

2. September 2013

Small Cap | Europe | Germany

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Anleihen Research

Update

Marketperformer

Branche	Online-Druckerei
Land	Deutschland
ISIN	DE000A1PGUT9
WKN	A1PGUT
Website	www.posterxxl.de

Anleihe

Kupon	7,25%
Zahlungstermin	jährlich zum 15. Dezember
Laufzeit	5 Jahre
Fälligkeit	27. Jul. 2017
Volumen	15,0 Mio.
Währung	Euro
Rendite in %	22,38%
Stückzinsen	5,105

Kurs (München)

aktueller Kurs	75,00
52 W. Hoch	101,50
52 W. Tief	55,00

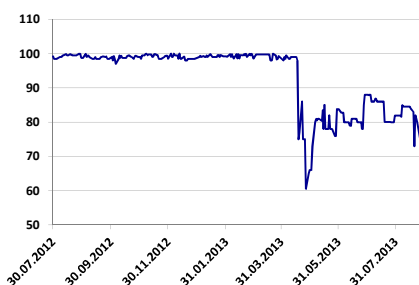
Verlauf

1 Monat	-6,25%
3 Monate	-10,45%
6 Monate	-24,62%

Rating

Creditreform AG	BB
-----------------	----

posterXXL AG - Anleihen Kurs



posterXXL AG

- Die Unternehmung hat eine Anleihe mit einem Maximalvolumen von 15 Mio. Euro emittiert. Diese läuft seit dem 27. Juli 2012 und wird mit einer Laufzeit von fünf Jahren am 27. Juli 2017 fällig. Der Kupon beträgt 7,25% pro Jahr und wird jeweils am 15. Dezember ausgezahlt. Zum 31.12.2012 wurde ein Volumen von €5,4 Mio. gezeichnet.
- Den Umsatz konnte posterXXL 2012 um mehr als 50% auf €31,3 Mio. steigern. Dabei blieben die Materialkosten nahezu unverändert (€6,1 Mio.), was sich in einer deutlichen Verbesserung der Rothertragsmarge widerspiegelt (2011: 70% 2012: 80%). Hingegen legten die Personalkosten bedingt durch die gestiegene Mitarbeiterzahl um 83% auf €6,6 Mio. zu. Im gleichen Zeitraum verdoppelten sich die sonstigen Aufwendungen auf €20,0 Mio. Daraus resultiert ein Jahresverlust von €1,6 Mio.
- Die Anleihe wird von der Creditreform AG im aktuellen Folgerating vom 27.05.2013 mit „BB“ (befriedigende Bonität) bewertet. Aufgrund des verschlechterten Jahresergebnisses, sowie dem gestiegenen Verschuldungsgrad und dem damit verbundenen erhöhten Unternehmensrisiko ergibt unsere Berechnung mit Hilfe des Altmann „Z-Score“-Modells ein äquivalentes Rating von „BB+“. Dies bedeutet eine Herabstufung von „BBB“ in 2011. Die aktuellen Zinsverpflichtungen in Höhe von €0,2 Mio. wurden problemlos beglichen. Durch das weiterhin stark anhaltende Wachstum sehen wir auch die zukünftigen, aus der Anleihe resultierenden Zinszahlungen, für gesichert an.
- Allerdings ergibt sich aufgrund des geringen Börsenumsatzes und der damit verbundenen Marktenge mitunter ein erhebliches Marktrisiko. Die Anleihe weist eine sehr hohe Volatilität auf (30 Tage Volatilität: 14%; 09.05.2013), wie auch der Kursverlauf der Anleihe in den letzten Wochen verdeutlicht.

TEUR	2012	2011	2010	2009
Gewinn- und Verlustrechnung				
Umsatz	31251,29	20516,16	13431,33	7796,05
EBITDA	-415,26	1584,62	757,70	299,07
EBIT	-1168,46	1101,56	453,15	130,45
Nettoergebnis	-1600,74	686,85	314,54	122,07
Bilanz				
Anlagevermögen	3.541,39	3.721,57	2.042,96	1.341,30
Umlaufvermögen	11.013,03	5.743,60	3.203,88	2.108,93
Eigenkapital	1.296,69	2.897,42	2.210,57	1.896,03
Rentabilität				
ROCE	-25,1%	34,9%	26,3%	14,8%
EBITDA-Marge	-1,3%	7,7%	5,6%	3,8%
Umsatzrendite	-5,1%	3,3%	2,3%	1,6%
Zahlungsfähigkeit				
EBIT-Zinsdeckungsgrad	-2,55	11,48	13,04	12,81
Current Ratio	2,01	1,58	1,87	1,39

