------------------|--------|------------------------|--------|
| André Rieu                   | 2      | <b>Peter Maffay</b>                  | 18     | Bon Jovi               | 1      |
| Anna Netrebko                | 3      | Pur                                  | 1      | <b>Chris de Burgh</b>  | 25     |
| <b>David Garrett</b>         | 24     | Mamma Mia!                           | 9      | Deep Purple            | 4      |
| Montserrat Caballé           | 3      | Marianne Rosenberg                   | 7      | Elton John             | 1      |
| Vittorio Grigolo             | 3      | Matthias Reim                        | 1      | Rihanna                | 1      |
| <b>Anton &amp; Erin</b>      | 33     | Mike Krüger                          | 2      | Jamiroquai             | 1      |
| <b>Madame Butterfly</b>      | 16     | Otto                                 | 3      | Justin Biber           | 1      |
| <b>Seefestspiele Potsdam</b> | 12     | <b>Rainhard Fendrich</b>             | 18     | Katie Melua            | 2      |
| Simone Kermes                | 5      | Roger Whittaker                      | 1      | Kylie Minogue          | 1      |

Quelle: DZ BANK Research, DEAG Entertainment; \*Veranstaltungskalender nicht vollständig

## NEUES UMSATZPOTENZIAL DURCH KLASSIK / SCHLAGER

### Operativer Turnaround durch Reduktion des Rock/Pop-Segments...

Infolge signifikant rückläufiger Umsätze aus dem Tonträgerverkauf waren Künstler in der Vergangenheit dazu gezwungen, neue Einnahmequellen zu erschließen. Während die Genres Klassik und Schlager eine ältere Zielgruppe ansprechen, die Musik noch in Form von CDs und DVDs im Kaufhaus erwirbt, leidet insbesondere der Rock/Pop-Bereich stark unter dem Problem von Raubkopien und illegalen Downloads. Aus diesem Grund sind die Gagen-Forderungen in diesem Bereich deutlich gestiegen, wodurch dieses Veranstaltungssegment an Rentabilität eingebüßt hat. Unseres Erachtens wird die Lage hier auch in Zukunft angespannt bleiben.

**Hohe Gagenforderungen im Rock/Pop senken Rentabilität**

Die DEAG Entertainment AG hat diese Problematik erkannt und Ende 2008 ihr Konzernportfolio bereinigt. Wir schätzen das DEAG bereits 2010 weniger als 50% der Konzernumsätze in diesem Segment erzielt. Angesichts des Ausbaus neuer Geschäftsfelder sollte dieser Anteil in Zukunft weiter sinken.

**DEAG hat Engagement im internationalen Rock/Pop reduziert**

### ...und Ausbau des Klassikbereichs mit Sony als Partner

Im Geschäftsjahr 2009 hat sich Sony Music mit 49% an der DEAG Tochter DEAG Classics AG beteiligt, in der das gesamte Klassikgeschäft des Konzerns gebündelt ist. Ziel dieses Joint Venture ist, 1) die europäische Expansion des Konzertgeschäfts mit bestehenden DEAG Künstlern voranzutreiben und 2) neue Künstler für Tonträgergeschäft und Konzertveranstaltung zu akquirieren. Um dieses Ziel zu erreichen hat Sony Music bereits ihre Klassiksparte von New York nach Berlin – Geschäftssitz der DEAG – verlagert. Sony vertritt Künstler wie Lang Lang, Susan Boyle, Vittorio Grigolo und Simone Kermes. Wir rechnen damit, dass das bestehende Künstlerportfolio durch die Bündelung von Plattenvertrieb und Konzertveranstaltung in 360-Grad-Verträgen zukünftig ausgebaut werden kann.

**Joint Venture mit Sony Music im Klassik-Bereich**

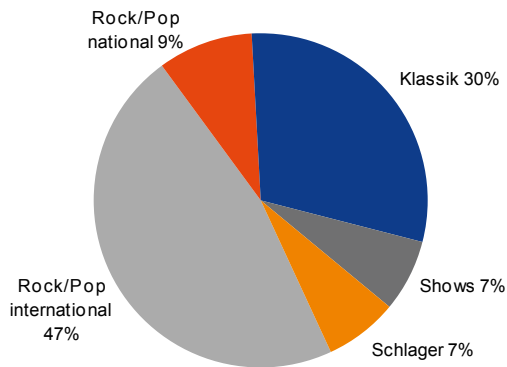
Der wesentliche Vorteil des Klassikgeschäftes gegenüber der Veranstaltung von Pop-/Rockkonzerten mit internationalen Künstlern liegt neben den geringeren Gagen in der tendenziell konstanten Popularität der Interpreten. Einmal etablierte Künstler können ihre Massenattraktivität aufgrund der älteren Zielgruppe oftmals über einen langen Zeitraum beibehalten. Zudem weist die Kooperation mit Künstlern, Management und Plattenfirmen einen längerfristigen Charakter auf und bietet somit eine bessere Planbarkeit.

**Konstantere Popularität und niedrigere Gagen von Klassik-Künstlern**

Laut GfK beträgt das Marktvolumen für Konzerte der klassischen Musik in Deutschland 350-400 Mio. Euro. Unseren Schätzungen zufolge wird DEAG 2011 bereits 30% des Konzernumsatzes mit Klassik erwirtschaften. Dies entspricht einem Marktanteil von rund 15%. Das Management rechnet für das Joint Venture mit einem jährlichen Umsatzzuwachs von 20-30%. Angesichts der dynamischen Entwicklung in der Vergangenheit halten wir dies für realistisch. Die EBITDA-Marge des Klassikgeschäftes prognostizieren wir auf 10%. Damit werden unseren Schätzungen zufolge im Geschäftsjahr 2012 rund 53% des Konzern-EBITDA im Bereich der klassischen Musik erwirtschaftet. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung stellt für uns die geplante Expansion des Klassikgeschäftes ins Ausland dar. Wir rechnen damit, dass bis Ende 2011 das Geschäft in den Zielländern Österreich und Frankreich aufgenommen wird. Langfristig halten wir auch eine Expansion nach Dänemark und Spanien für möglich.

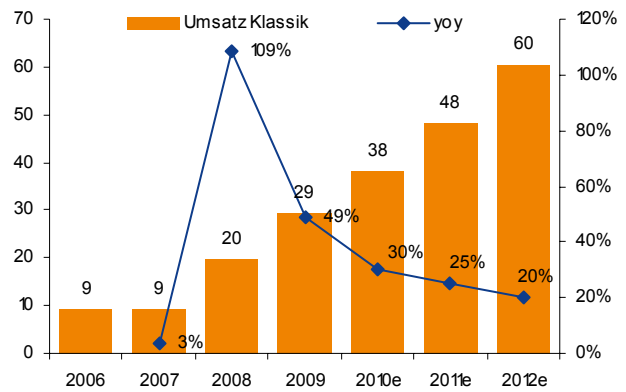
**Europäische Expansion nach Österreich und Frankreich geplant**

UMSATZAUFTEILUNG DEAG NACH MUSIKGENRES (2010E)



Quelle: DZ BANK Schätzungen

UMSATZPROGNOSE IM KLASSIKGESCHÄFT



Quelle: DZ BANK Schätzungen

**Weiteres Joint Venture mit Sony für deutschen Schlager**

Um neue Ertragspotenziale zu erschließen haben DEAG und Sony Music im August 2010 die Gründung eines weiteren Joint Venture – die Gold Entertainment GmbH – bekannt gegeben. Im Rahmen dessen hat die Gold Entertainment, an der DEAG und Sony zu je 50% beteiligt sind, 67% der Anteile am Konzertveranstalter Manfred Hertlein erworben. Dieser ist seit über 30 Jahren als örtlicher Veranstalter tätig und auf das Genre Deutscher Schlager und Volksmusik spezialisiert.

