

29. September 2012

Small Cap | Europe | Germany

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Anleihen Research

Erstbewertung

Outperformer

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 %	7,485%
Stückzinsen	0,832

Kurs

aktueller Kurs	99,45
52 W. Hoch	99,45
52 W. Tief	98,35

Verlauf

1 Monat	0,66%
3 Monate	n.a
6 Monate	n.a

Rating

Creditform AG	BBB-
---------------	------

posterXXL - Anleihen Kurs



Analyst:

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

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

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 26. Juli 2017 fällig. Der Kupon beträgt 7,25% pro Jahr und wird jeweils am 15. Dezember ausbezahlt.
- Die posterXXL AG ist ein stark wachsendes Online-Druckunternehmen, mit Produkten, wie Großformatdrucke (Poster, Leinwände, Acryl-Platten), Fotobücher, Fotokalender, sowie zusätzlichen Produkten rund um das Thema Foto (Foto-Service). Die Kernkompetenz der posterXXL liegt dabei vor allem im Marketing.
- Durch eine organische Wachstumsstrategie auf dem deutschen Markt kann die posterXXL AG ihre Positionierung auf dem deutschen Heimatmarkt stetig verbessern und vom starken Wachstum der e-commerce Branche profitieren. Darüber hinaus strebt das Unternehmen auch in den angrenzenden europäischen Ländern eine Marktdurchdringung an.
- Die Anleihe weist ein Rating der Creditreform von „BBB-“ (Investmentgrade) auf. Aufgrund der guten Liquiditäts- und Ertragslage ergibt unsere Berechnung mit Hilfe des Altmann Z“-Score-Modells ein equivalentes Rating von „BBB“. Die aktuellen Zinsverpflichtungen sind solide durch die operative Geschäftstätigkeit gedeckt (EBIT-Zinsdeckungsgrad von 11,5). Durch das weiterhin stark anhaltende Wachstum sehen wir auch die zukünftigen, aus der Anleihe resultierenden Zinszahlungen, für gesichert an.
- Investitionen in neue und effizientere Maschinen bei gleichzeitigem positiven Free Cashflow. Wie der starke Umsatzanstieg, sowie die deutliche Ergebnisverbesserung der letzten Jahre zeigen, generiert der hohe Investitionsinput auch ein stetig wachsendes Output.

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

Inhaltsverzeichnis

1	SWOT Analyse	3
2	Risikoprofil des Unternehmens	4
2.1	Unternehmensprofil	4
2.2	Geschichte.....	4
2.3	Produkte und Dienstleistungen	4
2.4	Marktumfeld.....	6
2.5	Kapitalstruktur.....	8
3	Aktueller Geschäftsgang und Ausblick	9
4	Finanzanalyse	11
4.1	Überblick über die Finanzlage	11
4.2	Finanzkennzahlen	12
4.3	Kenndaten zur Zahlungsfähigkeit der posterXXL AG bzgl. Zinsen und Anleihen	13
4.4	Verwendung des Anleihenkapitals	14
5	Peer – Vergleich: CeWe COLOR Holding AG	14
6	Abstimmung des aktuellen Creditrating.....	15

1 SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Große Bekanntheit durch effizientes Marketing (unterstützt durch CRM-System und Marketing Controlling) - Hoher Automatisierungsgrad bei individualisiertem Produktangebot - Hohe Innovationskraft - Geringes Klumpenrisiko bei Kunden - Gute Liquiditätskennzahlen - Produktionskapazitäten für ca. 100 Mio. Euro saisonbereinigten Umsatz - starke Ausrichtung auf kundenspezifische Anforderungen - hohe Branchenkenntnis 	<ul style="list-style-type: none"> - Hohe Saisonalität
Chancen	Gefahren
<ul style="list-style-type: none"> - Trend zur Individualisierung und Convenience - Wachstum der digitalen Fotografie und des E-Commerce Geschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> - Leichte Substituierbarkeit der Produkte - Geringe Markteintrittsbarrieren - Stark fragmentierter Markt mit hohem Wettbewerbs- und Preisdruck

2 Risikoprofil des Unternehmens

2.1 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 den Niederlanden.

