

Buy (Hold) EUR 35,00 (EUR 28,00) Kurs EUR 24,64 Upside 42,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 35,00 FCF-Value Potential 18e: 34,00	Aktien Daten: Bloomberg: FNTN GR Reuters: FNTGN ISIN: DE000A0Z2Z25	Beschreibung: Mobilfunk Service Provider mit ca. 13 Mio. SIM-Karten im Bestand
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 3.154 Aktienanzahl (Mio.): 128 EV: 4.006 Freefloat MC: 3.154 Ø Trad. Vol. (30T): 14,70	Aktionäre: Freefloat 100,0 % LSV Asset Management 3,0 % Black Rock 3,0 % Norges Bank 3,0 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,4 KBV: 2,3 x EK-Quote: 31 % Net Fin. Debt / EBITDA: 3,2 x Net Debt / EBITDA: 3,5 x

Jüngste Akquisitionen kündigen neue Wachstumsstrategie an, Upgrade auf Kaufen

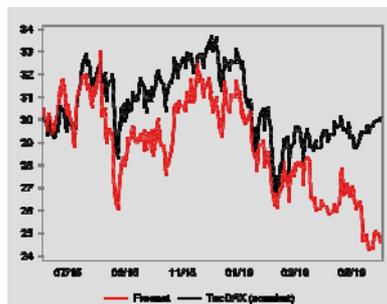
Freenet, das über ein stabiles und solides Kerngeschäft im Mobilfunkbereich mit gesunden Renditen und FCF-Generierung verfügt, hat nach den jüngsten Akquisitionen im Bereich TV-Infrastrukturdienstleistungen eine neue Wachstumsstrategie eingeschlagen und mischt die Karten neu.

- **Stabiles und solides Kerngeschäft mit gesunden Renditen und FCF-Generierung:** Für das aktuelle Kerngeschäft Mobilfunk erwarten wir, dass Freenet EBITDA und FCF-Niveau weiter verteidigen kann. Folglich sollten die Dividendenzahlungen ungeachtet der neuen Wachstumsstrategie auf einem hohen Niveau bleiben (EUR 1,60; Rendite: 6,4%).
- **Ausweitung der Wertschöpfungskette in Richtung Fernsehen sollte die Abonnentenbasis insgesamt von 9,3 Mio. in 2015 auf 11,9 Mio. in 2020e erhöhen** und das Konzern-EBITDA von EUR 370 Mio. (2015) auf EUR 499 Mio. (2020e) steigern.
- **Die zuletzt erfolgten strategischen Akquisitionen sollten eine perfekte strategische Ergänzung für Freenet sein:** Media Broadcast und EXARING, zwei der drei jüngsten Akquisitionen, sind Infrastrukturanbieter für terrestrische Fernsehübertragungen und Cloudbasierte Video/Fernsehendienste. Freenet kann sein großes stationäres und Onlinevertriebsnetz wirksam nutzen, um den bestehenden Abonnenten im Bereich Mobilfunk (9,3 Mio.) Fernsehprodukte zu verkaufen und Neukunden für Fernsehdienstleistungen zu gewinnen.

Alles in allem sollten die Downside-Risiken auf dem aktuellen Kursniveau durch die stabile Dividende und eine mit dem bestehenden Kerngeschäft erwirtschaftete derzeitige Rendite von ~6% begrenzt sein. Mit der Ausweitung der Wertschöpfungskette auf Fernseh- und Videodienste sollten Konzern-EBITDA und -FCF in den kommenden Jahren wachsen. **Wir stufen die Aktie daher von Halten auf Kaufen mit einem neuen DCF-basierten Kursziel von EUR 35 (28) herauf**, was ein WACC von 6,98% reflektiert.

Wenn wir den derzeitigen Verschuldungsgrad im WACC vollständig reflektieren, würde der WACC weiter bei 5,7% bleiben und der Fair Value würde sich auf EUR 45 erhöhen. Wir verwenden derzeit einen höheren WACC, um die fehlende Transparenz bzw. fehlenden detaillierten Informationen zur Wachstumsstrategie von Freenet und den wichtigsten KPI zu reflektieren. Unser Fair Value für Freenet reagierte sensibel auf alternative Fair Values für Sunrise Communications, von dem Freenet eine 23%-Beteiligung erworben hat. Freenet beschreibt diese Akquisition als Finanzinvestition. Mit einem 20%-Abschlag auf den Kaufpreis von EUR 719 Mio. reflektieren wir einen Wert von EUR 576 Mio. für Sunrise bzw. EUR 4,50 je Freenet Aktie.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
Umsatz	3.098	10,5 %	3.115	13,1 %	n.a.	n.m.	▪ Wir integrieren die jüngsten Akquisitionen in unser Modell.
EBITDA	371	11,2 %	369	15,9 %	n.a.	n.m.	
EBIT	312	1,3 %	311	4,9 %	n.a.	n.m.	
EPS	1,95	-3,1 %	1,94	3,1 %	n.a.	n.m.	

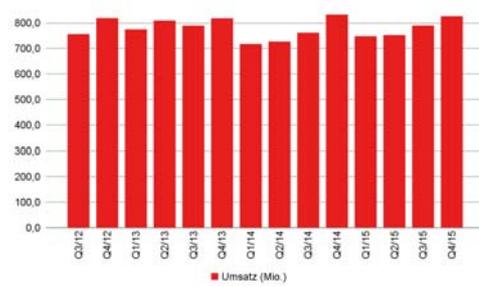


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	-11,8 %
6 Monate:	-10,2 %
Jahresverlauf:	-12,7 %
Letzte 12 Monate:	-17,2 %

Unternehmenstermine:	
11.08.16	Q2
10.11.16	Q3

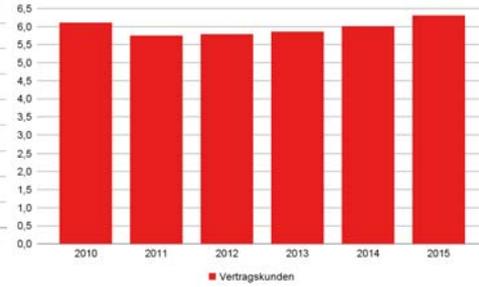
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	5,0 %	3.089	3.193	3.040	3.118	3.424	3.523	3.605
Veränd. Umsatz yoy		-4,0 %	3,4 %	-4,8 %	2,6 %	9,8 %	2,9 %	2,3 %
Rohermargemarge	0,8 %	23,6 %	23,2 %	26,0 %	25,7 %	26,3 %	26,1 %	26,4 %
EBITDA	6,7 %	358	357	365	370	412	427	450
Marge		11,6 %	11,2 %	12,0 %	11,9 %	12,0 %	12,1 %	12,5 %
EBIT	5,3 %	209	301	301	299	316	326	349
Marge		6,8 %	9,4 %	9,9 %	9,6 %	9,2 %	9,3 %	9,7 %
Nettoergebnis	6,8 %	173	239	247	221	242	256	269
EPS	6,7 %	1,35	1,87	1,93	1,73	1,89	2,00	2,10
EPS adj.	6,7 %	1,35	1,87	1,93	1,73	1,89	2,00	2,10
DPS	2,0 %	1,35	1,45	1,50	1,60	1,60	1,70	1,70
Dividendenrendite		11,1 %	8,0 %	6,7 %	5,5 %	6,5 %	6,9 %	6,9 %
FCFPS		1,70	1,67	1,76	1,87	2,23	2,32	2,42
FCF / MarktKap.		16,1 %	10,6 %	9,5 %	7,7 %	10,4 %	10,6 %	11,0 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,7 x	0,9 x	1,1 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
EV / EBITDA		4,1 x	6,2 x	7,6 x	9,7 x	9,7 x	9,2 x	8,5 x
EV / EBIT		7,0 x	7,4 x	9,2 x	12,0 x	12,7 x	12,0 x	11,0 x
KGV		9,0 x	9,7 x	11,6 x	16,9 x	13,0 x	12,3 x	11,8 x
KGV ber.		9,0 x	9,7 x	11,6 x	16,9 x	13,0 x	12,3 x	11,8 x
FCF Yield Potential		21,9 %	13,9 %	11,6 %	8,2 %	7,9 %	8,5 %	9,0 %
Nettoverschuldung		477	472	486	420	1.428	1.339	1.243
ROCE (NOPAT)		12,8 %	16,5 %	16,4 %	14,5 %	11,7 %	9,9 %	10,8 %
Guidance:		EBITDA 16e: EUR 400m, FCF14e: EUR 300m						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



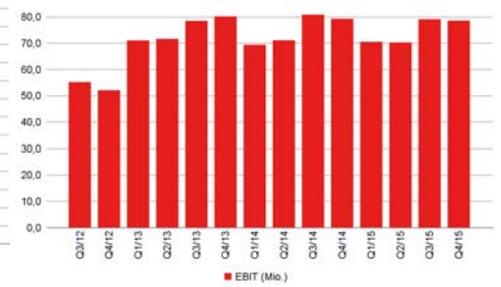
Quelle: Warburg Research

Vertragskunden
in Mio.



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

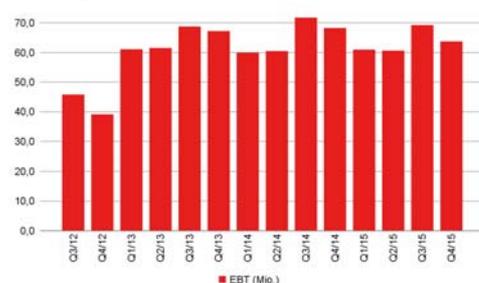
Unternehmenshintergrund

- Das Unternehmen ist als Mobilfunk Service Provider (MSP) und als virtueller Netzbetreiber (VN) positioniert. Kern der Strategie ist dabei, Netzdienstleistungen einzukaufen und kein eigenes Netz zu betreiben.

Wettbewerbsqualität

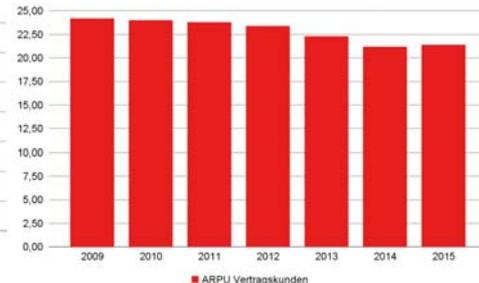
- MSP haben kein eigenes Netz – daher sind die CAPEX und technologischen Risiken im Vergleich zu Netzbetreibern gering.
- Ein hoher Teil der variablen Kosten, wie Netznutzungskosten und Kundengewinnungskosten sind variabel, sodass die Kostenstrukturen flexibel angepasst werden können.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



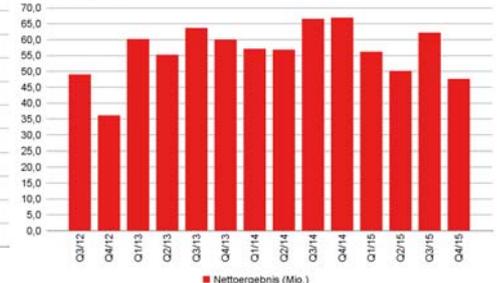
Quelle: Warburg Research

Vertragskunden ARPU
in EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung: Heraufstufung auf KAUFEN	5
Argumentation für den Investment Case	5
Guter Track Record für das Kerngeschäft	5
Ausweitung der Wertschöpfungskette und Ausnutzung der Vertriebsorganisation	6
Zusammenfassung	7
Freenet: Mobilfunkbetreiber Geschäftsmodell	8
Kurzer Unternehmensüberblick	8
Starker Einzelhandelsvertriebskanal in Deutschland eines der wichtigsten Assets	8
Mobilfunkbetreiber (MSP) Geschäft als derzeitige Kernaktivität	8
Digital-Lifestyle-Ansatz	8
Fokus auf Abonnements	8
Freenet vs. United Internet und Drillisch	9
Freenets Geschäftsbereich Mobilfunk	9
Serviceumsatz	9
Provisions- und Bonusumsatz	11
Hardwareumsatz	12
Zusammenfassung Mobilfunkumsatz	12
Mobilfunkbereich: EBITDA-Entwicklung	13
Aktivierung von Zahlungen an Media Markt/Saturn	13
EBITDA pro Kunde	14
Finanzüberblick Freenet Group 2007 - 2015	14
Neue Wachstumsstrategie als potenzieller Paradigmenwechsel	15
Einführung	15
Media Broadcast Group	15
Gründer der Akquisition	16
Einführung von DVB-T	16
Vorteile von DVB-T	16
DVB-T in Deutschland	17
Einführung von DVB-T2 HD	17
Unterschiede zwischen DVB-T und DVB-T2 HD	17
Roadmap und Ausblick auf DVB-T2	18
DVB-T2 HD und Freenet	18
Media Broadcast: Zusammenfassung und Schlussfolgerung	19
EXARING AG	20
Überblick	20
Geschäftsmodell von EXARING	20
Begründung der Akquisition	21
KPI-Modell für die EXARING AG	21
Sunrise Communications	22
Annahmen zu Konzernumsatz und Konzern-EBITDA	22
Freenet Group: Zusammenfassung GuV	24
Bewertung	25

Zusammenfassung: Heraufstufung auf KAUFEN

Argumentation für den Investment Case

Wir stufen die Aktie von HALTEN auf KAUFEN mit einem neuen DCF-basierten Kursziel von EUR 35 herauf:

- **Stabiles und solides Kerngeschäft mit gesunden Renditen und FCF-Generierung:** Für das derzeitige Kerngeschäft erwarten wir, dass Freenet das EBITDA- und FCF-Niveau weiter verteidigen kann. Folglich sollten die Dividendenzahlungen ungeachtet der neuen Wachstumsstrategie auf einem hohen Niveau bleiben (EUR 1,60; Rendite: 6,4%).
- **Ausweitung der Wertschöpfungskette in Richtung Fernsehen sollte die Abonnentenbasis insgesamt von 9,3 Mio. in 2015 auf 11,9 Mio. in 2020e erhöhen und das Konzern-EBITDA von Freenet von EUR 370 Mio. (2015) auf EUR 499 Mio. (2020e) steigern.**
- **Die zuletzt erfolgten strategischen Akquisitionen sollten eine perfekte strategische Ergänzung für Freenet sein:** Media Broadcast und EXARING sind Infrastrukturanbieter für terrestrische Fernsehübertragungen und Cloudbasierte Video/Fernsehdienste. Freenet kann sein großes stationäres und Onlinevertriebsnetz wirksam nutzen, um den bestehenden Abonnenten im Bereich Mobilfunk (9,3 Mio.) Fernsehprodukte zu verkaufen und Neukunden für Fernsehdienstleistungen zu gewinnen.
- **Alles in allem** sollten die Downside-Risiken auf dem aktuellen Kursniveau begrenzt sein. Eine Aktie mit einer solchen stabilen Dividende und einer mit dem laufenden Geschäft generierten aktuellen Rendite von ~6% ist an sich schon attraktiv. Ein darüber hinaus gehendes EBITDA- und FCF-Wachstum sollte sich deutlich positiv auf den Aktienkurs auswirken.