Analyst: Dr. Norbert Kalliwoda

Email: nk@kalliwoda.com Tel.: +49 69 97 20 58 53 www.kalliwoda.com

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Produkte und Dienstleistungen	3
3	Kapitalstruktur.....	4
4	Aktueller Geschäftsgang und Ausblick	5
5	Finanzanalyse.....	8
5.1	Überblick über die Finanzlage	8
5.2	Finanzkennzahlen	9
5.3	Kenndaten zur Zahlungsfähigkeit der posterXXL AG bzgl. Zinsen und Anleihen	10
6	Abstimmung des aktuellen Creditrating.....	11

1 Unternehmensprofil

Die posterXXL AG ist eine der führenden, internetbasierten Fotodienstleister für Privatkunden (B2C) und Geschäftskunden (B2B). Sie versteht sich in diesem Bereich als Vollsortimentanbieter und stellt den Großteil des mehr als 6000 Produktvarianten umfassenden Produktsortiments selbst her.

Mit dem größten Anteil am Umsatz bildet der Bereich Großformatdruck (Poster, Leinwände, Acryl-Fotoplaten) und Fotobuch/ Fotokalender den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit. Die Kernkompetenz der 2004 gegründeten posterXXL AG ist das Marketing. Das in München ansässige Unternehmen betreibt Portale in Deutschland, Österreich, Großbritannien, Frankreich, Italien und in den Benelux-Staaten.

2 Produkte und Dienstleistungen

Das Leistungsspektrum der posterXXL AG reicht von der Herstellung und dem Vertrieb von Druckerzeugnissen, die Vermittlung von Käufern und Verkäufern von Bildrechten, sowie dem Handel mit Bildrechten und ähnlichem. Seit dem 17.06.2013 bietet posterXXL auch „Business-Print“ für Geschäftskunden an und verfolgt damit konsequent die Strategie des „One-Stop-Shop“.

Zu den wesentlichen Produktgruppen zählen:

Großformatdruck

Im Kerngeschäftsfeld „Großformatdruck“ erzielt die posterXXL AG den größten Anteil ihres Umsatzes. Das Angebot umfasst den Druck von Fotos auf Poster, Acryl-Platten, Leinwände, Alu-Dibonds, PVC-Planen sowie Fototapete, Leuchtkästen und Klebefolien in verschiedenen Formaten, Ausführungen und Qualitäten. Darüber hinaus bietet das Unternehmen komplementäre Aufhänge- und Montagesysteme an.

Fotobuch

Im Segment „Fotobuch“ bietet die posterXXL AG mit ihrer eigenen Buchbinde-Abteilung Fotobücher mit Umschlägen in Hardcover, Softcover, Leder, Filz oder Leinen, sowie als Ringbuch in verschiedenen Formaten und Qualitäten an.

Fotokalender

Das Geschäftsfeld „Fotokalender“ beinhaltet Saisonartikel wie Tischkalender, Jahresplaner und Postkartenkalender mit frei wählbarem Startmonat. Diese werden in verschiedenen Stilen, Formaten und Materialien angeboten.

Weitere Leistungen

Darüber hinaus stellt posterXXL mit ihrer eigenen Schreinerei Bilderrahmen her, betreibt Handel mit Bildmotiven und bietet neben dem klassischen Foto-Service auch Fotogeschenkartikel, wie Tassen, Mausepads und Smartphone-cases an.