Das Ziel des Joint Venture besteht darin, wie im Klassikbereich neue Künstler zu akquirieren und bestehende Künstler mit 360-Grad-Verträgen stärker an sich zu binden. Im Rahmen dessen bietet Gold Entertainment Schlager-Interpreten Plattenvertrieb, Tourneeveranstaltung und Marketing aus einer Hand. Das Sony Label Ariola ist laut DEAG in diesem Segment der klare Marktführer und verfügt über ein starkes Künstlerportfolio.

**AUSGEWÄHLTE CD-VERÖFFENTLICHUNGEN VON ARIOLA 2010**

| Künstler          | Künstler        |
|-------------------|-----------------|
| Andrea Berg       | Stefan Mross    |
| Rainhard Fendrich | Michael Wendler |
| Die Flippers      | Patrick Lindner |
| Heino             | Nicole          |
| Hansi Hinterseer  | Peter Maffay    |
| Udo Jürgens       |                 |

Quelle: DZ BANK Research, Sony Music (Ariola)

Wir sehen die Vorteile des Schlager-Segments analog zu denen der Klassik. Das Marktvolumen für Schlagerkonzerte in Deutschland beträgt laut GfK 80-90 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2009 erzielte Hertlein einen Umsatz von 12 Mio. Euro. Angesichts der erfolgreichen Kooperation mit Sony im Klassikbereich rechnen wir auch im Schlagersegment mit einem starken Umsatzwachstum von 20% p.a.

DEAG und Sony planen bereits über die Gold Entertainment weitere Akquisitionen oder Neugründungen im Schlagerbereich zu tätigen. Unserer Einschätzung nach dürften die Schweiz und Österreich als Zielmärkte von besonderem Interesse sein. Als Zeitrahmen halten wir Ende 2011/ Anfang 2012 für eine realistische Annahme.

**Veranstalter Manfred Hertlein übernommen**

**Schlager weist die gleichen Vorteile wie Klassik auf**

**Wir rechnen mit 20% Umsatzwachstum p.a.**

**Schon jetzt Expansion im Bereich Schlager/Volksmusik geplant**

<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

## SONY MUSIC ALS NATURAL BORN BUYER?

Sony Music hat ebenso wie alle anderen Plattenlabels seit Jahren mit stark sinkenden Einnahmen zu kämpfen. Im Zeitraum von 1998 bis 2007 ist der Umsatz von schätzungsweise 5,3 Mrd. Euro auf 1,5 Mrd. Euro gesunken. Dies entspricht einem CAGR von -13%. Aufgrund des Wachstumseinbruchs im Bereich Digital Music wird unseres Erachtens der Druck auf das Plattenlabel, neue Umsatzquellen zu erschließen in Zukunft weiter steigen.

### MASSIVE UMSATZVERLUSTE BEI SONY MUSIC

| Sony Music        | 2007  | 2006  | 2005  | 2004  | 2003  | 2002  | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  | CAGR |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Umsatz (Mrd. Yen) | 205   | 288   | 344   | 381   | 409   | 513   | 541   | 571   | 665   | 717   | -13% |
| Umsatz (Mio. EUR) | 1.517 | 2.130 | 2.548 | 2.825 | 3.033 | 3.799 | 4.011 | 4.233 | 4.926 | 5.313 | -13% |
| yoy (%)           | -29%  | -16%  | -10%  | -7%   | -20%  | -5%   | -5%   | -14%  | -7%   |       |      |

Quelle: DZ BANK Research, Sony Music; Geschäftssegment Music wurde ab 2008 umgegliedert. Aufgrund der mangelnden Vergleichbarkeit sehen wir von einer Fortführung der Datenreihe ab; Wechselkurs EUR/JPY: 130

Einen ersten Schritt hat Sony mit der Beteiligung an der DEAG Classics getan. Zudem wurde der Hauptstandort des Klassikgeschäfts von New York nach Berlin verlagert. Ein weiterer Schritt folgte mit der Beteiligung an Gold Entertainment, um auch im deutschen Schlager Fuß zu fassen. Darüber hinaus ist Sony's neues Video- und Musik-Download-Portal Qriocity seit Januar 2011 in Deutschland online. In den USA gibt es mit dem Portal Ariama schon eine Weiterentwicklung, die auch nach Europa kommen soll. Sony bietet hier ausschließlich klassische Musik aller 4 Major Labels zum physischen Kauf und Download an. Angesichts dieser Entwicklungen sehen wir eine nachhaltige strategische Fokussierung auf das Klassikgeschäft, von der DEAG profitieren sollte.

Darüber hinaus erachten wir aber auch eine Akquisition von DEAG aus der Sicht von Sony Music für sinnvoll. Neben Veranstaltern für Klassik und Schlager verfügt DEAG in Deutschland über weitere Promoter im Bereich Rock/Pop, über die Sony Konzerte mit eigenen Künstlern veranstalten könnte. Zudem besitzt DEAG 51% am größten Schweizer Konzertveranstalter Good News, dessen Umsatz wir auf 40 Mio. Euro p.a. schätzen. An Good News, die zu 49% dem Ringier-Verlag gehört, könnte unseres Erachtens auch CTS Eventim interessiert sein. Durch die Akquisition würde CTS in der Schweiz eine mindestens ebenso starke Wettbewerbsposition wie in Deutschland erreichen. Gleichzeitig würde die Kooperation mit Ringier, die an Eventims Ticketing-Aktivitäten in der Schweiz beteiligt ist gestärkt.

Durch den Kaufpreis von 10-12 Mio. Euro, den Sony Music im Geschäftsjahr 2009 für 49% der Anteile an der DEAG Classics AG bezahlt haben dürfte, wird die Konzerntochter insgesamt auf 20-24 Mio. Euro bewertet. Die aktuelle Marktkapitalisierung der DEAG Entertainment AG beträgt 30 Mio. Euro. Zu diesem Preis würde ein Investor neben dem Klassikgeschäft unter anderem die Anteile an Good News, dem neu gegründeten Schlagersegment (Manfred Hertlein) und dem Veranstaltungsgeschäft in Deutschland erhalten. Zudem besitzt DEAG einen Anteil von 10% an Ticketmaster Deutschland. Im Rahmen unserer Sum-of-the-Parts-Analyse erhalten wir einen fairen Wert der DEAG Entertainment AG von 42 Mio. Euro. Dies signalisiert eine attraktive Bewertung der Aktie.