Guter Track Record für das Kerngeschäft

In den letzten Jahren hat Freenet beeindruckend gezeigt, dass die wichtigsten Finanzkennzahlen vom Kerngeschäft Mobilfunk getragen werden konnten.

Freenet Gruppe: Finanzüberblick 2007 - 2015

Freenet Group in EUR m.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	252.8	207.1	327.1	334.9	337.4	357.8	357.4	365.6	370.2
FCF	11.7	63.6	225.6	211.7	241.0	260.0	256.2	266.6	284.5
FCF Conversion	4.6%	30.7%	69.0%	63.2%	71.4%	72.7%	71.7%	72.9%	76.9%
EPS	0.17	1.01	2.00	0.88	1.12	1.35	1.87	1.93	1.73
Closing Price	15.99	4.15	9.39	7.90	10.00	14.00	21.78	23.70	31.32
Dividend	0.00	0.00	0.20	0.80	1.20	1.35	1.35	1.50	1.55
<i>Dividend yield</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2.1%	10.1%	12.0%	9.6%	6.2%	6.3%	4.9%

Quelle: Warburg Research

Erfolgsfaktoren waren unseres Erachtens:

- Halten der Position als letzter verbleibender Mobilfunkanbieter in Deutschland;
- das deutschlandweite starke Vertriebsnetzwerk mit einen der zahlreichsten

Verkaufsstellen (POS) für Mobilfunkprodukte in Deutschland;

- Fokus auf Vertragskunden sowie den Wert des Kunden über die gesamte Lebensspanne.

Als Folge daraus wuchs die Kundenbasis von 8 Mio. in 2011 auf 9,3 Mio. in 2015.

Andere wichtige Erfolgsfaktoren im Mobilfunkgeschäft waren darüber hinaus:

- 100%-Exposure auf deutsche Kunden
- keine Risiken mit einem Einzelkunden
- das Abonnentenmodell mit einem hohen Grad an wiederkehrenden Umsatzerlösen
- Investitionen von rund 1% vom Konzernumsatz und damit ein Geschäftsmodell, das nur geringe Investitionen und Kapital erfordert.

Ausweitung der Wertschöpfungskette und Ausnutzung der Vertriebsorganisation

Mit den beiden jüngsten strategischen Akquisitionen Media Broadcast (Eigenkapitalwert EUR 400 Mio., 100% des Eigenkapitals erworben) und der EXARING AG (Start-up, 25% des Eigenkapitals mit einer Option auf weitere 25%) hat Freenet mit dem Ausbau der Wertschöpfungskette und des Geschäftsmodells in Richtung Fernsehen, Videostreaming und Online-Spiele begonnen.

Wir schlussfolgern, dass die Akquisitionen das Potenzial haben, strategisch perfekt zur bestehenden Strategie von Freenet zu passen:

- Durch die bestehenden 9,2 Mio. Mobilfunkabonnenten von Freenet bietet sich eine erhebliche potenzielle Kundenbasis für die Fernsehprodukte.
- Darüber hinaus betreibt Freenet eines der größten Verkaufstellennetzwerke für Mobilfunkprodukte (einschließlich von Apple-Produkten), Mobilfunkgeräte und elektronisches Zubehör. Das Netzwerk kann für die Vermarktung und den Verkauf der neuen Fernseh- und Streamingdienste genutzt werden.

Media Broadcast betreibt in Deutschland ein terrestrisches Fernseh- und Radionetz zur Übertragung elektronischer Medien. Türme und Antennen werden vorwiegend vom Turmbetreiber Deutsche Funkturm GmbH gemietet. Das Turm- und Antennennetzwerk wird vor allem von Radio- und Fernsehanstalten genutzt, die eine Benutzungsgebühr an Media Broadcast entrichten. Beim terrestrischen Fernsehen hat Media Broadcast das Monopol in Deutschland, verwendet DVB-T-Standard und steht im Wettbewerb mit alternativen Netzwerkbetreibern wie z.B. Kabel und Satellit. Bisher verfolgte Media Broadcast ein B2B-Modell. Im Frühjahr 2017 wird der aktuelle DVB-T-Standard eingestellt und durch den neuen DVB-T2 HD-Standard ersetzt. DVB-T2 HS verfügt gegenüber DVB-T über mehrere Vorteile (höhere Kapazität, bessere Qualität). DVB-T war für Endverbraucher kostenlos. Mit DVB-T2 HD können nur die öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten (ARD, ZDF) kostenlos empfangen werden. Um die Kanäle der privaten Rundfunkanstalten empfangen zu können, müssen die Nutzer diese abonnieren. Media Broadcast hat ein Monopol für den Vertrieb und Verkauf der Abonnements an Endverbraucher. In Deutschland gibt es bis zu 8 Millionen DVB-T-Nutzer. Wir schließen daraus, dass Freenet in der Lage sein sollte, 1-2 Millionen DVB-T2 HD-Abonnenten zu gewinnen.

EXARING betreibt ein eigenes deutschlandweites Glasfasernetz und hat eine Cloudbasierte Video- und Streamingplattform entwickelt, die öffentlich-rechtliche und private Rundfunk- und Fernsehanstalten, Pay TV-Angebote, Streamingplattformen und vieles mehr vereinen kann. Das Glasfasernetz wird nur für den Cloudservice von EXARING verwendet. Folglich besteht ein großer Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Plattformen, die die IP-basierte Infrastruktur der öffentlichen Netzwerke nutzen.

Der Service von EXARING ist eine alternative Plattform, die mit Kabel und Satellit konkurriert. Ein weiterer Wettbewerbsvorteil ist, dass das Glasfasernetz kostenlos für 10 Jahre genutzt werden kann. Damit sind die Produktionskosten sehr niedrig. Außerdem werden alle Bildschirme in einem Haushalt über die Mobilfunkgeräte der Endverbraucher verwaltet. Unseres Erachtens kann der Cloudbasierte Dienst bahnbrechend für den deutschen Fernsehmarkt sein und hat das Potenzial über die Zeit mehrere Millionen Abonnenten zu gewinnen.

Wir verstehen nicht die Beweggründe für den Erwerb von knapp 25% an Sunrise Communications in der Schweiz für EUR 716 Mio. Die Transaktion ist vollständig schuldenfinanziert. Selbst wenn die aktuellen Dividendenausschüttungen die Zinskosten von Freenet übertreffen, sehen wir die Transaktion ohne jegliche strategischen Überlegungen nicht als positiv.

Wir prognostizieren, dass die Ausweitung der Wertschöpfungskette mit Fernsehprodukten zu einer Steigerung des Konzern-EBITDA von EUR 370 Mio. in 2015e auf EUR 499 Mio. in 2020e führen sollte. Im gleichen Zeitraum sollte sich die Abonnentenbasis von 9,3 Mio. in 2015 auf 11,95 Mio. in 2020e erhöhen.

Freenet: Prognosen für das Konzern-EBITDA 2014 – 2020e

Freenet Group EBITDA in EUR m	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Mobile unit (MSP business)	378.5	382.8	385	385	383	380	380
Holding	-12.9	-13	-13	-14	-14	-15	-15.5
Media Broadcast Group	n.a.	n.a.	40	54	63	66	71
EXARING AG	n.a.	n.a.	-10	-10	4	27	49
Sunrise Communiactions	n.a.	n.a.	10	12	13	14	15
Freenet Group EBITDA	365.6	370	412	427	450	472	499
<i>change</i>	2%	1%	11%	4%	5%	5%	6%
<i>margin</i>	12.0%	11.9%	12.0%	12.1%	12.5%	13.1%	13.8%

Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung

Wir erhöhen unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 28 auf EUR 35. Bisher gewährt Freenet nur wenig Einblicke in die Rollout-Pläne für DVB-T2 HD und die Cloudbasierte Videostreamingplattform von EXARING. Auch gibt es keine Informationen über zusätzliche Investitionen, Abonnentenpreise oder andere wichtige Finanzkennzahlen. Wir verwenden daher ein WACC von 6,93%. Angesichts des hohen WACC von 6,93% würde sich auf Basis des derzeitigen hohen finanziellen Leverage ein WACC von 5,49% errechnen, welches einem Fair Value von EUR 46 entspricht.

Die Ausweitung der bestehenden Wertschöpfungskette ändert den Investment Case von ausgeglichenen FCF und hohen Dividendenzahlungen auf hohe Dividendenzahlungen, eine Rückkehr zu einer Wachstumsstrategie und eine sich verbessernde Qualität des Abonnentenmix.

Katalysatoren für die Aktie sollten sein, dass sich Freenet detaillierter zu den Rollout-Plänen äußert, dass EXARING ohne wesentliche technische Schwierigkeiten eingeführt werden kann sowie erste Anträge für DVB-T2 HD.

Freenet: Mobilfunkbetreiber Geschäftsmodell

Kurzer Unternehmensüberblick

Starker Einzelhandelsvertriebskanal in Deutschland eines der wichtigsten Assets

Die Freenet Group betreibt 560 eigene Shops mit der Kernmarke mobilcom-debitel und 43 Stores der Marke Gravis, die sich auf den Vertrieb und Dienstleistungen der Apple-Produkte konzentrieren. Darüber hinaus ist Freenet exklusiver Vertriebspartner der 400 Media Markt und Saturn Elektrofachgeschäfte für Vodafone und T-Mobile Produkte und verfügt über eine eigene Shop-in-Shop-Infrastruktur in den Märkten unter der Marke mobilcom-debitel. Freenet betreibt zudem verschiedene Websites und hat mehrere weitere Tausende kleinerer Vertriebspartner in Deutschland.

Mobilfunkbetreiber (MSP) Geschäft als derzeitige Kernaktivität

Ein MSP hat Zugang zu allen Netzbetreiber- (MNO) Tarifen (Telekom, Vodafone) und kann diese – garantiert durch Regulierung - ermäßigt einkaufen. Grundlage für den Kauf ist ein Vertrag zwischen Freenet und dem Netzbetreiber, der jedes Jahr beendet werden kann.

Für Freenet gibt es jedoch zwei starke Schutzmechanismen. Netzbetreiber nutzen Freenet zur Optimierung ihrer Vertriebskanäle und, wichtiger noch, Freenet ist durch das deutsche Handelsrecht ein professioneller Verkaufsagent für die Netzbetreiber. Sollte demnach ein MNO den Vertrag mit Freenet kündigen, so ist er dazu verpflichtet, eine Entschädigung für alle Kunden zu zahlen, die Freenet seit Beginn des MSP-Vertrags gewonnen hat. MSP-Verträge bestehen seit mehr als 20 Jahren. Folglich müsste ein MNO Entschädigungen von mehreren hundert Millionen Euro zahlen. Die Wahrscheinlichkeit einer Vertragskündigung sollte demzufolge extrem niedrig sein.

Freenet vertreibt die Tarife über die eigenen Vertriebskanäle in den deutschen Mobilfunkmarkt. Darüber hinaus kann Freenet eigene Markentarife auf Basis der Netzbetreibertarife anbieten. Außerdem werden Discount (No-frills) SIM-Karten vertrieben. Im derzeitigen Kerngeschäft verfügt Freenet im Wesentlichen über drei Umsatzquellen: Serviceumsatz (ARPU-Umsatz), Bonus- + Provisionszahlungen von den MNOs und Hardwareumsatz. Neben dem Vertrieb betreibt Freenet ein eigenes Verrechnungssystem und ist für das Customer Relationship Management und die Kundenbetreuung verantwortlich.

Freenet steht u.a. mit Drillisch, United Internet und den MNO selbst im Wettbewerb.