2.2 Geschichte

- 2004 Gründung der posterXXL AG
- 2006 Sortimentserweiterung um Fotoleinwände, Acryl-Glas, Alu-Dibond und Rahmen
- 2007 Internationalisierung und Öffnung für Wiederverkäufer, Fotofachhandel und Fotografen
- 2010 Expansion zum Vollsortimenter
- 2011 Ausbau des Sortiments um den Bereich Foto-Merchandising

2.3 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, Software, Elektronik und ähnlichem.

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, 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.

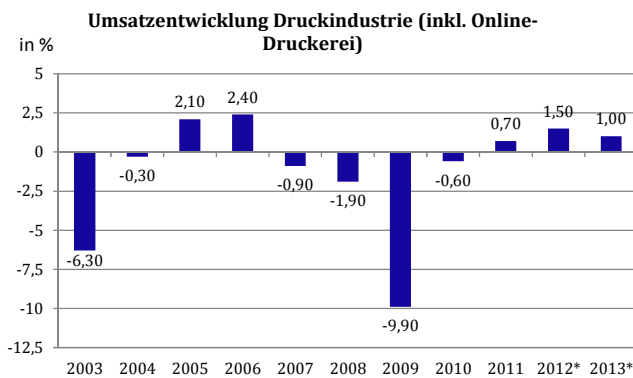
Weitere Leistungen

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, Mauspads und iphone-cases an.

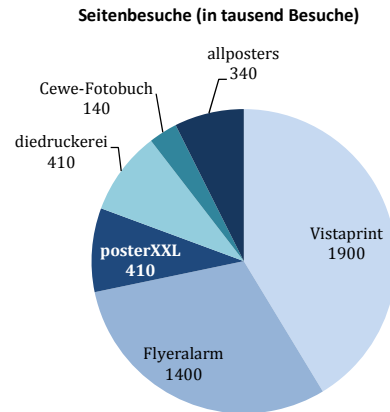
2.4 Marktumfeld

Während sich die klassischen Druckbetriebe in einer strukturellen Krise befinden, wächst der Markt der Online-Druckerzeugnisse zweistellig und verdrängt zusehends die klassische Druckindustrie.

Die klassische Druckindustrie ist darüber hinaus stark fragmentiert, 95% der Druckereien sind KMUs.



Quelle: Statista, Dr. Kalliwoda Research GmbH

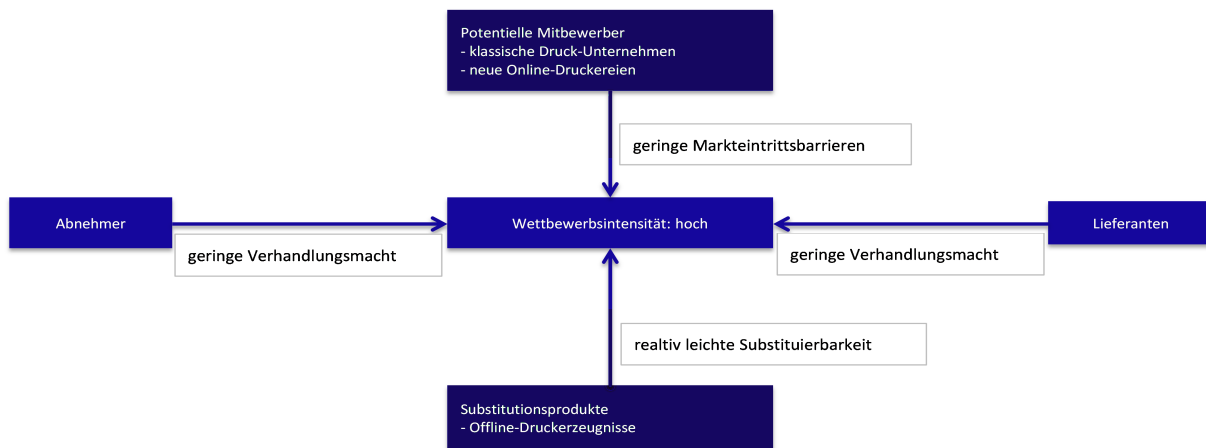


Quelle: Alexa, Google Ad Planner, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Aufgrund niedriger Markteintrittsbarrieren sind aktuell neben den reinen Online-Druckereien auch eine Vielzahl von klassischen Druckunternehmen, die das Onlinegeschäft zusätzlich betreiben, auf diesem Markt aktiv. Allerdings zeichnen sich Konsolidierungstendenzen ab, so übernahm z.B. die CeWe Color AG & Co. OHG im Frühjahr diesen Jahres das Dresdner Online-Druck Unternehmen Saxoprint.

