

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

# Company Flash

## Kabel Deutschland

### Company Update: Anhebung des Kursziels

## UNTERNEHMEN



Kabel Deutschland

## RATING

**KAUFEN** (UNVERÄNDERT)

## KURSZIEL

**38,5 EUR** (35 EUR)

## HIGHLIGHTS

- Anhebung des Kursziels von 35 EUR auf 38,5 EUR
- Anhebung der Schätzungen beim adj. EBITDA

**Wir passen unsere Schätzungen an.** Auf Basis der vorgelegten Quartalszahlen heben wir unsere Schätzungen für das adj. EBITDA an. Hauptgrund dafür sind die Margenanahmen im Segment Internet und Telefonie, die wir angesichts des aktuellen Marktumfelds nach oben angepasst haben. Zu beachten ist ferner, dass wir auf Basis der vorgelegten Q2-Zahlen (Geschäftsjahr endet am 31.3.) höhere Abschreibungen erwarten, was allerdings durch sinkenden Zinsaufwand in unseren Schätzungen ausgeglichen wird. So hat das Unternehmen angekündigt, Senior Notes mit einem Nominalwert von 465 Mio. USD vorzeitig zurückzukaufen. Dieses führt im laufenden Quartal zwar zu einer Einmalbelastung, entlastet in den kommenden Quartalen aber deutlich die GuV.

**Gewinner der aktuellen Entwicklungen auf dem deutschen Breitbandmarkt:** Die Passivität der DSL-Anbieter beim Ausbau von Glasfaseranschlussnetzen dürfte wesentlich dazu beitragen, dass Kabelgesellschaften weiter Marktanteile gewinnen. Das gilt insbesondere mit dem Wechsel auf DOCSIS 3.0, durch den Kabelgesellschaften Geschwindigkeiten von 100 MBit/s und mehr anbieten können. Zwar dürfte sich die Nachfrage nach entsprechenden Bitraten bislang in Grenzen halten, mittelfristig sollte sich das aber deutlich ändern. Sofern DSL-Anbieter dem nichts entgegenzusetzen haben, dürfte das die Marktanteilsgewinne der Kabelgesellschaften deutlich beschleunigen.

**Wachstum vor Dividende:** Das Wachstumspotenzial der Gesellschaft lässt eine Dividendenzahlung vor 2012 unwahrscheinlich erscheinen. Und selbst dann dürfte die Gesellschaft noch nicht die mittelfristig erwartete Ausschüttungsquote anwenden. Wir gehen vielmehr davon aus, dass angesichts der Chancen, die sich auf dem Breitbandmarkt ergeben, weiter in Wachstum investiert wird. So sind noch 18,4% der abgedeckten Haushalte (homes passed) nicht rückkanalfähig. Zudem könnten im eigenen Abdeckungsgebiet noch einige Level4-Betreiber zum Verkauf gestellt werden.

**Aktie hat noch Potenzial:** Wir bestätigen unser Kaufen-Rating. Unser neues Kursziel von 38,5 EUR (bisher: 35,0 EUR) ergibt sich als gerundeter Mittelwert unserer beiden Bewertungsansätze (DCF-Modell, Closest Comparable-Vergleich).

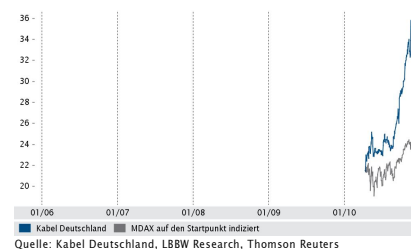
+++ Reuters: KD8Gn +++ Bloomberg: KD8 +++

Aktueller Kurs (N/A; 23.11.10; 15:06 h) ..... 34,63 EUR  
 SCHLUSSKURS (22.11.2010) ..... 34,97 EUR  
 ERWARTETE PERFORMANCE: ..... 10,1%  
 MARKTKAPITALISIERUNG: ..... 3.146,85 Mio. EUR  
 ENTERPRISE VALUE: ..... 6.051,45 Mio. EUR  
 ANZAHL AKTIEN: ..... 90,00 Mio.  
 FREE FLOAT: ..... 51,0%  
 INDEX (GEWICHTUNG): ..... MDAX (1,74 %)  
 DURCH. HANDELSVOL.: ..... 217.418  
 ISIN: ..... DE000KD88880  
 SEKTOR: ..... Telekommunikation

KENNZAHLEN (31.3.) 2010/11E 2011/12E 2012/13E  
 Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR

Umsatz	1.605,5	1.716,8	1.812,7
EBITDA	721,9	795,6	864,2
EBIT	225,8	344,9	452,8
Nettoergebnis	-25,3	97,1	186,2
Freier Cash-flow	148,8	243,9	290,4
FCF Rendite	4,7 %	7,8 %	9,2 %
EPS	-0,28	1,08	2,07
Dividende	0,00	1,00	1,50
EV / Umsatz	3,8	3,5	3,3
EV / EBITDA	8,4	7,6	7,0
EV / EBIT	26,8	17,5	13,4
KGV	n.m.	32,4	16,9
KBV	-1,95	-2,08	-2,22
Dividendenrendite	0,0 %	2,9 %	4,3 %

## KURSENTWICKLUNG



## KALENDER

24.02.11 Quartalsbericht

**Stefan Borscheid, CFA**

Investmentanalyst

+49 711 127-76791

Stefan.Borscheid@LBBW.de

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

# Unternehmensdaten

## Finanzkennzahlen

## Kabel Deutschland

## Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010/11E			2011/12E			2012/13E		
GuV	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	1.599,4	1.605,5	0,4%	1.696,1	1.716,8	1,2%	1.782,3	1.812,7	1,7%
EBITDA bereinigt	724,8	726,7	0,3%	788,9	795,6	0,8%	847,0	864,2	2,0%
EBITDA	723,2	721,9	-0,2%	788,9	795,6	0,8%	847,0	864,2	2,0%
EBIT	240,0	225,8	-5,9%	349,1	344,9	-1,2%	446,0	452,8	1,5%
Nettoergebnis	-4,4	-25,3	n.m.	92,5	97,1	5,0%	175,0	186,2	6,4%
Freier Cash-flow	154,7	148,8	-3,8%	238,5	243,9	2,3%	279,4	290,4	3,9%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
EPS	-0,05	-0,28	n.m.	1,03	1,08	4,9%	1,94	2,07	6,7%
Cash Flow pro Aktie	1,72	1,65	-4,1%	2,65	2,71	2,3%	3,10	3,23	4,2%
Dividende	0,00	0,00	n.a.	1,00	1,00	0,0%	1,50	1,50	0,0%

Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research

## Ausgewählte Kennzahlen von Kabel Deutschland (Mio. EUR)

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Umsatz	0,0	1.196,9	1.370,3	1.501,6	1.605,5	1.716,8	1.812,7
Bruttoergebnis	0,0	608,4	673,8	765,1	820,8	882,8	939,4
EBITDA	246,6	433,2	539,3	644,8	721,9	795,6	864,2
EBIT	0,0	139,3	136,7	194,6	225,8	344,9	452,8
EBT	0,0	-92,3	-150,6	-19,6	-2,6	157,9	280,0
Nettoergebnis	0,0	-92,7	-145,2	-46,8	-25,3	97,1	186,2
EPS	n.a.	-1,03	-1,61	-0,52	-0,28	1,08	2,07
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		n.a.	14,5 %	9,6 %	6,9 %	6,9 %	5,6 %
Bruttoergebnis		n.a.	10,7 %	13,5 %	7,3 %	7,6 %	6,4 %
EBITDA		75,7 %	24,5 %	19,6 %	12,0 %	10,2 %	8,6 %
EBIT		n.a.	-1,9 %	42,4 %	16,0 %	52,7 %	31,3 %
EBT		n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	77,4 %
Nettoergebnis		n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	91,7 %
EPS		n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	91,7 %
Umsatzmargen							
EBITDA	-	36,2 %	39,4 %	42,9 %	45,0 %	46,3 %	47,7 %
EBIT	-	11,6 %	10,0 %	13,0 %	14,1 %	20,1 %	25,0 %
EBT	-	-7,7 %	-11,0 %	-1,3 %	-0,2 %	9,2 %	15,4 %
Nettoergebnis	-	-7,7 %	-10,6 %	-3,1 %	-1,6 %	5,7 %	10,3 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	335,3	287,3	287,3	287,3	287,3
Übrige immaterielle Vermögenswerte	477,3	431,9	568,6	462,0	368,6	326,4	336,3
Sachanlagen	986,6	1.086,0	1.214,1	1.193,2	1.133,7	1.087,4	1.030,4
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	18,6	15,2	5,6	9,0	12,1	12,9	13,7
Net Working Capital	-111,9	-112,6	-269,3	-271,9	-241,6	-247,5	-252,4
Liquide Mittel	54,9	16,1	52,1	271,3	79,9	323,8	524,2
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	2.411,5	2.519,8	3.087,3	3.115,1	2.824,8	2.874,8	2.924,8
Eigenkapital	-1.409,7	-1.510,9	-1.653,8	-1.579,6	-1.604,9	-1.507,7	-1.411,5
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	8,5	8,4	8,4	8,4	8,4
Nettoverschuldung / (Nettoliiquidität) GJ-Ende	2.347,8	2.496,4	2.998,7	2.834,3	2.735,4	2.541,6	2.391,1
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
EBITDA	246,6	433,2	539,3	644,8	721,9	795,6	864,2
Operativer Cash-flow	155,4	271,7	463,9	472,7	491,9	606,2	654,7
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-205,2	-253,4	-287,7	-248,5	-251,0	-269,3	-270,3
Investitionen immaterielle Vermögensgegenst.	-63,6	-63,0	-85,3	-78,7	-92,1	-93,0	-94,0
Freier Cash-flow	-113,3	-44,8	90,9	145,5	148,8	243,9	290,4
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-90,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-51,8	35,3	488,0	18,9	-340,3	0,0	-39,5
Veränderung in den liquiden Mitteln	-170,2	-38,8	36,0	219,2	-191,5	243,9	200,4
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,8	3,5	3,3
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,4	7,6	7,0
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26,8	17,5	13,4
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-124,6	32,4	16,9
ROCE	0,0 %	10,5 %	7,5 %	10,1 %	13,9 %	19,5 %	23,6 %
Return on Equity	0,0 %	6,1 %	8,7 %	2,9 %	1,5 %	-6,5 %	-13,3 %
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0 %	2,9 %	4,3 %
FCF Rendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7 %	7,8 %	9,2 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	9,5	5,8	5,6	4,4	3,8	3,2	2,8
Verschuldungsgrad	-166,5 %	-165,2 %	-181,3 %	-179,4 %	-170,4 %	-168,6 %	-169,4 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	n.a.	0,6	0,5	0,9	1,0	1,8	2,6