Digital-Lifestyle-Ansatz

Freenet hat die Wertschöpfungskette ausgeweitet und die Mobilfunkprodukte um zusätzliche, auf mobilen Anwendungen basierende Dienstleistungen ergänzt. Zu diesen Dienstleistungen zählen Cloud Storage, Antivirussoftware, mobile Haussicherheitssysteme, mobile Heizungs- und andere Kontrollsysteme für Häuser. 2015 trug der Bereich Digital Lifestyle EUR 150 Mio. zum Konzernumsatz bei.

Fokus auf Abonnements

Ein weiteres wesentliches Element der Strategie von Freenet ist der Fokus auf ein abonnentenbasiertes Geschäftsmodell. Aktuell gewinnt Freenet alle eigenen Abonnenten mit mobilen Produkten und Dienstleistungen. Nun wird eine neue Strategie umgesetzt,

um die Vertriebsnetze in Richtung terrestrisches Fernsehen und Cloudbasierte Video-/Fernsehdienste einzusetzen.

Freenet vs. United Internet und Drillisch

Drillisch hat einen 5-Jahresvertrag (Option zur Verlängerung auf 15 Jahre) mit Telefonica über den Kauf von mobilen Datenkapazitäten abgeschlossen und dafür im Voraus EUR 150 Mio. gezahlt. Unter den Bedingungen des Vertrags ist Drillisch dazu verpflichtet, ein bestimmtes mobiles Datenvolumen zu einem Festpreis zu erwerben, unabhängig davon, ob Drillisch das gekaufte Volumen an die Kundenbasis verkaufen kann. Gemäß dem Vertrag erhöht sich das Volumen, das Drillisch erwerben muss, sukzessive, sodass 2019 25% der genutzten mobilen Kapazität des Telefonica Deutschland Netzes gekauft werden muss. Damit geht Drillisch ein Bestandsrisiko ein, erhält während des Vertragszeitraums jedoch alle zukünftigen Technologien, was als Wettbewerbsvorteil gegenüber United Internet gesehen werden kann.

Drillisch verkauft die Produkte und Dienstleistungen unter den Kernmarken Smartmobil (Onlinevertrieb) und Yourfone (Vertrieb über Outlets).

United Internet ist als MVNO (Betreiber von virtuellen Mobilfunknetzen) positioniert und kauft mobile Daten- und Voicedienste von Vodafone und Telefonica Deutschland auf Umlagebasis (kein Bestandsrisiko). Von Vodafone erhält United Internet derzeit nur 3G und HSDPA+ Technologien, mit denen Geschwindigkeiten von bis zu 50 Mbit/s möglich sind. Ab Ende Juni erhält United Internet den vollen 4G/LTE-Zugang zum Netz von Telefonica Deutschland.

UI verfolgt einen reinen Onlinevertriebsansatz und verkauft die mobilen Produkte im Wesentlichen unter der Marke 1&1.

Im Vergleich zu Drillisch und United Internet kauft Freenet im Kerngeschäft Mobilfunk keine Datenkapazitäten. Freenet hat Zugang zu allen Tarifen der Netzbetreiber und kauft diese zu einem garantierten Abschlag (reguliert). Es gibt kein Bestandsrisiko für Freenet. Während United Internet und Drillisch lediglich ARPU-Umsätze erhalten (und damit einen höheren Bruttoertrag als Freenet haben), erhält Freenet eine Kombination aus ARPU-Umsatz und Provisions-/Bonusumsatz.

Freenets Geschäftsbereich Mobilfunk

Das Mobilfunkgeschäft von Freenet bis Ende 2015 lässt sich unseres Erachtens am besten mit der finanziellen Performance und den wichtigsten KPI beschreiben.

Freenet verfügt über drei unterschiedliche Arten von Kunden: Postpaid-Kunden haben im Allgemeinen einen Vertrag über 24 Monate, Discountkunden, die nur die SIM-Karte ohne einen 24-monatigen Vertrag kaufen und Prepaid-Kunden, die eine SIM-Karte kaufen und im Voraus bezahlen.

Mit den Postpaid- und Discount-Kunden hat Freenet eine direkte Rechnungsbeziehung. Diese Kunden kann Freenet eigenverantwortlich verwalten und kontrollieren. Sie werden von Freenet als „Kundenbesitz“ bezeichnet.

Wie bereits definiert, ist der Mobilfunkumsatz eine Funktion von Serviceumsatz, Provisions-/Bonusumsatz und vom Hardwareumsatz.

Serviceumsatz

Der Serviceumsatz lässt sich auf den ersten Blick recht einfach berechnen: Durchschnittsumsatz je Kunde multipliziert mit der durchschnittlichen Kundenbasis über einen bestimmten Zeitraum. Dabei müssen jedoch auch Bruttozugänge, Churn Rates und ARPU-Entwicklung berücksichtigt werden. Die nachfolgende Tabelle zeigt das KPI-Modell von 2009 bis 2015 sowie unsere Erwartungen für 2016e – 2018e.

Freenet: Bereich Mobilfunk – Kunden- und ARPU-Zahlen
Freenet KPI model

figures in k	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
customer numbers in k										
mobile customers	17.579	15.650	15.190	14.080	13.260	12.730 ▲	12.240	12.390	12.330	12.300
change qoq										
change yoy		-11,0%	-2,9%	-7,3%	-5,8%	-4,0%	-3,8%	12%	-0,5%	-0,2%
contract	6.976	6.110	5.750	5.790	5.860	6.010	6.310	6.460	6.560	6.650
change qoq			-360	40	70	150	300	150	100	90
change yoy		-12,4%	-5,9%	0,7%	12%	2,6%	5,0%	2,4%	15%	14%
no-frills	1.450	1.970	2.370	2.710	2.900	2.910	2.990	3.090	3.050	3.000
change qoq						0,0%				
change yoy		35,9%	20,3%	14,3%	7,0%	0,3%	2,7%	3,3%	-13%	-16%
prepaid	9.153	7.580	7.070	5.580	4.500	3.810	2.940	2.840	2.720	2.650
change qoq										
change yoy		-17,2%	-6,7%	-21,1%	-19,4%	-15,3%	-22,8%	-3,4%	-4,2%	-2,6%
gross adds	4.280	4.250	4.320	3.500	3.300	3.030	2.880	2.650	2.820	2.830
net adds	-1.540	-1.930	-470	-1.110 ▲	-820	-570 ▲	-490	150	-60	-30

ARPU in EUR

contract	24,2	24,0	23,8	23,4	22,3	21,2	21,4	21,7	21,9	22,0
change qoq										
change yoy		-0,8%	-0,8%	-1,7%	-4,7%	-5,0%	10%	14%	0,9%	0,2%
No-frills	5,4	4,9	4,6	3,9	3,4	2,8	2,5	2,5	2,4	2,4
change qoq										
change yoy		-9,3%	-6,1%	-15,2%	-12,8%	-17,6%	-10,7%	0,0%	-4,0%	0,0%
prepaids	3,0	3,2	3,1	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1
change qoq										
change yoy		6,7% ▲	-3,1%	-6,5%	3,4%	-3,3%	3,4%	0,0%	0,0%	1,7%
blended	11,6	11,5 ▲	11,1	11,5	11,6	11,5	12,4	12,6	12,9	13,1
change qoq										
change yoy		-0,6%	-3,8%	3,8%	0,8%	-0,9%	7,4%	2,1%	2,2%	1,6%

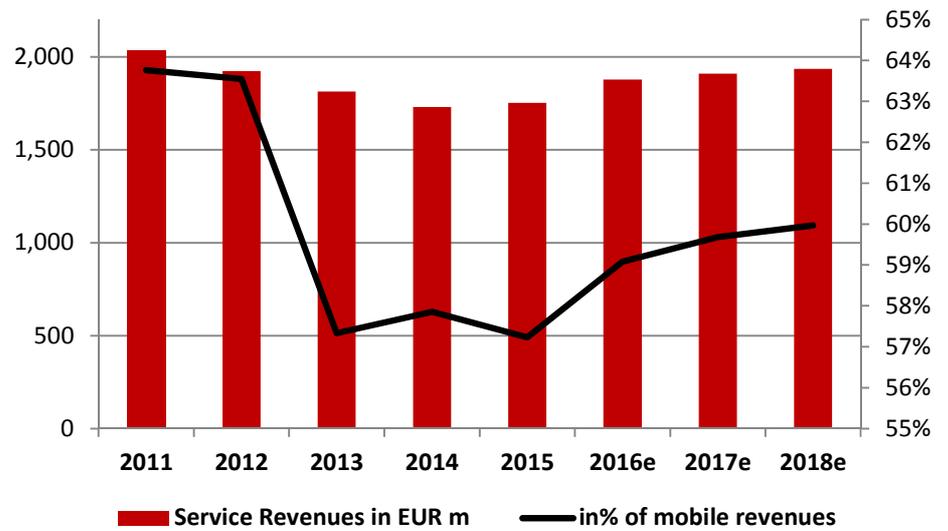
Quelle: Warburg Research

Ein Blick auf die Nettoneukunden und die Kundenbasis im Bereich Mobilfunk zeigt, dass die Kundenbasis von Freenet zwischen 2009 und 2015 in jedem Jahr rückläufig gewesen sein dürfte. Aus wirtschaftlicher Sicht trugen die Prepaid-Kunden jedoch nur EUR 100 Mio. zum Serviceumsatz von EUR 1,7 Mrd. bei. Zweitens kann Freenet die Prepaid-Kunden nicht direkt verwalten und kontrollieren. Stattdessen werden die Prepaid-Kunden direkt von den MNOs kontrolliert.

Konzentrieren wir uns auf die wichtigste Kundengruppe, die sogenannten Vertrags- bzw. Prepaid-Kunden, so zeigt sich ein völlig anderes Bild. Zwischen 2012 und 2015 steigerte Freenet die Vertragskundenbasis beeindruckend von 5,7 Mio. (2012) auf 6,31 Mio. Vertragskunden tragen EUR 1,587 Mrd. zum Serviceumsatz im Mobilfunk bei.

Nachfolgend wird die Umsatzentwicklung im Bereich Mobilfunk zwischen 2011 und 2015 sowie unsere Erwartungen bis 2018e gezeigt. Wir zeigen zudem den Mobilfunk-Serviceumsatzbeitrag zum Mobilfunkumsatz, der im nachfolgenden Zeitraum zwischen 57% und 65% lag.

Freenet: Mobilfunk-Serviceumsatz 2011 – 2018e



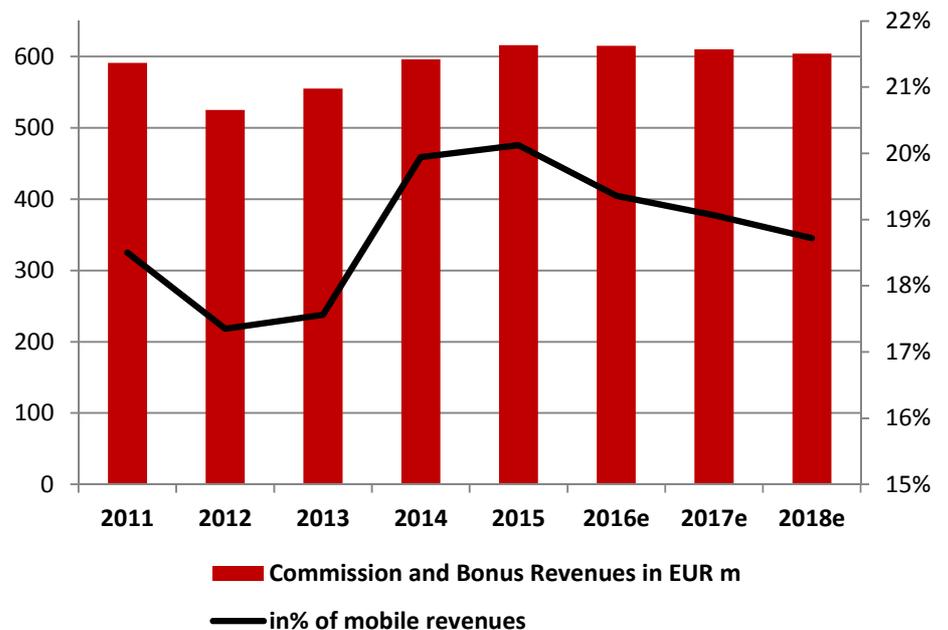
Quelle: Warburg Research

Provisions- und Bonusumsatz

MNOs zahlen Freenet Provisionen für Neukunden und Kundenbindung. Bonuszahlungen sind von unterschiedlichen KPIs und der Strategie der MNOs abhängig, die sich im Laufe der Zeit geändert hat. So werden z.B. Boni für ARPU, niedrige Churn Rates und andere KPI gezahlt.

Zwischen 2011 und 2015 betrug der Provisions- und Bonusumsatz zwischen 17% und 20% vom Mobilfunkumsatz. Zwischen 2011 und 2015 blieben die Provisions- und Bonusumsätze recht stabil bei rund EUR 600 Mio.