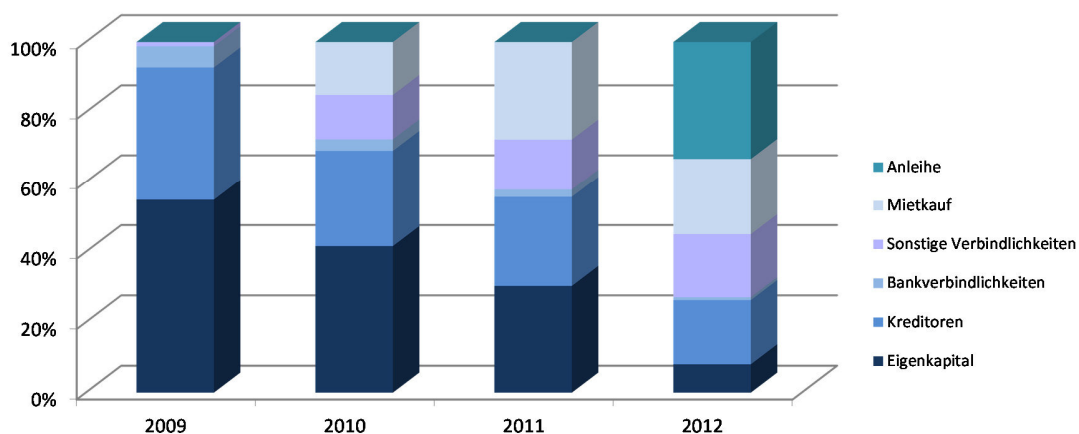
3 Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur der posterXXL AG hat sich im Rahmen der Anleihenemission stark verändert. Die Fremdkapitalquote stieg auf über 91% (Vorjahr: 70%). Darüber hinaus sank das Eigenkapital aufgrund eines Nettoverlusts von €1,6 Mio. (2012) im Vergleich zum Vorjahr um 55% auf €1,3 Mio., wodurch sich der debt-to-equity Ratio von 2,3 (2011) auf 10,3 (2012) vervielfacht hat. Die Verbindlichkeiten stiegen um 104% auf €12,3 Mio. Den Großteil dazu trug die Emission der Anleihe mit €5,4 Mio. bei. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten gingen hingegen auf €0,14 Mio. zurück. Verbindlichkeiten aus erhaltenen Anzahlungen aus Bestellungen resultieren aus den Auslieferungsverzögerungen im Zuge des hohen Auftragsvolumens im Weihnachtsgeschäft, weshalb die Umsatzrealisierung erst im neuen Jahr verbucht werden konnte und dementsprechend die Anzahlungen in Höhe von €1,0 Mio. als Verbindlichkeit erfasst wurden. Auch legten die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung im Zuge des Umsatzanstiegs um 21% auf €2,9 Mio. zu. Bedingt durch die Tilgung von Verbindlichkeiten aus Mietkäufen und einer geringeren Belastung durch Umsatzsteuerzahlungen, nahmen die sonstigen Verbindlichkeiten um 14% auf €2,9 Mio. ab.

Positiv hat sich die Finanzierung in Bezug auf die Fristenkongruenz entwickelt. Der Anteil der langfristigen Verbindlichkeiten stieg von 39% auf 55% und auch die Deckung des Anlagevermögens durch langfristige Finanzierung verbesserte sich von 140% auf 227%.

Kritisch zu sehen ist allerdings die deutlichere Verschlechterung der Eigenkapitalquote und der damit einhergehenden Erhöhung des Leverages. Zum einen erhöht sich dadurch das unternehmerische Gesamtrisiko und zum anderen sehen wir die Gefahr, dass auch die Kapitalkosten ansteigen könnten. Der Markt verlangt gemäß dem aktuellen Kurs der posterXXL Anleihe 22,3% Rendite, in Kombination mit dem hohen Fremdkapitalanteil könnten die Kapitalkosten dadurch drastisch steigen, was zukünftige Investitionen erschweren könnte.

Finanzierungsstruktur



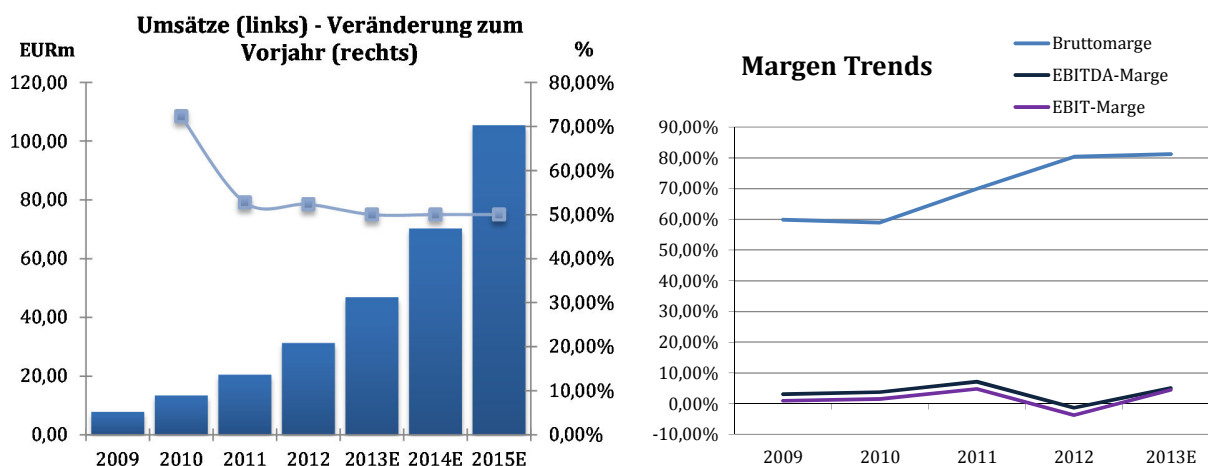
Quelle: posterXXL, Dr. Kalliwoda Research GmbH