**Druck auf Sony Music wird unseres Erachtens weiter steigen**

**Sony Music fokussiert sich nachhaltig auf Klassik**

**DEAG hat weitere interessante Assets zu bieten...auch für Eventim**

**DEAG AG auf Basis einer Sum-of-the-Parts-Analyse attraktiv bewertet**

**SUM-OF-THE-PARTS-BEWERTUNG**

| <b>Unternehmensteil</b> | <b>Anteil DEAG</b> | <b>Wert (Mio. Euro)</b> | <b>Bewertungsmethode</b> |
|-------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------------|
| DEAG Classics AG        | 51%                | 22,4                    | Kaufpreis Sony Music     |
| Good News Productions   | 52%                | 14,2                    | DCF-Methode              |
| Manfred Hertlein GmbH   | 33%                | 2,2                     | DCF-Methode              |
| Rest                    | n.a.               | 3,0                     | DZ BANK Schätzung        |
| <b>Sum-of-the-Parts</b> |                    | <b>41,8</b>             |                          |

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Der Freefloat der DEAG beläuft sich laut Bloomberg auf 53%. Die Heliad Equity Partners ist mit 25,1% größter Einzelaktionär. Weitere 8,6% der Aktien werden von CEO Peter Schwenkow gehalten. Bisher hat zwar keiner der Hauptaktionäre eine Verkaufsbereitschaft signalisiert, dennoch rechnen wir im Falle eines freundlichen Übernahmeangebotes durch Sony Music mit einer Einigung.

**Im Falle eines Übernahmeangebotes durch Sony würden mit einer Einigung rechnen**

## DZ BANK SCHÄTZUNGEN

DEAG hat in den ersten 9 Monaten 2010 bewiesen, dass die strategische Neuausrichtung eine richtige Entscheidung war, und das Management nun die Kosten unter Kontrolle hat. Der Umsatz stieg um 3% auf 83 Mio. Euro und die EBIT-Marge verbesserte sich um 140 Bp auf 4,3%. In der Folge erwartet das Management nun das stärkste Q4 in der Unternehmensgeschichte. Angesichts der positiven Geschäftsaussichten für Q4/10 und den langfristigen Wachstumsmöglichkeiten, die sich durch den Einstieg von Sony ergeben, haben wir unsere Umsatzzuschätzungen signifikant erhöht. Die EBIT-Marge haben wir aufgrund der stärkeren Gewichtung des Klassik- und Schlagergeschäfts ebenfalls leicht erhöht.

### UMSATZSCHÄTZUNGEN DEUTLICH ERHÖHT

| Mio. Euro                   | Neu         |             |             | Alt         |             |             | Δ           |             |             | Δ%         |            |            |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|                             | 2010e       | 2011e       | 2012e       | 2010e       | 2011e       | 2012e       | 2010e       | 2011e       | 2012e       | 2010e      | 2011e      | 2012e      |
| <b>Umsatz</b>               | <b>132</b>  | <b>161</b>  | <b>182</b>  | <b>125</b>  | <b>136</b>  | <b>140</b>  | <b>7</b>    | <b>26</b>   | <b>42</b>   | <b>5%</b>  | <b>19%</b> | <b>30%</b> |
| Bruttoergebnis<br>Marge (%) | 32<br>24%   | 40<br>25%   | 46<br>25%   | 30<br>24%   | 33<br>24%   | 33<br>24%   | 2<br>0,6%   | 8<br>1,0%   | 13<br>1,5%  | 8%         | 24%        | 38%        |
| <b>EBITDA</b>               | <b>7,9</b>  | <b>9,8</b>  | <b>11,5</b> | <b>7,1</b>  | <b>8,0</b>  | <b>8,8</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,7</b>  | <b>12%</b> | <b>23%</b> | <b>30%</b> |
| Marge (%)                   | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          | 0,3%        | 0,2%        | 0,0%        |            |            |            |
| Abschreibungen              | -1,4        | -1,6        | -1,8        | -1,4        | -1,6        | -1,8        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0%         | 0%         | 0%         |
| <b>EBIT</b>                 | <b>6,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>9,7</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,4</b>  | <b>7,0</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,7</b>  | <b>14%</b> | <b>29%</b> | <b>38%</b> |
| Marge (%)                   | 5%          | 5%          | 5%          | 5%          | 5%          | 5%          | 0,4%        | 0,4%        | 0,3%        |            |            |            |
| EBT                         | 5,7         | 7,4         | 8,9         | 4,7         | 5,4         | 6,0         | 1,0         | 2,0         | 2,9         | 22%        | 38%        | 47%        |
| Nettoergebnis               | 2,1         | 2,9         | 3,7         | 1,8         | 2,3         | 2,7         | 0,3         | 0,6         | 1,0         | 19%        | 27%        | 38%        |
| <b>EPS</b>                  | <b>0,17</b> | <b>0,23</b> | <b>0,30</b> | <b>0,14</b> | <b>0,18</b> | <b>0,22</b> | <b>0,03</b> | <b>0,05</b> | <b>0,08</b> | <b>19%</b> | <b>27%</b> | <b>38%</b> |

Quelle: DZ BANK Schätzungen

### UNSERE GEWINNSCHÄTZUNGEN LIEGEN SIGNIFIKANT ÜBER DEM KONSENS\*

| Mio. Euro       | DZ BANK     |             |              | Konsens     |             |             | Delta       |              |              |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                 | 2010e       | 2011e       | 2012e        | 2010e       | 2011e       | 2012e       | 2010e       | 2011e        | 2012e        |
| <b>Umsatz</b>   | <b>132</b>  | <b>161</b>  | <b>182</b>   | <b>123</b>  | <b>134</b>  | <b>143</b>  | <b>7%</b>   | <b>20%</b>   | <b>28%</b>   |
| EBITDA<br>Marge | 7,9<br>6,0% | 9,8<br>6,1% | 11,5<br>6,3% | 7,5<br>6,1% | 8,7<br>6,5% | 9,4<br>6,6% | 5%<br>-0,1% | 13%<br>-0,4% | 22%<br>-0,3% |
| <b>EBIT</b>     | <b>6,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>9,7</b>   | <b>6,5</b>  | <b>7,5</b>  | <b>8,1</b>  | <b>1%</b>   | <b>10%</b>   | <b>20%</b>   |
| Marge           | 4,9%        | 5,1%        | 5,3%         | 5,2%        | 5,6%        | 5,7%        | -0,3%       | -0,5%        | -0,3%        |
| Nettoergebnis   | 2,1         | 2,9         | 3,7          | 2,0         | 2,5         | 2,9         | 2%          | 14%          | 28%          |
| <b>EPS</b>      | <b>0,17</b> | <b>0,23</b> | <b>0,30</b>  | <b>0,15</b> | <b>0,19</b> | <b>0,23</b> | <b>12%</b>  | <b>22%</b>   | <b>31%</b>   |