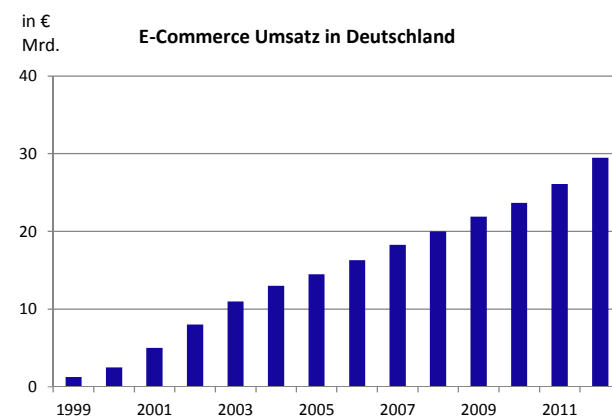
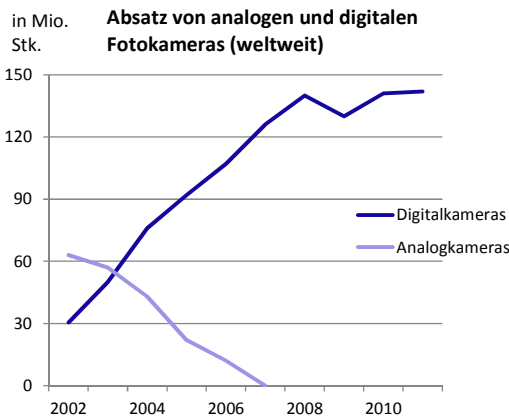
Den Großteil des Umsatzes generieren die Online-Druck Unternehmen mit B2C-Kunden, die wegen starker Umsatzstreuung nur begrenzte Verhandlungsmacht besitzen.

Dennoch herrscht, aufgrund der relativ leicht substituierbaren Produkte und der noch geringen Branchenreife, ein hoher Wettbewerb und Preiskampf auf diesem Markt. Es ist damit zu rechnen, dass sich in diesem Marktumfeld etablierte und markenstarke Unternehmen durchsetzen werden.



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Das starke Wachstum in der digitalen Fotografie und die gestiegene Nachfrage nach Produkten, digitale Fotos nicht nur auf dem Computer anzuschauen, führt auch zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage nach Fotobüchern (+60% im Vergleich zum Vorjahr) und Foto-Geschenkartikeln.



Durch günstigere und schnellere Internetverbindungen, sowie einfacher Bedienoberflächen der Webseiten und sicheren Bezahlssystemen wird das Einkaufen über das Internet immer attraktiver. Darüber hinaus profitiert die Online-Druck Branche von den aktuellen Nachfragetrends Convenience und Individualität, sowie dem Wunsch nach Einfachheit in der Handhabung von Produkten.

Erfolgsfaktoren im Online-Druck Markt

1. Bekanntheit

Aufgrund der Ähnlichkeit der Produkte und der starken Fragmentierung der Branche ist es für die Unternehmen wichtig aus der Masse herauszustechen. Eine große Bekanntheit ist unerlässlich für den Erfolg und setzt ein gezieltes Marketing voraus, welches allerdings mit hohen Werbeaufwendungen verbunden ist.

2. Kosteneffizienz

Der starke Wettbewerb setzt die Preise unter Druck. Um langfristig auf dem Markt tätig zu sein, bedarf es eines guten Kostenmanagements. Effiziente und neue Maschinen, sowie ein hoher Auslastungsgrad sind hierfür unerlässlich.