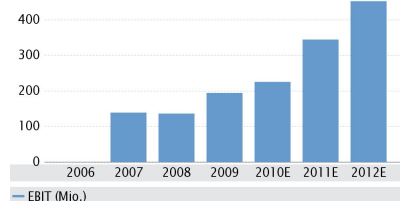
Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research

## GUIDANCE - KABEL DEUTSCHLAND

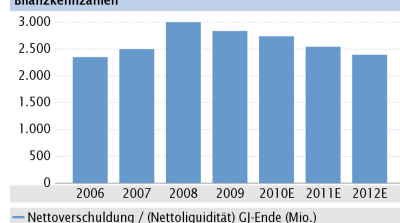
Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2010/11:

Umsatz +6,5% bis +7,0% yoy (oberes Ende)  
 EBITDA: 715 bis 725 Mio. EUR (oberes Ende)  
 Capex: 340 bis 350 Mio. EUR  
 Leverage: Nettoverschuldung/adj. EBITDA <4,0

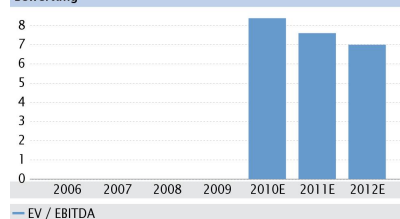
## Ergebniskennzahlen



## Bilanzkennzahlen



## Bewertung



Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research

## RESEARCH TEAM

Stefan Borscheid, CFA, Investmentanalyst  
 +49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

Michael Busse, Investmentanalyst  
 +49 711 127-42839, michael.busse@lbbw.de

Andreas Heinold, CFA, Investmentanalyst  
 +49 711 127-74709, andreas.heinold@lbbw.de

Stephan Wittwer, Investmentanalyst  
 +49 711 127-74434, stephan.wittwer@lbbw.de

# Investment Case

## Zusammenfassung

## Kabel Deutschland

Der deutsche Kabelmarkt weist im Vergleich zu anderen europäischen Ländern einige Besonderheiten auf, die wesentlich zur Attraktivität des Investment Cases von Kabel Deutschland beitragen. Dazu gehört z.B. die Struktur der Kabelverträge für Wohnungsbaugesellschaften, Vermieter usw. Die "quasi Unkündbarkeit" des Kabelanschlusses aus Sicht von Wohnungsmietern zusammen mit der hohen Mieterquote in Deutschland bieten u.E. einen elementaren Vorteil bei der Vermarktung von Triple Play-Paketen. Neben der Erreichung der Guidance sehen wir Themen wie den Glasfasernetzaufbau und die Strategie von DSL-Anbietern, Konsolidierung des Breitbandmarktes und der Netzebene 4 sowie die Regulierung als aktienkursrelevant an.

### Die Kernthemen der Aktie:

**Schätzungen vs. Konsensus:** Bei Umsatz und adj. EBITDA liegen unsere Zahlen „in line“ mit dem Marktkonsensus. Unterschiede gibt es jedoch bei den Schätzungen für EBT und EPS. Allerdings ist bei letzteren auch die Bandbreite der Schätzungen recht groß. Da das Unternehmen auch zukünftig die Guidance auf Umsatz und adj. EBITDA ausrichten dürfte, ordnen wir diesen Kennzahlen die höchste Bedeutung zu.