Quelle: DZ BANK Schätzungen, Datastream Konsens; Anmerkung: \* Konsens beinhaltet nur 3 Schätzungen

## BEWERTUNG

### Absolute Bewertung

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnet sich ein Fair Value je DEAG Aktie von 4,0 Euro. Angesichts eines Kurspotenzials von 50% halten wir die DEAG Aktie für sehr attraktiv bewertet. Unserem Modell liegt ein WACC von 9,4% zugrunde. Die Wachstumsrate der ewigen Rente planen wir aufgrund der hohen Marktreife des Veranstaltungsgeschäfts konservativ mit 0% ein. Die EBIT-Marge im Terminal Value von 5,1% entspricht der Durchschnittsmarge der Geschäftsjahre 2009-2014. Die Investitionsquote planen wir mit 3,8% des Umsatzes ein. Der Anteil des Terminal Value am Barwert der Free Cashflows liegt bei 72%.

**DCF-Modell errechnet für die DEAG Aktie einen Fair Value von 4,0 Euro**

### DCF-MODELL ERRECHNET EINEN FAIR VALUE VON 4,0 EURO – KURSPOTENZIAL 50%

| EUR m                                      | 2010e       | 2011e      | 2012e      | 2013e       | 2014e       | TV          | CAGR 10-14e |
|--|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EBIT</b>                                | <b>6,5</b>  | <b>8,2</b> | <b>9,7</b> | <b>10,7</b> | <b>10,8</b> | <b>10,0</b> | <b>13%</b>  |
| Bereinigtes EBIT für DCF                   | 6,5         | 8,2        | 9,7        | 10,7        | 10,8        | 10,0        |             |
| Ertragsteuern auf EBIT für DCF             | -1,1        | -1,7       | -2,1       | -2,3        | -2,4        | -2,2        |             |
| Effektiver Ertragsteuersatz (Cash Taxes)   | 17%         | 21%        | 22%        | 21%         | 22%         | 22%         |             |
| <b>NOPAT</b>                               | <b>5,4</b>  | <b>6,5</b> | <b>7,5</b> | <b>8,4</b>  | <b>8,4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>11%</b>  |
| Abschreibungen                             | 1,4         | 1,6        | 1,8        | 1,8         | 1,8         | 6,5         |             |
| Investitionen                              | -5,4        | -5,8       | -6,1       | -6,4        | -6,4        | -6,7        |             |
| Veränderungen im Working Capital           | 1,6         | 3,0        | 1,8        | 0,6         | -0,8        | -1,4        |             |
| <b>Free cash flows</b>                     | <b>3,0</b>  | <b>5,4</b> | <b>5,0</b> | <b>4,5</b>  | <b>3,0</b>  | <b>6,3</b>  |             |
| <b>Barwert der Free Cashflows</b>          | <b>3,0</b>  | <b>4,9</b> | <b>4,2</b> | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>42,9</b> |             |
| <b>Kumulierter Barwert der DCF</b>         | <b>59,3</b> |            |            |             |             |             |             |
| Wert nicht-betriebsnotw. Vermögen          | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Langfristige finanzielle Vermögenswerte    | 1,5         | 1,5        | 1,5        | 1,5         | 1,5         | 1,5         |             |
| Kurzfristige finanzielle Vermögenswerte    | 0,4         | 0,4        | 0,4        | 0,4         | 0,4         | 0,4         |             |
| Liquide Mittel                             | 23,5        | 24,7       | 28,3       | 31,4        | 33,8        | 34,8        |             |
| <b>Enterprise value</b>                    | <b>84,8</b> |            |            |             |             |             |             |
| Verzinsliche finanzielle Verbindlichkeiten | -8,2        |            |            |             |             |             |             |
| Nicht-verzinsliche finanzielle Verbindl.   | -1,3        |            |            |             |             |             |             |
| Langfristige Rückstellungen                | -0,1        |            |            |             |             |             |             |
| Eigenkapitalwert                           | 75,2        |            |            |             |             |             |             |
| Wert der Minderheiten                      | -30,0       |            |            |             |             |             |             |
| Eigenkapitalwert abzgl. Minderheiten       | 45,2        |            |            |             |             |             |             |
| Aufzinsung zum Bewertungstag               | 4,3         |            |            |             |             |             |             |
| Eigenkapitalwert                           | 49,5        |            |            |             |             |             |             |
| Anzahl Aktien (Mio.)                       | 12,4        |            |            |             |             |             |             |
| <b>Eigenkapitalwert je Aktie</b>           | <b>4,0</b>  |            |            |             |             |             |             |

| DCF-Parameter              |      |
|----------------------------|------|
| Risikofreie Rate:          | 2,8% |
| Risikoprämie Aktienmarkt:  | 5,0% |
| Levered Beta:              | 1,5  |
| Wachstum ewige Rente:      | 0,0% |
| Ø WACC:                    | 9,4% |
| EBIT-Marge Terminal Value: | 5,1% |
| TV-Anteil am FCF-Barwert:  | 72%  |

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Angesichts des moderaten langfristigen Wachstums der DEAG verwenden wir zusätzlich ein ROE/COE-Modell, das auf die Buchwertbetrachtung des Eigenkapitals abstellt. Dabei wird der Quotient aus Eigenkapitalrendite nach Steuern abzüglich Minderheiten und den Eigenkapitalkosten mit dem von uns erwarteten Buchwert des Eigenkapitals nach Minderheiten für das Geschäftsjahr 2013 multipliziert. Das Modell basiert auf der Annahme, dass Unternehmen, deren Eigenkapitalrendite über den Eigenkapitalkosten liegt, über dem bilanziellen Buchwert notieren sollten. Demzufolge erhalten wir einen Fair Value je Aktie von 3,8 Euro.

**Auch ROE/COE-Modell signalisiert eine deutliche Unterbewertung der DEAG Aktie**

#### AUCH ROE/COE-MODELL SIGNALISIERE EINE ATTRAKTIVE BEWERTUNG

| ROE/COE-Modell                                      | 2011e | 2012e | 2013e      |
|---|-------|-------|------------|
| Eigenkapitalrendite (nach Steuern und Minderheiten) | 12,0% | 13,9% | 15,0%      |
| Eigenkapitalkosten                                  | 9,4%  | 9,4%  | 9,4%       |
| Fair multiple                                       |       |       | 1,6        |
| Buchwert je Aktie 2013 DZe                          |       |       | 2,8        |
| <b>Fairer Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>       |       |       | <b>4,5</b> |
| Dividende   | 0,0   | 0,0   | 0,0        |
| Diskontierter Wert des Eigenkapitals                |       |       | 3,8        |
| Diskontierter Wert der Dividende                    |       |       | 0,0        |
| <b>Fairer Wert je Aktie</b>                         |       |       | <b>3,8</b> |

Quelle: DZ BANK Schätzungen

#### Fair Value von 3,0 Euro auf 3,9 Euro erhöht

Aufgrund unserer optimistischen Erwartungen hinsichtlich der Konzertsaison 2011 und 2012 sowie den Wachstumsmöglichkeiten, die wir uns von der Beteiligung von Sony Music versprechen, haben wir unsere Gewinnschätzungen für den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2010 signifikant erhöht. Unseren neuen Fair Value leiten wir dabei aus einer Gleichgewichtung von DCF- und ROE/COE-Modell ab. Auf dieser Basis errechnet sich ein neuer fairer Wert je Aktie von 3,9 Euro, nach 3,0 Euro ZUVOR.