4 Aktueller Geschäftsgang und Ausblick

Ertragslage

PosterXXL konnte 2012 mit einer Umsatzsteigerung von 52,3% (2012: €31,5 Mio.) das Umsatzwachstum aus den Vorjahren fortsetzen. Im Vergleich zur proportionalen Zunahme der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zum Umsatzwachstum 2009 bis 2011, sind diese 2012 überproportional (115,4% bei 52,3% Umsatzwachstum) von €9,3 Mio. auf €19,9 Mio. gestiegen. Teilweise ist dieser Anstieg mit Sondereffekten aus der Anleihenemission sowie aus der photokina Messe zu erklären (€0,9 Mio.). Umsatzabhängige Kosten für Marketing und die Warenabgabe sowie der weitere Anstieg von Leasingkosten schlagen zusätzlich zu Buche. Zusätzlich konnten, bedingt durch anhaltend hohe Bestellungseingänge bis zum Ende des 4. Quartals, einige Lieferungen nicht mehr vor Beendigung des Geschäftsjahres durchgeführt werden. Dies führte in der Folge zu einem Umsatzübertrag von €1,9 Mio., welcher erst im ersten Quartal 2013 realisiert wurde.

Ebenso haben hohe Investitionen in das Humankapital (Ø2012: 57 neue Mitarbeiter; +37% zu 2011) stattgefunden, welche sich in einem überproportional hohen Personalaufwand von €6,6 Mio. (2011: €3,6 Mio.) widerspiegeln. Geprägt durch die Insourcing-Strategie und ein konsequentes Kostenmanagement der letzten Jahre sank der Materialaufwand wiederum um 0,5% auf €6,14 Mio. (2011: €6,16 Mio.). Auch in der Produktion zeigt sich die gestiegene Effizienz mit einer Bruttomarge von 80,4% (2011: 70 %).



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH (Planzahlen sind geschätzte Werte der Autoren)

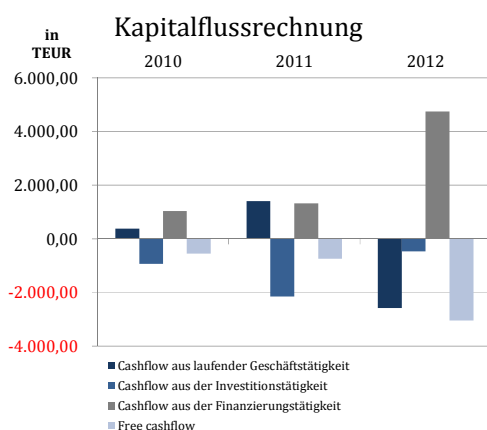
Die genannten Investitionen in das Humankapital sowie die überproportional hohen sonstigen betrieblichen Aufwände wirken sich sowohl negativ auf das operative Ergebnis (€-1,2 Mio.) wie auch auf das Jahresendergebnis (€-1,6 Mio.) aus. (Dementsprechend fallen auch die EBIT-Marge (-3,7%) und die Nettomarge (-5,1%) negativ aus). Die weiterhin stabile Marktposition in Deutschland sowie die zunehmend gute Marktstellung im Ausland (zuletzt Expansion nach Belgien, Okt. 2012) bekräftigen unsere Annahme, dass die posterXXL AG auch zukünftig Wachstumspotentiale von bis zu 50% p.a. realisieren kann. Die effiziente Produktion sowie die hohen Investitionen ins Humankapital in 2012 legen den kapazitären Grundstein für dieses Wachstum.