**Weitere Akquisitionen wahrscheinlich:** Zwar wurde das Netz mittlerweile für 12,5 Mio. Haushalte aufgerüstet (NE3), direkt ansprechbar sind davon aber nur 10,2 Mio. Wir erwarten sowohl, dass die Gesellschaft in die weitere Netzausrüstung investieren wird, als auch, dass sie Netzebene4-Betreiber akquiriert. Letzteres sehen wir als wichtiges Element im Investment Case an. Er dürfte nicht nur den adressierbaren Markt erhöhen und die EBITDA-Marge weiter anheben, sondern auch die Wettbewerbsposition verbessern.

**Wann kommt der Glasfaserausbau?** Auf dem Breitbandmarkt läuft die Zeit nach wie vor für Kabel Deutschland. Je länger die Antwort der DSL-Anbieter auf die steigenden Geschwindigkeitsanforderungen der Kunden auf sich warten lässt, desto höher dürfte der Marktanteil Kabel Deutschlands langfristig ausfallen. Die Frage nach den langfristigen Marktanteilen hat eine elementare Bedeutung für die Bewertung der Aktie.

**Attraktives Übernahmeziel:** Auch nach dem Börsengang sehen wir Kabel Deutschland weiterhin als attraktives Übernahmeziel für die großen alternativen DSL-Anbieter. Sollte langfristig das deutsche Kartellamt seine Meinung zur Konsolidierung unter den großen Kabelgesellschaften ändern, könnte es auch hier zu Zusammenschlüssen kommen.

### Unternehmensprofil

Als größter Kabelnetzbetreiber Deutschlands betreibt Kabel Deutschland (KD) die Kabelnetze in 13 Bundesländern und versorgt rund 8,8 Mio. angeschlossene Haushalte (15,3 Mio. wären insgesamt anschlussfähig). Das Produktangebot umfasst analoge und digitale Kabelanschlüsse, Breitbandinternet und Telefonie über das TV-Kabel sowie Mobilfunkdienste über einen Partner. KD erzielte im Geschäftsjahr 2009/2010 (GJ-Ende ist der 31.3.) einen Umsatz von rund 1.502 Mio. EUR, das bereinigte EBITDA lag bei 659 Mio. EUR. Das Unternehmen beschäftigt ca. 2.600 Mitarbeiter und ist im MDAX notiert.

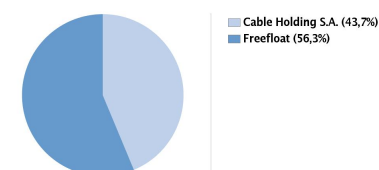
#### PROS

++	Technologische Vorteile des Kabelnetzes
++	Vorteile bei Vermarktung von Triple Play durch lang laufende Kabel-TV-Verträgen
+	Zersplitterter Breitbandmarkt in Deutschland
+	Attraktives Übernahmeziel für alternative DSL-Anbieter
+	Realistische Guidance

#### CONS

-	Noch ein weiter Weg bis zur vollständigen NE4-Konsolidierung
-	Mobilfunkaktivitäten erst im Anfangsstadium
-	Möglicher Glasfasernetzaufbau alternativer DSL-Anbieter

#### Aktionsstruktur



Quelle: LBBW Research

## Bewertung

### Berechnung Fairer Wert

## Kabel Deutschland

Wir bewerten Kabel Deutschland anhand unseres dreistufigen DCF-Modells sowie eines direkten Vergleichs mit den Bewertungsmultiples von Telenet, das wir für den Closest Comparable erachten. Auch wenn sich die Geschäftsmodelle von Telekom- und Kabelgesellschaften unserer Ansicht nach immer mehr annähern, sehen wir es als verfrüht an, auch Telekomunternehmen mit in die Peergroup aufzunehmen. Der Vergleich mit Kabelnetzbetreibern anderer europäischer Länder oder der USA gestaltet sich ebenfalls schwierig, da der deutsche Markt einige Besonderheiten aufweist, die eine differenzierte Betrachtung rechtfertigen. Das Kursziel von 38,50 EUR ergibt sich aus dem gerundeten Mittelwert dieser beiden Bewertungsansätze.

Basierend auf einer unveränderten WACC von 6,9% bewirken die Änderungen in unseren Schätzungen eine Erhöhung des DCF-Wertes von bisher 35,41 EUR auf jetzt 37,83 EUR je Aktie. Die Anhebung unserer kurzfristigen Schätzungen trägt dabei aber nur einen unterproportionalen Teil zum Anstieg der Bewertung bei. Relevanter für die Bewertung ist vielmehr, dass wir den adressierbaren Markt (das heißt die Anzahl der Haushalte, denen Kabel Deutschland Breitbandprodukte anbieten kann) von bisher 10,9 Mio. auf jetzt 11,5 Mio. Haushalte vergrößert haben. Dabei haben wir den langfristig geschätzten Breitbandmarktanteil von Kabel Deutschland innerhalb des durch die Gesellschaft adressierbaren Marktes mit 34% unverändert gelassen. Die Anhebung des adressierbaren Marktes beruht auf der Annahme, dass Kabel Deutschland ihr Netz weiter aufrüsten wird, was bereits in unseren Capex-Zahlen abgebildet ist, die ebenfalls ansteigen.