3. Innovationskraft

Die Online-Druckindustrie ist ein schnelllebiges Markt und erfordert ständige Produktinnovationen, um sich von der Konkurrenz absetzen zu können. Um die Wettbewerbsposition zu halten, muss das Unternehmen kontinuierlich neue Kundenbedürfnisse schaffen.

2.5 Kapitalstruktur

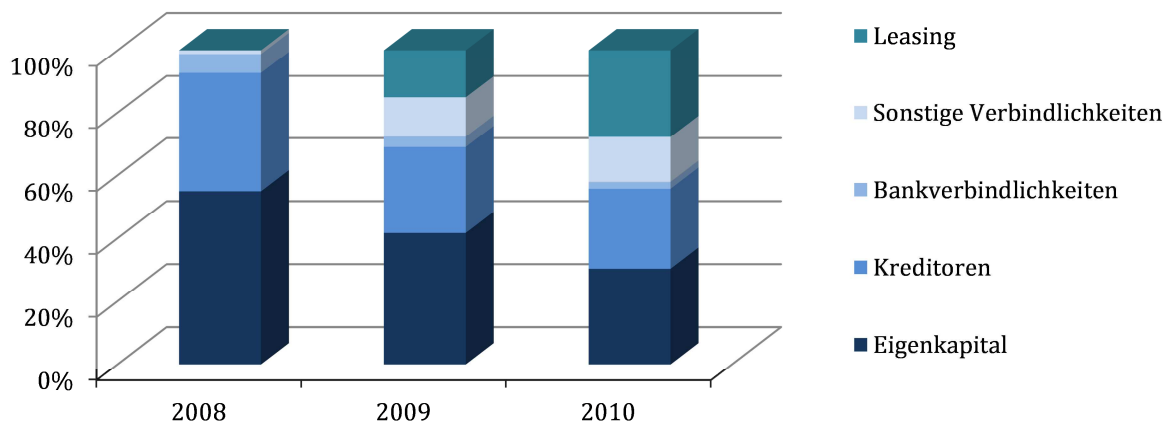
Die posterXXL AG ist zu 100% im Besitz der karanga GmbH. Es besteht kein Gewinnabführungsvertrag mit der Muttergesellschaft.

Die Finanzierung der posterXXL AG erfolgte weitestgehend unabhängig von den Kreditinstituten (2011: 2% der Passiven sind Verbindlichkeiten ggü. Banken). Das Organische Wachstum wurde ausschließlich durch den operativen Cashflow finanziert. Im vergangenen Jahr wurde verstärkt in Maschinen für die Druckerweiterverarbeitung investiert, die zum Großteil durch Leasing, zum kleineren Teil durch Mietkaufkonstrukte finanziert wurden. Der Anteil der Verbindlichkeiten aus Mietkäufen legte auf 24,7% der Passiven in 2011 zu. Die sonstigen finanziellen Verpflichtungen unterhalb der Bilanz belaufen sich 2011 auf €2,56 Mio.

Lediglich 39% der Verbindlichkeiten sind langfristig. Ein Großteil wird daher aktuell durch kurzfristige Verbindlichkeiten (v.a. Kreditoren) finanziert. Durch die Anleihenemission wird sich dieses Verhältnis positiv entwickeln, sodass ein größerer Teil langfristig finanziert und die Finanzlage gestärkt wird.

Das Eigenkapital hat sich aufgrund einbehaltener Gewinne positiv entwickelt, dennoch ist die Eigenkapitalquote, wegen Verlängerung der Bilanzsummen kontinuierlich gesunken.