Freenet: Provisions- und Bonuszahlungen



Quelle: Warburg Research

Hardwareumsatz

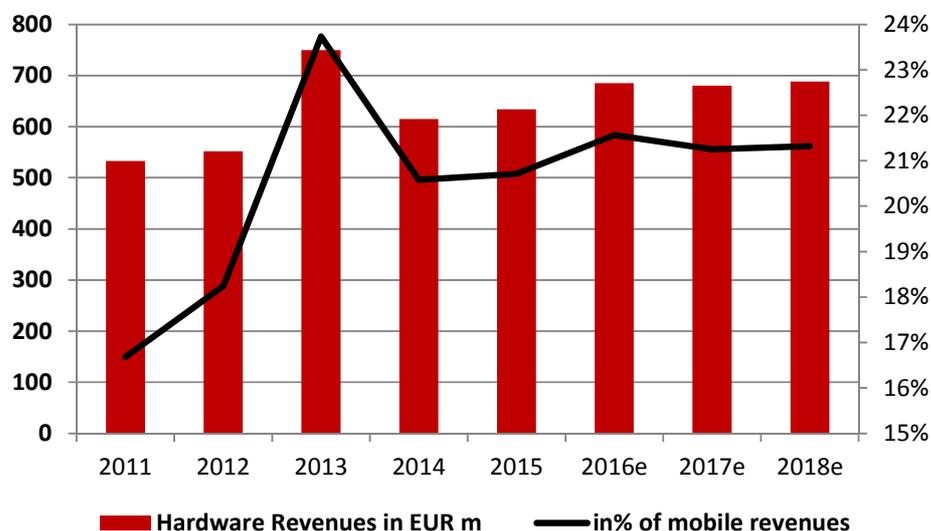
Beim Hardwareumsatz verfügt Freenet über verschiedenen Quellen. Der größte Teil der Mobilfunkverträge wird zusammen mit einem Mobilfunkgerät verkauft. Abonnenten zahlen für das Mobilfunkgerät (bzw. bei Subventionen nur einen Teil des offiziellen Einzelhandelspreises), was als Hardwareumsatz verbucht wird.

Außerdem betreibt Freenet aus strategischen Gründen ein Großhandelsgeschäft für Mobilfunkgeräte, um besseren Zugang zu den Produkten und höhere Nachlässe von den Herstellern der Mobilfunkgeräte zu erhalten. Der Großhandelsumsatz trägt nicht viel zur Bruttomarge bei und zählt nicht zur Kernaktivität. Es wird von Freenet daher taktisch betrieben, was in den Quartalen zu einer hohen Volatilität der Hardwareumsätze führt.

Darüber hinaus verkauft und vertreibt Freenet Elektrozubehör und über die Marke Gravis Hardwareprodukte von Apple.

2013 erreichte der Hardwareumsatz mit EUR 750 Mio. den Höhepunkt, 2014 fiel dieser Umsatz auf EUR 615 Mio. und erhöhte sich 2015 wieder leicht auf EUR 634 Mio.

Freenet: Hardwareumsatz in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung Mobilfunkumsatz

Zwischen 2011 und 2015 war der Mobilfunkumsatz recht stabil (EUR 3,1 Mrd. vs. EUR 3,0 Mrd.). Dabei sollte beachtet werden, dass sich der Serviceumsatz seit 2014 bei EUR 1,7 Mrd. stabilisiert hat. Obwohl sich der Serviceumsatz von 65% vom Mobilfunkumsatz in 2011 auf 57% in 2015 verringert hat, rechnen wir damit, dass der Serviceumsatz bis 2018e prozentual zum Mobilfunkumsatz auf 60% ansteigt.

Freenet: Zusammenfassung Umsatzaufteilung Mobilfunkbereich in EUR Mio.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Service Revenues in EUR m	2.037	1.923	1.812	1.729	1.752	1.877	1.910	1.935
in% of mobile revenues	64%	64%	57%	58%	57%	59%	60%	60%
Commission and Bonus Revenues in EUR m	591	525	555	596	616	615	610	604
in% of mobile revenues	18%	17%	18%	20%	20%	19%	19%	19%
Hardware Revenues in EUR m	533	552	750	615	634	685	680	688
in% of mobile revenues	17%	18%	24%	21%	21%	22%	21%	21%
Mobile revenues	3.161	3.000	3.117	2.940	3.002	3.177	3.200	3.227

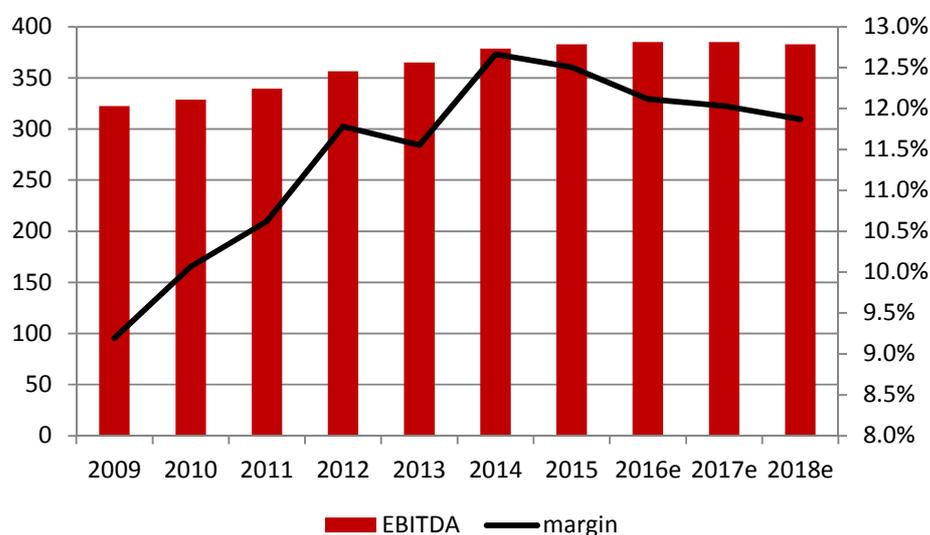
Quelle: Warburg Research

Mobilfunkbereich: EBITDA-Entwicklung

Zwischen 2009 und 2015 verbesserte sich das EBITDA des Mobilfunkbereichs von EUR 322 Mio auf EUR 383 Mio. Dafür gab es verschiedene Treiber:

- 2009 wurde durch Restrukturierungskosten belastet
- Ein wesentlicher Treiber der EBITDA-Verbesserung waren Kostenreduzierungen
- Freenet führte mehrere Add-on-Akquisitionen durch, die etwas zum EBITDA beitrugen (Gravis).
- Verbesserte Qualität der Postpaid-Kunden zwischen 2009 und 2015 und eine Wachstumsrückkehr bei Postpaid-Kunden in 2012.

Die nächste Tabelle zeigt die EBITDA-Entwicklung zwischen 2009 und 2015 sowie unsere EBITDA-Prognosen 2016e-2018e.

Freenet: EBITDA-Entwicklung Mobilfunkbereich in EUR Mio.


Quelle: Warburg Research

Aktivierung von Zahlungen an Media Markt/Saturn

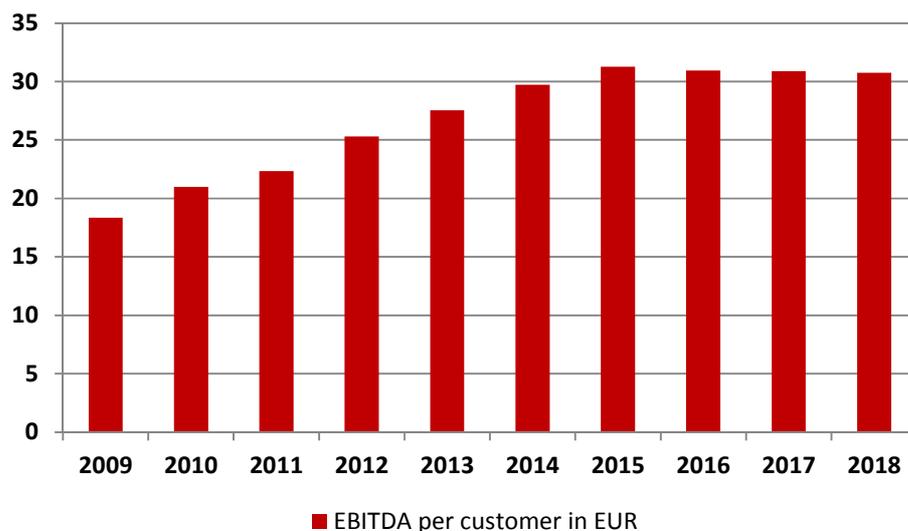
Freenet hat eine wichtige Vereinbarung mit der Media Markt und Saturn Gruppe abgeschlossen, durch die exklusiv Mobilfunkverträge unter der eigenen Marke in den Märkten von Media Markt und Saturn verkauft werden können. Für diese Vereinbarung zahlt Freenet jedes Jahr rund EUR 25 Mio. Wir würden diese Zahlungen als operative Zahlungen sehen. Freenet aktiviert den Wert der Gesamtzahlungen während des Vertragszeitraums und kapitalisiert jedes Jahr EUR 25 Mio. Die Zahlung von EUR 25

Mio. wird daher nicht im EBITDA ausgewiesen, sondern nur unter dem EBIT und in der Kapitalflussrechnung.

EBITDA pro Kunde

Ein guter Indikator für eine Verbesserung der Qualität der Vertrags- (=Postpaid) Kundenbasis ist die Gesamtentwicklung des EBITDA pro Durchschnittskunde. Dieser Wert hat sich von EUR 18,4 in 2009 auf EUR 31,3 in 2015 deutlich verbessert.

Freenet: EBITDA pro Kunde im Mobilfunkbereich in EUR



Quelle: Warburg Research

Finanzüberblick Freenet Group 2007 - 2015

Freenet definiert den Free Cashflow als operativen Cashflow abzüglich Investitionen und vor Zinszahlungen.

Freenet Group: Finanzüberblick 2007 - 2015

Freenet Group in EUR m.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	252.8	207.1	327.1	334.9	337.4	357.8	357.4	365.6	370.2
FCF	11.7	63.6	225.6	211.7	241.0	260.0	256.2	266.6	284.5
FCF Conversion	4.6%	30.7%	69.0%	63.2%	71.4%	72.7%	71.7%	72.9%	76.9%
EPS	0.17	1.01	2.00	0.88	1.12	1.35	1.87	1.93	1.73
Closing Price	15.99	4.15	9.39	7.90	10.00	14.00	21.78	23.70	31.32
Dividend	0.00	0.00	0.20	0.80	1.20	1.35	1.35	1.50	1.55
<i>Dividend yield</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2.1%	10.1%	12.0%	9.6%	6.2%	6.3%	4.9%

Quelle: Warburg Research

Neue Wachstumsstrategie als potenzieller Paradigmenwechsel

Einführung

Freenet hat drei Akquisitionen durchgeführt und eine neue Wachstumsstrategie umgesetzt. Nachfolgend beschreiben wir deren Auswirkungen auf die Nettoverschuldung und schauen uns die einzelnen Akquisitionen genauer an.

Ende 2015 lag die Nettoverschuldung bei EUR 369 Mio. und die Relation Nettoverschuldung/EBITDA bei 1x. Die Eigenkapitalquote belief sich auf 50,6% und damit befand sich die Bilanz in einem sehr gesunden Zustand. Freenet hat die folgenden Beteiligungen erworben:

- EXARING AG: Freenet investierte Ende 2015 EUR 25 Mio. für einen 25%-Anteil am Start-up EXARING AG.
- Media Broadcast: Im März 2016 erwarb Freenet 100% der Broadcast Media Group, Deutschland für EUR 295 Mio. und übernahm die Finanzschulden von EUR 100 Mio. Wir erwarten, dass der Konzern jährlich einen Umsatz von EUR 250 Mio. und ein EBITDA von EUR 50 Mio. generiert. Das „Cash-EBITDA“ berechnen wir mit EUR 30 Mio., woraus sich ein EV/EBITDA-Multiplikator von 13x ergibt.
- Sunrise Communications: Freenet kaufte 11 Mio. Aktien bzw. 24% von Sunrise Communications für EUR 714 Mio.

Als Folge daraus lagen die Bruttofinanzschulden bei EUR 2 Mrd. und die Nettoverschuldung bei EUR 1,5 Mrd.

Unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttung im Mai (EUR 198 Mio.) und der Rückzahlung der ausstehenden Anleihe mit einem Volumen von EUR 400 Mio. im April sollte die Nettoverschuldung unseren Berechnungen zufolge damit bei rund EUR 1,7 Mrd. liegen.

- Ohne die Investition in Sunrise Communications würde die Nettoverschuldung bei rund EUR 1 Mrd. liegen und die Relation Nettoverschuldung/EBITDA (EUR 400 Mio.) würde weiterhin bei 2,5x liegen.
- Unter Einbeziehung von Sunrise Communications in der Nettoverschuldung/EBITDA-Berechnung reflektieren wir die volle Summe der zusätzlichen Schulden (EUR 719 Mio.) durch die Sunrise-Transaktion in den Bruttofinanzschulden (EUR 1,7 Mrd.) und sehen die 23%-Beteiligung an Sunrise Communications als liquide Finanzanlage. Auf der Aktivseite nehmen wir einen Abschlag von 30% vor, um die Liquidations- und Volatilitätsrisiken zu reflektieren. Mit unserem Ansatz erhöht sich die Relation Nettoverschuldung/EBITDA auf 3,8x.