Die fundamentale Bewertung von Kabel Deutschland hängt maßgeblich von den langfristigen Breitbandmarktanteilen ab. Sollte es zu weiteren Verzögerungen beim Aufbau von Glasfaseranschlussnetzen durch Telekomgesellschaften kommen, könnte dieses entsprechend deutliche Auswirkungen auf die Bewertung von Kabel Deutschland haben. Eine Anhebung des langfristigen Marktanteils von 34% auf 35% würde unsere Bewertung bereits um 0,54 EUR je Aktie anheben.

Auch im Closest Comparable-Vergleich erhöht sich unsere Bewertung. Zwar gibt es eine Reihe börsennotierter Telekomunternehmen, mit denen Kabel Deutschland im Wettbewerb steht, allerdings haben sich die Geschäftsmodelle der Telekom- und Kabelgesellschaften u.E. noch nicht ausreichend angenähert, damit ein Peergroup-Vergleich zielführend wäre. Der Vergleich mit Kabelnetzbetreibern anderer europäischer Länder oder der USA gestaltet sich ebenfalls schwierig, da der deutsche Markt einige Besonderheiten aufweist, die eine differenzierte Betrachtung rechtfertigen. Wir haben uns daher entschieden, einen Closest Comparable-Vergleich mit Telenet durchzuführen, wobei wir uns auf die Kennzahl EV/EBITDA konzentrieren (aus Gründen der Vergleichbarkeit adjustieren wir allerdings die Zahlen für die Nettoverschuldung). Um das unserer Meinung nach höhere langfristige Wachstumspotenzial Kabel Deutschlands (maßgeblich bedingt durch die Charakteristika des deutschen Kabelmarktes) zu berücksichtigen, gewähren wir der Gesellschaft einen Aufschlag von 5%. Angesetzt auf den Mittelwert der EV/EBITDA-Multiples für das laufende und das kommende Geschäftsjahr ergibt sich aus diesem Bewertungsansatz ein Wert von 39,31 EUR je Kabel Deutschland-Aktie (siehe Grafik auf der nächsten Seite).