Finanzierungsstruktur



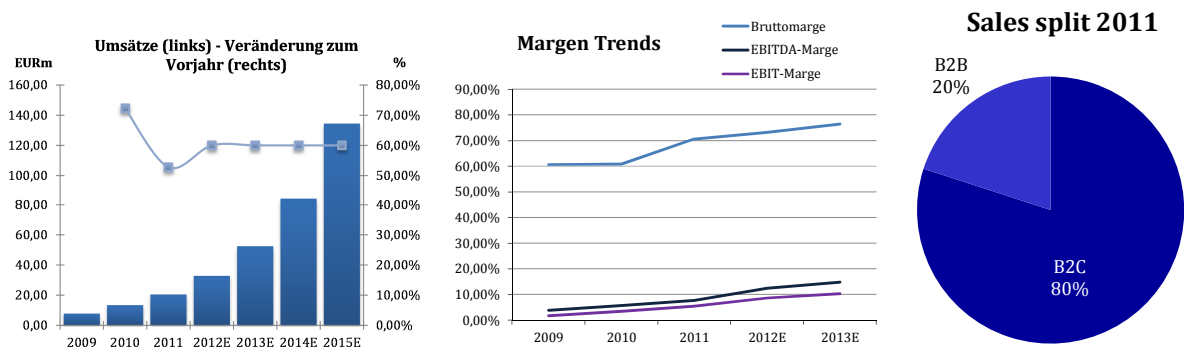
Quelle: posterXXL, Dr. Kalliwoda Research GmbH

3 Aktueller Geschäftsgang und Ausblick

Ertragslage

Als stark wachsendes Unternehmen legte der Umsatz in den letzten drei Jahren durchschnittlich um 60% auf €20,5 Mio. (2011) zu. Auch zukünftig rechnen wir mit einer Wachstumsrate von rund 60% p.a., da zum einen die posterXXL AG mit Hilfe der Erlöse aus der Anleihenemission die Marktdurchdringung für Deutschland, sowie den Ausbau der Marktposition im Ausland (Umsatzanteil auf 30% steigern) fokussiert und zum anderen die Branche der Online-Druckerzeugnisse ein Wachstumsmarkt ist.

Während sich der Umsatz von 2009 auf 2011 fast verdreifacht hat (€7,8 Mio. auf €20,5 Mio.), sind die Personalkosten leicht überproportional (€1,07 Mio. auf €3,6 Mio.) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (dazu zählen vor allem Aufwendungen für Werbung und Kosten der Warenabgabe) proportional gestiegen (€3,36 Mio. auf €9,28 Mio.). Der Materialaufwand legte hingegen nur unterproportional zu (€3,13 Mio. auf 6,16 Mio.), was die Erfolge der Insourcing-Strategie und des konsequenten Kostenmanagements widerspiegelt. Die gesteigerte Effizienz der Produktion zeigt sich in einem Anstieg der Bruttomarge um 10%-Punkte auf 70,6%; die kontinuierlich verbesserte Ertragslage in höheren operativen Margen (7,7% EBITDA-Marge in 2011). Das Management strebt eine zweistellige operative Marge an. Das erscheint uns aktuell realistisch, da durch zukünftiges, anorganisches Wachstum weitere Skalenerträge realisiert und bestehende Kapazitäten im Bereich des Personals optimal ausgelastet werden können. Des Weiteren ermöglicht das Insourcing eine optimale Kontrolle über den Preis und die Kosten.



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

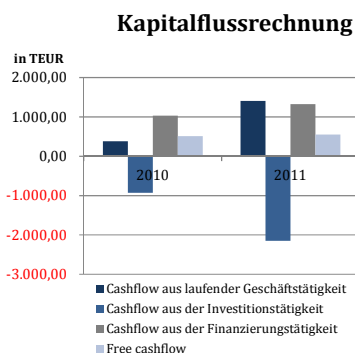
Der hohe Bekanntheitsgrad bei B2C-Kunden, vor allem durch die TV-Spots, führt zu einem Umsatz von ca. €16 Mio. (2011) und stellt damit die tragende Säule der Geschäftstätigkeit dar. Durch den Einsatz von Marketing-Controlling und CRM-Systemen soll das Marketing effizienter gestaltet und durch neue Absatzkanäle Zusatzverkäufe generiert werden. Das B2B-Geschäft (Umsatz 2011: Ca. €4 Mio.) soll durch Wiederverkäufer, Fotofachhandel und Fotografen, sowie durch die Akquisition von Firmenkunden für klassische Printprodukte weiter ausgebaut werden.

Das Unternehmen entwirft und konzipiert laufend neue Produktinnovationen und plant zukünftig neben dem Online-Vertrieb, auch den Verkauf durch Retail-Shops.