Media Broadcast Group

Media Broadcast betreibt in Deutschland ein terrestrisches Fernseh- und Radionetz zur Übertragung elektronischer Medien. Türme und Antennen werden vorwiegend vom Turmbetreiber Deutsche Funkturm GmbH gemietet. Das Turm- und Antennennetzwerk wird vor allem von Radio- und Fernsehanstalten in Deutschland für die Verbreitung ihrer Signale und Programme in Deutschland genutzt. Die Anstalten entrichten eine Benutzungsgebühr an Media Broadcast. Beim terrestrischen Fernsehen hat Media Broadcast das Monopol in Deutschland und steht im Wettbewerb mit alternativen Netzbetreibern wie z.B. Kabel und Satellit.

Es wird erwartet, dass Media Broadcast einen Jahresumsatz von EUR 250 Mio. und ein EBITDA von EUR 50 Mio. erwirtschaftet, während wird ein „Cash-EBITDA“ von EUR 30 Mio. erwarten.

Gründer der Akquisition

Es stehen grundlegende Veränderungen in der Marktstruktur von DVB-T in Deutschland bevor. Bisher wurde der DVB-T (Digital Video Broadcasting – Terrestrial) Standard für die terrestrische Fernsehübertragung genutzt. Verbraucher mussten nur eine Antenne kaufen und empfangen das Fernsehsignal kostenlos. Im Frühjahr 2017 wird der aktuelle DVB-T-Standard eingestellt und durch den neuen DVB-T2 HD-Standard ersetzt. Unter dem DVB-T2-Standard wird das Fernsehen in HD übertragen. Wichtiger ist jedoch, dass mit der Einführung von DVB-T2 HD nur die öffentlich-rechtlichen Fernsehprogramme kostenlos empfangen und gesehen werden können. Für die privaten Fernsehprogramme muss der Verbraucher ein Abonnement abschließen. Wie zuvor erläutert, zählt das starke Vertriebsnetz zu den Kernkompetenzen von Freenet. Dieses lässt sich perfekt für den Vertrieb der DVB-T2 HD-Abonnements an Verbraucher einsetzen.

Aus wirtschaftlicher Sicht erwarb Freenet eine Übertragungsplattform, die das Monopol auf DVB-T und DVB-T2 HD besitzt. Ohne zusätzliches Geschäft deckt die Plattform ihre Kosten und trägt EUR 30 Mio. (Cash) zum operativen Gewinn bei. Mit dem Gewinn von Abonnenten erhöhen sich nicht die Plattform- und Netzwerkkosten. Damit fallen nur Marketing-, Vertriebs-, Allgemein- und Verwaltungskosten sowie sonstige Kosten für den Rollout des DVB-T2 HD-Produkts an. Die EBITDA-Marge sollte daher relativ hoch bei > 50% sein.

Einführung von DVB-T

Die Abkürzung DVB-T steht für „Digital Video Broadcasting – Terrestrial“ und erleichtert die frei empfangbare Übertragung von digitalen Hörfunk- und Fernsehsignalen. Für den Empfang von DVB-T werden eine Antenne und ein DVB-Receiver benötigt. Die Antenne empfängt die digitalen terrestrischen Signale und der Receiver wandelt sie in analoge Video- und Audiosignale um. Die Übertragungsfrequenz von DVB-T entspricht den schon vom analogen Rundfunk bekannten UHF- und VHF-Kanälen.

Die DVB-T-Kanäle verfügen über eine Bandbreite von 7 MHz bei VHF und 8 MHz bei UHF mit Datenübertragungsraten von 4 Mbit/s bis 31.6 Mbit/s pro Kanal.

Während der Aufzeichnung eines digitalen Videosignals in Standard Definition (SDTV) entsteht ein Elementarstrom (ES) mit 270 Mbit/s. Eine drahtlose Übertragung mit dieser Qualität ist ohne Datenreduzierung unmöglich.

Das Signal wird kodiert und übertragen, in den meisten europäischen Ländern als MPEG-2-Standard. Die Kodierung entfernt Teile des Signals aus dem Datenstrom, um die Datenmenge zu verringern und damit eine effizientere Nutzung des begrenzten Frequenzspektrums zu ermöglichen. Mit der MPEG-Kodierung ist die Übertragung von ungefähr bis zu vier Fernsehprogrammen und anderen Daten in einem UHF-Fernsehübertragungskanal mit einer Bandbreite von 8 MHz möglich.

DVB-T-Transmitter arbeiten bei der Übertragung nach der COFDM-Methode (Coded Orthogonal Frequency Division Multiplex). Wesentliches Prinzip dieser Methode ist die Verbreitung von Informationen an viele, dicht zusammenliegende Trägerfrequenzen. Bei Ausfall einer einzelnen Trägerfrequenz entlang der Übertragung mit bestimmten Berechnungsmethoden in den Receiver kann eine Fehlerkorrektur durchgeführt werden, sodass der Fernsehzuschauer ein störungsfreies Bild empfängt.

Vorteile von DVB-T

In den meisten Teilen Deutschlands können mehr als 20 Fernsehkanäle kostenlos in einer Qualität empfangen werden, die mit anderen digitalen Übertragungen wie Kabel und Satellit konkurrieren kann. Mit DVB-T können mehrere Sprachen gleichzeitig und in Dolby Digital übertragen werden.

Neben digitalen Bild- und Tonsignalen können mit DVB-T auch andere digitale Signale wie elektronische Programmführer (EPG), Multimediadienste und Spiele an dafür

geeignete Geräte übertragen werden. So ist es z.B. mit dem elektronischen Programmführer möglich, Programminformationen wie Übertragungszeiten, Beschreibungen/Zusammenfassungen von Fernsehshows und die Besetzungslisten direkt auf dem Bildschirm abzurufen. Ein weiteres Beispiel für die Übertragung zusätzlicher Informationen ist der Multimediadienst, der dem bekannten Teletext entspricht. Das ZDF bietet z.B. ZDF.digitext, ein Dienst, der Hintergrundinformationen mit qualitative hochwertigen Bildern bietet.

Zu den vielen Vorteilen, die DVB-T bietet, zählt mobiles Fernsehen. Mit DVB-T ist es möglich, überall Fernsehen in digitaler Qualität zu empfangen. Verbraucher sind bei der Auswahl ihrer Standorte für die Fernseher zu Haus äußerst flexibel. Ein passender Receiver verschafft ihnen einen hohen Grad an Flexibilität bei der Auswahl des Standorts für Fernseher innerhalb der Wohnung.

DVB-T in Deutschland

Mit DVB-T kann der Zuschauer öffentlich-rechtliche und private Kanäle kostenlos sehen. Abhängig von der Region können zwischen 20 und 25 verschiedene Kanäle einschließlich der Mediengruppen ARD, ZDF, RTL und ProSiebenSat.1 empfangen werden.

Insgesamt gibt es in Deutschland vier Übertragungsplattformen und Infrastrukturen: Kabel (46% Marktanteil, 18 Mio. angeschlossene Haushalte), Satellit (46% Marktanteil, 18 Mio. angeschlossene Haushalte), terrestrische Übertragung über DBV-T (9,7% bzw. 3,8 Mio. Haushalte), IPTV (4,8%, 1,9 Mio. Haushalte). Einige Haushalte nutzen mehr als eine Übertragungsplattform sodass die Statistik bei über 100% liegen kann. Außerdem sind die Marktanteile von DVB-T zwischen 2008 und 2015 von 11,1% auf 9,7% zurückgegangen. Wir sind zudem der Ansicht, dass insbesondere DVB-T als zweite oder dritte Fernsehquelle genutzt wird, die nicht in der Statistik reflektiert wird. Es ist daher davon auszugehen, dass die DVB-T-Benutzerbasis höher als 3,8 Mio. ist und zwischen ca. 4-8 Mio. liegen sollte.

Einführung von DVB-T2 HD

DVB-T2 HD ist ein technisches Upgrade des Übertragungsstandards DVB-T, da die Bundesnetzagentur die Frequenzkapazitäten für Mobilkommunikation erweitern wollte. Daher wurde das Frequenzspektrum für DVB-T im June 2015 reduziert ("digitale Dividende 2"), wodurch die verbleibenden Frequenzkapazitäten effizienter genutzt werden müssen. Außerdem wollten die Fernsehanstalten HD-Qualität über terrestrische Verbreitung senden. Das ist nur unter dem neuen DVB-T2-Standard möglich.

Unterschiede zwischen DVB-T und DVB-T2 HD

DVB-T2 HD kann im Vergleich zu DVB-T wesentlich höhere Datenraten, -geschwindigkeiten und -kapazitäten pro Multiplex mit einer vergleichbaren Übertragungsqualität erreichen. Die Übertragungskapazität ist ca. 70% höher als bei DVB-T. Damit kann sich auch die Zahl der übertragenen Programme und Kanäle erheblich erhöhen. Laut des Betreibers können 2017 in bestimmten Gebieten bis zu 40 Programme übertragen werden. Die Programmvierfalt in DVB-T2 HD in jedem Gebiet hängt von den Vorgaben der zuständigen Behörden, Entscheidungen der Sendeanstalten und dem Plattformbetreiber (Media Broadcast) ab. Außerdem kann mit DVB-T2 HD das höchst leistungsfähige Kompressionsverfahren HEVC / H.265 zur Übertragung von Programminhalten in HD-Qualität verwendet werden. Bereits bei der Einführung werden Mediengruppen wie z.B. RTL, ProSieben, SAT. 1, VOX und ZDF in HD verbreitet. Mit DVB-T2 ist zudem die Übertragung von High Definition-Inhalten mit einer Geschwindigkeit von bis zu 200 km/h möglich.

Roadmap und Ausblick auf DVB-T2

- Oktober 2014: Im Oktober 2014 startete der erste Testlauf für DVB-T2 in Berlin. Gleichzeitig liefen Projekte in München und Köln an. Der Testlauf wurde von Media Broadcast durchgeführt. An der 18-monatigen Testphase waren alle führenden Fernsehsender, Mediengruppen, entsprechenden Organisationen und zahlreiche Unternehmen aus der Gerätebranche beteiligt.
- März 2015: Am 17. März 2015 erhielt Media Broadcast die Lizenz für den Vertrieb von DVB-T2 HD in Deutschland als Monopolanbieter.
- Mitte 2016 bis Mitte 2019: Der technische Bau der neuen DVB-T2 HD-Infrastruktur begann im Sommer 2016. Die ersten DVB-T2 HD-Sender werden in einigen Metropolregionen übertragen. Diese Einführung erlaubt dann den Vertrieb einiger privater und öffentlich-rechtlicher Fernsehprogramme. Der Empfang ist für die Nutzer zu diesem Zeitpunkt kostenlos. Es wird erwartet, dass das gesamte Programm mit ca. 40-45 Programmen im ersten Quartal 2017 in Metropolregionen verfügbar ist (dazu zählen *Bremen / Unterweser, Hamburg / Lübeck, Kiel, Rostock, Schwerin, Hannover / Braunschweig, Magdeburg, Berlin / Potsdam, Jena, Leipzig / Halle, Düsseldorf / Rhein / Ruhr, Köln / Bonn / Aachen, Rhein / Main, Saarbrücken, Baden-Baden, Stuttgart, Nürnberg und München / Südbayern*). Nach dem Umstieg auf DVB-T2 HD in den Metropolregionen ist der Empfang von DVB-T noch in Form eines stark eingeschränkten Simulcast-Betriebs mit einem Multiplex für maximal 9 Monate möglich.
- Die weitere Ausbreitung in ländliche Gebiete erfolgt sukzessive und sollte bis Mitte 2019 abgeschlossen sein. Bis Ende 2019 sollte der Umstellungsprozess für alle Kanäle abgeschlossen sein. Nach der Umstellung ist der DVB-T-Standard nicht mehr verfügbar. Die Nutzer des terrestrischen Fernsehens müssen dann einen neuen Receiver mit dem grünen DVB-T2 HD-Logo kaufen. Für den Empfang privater Fernsehprogramme fällt monatlich eine Gebühr an, die bei EUR 4/Monat (vor MWSt) liegen sollte. Der Empfang öffentlich-rechtlicher Fernsehprogramme ist weiterhin kostenlos.

DVB-T2 HD und Freenet

Mit der Akquisition von Media Broadcast wurde Freenet die Monopolvertriebsplattform für DVB-T2 HD in Deutschland. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass Freenet nicht der Besitzer der Infrastruktur ist. Die Türme und Antennen werden gemietet und lediglich das Netz betrieben.

Wie bereits zuvor erwähnt, erfolgt mit der Einführung von DVB-T2 HD eine grundlegende Veränderung der Marktstruktur. Haushalte und Verbraucher, die bisher freien Zugang zu DVB-T hatten, müssen nun einen Vertrag mit Freenet abschließen. Hier ist hervorzuheben, dass die Betriebskosten für Übertragungsplattform und -netz mit dem bestehenden B2B-Geschäft von Media Broadcast mit Medienunternehmen abgedeckt sind.

Hier stellt sich unseres Erachtens die wesentliche Frage, wie viele DVB-T2 HD-Abonnenten Freenet über das Vertriebsnetz gewinnen kann. In Deutschland gibt es 4-8 Mio. DVB-T-Nutzer. Allerdings hat sich die DVB-T-Nutzerbasis im Laufe der Zeit verringert und ist dem starken Wettbewerb durch Kabel, Satellit und IPTV ausgesetzt.

Die zweitwichtigste Frage ist daher die prognostizierte langfristige Steady-State DVB-T2 HD-Nutzerbasis von Freenet.

Die Tabelle zeigt einen einfachen Modellansatz für Media Broadcast und Freenet TV.