**Kurspotenzial 50% | KAUFEN**

## ANHANG: SUM-OF-THE-PARTS-ANALYSE

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnet sich für Good News ein Fair Value von 14,2 Mio. Euro und für die Manfred Hertlein GmbH von 2,2 Mio. Euro. Unserem Modell liegen mit einem WACC von 9,4% und einer Wachstumsrate der ewigen Rente von 0% die gleichen Parameter wie der DEAG Entertainment zugrunde.

Bei der Good News Productions AG rechnen wir aufgrund der Marktführerschaft und der hohen Marktreife des Schweizer Live Geschäfts mit einer konstanten Margen-Entwicklung. Auch den Investitionsbedarf erachten wir als eher gering, und schätzen die Investitionsquote auf 2,5% des Umsatzes.

### DCF-BEWERTUNG DER GOOD NEWS

| Good News Productions AG         | 2010e       | 2011e      | 2012e      | 2013e      | 2014e      | 2015e      | CAGR |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------|
| Umsatz                           | 42,8        | 43,7       | 44,6       | 45,5       | 46,4       | 47,3       | 2,0% |
| EBIT-Marge                       | 7%          | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         |      |
| EBIT                             | 3,0         | 3,1        | 3,1        | 3,2        | 3,2        | 3,3        |      |
| Steuersatz                       | 17%         | 21%        | 22%        | 21%        | 22%        | 22%        |      |
| Steuern                          | -0,5        | -0,6       | -0,7       | -0,7       | -0,7       | -0,7       |      |
| NOPAT                            | 2,5         | 2,4        | 2,4        | 2,5        | 2,5        | 2,6        | 0,6% |
| Capex                            | -1,1        | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,2       | -1,2       |      |
| Abschreibungen                   | 0,4         | 0,4        | 0,4        | 0,5        | 0,5        | 1,2        |      |
| Working Capital                  | 0,3         | 0,5        | 0,3        | 0,1        | 0,0        | -0,1       |      |
| <b>Free Cashflows</b>            | <b>2,1</b>  | <b>2,3</b> | <b>2,1</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>2,5</b> |      |
| Barwert der Free Cashflows (FCF) | 2,1         | 2,1        | 1,7        | 1,5        | 1,3        | 26,5       |      |
| Terminal Value                   |             |            |            |            |            | 18,5       |      |
| Kumulierter Barwert der FCF      | 27,2        |            |            |            |            |            |      |
| <b>Anteil</b>                    | <b>52%</b>  |            |            |            |            |            |      |
| <b>Wert des Anteils</b>          | <b>14,2</b> |            |            |            |            |            |      |

Quelle: DZ BANK Schätzungen, Angaben in Mio. Euro

Für die Manfred Hertlein GmbH rechnen wir aufgrund der Expansionsmöglichkeiten und Kostensynergien durch die Sony Kooperation mit einer hohen Umsatzdynamik und steigenden Margen. Die Investitionsquote schätzen wir auf 4,5% vom Umsatz.

### DCF-BEWERTUNG DER MANFRED HERTLEIN GMBH

| Manfred Hertlein GmbH   | 2010e       | 2011e      | 2012e      | 2013e      | 2014e      | 2015e      | CAGR  |
|-------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|
| Umsatz                  | 10,0        | 12,0       | 13,8       | 15,2       | 15,9       | 16,3       | 10,2% |
| EBIT-Marge              | 4%          | 5%         | 5%         | 6%         | 6%         | 6%         |       |
| EBIT                    | 0,4         | 0,5        | 0,7        | 0,8        | 1,0        | 1,0        |       |
| Steuersatz              | 17%         | 21%        | 22%        | 21%        | 22%        | 22%        |       |
| Steuern                 | -0,1        | -0,1       | -0,2       | -0,2       | -0,2       | -0,2       |       |
| NOPAT                   | 0,3         | 0,4        | 0,5        | 0,7        | 0,7        | 0,8        | 17,9% |
| Capex                   | -0,8        | -0,7       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       |       |
| Abschreibungen          | 0,1         | 0,1        | 0,1        | 0,2        | 0,2        | 0,5        |       |
| Working Capital         | 0,3         | 0,5        | 0,3        | 0,1        | 0,0        | -0,1       |       |
| <b>Free Cashflows</b>   | <b>-0,1</b> | <b>0,3</b> | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>0,7</b> |       |
| PV der FCFs             | -0,1        | 0,3        | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 7,9        |       |
| Terminal Value          |             |            |            |            |            | 5,5        |       |
| Summe der FCF           | 6,7         |            |            |            |            |            |       |
| <b>Anteil</b>           | <b>33%</b>  |            |            |            |            |            |       |
| <b>Wert des Anteils</b> | <b>2,2</b>  |            |            |            |            |            |       |