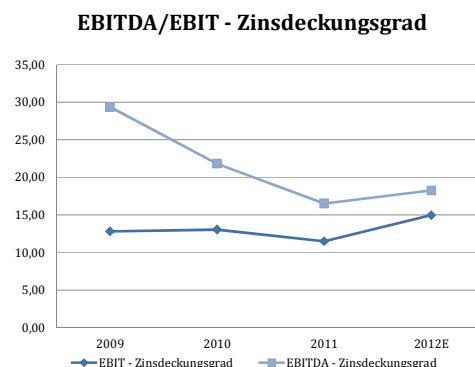
Liquiditätslage

Die Liquiditätslage des Unternehmens zum Bilanzstichtag ist positiv zu beurteilen. Bedingt durch den saisonal hohen Umsatz im November und Dezember (50% des Umsatzes in Q4) weist das Unternehmen sehr hohe Cashbestände und eine geringe Nettoverschuldung auf. Die Zins-, Tilgungs- und Leasingzahlungen sind Cashflow optimiert, saisonal angepasst. Ebenso werden die zukünftigen Zinszahlungen für die Anleihe in diesem Quartal erfolgen. Der Cashflow aus operativer Tätigkeit konnte von €0,4 Mio. in 2010 auf €1,4 Mio. in 2011 deutlich verbessert werden. Trotz hohen Investitionen in das Anlagevermögen (€2,83 Mio.) fällt der Free Cashflow positiv (TEUR 554) aus, da der Mittelabfluss aus der Finanzierung über Leasing und Mietkaufkonstrukte über die nächsten Jahre verteilt wird. Die erfolgreiche Auftragslage und die erwarteten Erträge für die kommenden Jahre zeigen aber, dass die Investitionen bereits ihre positive Wirkung entfalten und in den folgenden Jahren die Ertragslage der posterXXL AG stark verbessern werden.

Bei Zeichnung der gesamten Tranche von €15 Mio. käme ein zusätzlicher Zinsaufwand von €1,09 Mio. zu den bisherigen Zinsaufwendungen (T€ 96) hinzu. Entwickelt sich die Ertragslage, wie prognostiziert, sollten diese Aufwendungen problemlos aus der operativen Tätigkeit gezahlt werden können. Mit einem aktuellen, durchschnittlichen EBITDA- und EBIT-Zinsdeckungsgrad von 22,6 respektive 12,4 sind die laufenden Zinszahlungen solide gedeckt.



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, Vorräte und Maschinen. In den vergangenen zwei Jahren wurde stark in technische Anlagen und Maschinen investiert (2009: €0,13 Mio. auf € 2,89 Mio.). Auf der Passivseite korrespondiert diese Zunahme mit einem Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten, welche vor allem Mietkaufverpflichtungen (€2,36 Mio.) beinhalten. Das operative Geschäft wird größtenteils durch Kreditoren (2011: €2,42 Mio.) finanziert, mit einer Zahlungsfrist von Ø 94,1 Tagen. Das Eigenkapital entwickelte sich in den letzten zwei Jahren, wegen einbehaltener Gewinnen, positiv (+ 53%). Aufgrund der Bilanzverlängerung sank im gleichen Zeitraum die Eigenkapitalquote. Mit 30% ist diese befriedigend, aber verbesserungswürdig, zumal durch weiteres Wachstum und Zunahme von verzinslichem Fremdkapital diese Kennzahl weiter unter Druck gerät. Der Verschuldungskoeffizient beträgt 230% und wird aufgrund der Anleihe zukünftig noch ansteigen. Positiv sehen wir die geringe Abhängigkeit von Banken.