**DCF-Bewertung steigt auf 37,83 EUR je Aktie**

**Fundamentale Bewertung hängt maßgeblich von den langfristigen Breitbandmarktanteilen ab**

**Closest Comparable-Vergleich ergibt einen Wert von 39,31 EUR je Kabel Deutschland-Aktie**

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

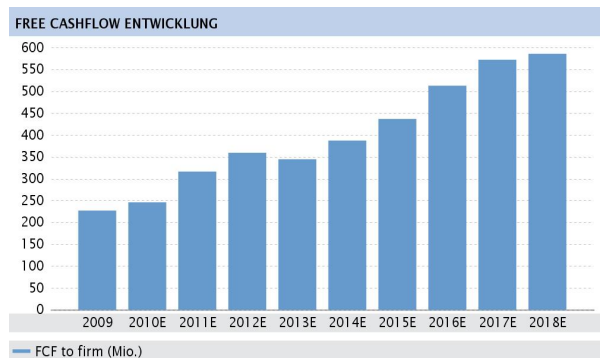
Bewertung  
DCF-Modell

## Kabel Deutschland

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	2,3 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	6,8 %	Wachstum Terminal Value	-2,4 %
Beta	1,0	EBIT-Marge	33,6 %
Eigenkapitalkosten	9,1 %	Abschreibungsquote	14,3 %
Fremdkapitalkosten	3,7 %	Investitionsquote	14,2 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	60,0 %	Net Working Capital-Quote	-5,6 %
WACC (in %)	6,9 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	6,0 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009/10	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E
<b>Umsatz</b>	<b>1.501,6</b>	<b>1.605,5</b>	<b>1.716,8</b>	<b>1.812,7</b>	<b>1.932,9</b>	<b>2.081,4</b>	<b>2.237,4</b>	<b>2.374,0</b>	<b>2.467,4</b>	<b>2.527,9</b>
Wachstum yoy		6,9 %	6,9 %	5,6 %	6,6 %	7,7 %	7,5 %	6,1 %	3,9 %	2,5 %
EBIT vor Goodwill	308,2	339,8	407,4	482,8	504,4	571,7	648,1	756,1	834,3	848,7
EBIT-Marge	20,5 %	21,2 %	23,7 %	26,6 %	26,1 %	27,5 %	29,0 %	31,8 %	33,8 %	33,6 %
- Steuern auf das EBIT	92,5	101,9	122,2	144,9	151,3	171,5	194,4	226,8	250,3	254,6
Steuerquote	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
<b>= NOPAT</b>	<b>215,7</b>	<b>237,8</b>	<b>285,2</b>	<b>338,0</b>	<b>353,1</b>	<b>400,2</b>	<b>453,7</b>	<b>529,2</b>	<b>584,0</b>	<b>594,1</b>
+ Abschreibungen	336,6	382,1	388,2	381,3	417,8	422,3	421,2	379,4	346,4	361,3
Abschreibungsquote	22,4 %	23,8 %	22,6 %	21,0 %	21,6 %	20,3 %	18,8 %	16,0 %	14,0 %	14,3 %
- Investitionen (CAPEX)	327,2	343,1	362,3	364,3	404,5	412,3	414,1	374,7	343,6	359,8
in % vom Umsatz	21,8 %	21,4 %	21,1 %	20,1 %	20,9 %	19,8 %	18,5 %	15,8 %	13,9 %	14,2 %
delta NWC		30,3	-5,9	-4,9	21,2	22,3	23,4	20,5	14,0	9,1
Sonstige Bereinigungen	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF to firm</b>	<b>227,8</b>	<b>246,5</b>	<b>316,9</b>	<b>359,9</b>	<b>345,1</b>	<b>387,8</b>	<b>437,4</b>	<b>513,5</b>	<b>572,8</b>	<b>586,5</b>
in % vom Umsatz	15,2 %	15,4 %	18,5 %	19,9 %	17,9 %	18,6 %	19,5 %	21,6 %	23,2 %	23,2 %
Discounted free cashflow	n.a.	240,8	289,4	307,4	275,6	289,6	305,4	335,3	349,8	334,9

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
<b>Barwert Free Cash-flow Planungsjahre</b>	<b>2.393,4</b>
+ Barwert Terminal Value	3.821,7
<b>= Enterprise Value</b>	<b>6.215,1</b>
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	61,5 %
- Nettofinanzverschuldung	2.865,8
- Anteile Dritter	8,4
- Pensionsrückstellungen	39,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,0
+ Sonstige	94,5
<b>= Marktkapitalisierung</b>	<b>3.405,0</b>
/ Anzahl Aktien (Mio.)	90,00
<b>= Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>37,83</b>



## Closest Comparable Bewertung

Unternehmen	Reuters	Währung	Preis am 22.10.10	EV/EBITDA 2010e	EV/EBITDA 2011e	CAGR 2010-12e Umsatz	CAGR 2010-12e EBITDA	Dividendenrendite 2010e	Dividendenrendite 2011e
Telenet	TNET.BR	EUR	28,10	8,0	7,5	5,5%	5,3%	7,9%	7,9%
Kabel Deutschland (IBES)	KD8Gn.DE	EUR	34,97	8,1	7,1	6,9%	9,6%	0,0%	1,9%
Kabel Deutschland (LBBWe)	KD8Gn.DE	EUR	34,97	8,1	7,2	6,3%	9,0%	0,0%	2,9%
Kabel Deutschland bewertet mit Telenets Multiples +5% Prämie				<b>37,24</b>	<b>41,39</b>				
Durchschnitt				<b>39,31</b>					