Liquiditätslage

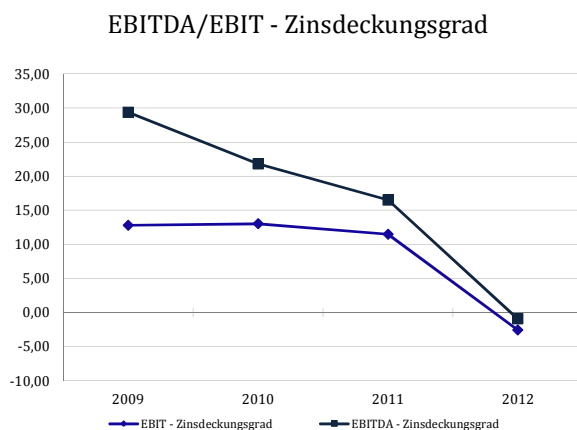
Die Cashbestände haben 2012 um 74% auf €4.0 Mio. zugelegt. Allerdings resultiert dieser hohe Cashbestand ausschließlich aus dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (€4,8 Mio.), das heißt aus der Begebung der Anleihe. Kritisch zu sehen ist, dass der operative Cashflow mit -€2,6 Mio. stark negativ ausfällt. Zum Einen resultiert dies aus den hohen Investitionen in das Working Capital (Zunahme Vorräte: €1,2 Mio., Zunahme Forderungen: €2,4 Mio.), zum anderen aus dem Jahresverlust von €1,6 Mio. Diese Zunahme des WC erfolgte im Zuge der bereits beschriebenen Umsatzverschiebung. Die CAPEX gingen im Vergleich zum Vorjahr um 80% auf €0,5 Mio. zurück. Die Investitionen in neue Maschinen wurden daher größtenteils durch Leasing finanziert.

Der Free Cashflow fällt dementsprechend negativ aus (-€3,0 Mio.). Das deutliche Umsatzwachstum, sowie die Margenverbesserung weisen allerdings auf erste Erfolge der Insourcing-Strategie und Effizienzverbesserung hin. Aufgrund der unerwartet hohen Investitionen in das Working Capital - verursacht durch den beschriebenen Spill-over Effekt- erwarten wir für das Jahr 2013 Desinvestitionen in diesem Bereich, sodass sich Vorratsniveaus, Forderungsbestände etc. wieder auf Normallevel einpendeln werden. In Kombination mit einem weiteren erwarteten Umsatzanstieg 2013 und verbesserter Profitabilität, sehen wir für 2013 eine deutliche Verbesserung des FCF.

Die erwarteten Zinsverpflichtungen aus der Anleihe für 2013 ergeben sich aus dem gezeichneten Volumen von aktuell €5,9 Mio. und dem Kupon von 7,25% und werden sich auf €0,4 Mio. belaufen. Diesjährige Ebit- und EBITDA-Zinsdeckungsgrade sind aufgrund des negativen Jahresergebnissen nicht aussagekräftig. Allerdings ist die Cash Conversion stark positiv zu beurteilen, da aufgrund der langen Kreditorenlaufzeit, das Lager noch vor dem Zahlungsziel umgeschlagen wurde und Cash von Debitoren bereits erhalten wurde. Entwickelt sich die Ertragslage wie prognostiziert, sollten die Zinsaufwendungen auch zukünftig problemlos aus der operativen Tätigkeit finanzierbar sein.



Quelle: posterXXL, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Quelle: posterXXL, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Finanz- / Vermögenslage

Die größten Positionen der Aktivseite sind die Flüssigen Mittel, die Debitoren und Maschinen. In 2012 wurde weiter verstärkt in neue und effizientere Maschinen investiert. Diese Maschineninvestitionen wurden größtenteils über operatives Leasing finanziert, was vor allem die Zunahme der sonstigen außerbilanziellen Verpflichtungen um 30% auf €3,5 Mio. erklärt. Aufgrund dieser Insourcing-Strategie steigerte sich die Rotertragsmarge auf rund 80% (2012). Bedingt durch Abschreibungen von €0,5 Mio. hat das Anlagevermögen allerdings gegenüber dem Vorjahr um 5% abgenommen.