4 Finanzanalyse

4.1 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)	2011	2010	2009
Umsätze	20.516	13.431	7.796
Gesamtleistung	20.642	13.682	7.854
Personalkosten	(3.610)	(1.932)	(1.071)
Materialkosten	(6.165)	(5.512)	(3.128)
sonstige betriebliche Aufwendungen	(9.283)	(5.480)	(3.356)
EBITDA	1.585	758	299
Abschreibungen	(483)	(305)	(169)
EBIT	1.102	453	130
Zinsaufwand	(96)	(35)	(10)
Zinserträge	38	5	2
Außerordentlicher Aufwand	0	(0)	0
Ergebnis vor Steuern	1.044	423	122
Steuern	(357)	(108)	(0)
Nettoergebnis	687	315	122

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

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

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Geldflussrechnung (in TEUR)	2011	2010
Nettoergebnis	687	315
Abschreibungen	(483)	(305)
Cashflow aus Geschäftstätigkeit	1.408	381
Cashflow aus Investitionstätigkeit	(2.152)	(932)
<i>Free Cash Flow</i>	554	513
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1.321	1.031
Cashflow total	577	480

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

4.2 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.) begleichen kann.

Kennzahl	2011	2010	2009	Ø
Umsatz (in TEUR)	20.516	13.431	7.796	13.915
Bruttomarge	70,6%	60,8%	60,6%	64,0%
EBITDA Marge	7,7%	5,6%	3,8%	5,7%
EBIT Marge	5,4%	3,4%	1,7%	3,5%
Nettomarge	3,3%	2,3%	1,6%	2,4%
Eigenkapitalrendite	23,7%	14,2%	6,4%	14,8%
Gesamtkapitalrendite	7,2%	5,9%	3,5%	5,6%
Return on capital employed (ROCE)	34,9%	26,3%	14,8%	25,3%
Nettofinanzschulden (in TEUR)	258	(486)	(1.014)	(414)
Nettofinanzschulden/ EBITDA	0,2	-0,6	-3,4	(1,3)
Nettoverschuldungsgrad	8,9%	-22,0%	-53,5%	-22%
Eigenkapitalquote	30,3%	41,7%	54,9%	42,3%
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	16,5	21,8	29,4	22,6
EBIT-Zinsdeckungsgrad	11,5	13,0	12,8	12,4
Anlagedeckungsgrad I	77,9%	108,2%	141,4%	109,1%
Anlagedeckungsgrad II	141,3%	160,3%	143,1%	148,2%
Kreditorenlaufzeit	114,7	91,2	76,5	94,1
Debitorenlaufzeit	15,5	7,5	1,1	8,1
FCF (in TEUR)	554	513	-	-
Current ratio	1,58	1,87	1,39	1,61
Quick ratio	0,97	1,30	0,85	1,04
Investitionskosten/ Umsatz	13,8%	10,4%	-	-
Working capital/ Umsatz	21,9%	11,1%	7,6%	13,5%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

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

- Kontinuierliche Verbesserung der Rentabilitätskennzahlen
Trotz der Finanzkrise gelang es der posterXXL AG den Umsatz von 2009 auf 2011 um 160% zu steigern und das EBIT auf TEUR 1.044 zu versiebenfachen. Die stabile Entwicklung der Margen (EBITDA-Marge Ø 5,7% und EBIT-Marge Ø 3,5%), sowie ein hohes ROCE (Ø 25,3%) zeigen die solide Ertragslage und deuten auf eine effiziente, operative Tätigkeit hin.
- Geringe Verschuldung und solide Eigenkapitalquote
Bedingt durch den saisonalen hohen Bargeldbestand am Ende des Jahres fällt die Nettoverschuldung mit TEUR 258 (2011) und der Nettoverschuldungsgrad (8,9% in 2011) gering aus. Mit 30,3% ist die Eigenkapitalquote für ein stark wachsendes Unternehmen befriedigend.
- Starke Überdeckung der Zinskosten durch das operative Geschäft
Das Unternehmen erwirtschaftet aus operativer Tätigkeit 12-mal mehr, als es zum Begleichen des Zinsaufwandes benötigt. posterXXL zahlt durchschnittlich 3,5% Zinsen auf seine Finanzschulden, das EBIT respektive das EBITDA decken diese Verbindlichkeiten problemlos ab (Ø 12,4 resp. Ø 22,6).
- Sehr gute Liquiditätslage
Das Anlagevermögen ist langfristig, größtenteils durch Mietkäufe finanziert (Ø Anlagendeckungsgrad II 148,3%). Sowohl die Leasingraten, als auch Zins- und Tilgungszahlungen sind Cashflow optimiert an die saisonale Umsatzverteilung angepasst. Weil 90% der Kunden per Vorkasse zahlen und das Unternehmen ein gutes Debitorenmanagement betreibt, erfolgt durch eine Ø Debitorenfrist von 8,1 und einer Ø Kreditorenfrist von 94,1 Tagen die Finanzierung des operativen Geschäfts zu einem großen Teil durch das working capital.
Sehr starke Liquiditätssituation (Ø Current Ratio 1,61). Der FCF fällt wegen einem gutem operativen CF (2011: TEUR 1.408) und der Finanzierung durch Mietkaufkonstrukte positiv aus (2011: TEUR 554).