Quelle: IBES, LBBW Research

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

## Anhang

## Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

## Kabel Deutschland

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e	CAGR 08-12E
<b>Umsatz</b>	<b>1.370,3</b>	<b>1.501,6</b>	<b>1.605,5</b>	<b>1.716,8</b>	<b>1.812,7</b>	
Wachstum yoy		9,6 %	6,9 %	6,9 %	5,6 %	7,25 %
Umsatz Internet und Telefonie	231,9	342,0	431,6	519,4	609,7	
Wachstum yoy		47,4 %	26,2 %	20,3 %	17,4 %	27,33 %
Umsatz TV-Business	911,2	904,8	1.133,0	1.156,2	1.161,7	
Wachstum yoy		-0,7 %	25,2 %	2,1 %	0,5 %	6,26 %
Umsatz Premium-TV	192,3	213,5	0,0	0,0	0,0	
Wachstum yoy		11,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	-100,00 %
						-
Herstellungskosten	-696,6	-736,5	-784,7	-834,0	-873,4	
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>673,8</b>	<b>765,1</b>	<b>820,8</b>	<b>882,8</b>	<b>939,4</b>	
Wachstum yoy		13,5 %	7,3 %	7,6 %	6,4 %	8,66 %
Marge	49,2 %	51,0 %	51,1 %	51,4 %	51,8 %	
Sonstige betriebliche Erträge	18,1	14,6	11,8	11,9	12,0	
Vertriebskosten	-425,6	-448,7	-474,8	-415,1	-362,5	
Verwaltungskosten	-129,6	-136,3	-131,9	-134,7	-136,1	
<b>EBITDA</b>	<b>539,3</b>	<b>644,8</b>	<b>721,9</b>	<b>795,6</b>	<b>864,2</b>	
Marge	39,4 %	42,9 %	45,0 %	46,3 %	47,7 %	
Bereinigungen EBITDA	31,4	14,3	4,8	0,0	0,0	
<b>EBITDA bereinigt</b>	<b>570,7</b>	<b>659,1</b>	<b>726,7</b>	<b>795,6</b>	<b>864,2</b>	
Wachstum yoy		15,5 %	10,3 %	9,5 %	8,6 %	10,93 %
Marge	41,6 %	43,9 %	45,3 %	46,3 %	47,7 %	
EBITDA Internet und Telefonie	73,1	165,1	238,5	308,0	380,9	
Marge	31,5 %	48,3 %	55,2 %	59,3 %	62,5 %	
EBITDA TV-Business	505,1	499,8	580,9	588,1	584,9	
Marge	55,4 %	55,2 %	51,3 %	50,9 %	50,3 %	
EBITDA Premium-TV	54,7	77,4	0,0	0,0	0,0	
Marge	28,4 %	36,2 %	-	-	-	
Abschreibungen	-291,2	-336,6	-382,1	-388,2	-381,3	
Kaufpreisallokation	-111,4	-113,6	-113,9	-62,6	-30,0	
<b>EBIT</b>	<b>136,7</b>	<b>194,6</b>	<b>225,8</b>	<b>344,9</b>	<b>452,8</b>	
Wachstum yoy		42,4 %	16,0 %	52,7 %	31,3 %	34,92 %
Marge	10,0 %	13,0 %	14,1 %	20,1 %	25,0 %	
Finanzergebnis	-287,3	-214,2	-228,4	-187,0	-172,8	
<b>EBT</b>	<b>-150,6</b>	<b>-19,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>157,9</b>	<b>280,0</b>	
Marge	-11,0 %	-1,3 %	-0,2 %	9,2 %	15,4 %	
Ertragsteuern	6,2	-25,8	-21,3	-59,5	-93,0	
Ertragsteuersatz	4,1 %	-131,9 %	-835,6 %	37,7 %	33,2 %	
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>-144,4</b>	<b>-45,3</b>	<b>-23,9</b>	<b>98,3</b>	<b>187,0</b>	
Marge	-10,5 %	-3,0 %	-1,5 %	5,7 %	10,3 %	
Minderheiten	-0,9	-1,4	-1,4	-1,2	-0,8	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-145,2</b>	<b>-46,8</b>	<b>-25,3</b>	<b>97,1</b>	<b>186,2</b>	
Marge	-10,6 %	-3,1 %	-1,6 %	5,7 %	10,3 %	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-1,61</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,28</b>	<b>1,08</b>	<b>2,07</b>	
<b>Dividende</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>	

Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Bilanz

Kabel Deutschland

BILANZ (Mio. EUR)	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Summe Aktiva</b>	<b>2.372,1</b>	<b>2.365,5</b>	<b>2.046,2</b>	<b>2.210,4</b>	<b>2.371,3</b>
Geschäfts- oder Firmenwert	335,3	287,3	287,3	287,3	287,3
Übrige immaterielle Vermögenswerte	568,6	462,0	368,6	326,4	336,3
Sachanlagen	1.214,1	1.193,2	1.133,7	1.087,4	1.030,4
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	5,6	9,0	12,1	12,9	13,7
Aktive latente Steuern	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Anlagevermögen	17,2	15,7	16,2	16,7	17,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2.141,1</b>	<b>1.967,4</b>	<b>1.817,8</b>	<b>1.730,6</b>	<b>1.684,9</b>
Vorräte	15,9	12,4	14,0	14,6	15,1
Forderungen aus Lief. und Leistungen	106,6	88,0	107,0	112,6	117,3
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	19,9	16,8	18,0	19,3	20,3
Für den Verkauf vorgesehene Aktiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Wertpapiere	36,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Liquide Mittel	52,1	271,3	79,9	323,8	524,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>231,0</b>	<b>398,1</b>	<b>228,4</b>	<b>479,7</b>	<b>686,4</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>2.372,1</b>	<b>2.365,5</b>	<b>2.046,2</b>	<b>2.210,4</b>	<b>2.371,3</b>
Grundkapital	0,1	90,0	90,0	90,0	90,0
Kapitalrücklagen	50,1	126,5	126,5	126,5	126,5
Gewinnrücklagen	-1.713,8	-1.805,7	-1.830,9	-1.733,8	-1.637,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Anteile anderer Gesellschafter	8,5	8,4	8,4	8,4	8,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>-1.653,8</b>	<b>-1.579,6</b>	<b>-1.604,9</b>	<b>-1.507,7</b>	<b>-1.411,5</b>
Finanzverbindlichkeiten	3.047,7	3.092,0	2.801,3	2.850,8	2.900,3
Langfristige Pensionsrückstellungen	35,3	39,4	41,4	43,5	45,7
Sonstige Rückstellungen	26,0	29,1	30,1	31,1	32,0
Passive latente Steuern	363,1	356,9	358,1	358,2	358,3
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	102,5	15,5	16,0	16,6	17,1
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>3.574,6</b>	<b>3.532,9</b>	<b>3.246,9</b>	<b>3.300,2</b>	<b>3.353,3</b>
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	39,5	23,1	23,5	24,0	24,5
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	261,0	239,3	225,0	232,8	239,3
Kurzfristige Rückstellungen	40,4	16,9	18,1	18,9	19,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	110,3	132,9	137,5	142,2	146,2
Verbindlichkeiten aus für den Verkauf vorges. Vermögensgegenst.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>451,3</b>	<b>412,2</b>	<b>404,2</b>	<b>417,9</b>	<b>429,5</b>
<b>Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende</b>	<b>2.998,7</b>	<b>2.834,3</b>	<b>2.735,4</b>	<b>2.541,6</b>	<b>2.391,1</b>

Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research

## INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

## COMPANY FLASH

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

Kabel Deutschland

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>EBITDA</b>	<b>539,3</b>	<b>644,8</b>	<b>721,9</b>	<b>795,6</b>	<b>864,2</b>
Veränderungen im Working Capital	125,7	-14,9	-30,3	5,9	4,9
Veränderungen der langfr. Rückstellungen	3,4	2,2	3,0	3,1	3,0
Steuern vom Ertrag	-3,6	-2,5	-10,7	-44,6	-69,8
Zinsaufwand	-204,4	-176,1	-181,4	-137,8	-123,6
Andere	3,5	19,1	-10,5	-15,9	-24,0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>463,9</b>	<b>472,7</b>	<b>491,9</b>	<b>606,2</b>	<b>654,7</b>
Wachstum yoy		1,9 %	4,1 %	23,2 %	8,0 %
Marge	n.a.	n.a.	15,6 %	19,3 %	20,8 %
Investitionen in Sachanlagen	-287,7	-248,5	-251,0	-269,3	-270,3
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	-85,3	-78,7	-92,1	-93,0	-94,0
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>90,9</b>	<b>145,5</b>	<b>148,8</b>	<b>243,9</b>	<b>290,4</b>
Wachstum yoy		60,1 %	2,3 %	63,9 %	19,1 %
Marge	n.a.	n.a.	4,7 %	7,8 %	9,2 %
Investitionen in Finanzanlagevermögen	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Finanzanlagen des Umlaufvermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in vollkonsolidierte Unternehmen	-527,8	53,9	0,0	0,0	0,0
Verkauf von Vermögensgegenständen	1,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Andere	-29,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-915,9</b>	<b>-272,3</b>	<b>-343,1</b>	<b>-362,3</b>	<b>-364,3</b>
Kapitalerhöhungen	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderungen der Finanzverbindlichkeiten	475,0	0,0	-340,3	0,0	0,0
Dividenden	-8,0	27,7	0,0	0,0	-90,0
Dividenden an Minderheitsaktionäre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere	20,4	-8,9	0,0	0,0	50,5
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>488,0</b>	<b>18,9</b>	<b>-340,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-39,5</b>
Ausschüttung an Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung in den liquiden Mitteln</b>	<b>36,0</b>	<b>219,2</b>	<b>-191,5</b>	<b>243,9</b>	<b>200,4</b>
Liquide Mittel am Periodenbeginn	16,1	52,1	271,3	79,9	323,8
Liquide Mittel am Periodenende	52,1	271,3	79,9	323,8	524,2
<b>Cash Flow pro Aktie</b>	<b>1,01</b>	<b>1,62</b>	<b>1,65</b>	<b>2,71</b>	<b>3,23</b>
<b>Dividende</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>

Quelle: Kabel Deutschland, LBBW Research



# Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

## LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

<b>Kaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
<b>Verkaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
<b>Halten:</b>	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
<b>Unter Beobachtung:</b>	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
<b>Ausgesetzt:</b>	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

<b>Kaufen:</b>	50,2%
<b>Verkaufen:</b>	6,3%
<b>Halten:</b>	40,7%
<b>Unter Beobachtung:</b>	2,3%
<b>Ausgesetzt:</b>	0,5%

**Anmerkungen:** Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

-

# Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie Kabel Deutschland am 23.11.2010