Media Broadcast Group – Unser einfaches Finanzmodell

Media Broadcast Group	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Sales classical B2B business	187.5	244	238	234	230
DVB-T2 HD subscribers in k	0	700	1,000	1,200	1,350
Monthly ARPU DVB-T2 HD subscribers in EUR	0	4	4	4	4
Sales DVB-T2 HD subs in EUR m	0	12	40.8	52.8	61.2
Media Broadcast Group Sales in EUR m	187.5	256	278.8	286.8	291.2
change		37%	9%	3%	2%
EBITDA classical B2B business in EUR m	40	50	47	42	40
change		25%	-6%	-11%	-5%
EBITDA DVB-T2 HD in EUR m	0	4.2	16.32	23.76	30.6
margin	n.m.	35%	40%	45%	50%
change	n.m.	n.a.	389%	146%	129%
EBITDA Media Broadcast Group in EU m	40	54	63	66	71
margin	21%	22%	27%	28%	31%
change		36%	17%	4%	7%

Quelle: Warburg Research

- Bisher hat Freenet weder eine Roadmap für den Rollout von DVB-T2 HD noch Überlegungen zu den erwarteten Abonnenten bereitgestellt.
- Unser Modell ist in das klassische B2B-Geschäft von Broadcast Media mit Medienunternehmen und das neue B2C-Geschäft mit DVB-T2 HD-Abonnenten unterteilt.
- Freenet beginnt bereits 2016 mit der Vermarktung von DVB-T2 HD. Die ersten Beiträge sollten u.E. jedoch erst 2017e realisiert werden.
- Wir sind der Ansicht, einen vorsichtigen Ansatz gewählt zu haben und erwarten eine DVB-T2 HD-Abonnentenbasis von insgesamt 1,35 Mio., die bis 2020e erreicht werden sollte. Die ARPU wird mit EUR 4 modelliert.
- Wir erwarten, dass DVB-T2 HD ein zusätzliches EBITDA von EUR 30,6 Mio. in 2020e beiträgt.

Media Broadcast: Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Freenet hat Media Broadcast zu einem EV/EBITDA-Multiplikator von 8x erworben. Es sollte berücksichtigt werden, dass Media Broadcast Mietgebühren von rund EUR 20 Mio. für die Nutzung der Türme zahlt, die nicht in den Aufwendungen reflektiert werden. Mietgebühren werden mit der Zeit aktiviert und abgeschrieben. Wir sehen Mietgebühren als operative Aufwendungen und bereinigen das EBITDA um diese Position. Unserer Ansicht nach sollte das „Cash EBITDA (= EBITDA abzüglich Mietgebühren)“ als EV/EBITDA-Multiplikator verwendet werden. Demnach hat Freenet Media Broadcast zu einem bereinigten Multiplikator von 13x erworben. Auf den ersten Blick sieht die Akquisition recht teuer aus. Freenet sollte somit einen strategischen Preis gezahlt haben. Dies erscheint nur gerechtfertigt, wenn Freenet den Rollout von DVB-T2 HD erfolgreich durchführen und Abonnenten von >1 Mio. gewinnen kann.

Es scheint genügend Potenzial für DVB-T2 HD vorhanden zu sein. In Deutschland gibt es noch Regionen, in denen kein Kabel oder Satellit genutzt werden kann und Fernsehen nur über DVB-T2 zu empfangen ist. Außerdem könnte DVB-T2 HD als zweite Quelle neben Satellit und Kabel genutzt werden. Es gibt derzeit 4-8 Mio. DVB-T-Nutzer in Deutschland. Die Gewinnung von 1,35 Mio. Abonnenten dürfte demzufolge nicht außer Reichweite sein.

EXARING AG

Überblick

EXARING ist ein Start-up-Unternehmen mit Sitz in München.

EXARING besitzt und betreibt eine eigene Glasfaserinfrastruktur mit mehr als 11.000 km Kabel in Deutschland. Es handelt sich um eine geschlossene Infrastruktur und ein geschlossenes Netz über das ausschließlich die Daten von EXARING transportiert werden. Das Netz erreicht 23 Mio. Haushalte in Deutschland.

Über das Netz werden IP-basierte Entertainmentservices von der zentralen Plattform und Rechenzentrum in Ultra-HD-Qualität vertrieben. Der Service lässt sich als Cloudbasierte Entertainment-Lösung beschreiben.

Er kann als alternative Übertragungsplattform zu Kabel, Terrestrik, DSL/VDSL und Satellit gesehen werden. In der ersten Rollout-Phase sind Fernsehströme der erste Service, der Verbrauchern angeboten wird. Die Plattform kann alle Arten von Sendeanstalten umfassen und verbreiten: klassisches Fernsehen wie z.B. RTL, Pro7, Sat.1, ARD, ZDF und andere Fernsehkanäle, Pay-TV-Plattformen wie SKY, IP-basierte Plattformen wie Maxdome, Netflix und andere.

In der Nähe der Haushalte ist das Netz von EXARING mit dem Netz der Deutsche Telekom verbunden. Haushalte benötigen einen DSL/VDSL-Zugang mit einer Kapazität von 16 Mbit/s.

Innerhalb der Haushalte sind das Mobiltelefon und eine auf dem Mobilfunkgerät installierte Softwareanwendung die zentrale Einheit zur Steuerung aller Bildschirme (Fernsehen, Tablet, etc.). Es werden keine Set-Top-Boxen benötigt.

Der Vorstand von EXARING umfasst Personen mit einem langjährigen und guten Track Record in der Medien- bzw. Internetbranche:

- Christoph Bellmer (CEO von EXARING seit 2013): Er war COO bei Unity Media (2006-2009) und CEO bei Maxdome (2010).
- Matthias Ehrlich: Hatte verschiedene Positionen im Top-Management bei der United Internet Group (WEB.DE, 1&1 Internet AG) inne.
- Robert Laier: 14-jährige Erfahrung im M&A-Bereich bei verschiedenen Investmentbanken und verantwortlich für Finanzen und Controlling bei ProSiebenSat.1 Media SE.
- Frank Penning: Mehr als 20-jährige Erfahrung im Bereich Technik und Internet; von 2010-2015 CTO und Geschäftsführer für zentrale Softwaredienste, CTO bei Tomorrow Focus.
- Markus Härtenstein: CEO bei Maxdome, verschiedenen Positionen innerhalb der ProSiebenSat.1 Gruppe.
- Bettina Bellmer: Mehr als 15-jährige Erfahrung als Berater in der Medienbranche.

Geschäftsmodell von EXARING

Es gibt u.E. mehrere Schlüsselemente für das Geschäftsmodell von EXARING.

- EXARING kann das Glasfaserkabel im Boden 10 Jahre lang kostenlos nutzen und muss innerhalb dieses Zeitraums keine Mietgebühren zahlen. Folglich lässt sich das Netz zu sehr niedrigen Kosten betreiben.
- Für die Nutzung der Dienstleistungen müssen Kunden mit EXARING einen Vertrag abschließen.
- Durch die Verbindung des Cloudbasierten Ansatzes mit dem Abonnementgeschäftsmodell kennt EXARING seine Kunden und kann die

Sehgewohnheiten analysieren. Demzufolge könnte EXARING Fernsehstationen personalisierte Fernsehwerbefläche anbieten.

- Mittelfristig sind daher Abonnement- und Fernsehwerbegebühren die Umsatzquellen. Durch die Verbindung von sehr niedrigen Netzbetriebskosten, Abonnement- und Werbegebühren können die Abonnementgebühren sehr wettbewerbsfähig sein (WRE: EUR 7).

Begründung der Akquisition

Freenet hat in einem ersten Schritt 25% der Anteile an EXARING für EUR 25 Mio. erworben. Es besteht die Option auf weitere 25% (erneut für EUR 25 Mio.) zur Erhöhung des Anteils auf 50%.

Wie bereits bei der Akquisition von Media Broadcast verfügt Freenet über einen starken, deutschlandweiten Vertriebskanal für Mobil- und Internetdienste. Es werden zudem eigene Rechnungs-, Kundenbetreuungs- und Customer Relationship Management-Plattformen betrieben. Darüber hinaus verfügt Freenet über ein umfangreiches Wissen und Verständnis darüber, wie digitale und Mediendienste an Kunden vertrieben werden.

Es dürfte sich daher um eine Win-Win-Situation handeln. EXARING liefert die Technologieplattform und Freenet die Vertriebsplattform.

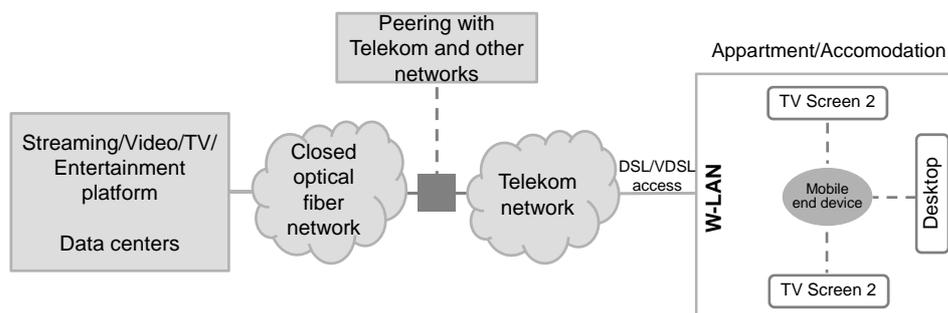
KPI-Modell für die EXARING AG

- Freenet hat bisher noch keine detaillierte Roadmap für EXARING geliefert. Unser Modell sollte daher nur als erster Versuch einer Schätzung der Finanzen gesehen werden.
- Laut Aussagen von Freenet ist die Markteinführung des Produkts in ersten Städten für Herbst 2016 geplant.
- Wir rechnen aufgrund der niedrigen Netzkosten bereits für 2018e mit dem Breakeven auf EBITDA-Ebene.
- Die ARPU sollte bei EUR 7 für Abonnements liegen. Ab 2019e haben wir weitere Umsatzströme z.B. durch Werbung modelliert.

EXARING AG – Unser einfaches Finanzmodell

EXARING AG	2017e	2018e	2019e	2020e
Subscribers in k	350	700	1.000	1.300
Monthly ARPU Subscriber in EUR	7	7	7	7
Monthly ARPU Other in EUR	0	0	0,7	0,9
EXARING Group Revenue in EUR m	13	44	79	109
<i>change</i>		250%	78%	39%
EBITDA in EUR	-10	4	27	49
EBITDA margin		10%	35%	45%
<i>change</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	523%	78%

Quelle: Warburg Research

Anhang: EXARING Betriebsplattform und Netzwerk


Quelle: Warburg Research

Sunrise Communications

- Im März 2016 erwarb Freenet einen Anteil von 23,83% bzw. 10,721 Mio. Aktien der Sunrise Communications Group AG und eine Option auf den Kauf einer zusätzlichen Beteiligung von 0,73% (bzw. 330.000 Aktien).
- Der Kaufpreis je Aktie lag bei CHF 72,95, die Transaktion hatte ein Volumen von EUR 714 Mio.
- Freenet konsolidiert Sunrise at-Equity und erwartet einen Beitrag zum Konzern-EBITDA von EUR 10 Mio. Darüber hinaus zahlt Sunrise eine Dividende von CHF 3,00 woraus sich ein FCF-Beitrag von EUR 30 Mio. ergibt.
- Der Kauf wurde über eine Brückenfinanzierung durch ein Bankenkonsortium finanziert. Freenet zahlt Zinskosten des EURIBOR +2,1%.
- Die Kosten der Brückenfinanzierung belaufen sich auf EUR 14 Mio. Damit können die Zinskosten von EUR 14 Mio. durch die Dividendenzahlung von EUR 30 Mio. gedeckt werden.

Sunrise Communications ist der zweitgrößte Telekommunikationsbetreiber in der Schweiz. Laut Aussagen von Freenet handelt es sich um eine Finanzinvestition.

Wir verstehen nicht die Beweggründe hinter der Transaktion, wenn diese nur als Finanzinvestition gesehen werden soll. Erstens erhöht sich die Nettoverschuldung von Freenet. Zweitens kommen auch noch Währungsrisiken dazu. Drittens dürfte die Investition von mehr als 2,5x jährlicher Konzern-FCF in eine reine Finanzinvestition ohne strategische Passfähigkeit recht riskant sein.

Wir könnten uns daher vorstellen, dass das Freenet Management eine Vorstellung davon hat, wie dies einen strategischen Vorteil für Freenet einbringen kann. Vielleicht hält es das Management noch für zu früh, über seine Pläne mit dem Kapitalmarkt zu sprechen. Andernfalls würden wir die Investition von EUR 714 Mio. als klar negativ werten.

Annahmen zu Konzernumsatz und Konzern-EBITDA

- Freenet investierte EUR 1,13 Mrd. in Sunrise, Media Broadcast und EXARING. Als Folge daraus erhöhte sich das Verhältnis Nettoverschuldung/EBITDA auf Basis unserer Berechnungen auf >4x.
- Die Akquisition von Media Broadcast zu einem Cash-EBITDA-Multiplikator von 13x ist u.E. nur gerechtfertigt, wenn Freenet > 1 Mio. DVB-T2 HD Abonnenten gewinnen kann.
- Ohne strategische Überlegungen zu Sunrise Communications entzieht sich uns der

Grund für den Kauf durch Freenet und die Investition von EUR 719 Mio. Freenet erachtet die Akquisition als Finanzinvestment, was wir eher skeptisch sehen – selbst wenn die Dividendenausschüttung von Sunrise die Zinszahlungen von Freenet auf den zur Finanzierung der Transaktion aufgenommenen Kredit decken.