Quelle: DZ BANK Schätzungen, Angaben in Mio. Euro, Wachstumsrate ewige Rente 1%

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Mio. Euro   | 2009         | 2010e        | 2011e        | 2012e        | 2013e        | 2014e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                                     | <b>116,7</b> | <b>132,1</b> | <b>161,2</b> | <b>182,1</b> | <b>194,9</b> | <b>196,8</b> |
| % ggü. Vorjahr  | 7%           | 13%          | 22%          | 13%          | 7%           | 1%           |
| Herstellungskosten                                      | -90,7        | -99,8        | -120,9       | -136,2       | -145,4       | -146,9       |
| <b>Bruttoergebnis</b>                                   | <b>26,0</b>  | <b>32,3</b>  | <b>40,3</b>  | <b>45,9</b>  | <b>49,5</b>  | <b>50,0</b>  |
| % ggü. Vorjahr  | 32%          | 24%          | 25%          | 14%          | 8%           | 1%           |
| Vertriebskosten   | -14,7        | -16,2        | -19,8        | -22,4        | -24,0        | -24,2        |
| Verwaltungskosten                                       | -11,0        | -12,0        | -15,2        | -17,1        | -18,3        | -18,5        |
| F&E-Aufwand   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sonstige betriebliche Erträge                           | 5,2          | 2,4          | 2,9          | 3,3          | 3,5          | 3,5          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                      | -0,7         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sondererträge/-aufwendungen                             | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>                          | <b>4,8</b>   | <b>6,5</b>   | <b>8,2</b>   | <b>9,7</b>   | <b>10,7</b>  | <b>10,8</b>  |
| Nachrichtlich: EBIT bereinigt                           | 4,8          | 6,5          | 8,2          | 9,7          | 10,7         | 10,8         |
| % ggü. Vorjahr  |              | 35%          | 26%          | 18%          | 10%          | 1%           |
| Finanzergebnis  | -1,6         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,8         |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                             | <b>3,3</b>   | <b>5,7</b>   | <b>7,4</b>   | <b>8,9</b>   | <b>9,9</b>   | <b>10,0</b>  |
| Nachrichtlich: EBT bereinigt                            | 3,3          | 5,7          | 7,4          | 8,9          | 9,9          | 10,0         |
| % ggü. Vorjahr  |              | 75%          | 30%          | 19%          | 11%          | 1%           |
| Ertragsteuern (fortgeführt)                             | -0,4         | -1,0         | -1,6         | -2,0         | -2,1         | -2,2         |
| Steuerquote   | 12%          | 17%          | 21%          | 22%          | 21%          | 22%          |
| <b>Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)</b>        | <b>2,9</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,9</b>   | <b>6,9</b>   | <b>7,8</b>   | <b>7,8</b>   |
| Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)         | -0,8         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>                      | <b>2,1</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,9</b>   | <b>6,9</b>   | <b>7,8</b>   | <b>7,8</b>   |
| Ergebnisanteile der Minderheiten                        | -1,6         | -2,7         | -3,0         | -3,2         | -3,2         | -3,2         |
| <b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>                   | <b>0,5</b>   | <b>2,1</b>   | <b>2,9</b>   | <b>3,7</b>   | <b>4,6</b>   | <b>4,6</b>   |
| davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen             | 1,3          | 2,1          | 2,9          | 3,7          | 4,6          | 4,6          |
| davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.            | -0,8         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)      | 12,388       | 12,388       | 12,388       | 12,388       | 12,388       | 12,388       |
| IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert                      | 0,04         | 0,17         | 0,23         | 0,30         | 0,37         | 0,37         |
| Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt) | 0,10         | 0,17         | 0,23         | 0,30         | 0,37         | 0,37         |
| <b>Nachrichtlich</b>                                    |              |              |              |              |              |              |
| Abschreibungen  | 1,6          | 1,4          | 1,6          | 1,8          | 1,8          | 1,8          |
| EBITDA  | 6,4          | 7,9          | 9,8          | 11,5         | 12,5         | 12,6         |
| EBITDA bereinigt  | 6,1          | 7,9          | 9,8          | 11,5         | 12,5         | 12,6         |
| Geschäftsjahresende per 31.12.                          |              |              |              |              |              |              |

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

**KENNZAHLEN**

| Euro                                 | 2009  | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>GuV-Kennzahlen</b>                |       |       |       |       |       |
| Umsatzerlöse (in Mio.)               | 116,7 | 132,1 | 161,2 | 182,1 | 194,9 |
| EBITDA-Rendite                       | 5,2%  | 6,0%  | 6,1%  | 6,3%  | 6,4%  |
| EBIT-Rendite                         | 4,1%  | 4,9%  | 5,1%  | 5,3%  | 5,5%  |
| Nettorendite                         | 2,5%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,8%  | 4,0%  |
| Investitionsquote                    | 0,3%  | 4,1%  | 3,6%  | 3,3%  | 3,3%  |
| <b>F&amp;E-Quote</b>                 |       |       |       |       |       |
| Verwalt. u. Vertriebskosten / Umsatz | 22,0% | 21,3% | 21,7% | 21,7% | 21,7% |
| Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Umsatz | -3,9% | -1,8% | -1,8% | -1,8% | -1,8% |
| Finanzergebnis / Umsatz              | -1,3% | -0,6% | -0,5% | -0,4% | -0,4% |
| Zinsdeckungskoeffizient              | 3,7   | 8,2   | 10,3  | 12,1  | 13,6  |
| Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.   | 11,0% |       |       |       |       |
| Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J. | 57,5% |       |       |       |       |

| <b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b> |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigenkapitalrendite (ROE)              | 11,1% | 16,1% | 17,1% | 17,3% | 16,8% |
| Betriebskapitalrendite (ROCE)          | 40,7% | 45,7% | 53,5% | 54,0% | 48,8% |

| <b>Produktivitätskennzahlen</b> |        |  |        |         |         |
|---------------------------------|--------|--|--------|---------|---------|
| Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.) | 250,41 |  | 962,34 | 1055,93 | 1104,24 |
| EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)   | 10,36  |  | 49,15  | 56,09   | 60,47   |

| <b>Bilanzkennzahlen</b>        |        |        |        |        |        |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Eigenkapitalquote              | 33,4%  | 34,4%  | 34,6%  | 36,0%  | 38,3%  |
| Anlagendeckungsgrad            | 93,3%  | 92,9%  | 94,8%  | 98,0%  | 101,6% |
| Liquidität (Quick Ratio)       | 79,9%  | 79,2%  | 80,3%  | 82,5%  | 85,1%  |
| Forderungen / Umsatz           | 7,6%   | 8,0%   | 8,5%   | 9,0%   | 9,5%   |
| Investitionen / Abschreibungen |        | 388,6% | 360,0% | 338,9% | 352,8% |
| Working Capital-Quote          | -19,4% | -18,4% | -16,9% | -16,0% | -15,2% |
| Filmvermögen (in Mio.)         | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Net Debt (in Mio.)             | -14,0  | -15,2  | -18,8  | -21,9  | -24,3  |
| Net Debt komplett (in Mio.)    | -15,9  | -17,1  | -20,6  | -23,7  | -26,2  |

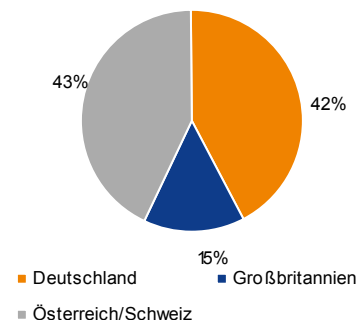
| <b>Kennziffern je Aktie</b>        |       |       |       |       |       |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ergebnis je Aktie, verwässert      | 0,10  | 0,17  | 0,23  | 0,30  | 0,37  |
| Cash Earnings je Aktie, verwässert | 0,21  | 0,28  | 0,36  | 0,45  | 0,52  |
| Dividende je StA                   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Cash je Aktie, verwässert          | 1,90  | 1,99  | 2,28  | 2,53  | 2,73  |
| Net Debt je Aktie, verwässert      | -1,13 | -1,23 | -1,51 | -1,76 | -1,96 |

| <b>Bewertungskennzahlen</b> |      |      |      |      |      |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Enterprise Value / Umsatz   | 0,3  | 0,4  | 0,3  | 0,2  | 0,2  |
| Enterprise Value / EBITDA   | 5,7  | 6,0  | 4,5  | 3,6  | 3,1  |
| Enterprise Value / EBIT     | 7,3  | 7,3  | 5,4  | 4,2  | 3,6  |
| EV/Umsatz zu Umsatzwachstum | 0,02 | 0,03 | 0,02 | 0,02 | 0,02 |
| PEG-Ratio StA               |      | 0,28 |      |      |      |