Resultierend aus den zugeflossenen Mitteln aus der Anleihenemission legten die Cashbestände 2012 um 74% zu. Die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände verdoppelten sich auf €4,7 Mio. und sind vor allem den erhöhten Umsatzsteuerrückerstattungsansprüchen im Zusammenhang mit der Überschreitung der Lieferschwelen im Ausland geschuldet, sowie höheren Forderungen im Verbundbereich. Die Vorräte verdoppelten sich ebenfalls aufgrund der beschriebenen Umsatzverschiebung in das Frühjahr 2013, wodurch sich das Lager vor allem um unfertige Erzeugnisse erhöhte.

Die Eigenkapitalquote beträgt 2012 9% (Vorjahr: 30%) und wurde durch einen Bilanzverlust von €0,8Mio. stark vermindert. Der Verschuldungskoeffizient beträgt 1000% und resultiert vor allem aus der Begebung der Anleihe. Wir erwarten, dass dieser in Folge von Tilgungen und einer Verbesserung des Ergebnisses zukünftig wieder abnehmen wird, da ein hoher Leverage zunehmende Risiken bedeutet und sich negativ auf das Wachstum auswirken könnte. Der Markt bewertet die Anleihe aktuell nur zu 75%, was einer effektiven Rendite von 22% entspricht. Zukünftiges Wachstum durch externe Quellen zu finanzieren fällt dadurch schwer. Nichtsdestotrotz sichert der hohe Cashbestand kurzfristig ein gewisses Maß an Flexibilität.

6 Finanzanalyse

6.1 Überblick über die Finanzlage

Die posterXXL AG erstellt ihren Jahresabschluss nach den Richtlinien des HGBs. In den nachstehenden Tabellen findet sich eine Zusammenfassung der Finanzberichterstattung.

Gewinn- und Verlustrechnung (in TEUR)	2012	2011	2010	2009
Umsätze	31.251	20.516	13.431	7.796
Gesamtleistung	32.324	20.642	13.682	7.854
Personalkosten	(6.610)	(3.610)	(1.932)	(1.071)
Materialkosten	(6.136)	(6.165)	(5.512)	(3.128)
sonstige betriebliche Aufwendungen	(19.993)	(9.283)	(5.480)	(3.356)
EBITDA	-415	1.585	758	299
Abschreibungen	(753)	(483)	(305)	(169)
EBIT	-1.168	1.102	453	130
Zinsaufwand	(458)	(96)	(35)	(10)
Zinserträge	28	38	5	2
Außerordentlicher Aufwand	0	0	(0)	0
Ergebnis vor Steuern	-1.598	1.044	423	122
Steuern	(2)	(357)	(108)	(0)
Nettoergebnis	-1.601	687	315	122

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Bilanz (in TEUR)	2012	2011	2010	2009
Anlagevermögen	3.541	3.722	2.043	1.341
Sachanlage	3.167	3.329	1.545	555
Immaterielle Vermögensgegenstände	139	157	262	361
Finanzanlage	236	236	236	425
Umlaufvermögen	11.013	5.744	3.204	2.109
Vorräte	2.312	1.121	523	391
Forderungen	4.690	1.658	763	166
Flüssige Mittel	4.011	2.302	1.725	1.245
Sonstiges	94	745	252	309
Total Aktiven	14.648	9.548	5.306	3.452
Eigenkapital	1.297	2.897	2.211	1.896
Rückstellungen	1.087	650	321	19
Finanzverbindlichkeiten/ Mietkauf	7.306	2.560	1.239	207
betriebliche Verbindlichkeiten	4.959	3.441	1.535	1.330
Total Passiven	14.648	9.548	5.306	3.452

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Geldflussrechnung (in TEUR)	2012	2011	2010
Nettoergebnis	(1.601)	687	315
Abschreibungen	(753)	(483)	(305)
Cashflow aus Geschäftstätigkeit	(2.578)	1.408	381
Cashflow aus Investitionstätigkeit	(467)	(2.152)	(932)
<i>Free Cash Flow</i>	<i>(3.044)</i>	<i>(744)</i>	<i>(551)</i>
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.753	1.321	1.031
Cashflow total	1.709	577	480

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

6.2 Finanzkennzahlen

Wir betrachten einige Finanzkennzahlen, um die finanzielle Situation besser zu beurteilen. Dabei liegt der Fokus auf der Analyse, inwiefern die posterXXL Schulden (Zinsen, Anleihen, etc.) beglichen kann.