- Insgesamt sind wir jedoch der Ansicht, dass die neue Strategie für Freenet wertsteigernd sein sollte.

Die folgende Tabelle fasst unsere Erwartungen des Konzern-EBITDA bis 2020e zusammen.

Freenet: Prognosen für Konzern- EBITDA 2014 – 2020e

Freenet Group EBITDA in EUR m	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Mobile unit (MSP business)	378.5	382.8	385	385	383	380	380
Holding	-12.9	-13	-13	-14	-14	-15	-15.5
Media Broadcast Group	n.a.	n.a.	40	54	63	66	71
EXARING AG	n.a.	n.a.	-10	-10	4	27	49
Sunrise Communiactions	n.a.	n.a.	10	12	13	14	15
Freenet Group EBITDA	365.6	370	412	427	450	472	499
<i>change</i>	2%	1%	11%	4%	5%	5%	6%
margin	12.0%	11.9%	12.0%	12.1%	12.5%	13.1%	13.8%

Quelle: Warburg Research

Kernannahmen für unsere EBITDA-Prognosen

- Wir erwarten, dass das Konzern-EBITDA von EUR 370 Mio. in 2015 auf EUR 499 Mio. in 2020e wachsen sollte, was einer CAGR von 6,1% entspricht
- Vom erwarteten Konzern-EBITDA leiten wir ein Cash-EBITDA von EUR 450 Mio. ab. Eine jährliche Zahlung von EUR 25 Mio. an die Media Markt und Saturn Gruppe und jährliche Mietzahlungen für die Nutzung der Türme von EUR 20 Mio. Beide Kapitalabflüsse werden im EBITDA nicht ausgewiesen.
- Unsere Hauptannahmen sind: (1) der EBITDA-Beitrag des Bereichs Mobilfunk bleibt mit ~EUR 380 Mio. bis 2020e stabil (2) Wachstumstreiber ist der Rollout des DVB-T2 HD Produkts und der Cloudbasierten Entertainment/Fernsehdienstleistungen von EXARING.
- EXARING: Wir modellieren, dass Freenet 2017e den zusätzlichen 25%-Anteil erwirbt. Es sollte daher berücksichtigt werden, dass nur 50% des EBITDA-Beitrag von EXARING Freenet zuzuschreiben ist.

In der nächsten Tabelle wird eine Zusammenfassung unserer Konzernumsatzprognosen gezeigt. Wir rechnen 2020e mit einem leicht ansteigenden Umsatzniveau beim Mobilfunkgeschäft. Folglich sind die erwarteten Umsatzwachstumsraten zwischen 2016e und 2020e recht niedrig.

Freenet: Prognosen für Konzern-Umsatz 2014 – 2020e

Freenet Group Sales in EUR m	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Mobile unit (MSP business)	2,940	3,002	3,177	3,200	3,227	3,190	3,160
Holding	60	66	59	55	55	53	51
Media Broadcast Group	n.m.	n.m.	188	256	279	287	291
EXARING AG	n.m.	n.m.	0	13	44	79	109
Freenet Group Sales	3,041	3,118	3,424	3,523	3,605	3,608	3,611
<i>change</i>	2.3%	2.5%	9.8%	2.9%	2.3%	0.1%	0.1%

Quelle: Warburg Research

Freenet Group: Zusammenfassung GuV

Wie bereits mehrmals aufgezeigt, stellt Freenet bisher noch nicht genügend Informationen zu den jüngsten Akquisitionen zur Verfügung: u.a. Capex, Abschreibungen, Produktpreise, Marketingbudgets. Demzufolge sollten die nachfolgenden Zahlen als unser erster Versuch gesehen werden, die finanziellen Auswirkungen der zuletzt erfolgten Akquisitionen zu reflektieren.

Freenet: Prognosen für Konzern-Umsatz 2014 – 2020e

Freenet group figures in EUR m	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Sales	3,089.0	3,193.3	3,040.6	3,117.9	3,423.6	3,523.3	3,604.9
yoy	-4.0%	3.4%	-4.8%	2.5%	9.8%	2.9%	2.3%
Gross profit	730.3	742.0	791.4	801.9	900.0	920.0	950.0
<i>Gross margin</i>	23.6%	23.2%	26.0%	25.7%	26.3%	26.1%	26.4%
EBITDA	357.8	357.4	365.6	370.0	412.0	427.2	449.7
<i>EBITDA-margin</i>	11.6%	11.2%	12.0%	11.9%	12.0%	12.1%	12.5%
EBIT	209.0	301.1	300.9	298.6	316.0	326.2	348.7
<i>EBIT-margin</i>	6.8%	9.4%	9.9%	9.6%	9.2%	9.3%	9.7%
Net Income	173.1	238.8	247.5	221.0	242.3	255.5	269.0
EPS	1.35	1.86	1.93	1.73	1.89	2.00	2.10

Quelle: Warburg Research

Bewertung

DCF-Modell

- **Nettoverschuldung:** Mit der Investition von EUR 1 Mrd. in die letzten drei Akquisitionen hat sich die Nettoverschuldung erhöht. Wir schätzen, dass sich die Bruttoverschuldung auf EUR 1,7 Mrd. per Ende Mai 2016 beläuft. In unserer Berechnung der Nettoverschuldung reflektieren wir zudem Pensionsverbindlichkeiten von EUR 90 Mio. Der 23%-Anteil an Sunrise Communications (Kaufpreis: EUR 719 Mio.) wird als Vermögenswert mit einem Wert von EUR 576 Mio. prognostiziert, der einem 20%-Abschlag zum Kaufpreis entspricht. Wir verwenden in unserem DCF-Modell daher eine Nettoverschuldung von EUR 1,09 Mrd.
- **Sunrise Communications:** Seit Juni 2015 wurde die Sunrise-Aktie mit CHF 49 bis CHF 81 gehandelt. Der Fair Value des Bloomberg-Konsens berechnet sich mit CHF 74, Freenet erwarb die Aktie für CHF 73. Derzeit notiert die Aktie mit ca. CHF 60. Damit lag der Kaufpreis von Freenet nahe am Bloomberg-Analystenkonsens auf den Fair Value. Ein Abschlag von 20% sollte die Handels- und Volatilitätsrisiken unseres Erachtens daher ausreichend reflektieren.
- **WACC:** Das BETA liegt bei 1,39, um die Durchführungsrisiken der neuen Strategie und die Ausweitung der Wertschöpfungskette zu reflektieren. Damit wird ein WACC von 6,9% verwendet.
- **Zwischen 2015e und 2020e** stützen wir uns auf unsere zuvor erläuterten Finanzprognosen.
- **EXARING:** Wir prognostizieren, dass Freenet die Beteiligung auf 50% erhöht. Die erwarteten Cashflows von EXARING werden in unserem DCF-Modell vollständig reflektiert. Da Freenet nur 50% hält, werden im Modell 50% des für EXARING erwarteten FCF abgezogen.
- **Zwischen 2018e und 2028e** wird eine Verbesserung der EBIT-Marge von 9,7% auf 13,5% unterstellt. Treiber ist vor allem der höhere Anteil von EXARINGS Ergebnissen im Konzernergebnis von Freenet. EXARING sollte EBITDA-Margen von 50% erreichen können, die damit deutlich über den Margen von Freenet im Kerngeschäft liegen (~13%).
- Auf Grundlage unserer Annahmen wird ein Fair Value von EUR 35 ermittelt.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	3.424	3.523	3.605	3.609	3.612	3.648	3.703	3.759	3.796	3.834	3.872	3.911	3.950	
Umsatzwachstum	9,8 %	2,9 %	2,3 %	0,1 %	0,1 %	1,0 %	1,5 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBIT	316	326	349	372	401	412	422	436	452	464	484	508	533	
EBIT-Marge	9,2 %	9,3 %	9,7 %	10,3 %	11,1 %	11,3 %	11,4 %	11,6 %	11,9 %	12,1 %	12,5 %	13,0 %	13,5 %	
Steuerquote (EBT)	14,2 %	13,9 %	13,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	14,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	271	281	302	327	353	363	363	371	384	394	411	356	373	
Abschreibungen	96	101	101	101	98	95	96	94	91	84	77	78	79	
Abschreibungsquote	2,8 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Veränd. Rückstellungen	39	3	-4	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	64	4	21	13	0	3	4	4	3	3	3	3	3	
- Investitionen	48	57	57	65	69	73	74	75	76	77	77	78	79	
Investitionsquote	1,4 %	1,6 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Sonstiges	7	9	15	21	22	24	24	26	29	29	29	29	29	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	287	315	306	331	360	359	359	361	368	371	381	325	343	346
Barwert FCF	281	289	262	266	270	253	236	223	213	201	193	154	152	2.648
Anteil der Barwerte	14,74 %			38,31 %										46,95 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	29,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	2,22
WACC	6,81 %	Beta	1,37

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	2.992		
Terminal Value	2.648		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1.700		
Pensionsrückstellungen	90		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	576		
Liquide Mittel	100	Aktienzahl (Mio.)	128,0
Eigenkapitalwert	4.526	Wert je Aktie (EUR)	35,36

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,62	7,8 %	27,66	28,14	28,66	29,22	29,82	30,46	31,17	1,62	7,8 %	24,26	25,91	27,56	29,22	30,87	32,52	34,18
1,49	7,3 %	30,14	30,73	31,36	32,05	32,79	33,60	34,47	1,49	7,3 %	26,74	28,51	30,28	32,05	33,82	35,59	37,36
1,43	7,1 %	31,51	32,17	32,87	33,64	34,46	35,37	36,36	1,43	7,1 %	28,13	29,97	31,80	33,64	35,47	37,30	39,14
1,37	6,8 %	32,99	33,72	34,50	35,36	36,29	37,31	38,43	1,37	6,8 %	29,64	31,55	33,45	35,36	37,26	39,17	41,07
1,30	6,6 %	34,59	35,40	36,28	37,24	38,28	39,44	40,71	1,30	6,6 %	31,29	33,27	35,25	37,24	39,22	41,20	43,18
1,24	6,3 %	36,32	37,22	38,21	39,29	40,47	41,78	43,24	1,24	6,3 %	33,09	35,16	37,22	39,29	41,35	43,42	45,49
1,11	5,8 %	40,24	41,38	42,64	44,03	45,57	47,29	49,22	1,11	5,8 %	37,25	39,51	41,77	44,03	46,29	48,55	50,81

■ ...

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	173	239	248	221	235	249	269	
+ Abschreibung + Amortisation	149	56	65	71	96	101	101	
- Zinsergebnis (netto)	-42	-43	-40	-44	-42	-38	-38	
- Erhaltungsinvestitionen	45	30	32	35	45	45	50	
+ Sonstiges	0	0	0	-10	-10	-11	-12	
= Free Cash Flow Potential	319	308	321	292	318	331	346	
Free Cash Flow Yield Potential	21,9 %	13,9 %	11,6 %	8,2 %	7,9 %	8,5 %	9,0 %	
WACC	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	
= Enterprise Value (EV)	1.459	2.214	2.777	3.579	4.007	3.919	3.840	
= Fair Enterprise Value	4.689	4.524	4.719	4.288	4.673	4.867	5.080	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	369	369	369	369	1.338	1.246	1.154	
- Pensionsverbindlichkeiten	51	51	51	51	90	93	89	
- Sonstige	-576	-576	-576	-576	-576	-576	-576	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	4.845	4.680	4.875	4.443	3.821	4.104	4.413	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	128	128	128	128	128	128	128	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	37,85	36,56	38,08	34,71	29,85	32,06	34,48	
Premium (-) / Discount (+) in %					21,2 %	30,1 %	39,2 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,81 %	26,64	25,75	26,80	24,46	18,68	20,43	22,34
	8,81 %	29,53	28,54	29,71	27,10	21,56	23,42	25,47
	7,81 %	33,16	32,04	33,36	30,42	25,17	27,19	29,40
WACC	6,81 %	37,85	36,56	38,08	34,71	29,85	32,06	34,48
	5,81 %	44,16	42,65	44,43	40,48	36,14	38,61	41,32
	4,81 %	53,10	51,28	53,43	48,65	45,05	47,89	51,00
	3,81 %	66,73	64,43	67,15	61,12	58,63	62,04	65,77

■ ...