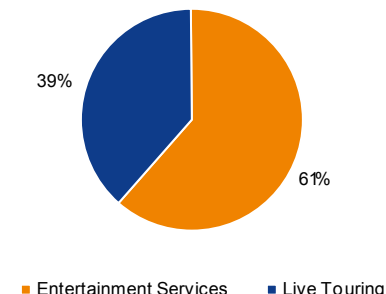
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: DEAG Entertainment, DZ BANK Schätzung

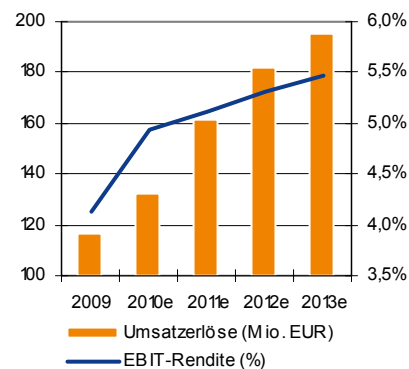
**UMSATZ NACH REGIONEN 2009**



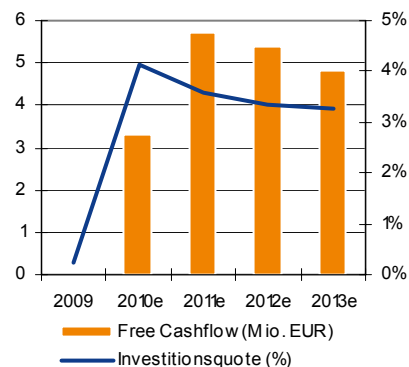
**UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2009**



**UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG**



**FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE**



<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

**BILANZ**

| IFRS - in Mio. Euro                                | 2009        | 2010e       | 2011e       | 2012e        | 2013e        | 2014e        |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>                                      |             |             |             |              |              |              |
| <b>Langfristige Vermögenswerte</b>                 | <b>36,1</b> | <b>40,1</b> | <b>44,3</b> | <b>48,6</b>  | <b>53,1</b>  | <b>57,7</b>  |
| Immaterielle Vermögensgegenstände                  | 25,4        | 29,4        | 33,5        | 37,7         | 42,2         | 46,8         |
| davon Goodwill                                     | 18,9        | 19,4        | 19,4        | 19,4         | 19,4         | 19,4         |
| Filmvermögen                                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sachanlagen  | 9,1         | 9,1         | 9,1         | 9,1          | 9,0          | 9,0          |
| Finanzielle Vermögenswerte                         | 1,6         | 1,6         | 1,6         | 1,6          | 1,6          | 1,6          |
| Sonst. Forderungen und Vermögenswerte              | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,2          | 0,4          | 0,4          |
| <b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>                 | <b>41,8</b> | <b>45,9</b> | <b>54,8</b> | <b>62,2</b>  | <b>67,8</b>  | <b>70,0</b>  |
| Vorräte  | 6,5         | 7,3         | 8,9         | 10,1         | 10,8         | 10,9         |
| Filmvermögen                                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Forderungen aus LuL                                | 8,9         | 10,6        | 13,7        | 16,4         | 18,5         | 19,7         |
| Finanzielle Vermögenswerte                         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| Sonst. Forderungen und Vermögenswerte              | 2,5         | 2,9         | 3,5         | 4,0          | 4,2          | 4,3          |
| Liquide Mittel                                     | 23,5        | 24,7        | 28,3        | 31,4         | 33,8         | 34,8         |
| Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bilanzsumme</b>                                 | <b>77,9</b> | <b>86,0</b> | <b>99,1</b> | <b>110,8</b> | <b>120,9</b> | <b>127,8</b> |
| <b>PASSIVA</b>                                     |             |             |             |              |              |              |
| <b>Eigenkapital</b>                                | <b>26,0</b> | <b>29,6</b> | <b>34,3</b> | <b>39,9</b>  | <b>46,3</b>  | <b>52,6</b>  |
| Gezeichnetes Kapital                               | 12,4        | 12,4        | 12,4        | 12,4         | 12,4         | 12,4         |
| Rücklagen  | 10,4        | 12,5        | 15,3        | 19,0         | 23,6         | 28,2         |
| Sonstiges Eigenkapital                             | -1,0        | -1,0        | -1,0        | -1,0         | -1,0         | -1,0         |
| Minderheitenanteile                                | 4,2         | 5,7         | 7,5         | 9,4          | 11,2         | 12,9         |
| Eigene Aktien                                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>              | <b>7,7</b>  | <b>7,7</b>  | <b>7,7</b>  | <b>7,7</b>   | <b>7,7</b>   | <b>7,7</b>   |
| Pensionsrückstellungen                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sonstige Rückstellungen                            | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| Finanzielle Verbindlichkeiten                      | 5,8         | 5,8         | 5,8         | 5,8          | 5,8          | 5,8          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                         | 1,8         | 1,8         | 1,8         | 1,8          | 1,8          | 1,8          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>              | <b>44,2</b> | <b>48,7</b> | <b>57,1</b> | <b>63,2</b>  | <b>66,9</b>  | <b>67,5</b>  |
| Verbindlichkeiten aus LuL                          | 10,2        | 11,6        | 14,1        | 16,0         | 17,1         | 17,2         |
| Sonstige Rückstellungen                            | 6,9         | 7,0         | 7,0         | 7,1          | 7,1          | 7,2          |
| Finanzielle Verbindlichkeiten                      | 3,7         | 3,7         | 3,7         | 3,7          | 3,7          | 3,7          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                         | 23,4        | 26,5        | 32,3        | 36,5         | 39,0         | 39,4         |
| Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bilanzsumme</b>                                 | <b>77,9</b> | <b>86,0</b> | <b>99,1</b> | <b>110,8</b> | <b>120,9</b> | <b>127,8</b> |
| Geschäftsjahresende per 31.12.                     |             |             |             |              |              |              |