Kennzahl	2012	2011	2010	2009	Ø
Umsatz (in TEUR)	31.251	20.516	13.431	7.796	18.249
Bruttomarge	83,8%	70,6%	60,8%	60,6%	69,0%
EBITDA Marge	-1,3%	7,7%	5,6%	3,8%	4,0%
EBIT Marge	-3,7%	5,4%	3,4%	1,7%	1,7%
Nettomarge	-5,1%	3,3%	2,3%	1,6%	0,5%
Eigenkapitalrendite	-123,4%	23,7%	14,2%	6,4%	-19,8%
Gesamtkapitalrendite	-10,9%	7,2%	5,9%	3,5%	1,4%
Return on capital employed (ROCE)	-25,1%	34,9%	26,3%	14,8%	12,7%
Nettofinanzschulden (in TEUR)	3.352	258	(486)	(1.014)	527
Nettofinanzschulden/ EBITDA	(8,1)	0,2	(0,6)	(3,4)	(3,0)
Nettoverschuldungsgrad	258,5%	8,9%	-22,0%	-53,5%	48%
Eigenkapitalquote	8,9%	30,3%	41,7%	54,9%	33,9%
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	(0,9)	16,5	21,8	29,4	16,7
EBIT-Zinsdeckungsgrad	(2,6)	11,5	13,0	12,8	8,7
Anlagedeckungsgrad I	36,6%	77,9%	108,2%	141,4%	91,0%
Anlagedeckungsgrad II	228,3%	141,3%	160,3%	143,1%	168,2%
Kreditorenlaufzeit	159,3	114,7	91,2	76,5	110,4
Debitorenlaufzeit	19,7	15,5	7,5	1,1	11,0
FCF (in TEUR)	(3.044)	(744)	(551)	-	-
Current ratio	2,01	1,58	1,87	1,39	1,71
Quick ratio	1,12	0,97	1,30	0,85	1,06

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

6.3 Kenndaten zur Zahlungsfähigkeit der posterXXL AG bzgl. Zinsen und Anleihen

- Starkes Umsatzwachstum und Verbesserung der Rohertragsmarge
Die verstärkten Marketinganstrengungen führten 2012 zu einem deutlichen Umsatzzanstieg von mehr als 50%. In Folge der Insourcing-Strategie konnte posterXXL die Bruttomarge um 10%-Punkte auf 80% steigern. Hohe sonstige betriebliche Aufwendungen sowie den durch die gestiegene Mitarbeiterzahl bedingten höheren Personalaufwand schlagen negativ beim EBIT und EBITDA, respektive bei den entsprechenden Margen zu Buche.
- Gestiegene Verschuldung und sinkende Eigenkapitalquote
Durch die Anleihenemission veränderte sich der Verschuldungsgrad (Nettoverschuldungsgrad: 258,5%) drastisch. Die Nettofinanzschulden vervielfachten sich auf €3,4 Mio. Die Verschuldungskapazität hat sich dadurch deutlich eingetrübt. Die Eigenkapitalquote sank von 31% auf 9% und führt damit zu einem gestiegenen Unternehmensrisiko. Das erhöhte Risiko schlägt sich im Kurs der Anleihe wieder, welche aktuell (29.08.2013) bei einem Kurs von 75% liegt, was einer Rendite von 22,3% entspricht.
- Gute Liquiditätskennzahlen, aber Verschlechterung des FCF
Der Großteil der Liquiditätskennzahlen verbesserte sich im Vergleich zum Vorjahr. Das Anlagevermögen ist langfristig auch zum überwiegenden Teil durch Mietkäufe und Leasing finanziert. Der Anlagedeckungsgrad II verbesserte sich um 87%-Punkte auf 228%. Sowohl die Leasingraten, als auch Zins- und Tilgungszahlungen sind Cashflow optimiert an die saisonale Umsatzverteilung angepasst. Da 90% der Kunden per Vorkasse zahlen und das Unternehmen ein gutes Debitorenmanagement betreibt, erfolgt ein durch eine Debitorenfrist von 19,7 Tagen und einer Kreditorenfrist von 160 Tagen die Finanzierung des operativen Geschäfts zu einem großen Teil durch das working capital. Die Kreditorenlaufzeit konnte verbessert werden (2011: 114 Tage), was sich in einer verbesserten Cash Conversion niederschlägt.
Aus Bonitätssicht betrachtet, sind Current Ratio und Quick Ratio stark positiv zu bewerten. Der Current Ratio stieg von 1,58 in 2011 auf 2,01 in 2013. Auch der Quick Ratio entwickelte sich aufgrund des hohen Cashbestands positiv (2011: 0,97 2012: 1,12).
Der FCF fällt aufgrund des negativen operativen Cashflows schlechter aus (2011: €-0,7 Mio. 2012: €-3,0 Mio.).