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,3 x	1,9 x	2,2 x	2,8 x	2,3 x	2,2 x	2,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-2,21	-2,21	-1,98	-2,24	-7,91	-7,04	-6,16
EV / Umsatz	0,5 x	0,7 x	0,9 x	1,1 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
EV / EBITDA	4,1 x	6,2 x	7,6 x	9,7 x	9,7 x	9,2 x	8,5 x
EV / EBIT	7,0 x	7,4 x	9,2 x	12,0 x	12,7 x	12,0 x	11,0 x
EV / EBIT adj.*	7,0 x	7,4 x	10,1 x	13,1 x	12,7 x	12,0 x	11,0 x
Kurs / FCF	6,2 x	9,4 x	10,5 x	13,1 x	9,6 x	9,4 x	9,1 x
KGV	9,0 x	9,7 x	11,6 x	16,9 x	13,0 x	12,3 x	11,8 x
KGV ber.*	9,0 x	9,7 x	11,6 x	16,9 x	13,0 x	12,3 x	11,8 x
Dividendenrendite	11,1 %	8,0 %	6,7 %	5,5 %	6,5 %	6,9 %	6,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	21,9 %	13,9 %	11,6 %	8,2 %	7,9 %	8,5 %	9,0 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Vertragskunden	6	6	6	6	0	0	0
ARPU Vertragskunden	23,40	22,30	21,19	21,40	0,00	0,00	0,00

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	3.089	3.193	3.040	3.118	3.424	3.523	3.605
Veränd. Umsatz yoy	-4,0 %	3,4 %	-4,8 %	2,6 %	9,8 %	2,9 %	2,3 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviere Eigenleistungen	7	11	13	11	13	14	15
Gesamterlöse	3.096	3.204	3.053	3.129	3.437	3.537	3.620
Materialaufwand	2.366	2.462	2.263	2.327	2.537	2.617	2.670
Bruttoergebnis	3.089	3.193	3.040	3.118	3.424	3.523	3.605
<i>Rohtragsmarge</i>	23,6 %	23,2 %	26,0 %	25,7 %	26,3 %	26,1 %	26,4 %
Personalaufwendungen	161	174	200	195	206	211	215
Sonstige betriebliche Erträge	59	70	291	51	61	61	61
Sonstige betriebliche Aufwendungen	276	280	291	288	330	329	331
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	358	357	365	370	412	427	450
<i>Marge</i>	11,6 %	11,2 %	12,0 %	11,9 %	12,0 %	12,1 %	12,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	9	10	12	14	19	20	20
EBITA	349	348	353	356	393	407	430
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	140	46	52	57	77	81	81
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	209	301	301	299	316	326	349
<i>Marge</i>	6,8 %	9,4 %	9,9 %	9,6 %	9,2 %	9,3 %	9,7 %
EBIT adj.	209	301	276	274	316	326	349
Zinserträge	3	2	2	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	45	45	42	45	42	38	38
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	167	258	261	255	274	289	311
<i>Marge</i>	5,4 %	8,1 %	8,6 %	8,2 %	8,0 %	8,2 %	8,6 %
Steuern gesamt	-6	20	12	33	39	40	42
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	173	239	248	221	235	249	269
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	173	239	248	221	235	249	269
Minderheitenanteile	0	0	1	0	-7	-7	0
Nettoergebnis	173	239	247	221	242	256	269
<i>Marge</i>	5,6 %	7,5 %	8,1 %	7,1 %	7,1 %	7,3 %	7,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	128	128	128	128	128	128	128
EPS	1,35	1,87	1,93	1,73	1,89	2,00	2,10
EPS adj.	1,35	1,87	1,93	1,73	1,89	2,00	2,10

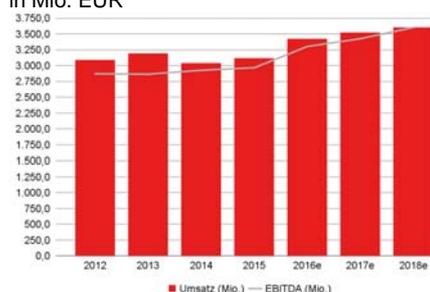
*Adjustiert um:

Guidance: EBITDA 16e: EUR 400m, FCF14e: EUR 300m

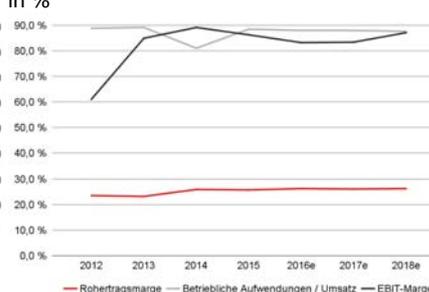
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,8 %	89,1 %	81,0 %	88,5 %	88,0 %	87,9 %	87,5 %
Operating Leverage	-6,2 x	13,0 x	0,0 x	-0,3 x	0,6 x	1,1 x	3,0 x
EBITDA / Interest expenses	8,0 x	8,0 x	8,6 x	8,3 x	9,8 x	11,2 x	11,8 x
Steuerquote (EBT)	-3,8 %	7,5 %	4,8 %	13,0 %	14,2 %	13,9 %	13,5 %
Ausschüttungsquote	99,8 %	77,7 %	77,4 %	92,5 %	87,1 %	87,6 %	80,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	772.258	798.332	730.769	749.493	822.987	846.954	866.563

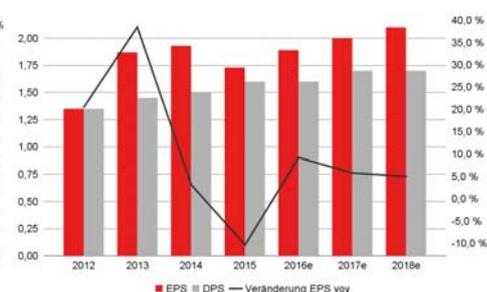
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

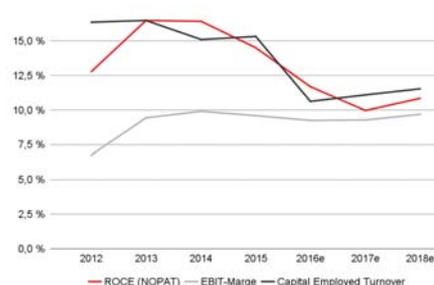
Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.474	1.519	1.543	1.612	2.375	2.314	2.253
davon übrige imm. VG	357	397	390	458	1.001	940	879
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1.117	1.122	1.153	1.154	1.374	1.374	1.374
Sachanlagen	28	34	34	33	242	259	276
Finanzanlagen	2	2	3	3	719	719	719
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	1.504	1.555	1.581	1.648	3.336	3.292	3.248
Vorräte	57	70	80	79	100	100	100
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	501	502	488	515	580	595	610
Liquide Mittel	205	111	112	270	282	374	366
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	207	240	238	211	264	274	237
Umlaufvermögen	970	922	917	1.076	1.226	1.343	1.313
Bilanzsumme (Aktiva)	2.474	2.477	2.498	2.724	4.562	4.635	4.561
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	128	128	128	128	128	128	128
Kapitalrücklage	738	738	738	738	738	738	738
Gewinnrücklagen	152	-13	446	475	254	292	330
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	173	384	-21	-15	242	256	269
Buchwert	1.191	1.237	1.290	1.325	1.362	1.413	1.464
Anteile Dritter	0	3	4	54	54	54	54
Eigenkapital	1.191	1.240	1.294	1.379	1.416	1.467	1.518
Rückstellungen gesamt	59	75	94	79	185	193	119
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	26	44	59	51	90	93	89
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	656	538	539	639	1.620	1.620	1.520
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	100	20	20	421	120	120	20
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	413	402	370	444	465	476	485
Sonstige Verbindlichkeiten	155	223	201	183	876	879	918
Verbindlichkeiten	1.283	1.238	1.205	1.345	3.146	3.168	3.042
Bilanzsumme (Passiva)	2.474	2.477	2.498	2.724	4.562	4.635	4.561

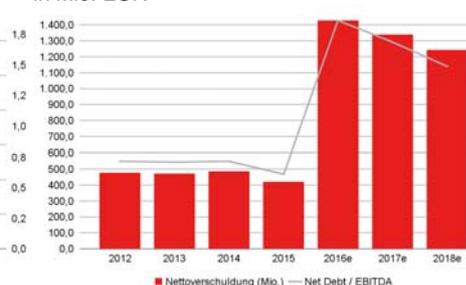
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	17,9 x	15,7 x	13,1 x	17,0 x	7,5 x	7,4 x	7,2 x
Capital Employed Turnover	1,9 x	1,9 x	1,7 x	1,7 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x
ROA	11,5 %	15,4 %	15,7 %	13,4 %	7,3 %	7,8 %	8,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,8 %	16,5 %	16,4 %	14,5 %	11,7 %	9,9 %	10,8 %
ROE	14,7 %	19,7 %	19,6 %	16,9 %	18,0 %	18,4 %	18,7 %
Adj. ROE	14,7 %	19,7 %	19,6 %	16,9 %	18,0 %	18,4 %	18,7 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	477	472	486	420	1.428	1.339	1.243
Nettofinanzverschuldung	451	427	427	369	1.338	1.246	1.154
Net Gearing	40,0 %	38,0 %	37,6 %	30,5 %	100,8 %	91,3 %	81,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	126,0 %	119,5 %	116,9 %	99,8 %	324,7 %	291,7 %	256,6 %
Buchwert je Aktie	9,3	9,7	10,1	10,3	10,6	11,0	11,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-2,2	-2,2	-2,0	-2,2	-7,9	-7,0	-6,2

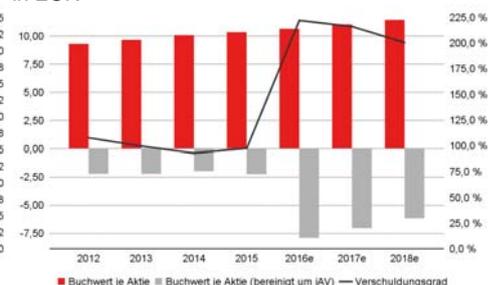
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

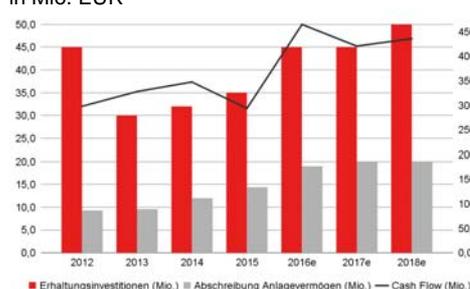
Cash flow

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	173	239	248	221	235	249	269
Abschreibung Anlagevermögen	9	10	12	14	19	20	20
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	140	46	52	57	77	81	81
Veränderung langfristige Rückstellungen	1	18	15	-8	39	3	-4
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-25	15	20	9	95	68	70
Cash Flow	298	328	348	293	465	421	436
Veränderung Vorräte	-5	-13	-10	1	-21	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	-29	-1	14	-27	-65	-15	-15
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	13	-11	-31	73	21	11	9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	4	-25	-25	-25	-25	-25	-25
Veränderung Working Capital (gesamt)	-18	-50	-53	21	-89	-29	-31
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	281	278	295	315	376	392	405
Investitionen in iAV	-14	-16	-10	-14	-20	-20	-20
Investitionen in Sachanlagen	-15	-16	-12	-15	-28	-37	-37
Zugänge aus Akquisitionen	0	-13	-45	-3	-1.050	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	12	0	3	6	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-9	-35	-70	-28	-1.098	-57	-57
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	5	-125	0	100	981	0	-100
Dividende Vorjahr	-154	-173	-186	-192	-205	-205	-218
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-42	-37	-37	-42	-38	-38
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-149	-340	-223	-129	734	-243	-356
Veränderung liquide Mittel	122	-97	1	158	12	92	-8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	208	109	112	270	282	374	366

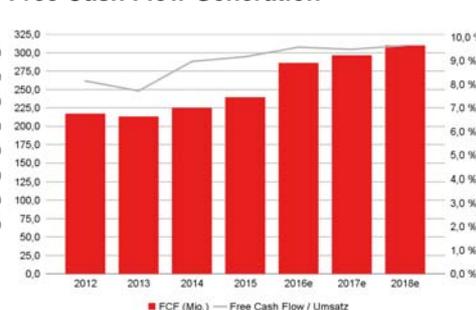
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	217	213	225	239	286	297	310
Free Cash Flow / Umsatz	8,1 %	7,7 %	9,0 %	9,2 %	9,6 %	9,5 %	9,7 %
Free Cash Flow Potential	319	308	321	292	318	331	346
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	145,3 %	103,2 %	110,1 %	129,4 %	135,5 %	130,9 %	129,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,4 %	1,1 %	1,5 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,5 %	7,5 %	7,9 %	7,6 %	3,7 %	2,3 %	2,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,9 %	1,0 %	0,7 %	0,9 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	0,9 %	1,1 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	19,5 %	57,0 %	34,2 %	40,6 %	50,0 %	56,4 %	56,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,3 %	4,9 %	6,0 %	5,6 %	5,3 %	6,2 %	6,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	121,3 %	124,8 %	131,7 %	116,1 %	124,7 %	125,0 %	125,8 %
Vorratumschlag	41,8 x	35,3 x	28,3 x	29,3 x	25,4 x	26,2 x	26,7 x
Receivables collection period (Tage)	59	57	59	60	62	62	62
Payables payment period (Tage)	64	60	60	70	67	66	66
Cash conversion cycle (Tage)	-54	-48	-45	-55	-50	-50	-50

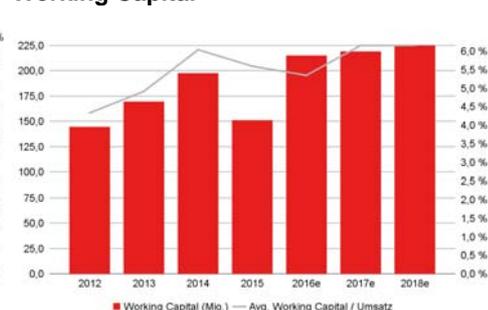
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Freenet	6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0Z2ZZ5.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	64
Halten	63	34
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	185	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	77
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	30	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRENET] AM [03.06.2016]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Other awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com