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

## DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

| Mio. Euro                                       | 2009  | 2010e | 2011e  | 2012e  | 2013e  | 2014e  |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>              |       |       |        |        |        |        |
| Umsatzerlöse                                    | 116,7 | 132,1 | 161,2  | 182,1  | 194,9  | 196,8  |
| Herstellungskosten                              | -90,7 | -99,8 | -120,9 | -136,2 | -145,4 | -146,9 |
| Bruttoergebnis                                  | 26,0  | 32,3  | 40,3   | 45,9   | 49,5   | 50,0   |
| Vertriebskosten                                 | -14,7 | -16,2 | -19,8  | -22,4  | -24,0  | -24,2  |
| Verwaltungskosten                               | -11,0 | -12,0 | -15,2  | -17,1  | -18,3  | -18,5  |
| F&E-Aufwand                                     | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen               | 4,5   | 2,4   | 2,9    | 3,3    | 3,5    | 3,5    |
| Betriebsergebnis (EBIT)                         | 4,8   | 6,5   | 8,2    | 9,7    | 10,7   | 10,8   |
| Finanzergebnis                                  | -1,6  | -0,8  | -0,8   | -0,8   | -0,8   | -0,8   |
| Ergebnis vor Steuern                            | 3,3   | 5,7   | 7,4    | 8,9    | 9,9    | 10,0   |
| Ertragsteuern (fortgeführt)                     | -0,4  | -1,0  | -1,6   | -2,0   | -2,1   | -2,2   |
| Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)       | 2,9   | 4,8   | 5,9    | 6,9    | 7,8    | 7,8    |
| Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt) | -0,8  | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Ergebnis nach Ertragsteuern                     | 2,1   | 4,8   | 5,9    | 6,9    | 7,8    | 7,8    |
| Ergebnisanteile der Minderheiten                | -1,6  | -2,7  | -3,0   | -3,2   | -3,2   | -3,2   |
| Ergebnis nach Anteilen Dritter                  | 0,5   | 2,1   | 2,9    | 3,7    | 4,6    | 4,6    |
| <b>Bilanz</b>                                   |       |       |        |        |        |        |
| Langfristige Vermögenswerte                     | 36,1  | 40,1  | 44,3   | 48,6   | 53,1   | 57,7   |
| davon Goodwill                                  | 18,9  | 19,4  | 19,4   | 19,4   | 19,4   | 19,4   |
| Kurzfristige Vermögenswerte                     | 41,8  | 45,9  | 54,8   | 62,2   | 67,8   | 70,0   |
| davon liquide Mittel                            | 23,5  | 24,7  | 28,3   | 31,4   | 33,8   | 34,8   |
| Eigenkapital                                    | 26,0  | 29,6  | 34,3   | 39,9   | 46,3   | 52,6   |
| Langfristige Verbindlichkeiten                  | 7,7   | 7,7   | 7,7    | 7,7    | 7,7    | 7,7    |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten                  | 44,2  | 48,7  | 57,1   | 63,2   | 66,9   | 67,5   |
| Bilanzsumme                                     | 77,9  | 86,0  | 99,1   | 110,8  | 120,9  | 127,8  |
| <b>Kapitalflussrechnung</b>                     |       |       |        |        |        |        |
| CF betrieblich fortgeführt                      | 1,2   | 8,6   | 11,3   | 11,3   | 11,0   | 9,6    |
| CF betrieblich nicht fortgeführt                | -0,8  |       |        |        |        |        |
| CF Investitionen fortgeführt                    | -0,1  | -5,3  | -5,6   | -5,9   | -6,2   | -6,2   |
| CF Investitionen nicht fortgeführt              | -0,2  |       |        |        |        |        |
| Free CF fortgeführt                             | 1,0   | 3,3   | 5,7    | 5,4    | 4,8    | 3,4    |
| Free CF nicht fortgeführt                       | -1,0  |       |        |        |        |        |
| CF Finanzierung fortgeführt                     | 1,2   | -2,1  | -2,1   | -2,3   | -2,4   | -2,5   |
| CF Finanzierung nicht fortgeführt               | -0,1  |       |        |        |        |        |
| Veränderung der liquiden Mittel                 | 1,1   | 1,2   | 3,6    | 3,1    | 2,5    | 0,9    |
| Geschäftsjahresende per 31.12.                  |       |       |        |        |        |        |

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

**RESEARCH-TEAM MEDIEN**

|                 |  |                             |                           |
|-----------------|--|-----------------------------|---------------------------|
| Christoph Bast  |  | +49 – (0)69 – 74 47 – 36 33 | christoph.bast@dzbank.de  |
| Harald Heider   |  | +49 – (0)69 – 74 47 – 60 93 | harald.heider@dzbank.de   |
| Arne Rautenberg |  | +49 – (0)69 – 74 47 – 62 82 | arne.rautenberg@dzbank.de |

**SALES INSTITUTIONELLE****Equity Sales**

|                       |                              |   |  |
|-----------------------|------------------------------|---|--|
| Deutschland           | Kai Böckel                   | +49 – (0)69 – 74 47 – 12 28                           | kai.boeckel@dzbank.de                            |
| Benelux, Skandinavien | Heiko Klebing                | +49 – (0)69 – 74 47 – 49 95                           | heiko.klebing@dzbank.de                          |
| Schweiz               | Petra Bukan                  | +49 – (0)69 – 74 47 – 4992                            | petra.bukan@dzbank.de                            |
| Österreich            | Thomas Reichelt              | +49 – (0)69 – 74 47 – 6709                            | thomas.reichelt@dzbank.de                        |
| UK                    | Jonathan Cox<br>Lars Wohlers | +44 - 20 - 7776 – 6075<br>+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34 | jonathan.cox@dzbank.de<br>lars.wohlers@dzbank.de |

**Sales Trading**

|               |              |                               |                        |
|---------------|--------------|-------------------------------|------------------------|
| Sales Trading | Sacha Kaiser | +49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28 | sacha.kaiser@dzbank.de |
|---------------|--------------|-------------------------------|------------------------|

**Derivatives Sales**

|                   |                |                               |                          |
|-------------------|----------------|-------------------------------|--------------------------|
| Derivatives Sales | Michael Menrad | +49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95 | michael.menrad@dzbank.de |
|-------------------|----------------|-------------------------------|--------------------------|

**ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)**

|           |                        |  |  |
|-----------|------------------------|--|--|
| Bloomberg | DZAG <GO>              |  |  |
| Reuters   | "DZ Bank" & RCH <NEWS> |  |  |

**ANSPRECHPARTNER DEPOT A**

|                                |             |                             |                        |
|--------------------------------|-------------|-----------------------------|------------------------|
| Depot A Sales Aktien/Rohstoffe | Sven Köhler | +49 – (0)69 – 74 47 – 78 71 | sven.koehler@dzbank.de |
|--------------------------------|-------------|-----------------------------|------------------------|

**ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL**

|  |  |                               |                            |
|--|--|-------------------------------|----------------------------|
| Sales Produktlösungen (Derivate/Bonds) |  | +49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67 | markus.reitmeier@dzbank.de |
|--|--|-------------------------------|----------------------------|

**IMPRESSUM**

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff  
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft  
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch  
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011  
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

**ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGEGEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN**

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird. Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

**ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

**VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN**

**DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany**

**VERGÜTUNG DER ANALYSTEN**

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

**DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEGEBENEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.**

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**DISCLAIMER**

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.  
 b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.  
 c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.  
 d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.  
 Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.  
 e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.  
 f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.  
 g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.  
 2. **Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:** Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach

<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von Regulation S und gemäß Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.

4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.

d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



**RATING-HISTORIE**

| Empfehlung | Datum     | Kurs     |
|------------|-----------|----------|
| Kaufen     | 8.7.2009  | 2,40 EUR |
| Halten     | 2.12.2008 | 0,74 EUR |
| Kaufen     | 27.5.2008 | 2,92 EUR |

1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.