7 Abstimmung des aktuellen Creditrating

Altman „Z-Score“ ist ein weitverbreitetes Modell zur Beurteilung der Insolvenzwahrscheinlichkeit einer Unternehmung. Das auf „Z-Score“ basierende Ergebnis entspricht äquivalenten US Unternehmensanleihen Ratings (siehe Appendix 1). Der Durchschnittswert der posterXXL AG (5,62; Vorjahr: 6,22) entspricht einem äquivalenten Rating von „BB+“.

Ausschlaggebend dafür sind sowohl die gestiegene Fremdkapitalverschuldung sowie das negative Ergebnis in 2012. Dies wirkt sich ebenso auf den Kursverlauf und eine hohe 30 Tage Volatilität von 13,7% (Stand: 09.05.2013) aus.

Aktuell beurteilen wir die Bonität der posterXXL AG daher mit BB+ (Vorjahr: BBB). Wenn die prognostizierten Ertragerwartungen eintreten, sehen wir zukünftig wieder eine Verbesserung der Bonitätsbewertung.

30 Days volatility (in %)	
Mean	82,09
total diviation	3770,42
n-1	20
Variance	188,52
Standard Diviation	13,73
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH	

Altman Model	Altman Z"-Score	
	Aktuell	Vorjahr
6,56 * X1 = working capital / total assets	2,03	1,45
3,26 * X2 = retained earnings / total assets	-0,07	0,23
6,72 * X3 = EBIT / total assets	0,088	0,78
1,05 * X4 = equity / total liabilities	0,32	0,51
3,25 - constant	3,25	3,25
Dr. Kalliwoda Research © 2013	5,62	6,22

Appendix 1

US equivalent rating	Average Z"-Score	Sample Size
AAA	8,15	8
AA+	7,60	-
AA	7,30	18
AA-	7,00	15
A+	6,85	24
A	6,65	42
A-	6,40	38
BBB+	6,25	38
BBB	5,85	59
BBB-	5,65	52
BB+	5,25	34
BB	4,95	25
BB-	4,75	65
B+	4,50	78
B	4,15	115
B-	3,75	95
CCC+	3,20	23
CCC	2,50	10
CCC-	1,75	6
D	0,00	14

Average based on over 750 US industrial corporates with rated debt outstanding; 1994 data.

Contact

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Arndtstr. 47 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-13 81 92 15 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Unvers. of Economics), CFA Level 2 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Rainer Koch E-Mail: rk@kalliwoda.com	Computer-Science/Dipl.-Betriebw, (Frankfurt); seasoned international Executive IT-Industry	<u>Sectors:</u> IT, IT-Services, Internet, Media, Internet, Emerging Markets
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dario Maugeri E-Mail: dm@kalliwoda.com	Master of Science in Corporate Finance; Rotterdam School of Management	<u>Sectors:</u> Automotive, Technology
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset

Analyst of this research:
Dr. Norbert Kalliwoda,
CEFA



DISCLAIMER

Empfehlungen Aktienresearch und Einstufungen Credit Research

Empfehlungen Aktienresearch

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH verwendet ein 5-stufiges Aktien-Ratingsystem. Die Anlageempfehlungen werden bei Veröffentlichung der Analyse hinsichtlich folgender Einstufungen unter Berücksichtigung der zu erwartenden Rendite vorgenommen. Bei vorübergehenden Kursabweichungen außerhalb der unten angegebenen Kursspannen ändern wir nicht zwangsläufig unsere Einstufung. Allerdings ist es für uns ein Anlass, unsere originäre Empfehlung zu verändern.

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Die DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH begründet die fairen Werte der untersuchten Aktiengesellschaften auf einer Fundamentalanalyse. Hierzu zählen Discount-Cashflow-Verfahren, Sum-of-the-parts-Verfahren und Peer-Group-Vergleiche.

Einstufungen Credit Research

Im Zuge der CREDIT RESEARCH Analysen nimmt die DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH Einstufungen von einzelnen Anleihen vor.

Outperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität besser als vergleichende Anleihen.
Marketperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität mit dem Markt vergleichbar.
Underperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität schlechter als vergleichende Anleihen.

Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen posterXXL AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.