4.4 Verwendung des Anleihenkapitals

Die posterXXL AG möchte die Finanzierung weiterhin unabhängig von Bankkrediten gestalten. Um die angestrebte Marktdurchdringung in Deutschland und die Expansion in ausgewählte Länder zu erreichen plant die posterXXL AG anorganisch durch Übernahmen zu wachsen. Ziel der Unternehmung ist es im Markt der Online-Druckerei als Vollsortimentsanbieter aufzutreten. Das Unternehmen beabsichtigt durch Wachstum seine Wettbewerbsposition weiter zu stärken.

Dieses Wachstum soll langfristig über die Emission der Anleihe finanziert werden. 80% des Emissionserlöses sollen für Unternehmensübernahmen verwendet werden. Die übrigen 20% fließen in die Erschließung neuer Märkte und den Ausbau des Einzelhandels, sowie die Erweiterung des Maschinenparks.

Die Exit Strategie sieht für den Fall, dass die posterXXL AG kein passendes Unternehmen akquirieren kann, vor, 100% des Anleihenerlöses für die Erschließung neuer Märkte, sowie den Ausbau des Einzelhandels und des Maschinenparks zu investieren.

5 Peer – Vergleich: CeWe COLOR Holding AG

Ziel des Peer-Vergleichs soll sein, ein Unternehmen zu finden, welches eine ähnliche Struktur, sowie ein ähnliches Tätigkeitsfeld hat. Da aktuell allerdings kein Unternehmen der direkten Peer-Group der posterXXL AG Anleihen ausstehen hat, beziehungsweise kein Kreditrating aufweist, wird die Anleihe der posterXXL in einem zweiten Verfahren mit einer Unternehmensanleihe gleichen Ratings mit Hilfe des Altmann Modells verglichen.

Im ersten Vergleich haben wir uns für die CeWe COLOR Holding AG entschieden, da die Unternehmung ähnliche Finanz- und Ertragsstrukturen aufweist und im gleichen Geschäft wie die posterXXL AG tätig ist.

Im Folgenden werden einige Kennzahlen verglichen, um eine Aussage über die verhältnismäßige Zahlungsfähigkeit der posterXXL AG treffen zu können, bzw. ob sie ihren Verpflichtungen aus der Anleihe nachkommen kann.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Vergleichswerte aus dem Jahr 2011.

Peer Vergleich	posterXXL	CeWe COLOR	favourisierte Kennzahl
Ø Umsatzrendite (2009-2011)	2,4%	2,9%	equal
Ø EBITDA Marge (2009-2011)	5,7%	13,8%	CeWe COLOR
Ø Return on capital employed (2009-2011)	25,3%	9,2%	posterXXL
Anlagedeckungsgrad II	1,41	1,32	posterXXL
Nettoverschuldungsgrad	8,9%	2,1%	CeWe COLOR
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	16,5	45,11	CeWe COLOR
Current Ratio	1,58	1,26	posterXXL

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Der Vergleich hat ergeben, dass die posterXXL AG im Durchschnitt ein besseres ROCE, sowie bessere Liquiditätskennzahlen aufweist. Bei den Kennzahlen zur Sicherheit schneidet hingegen die CeWe COLOR besser ab. Der Verschuldungsgrad der posterXXL fällt mit 8,9% dennoch sehr niedrig

aus. Bei der Umsatzrendite liegen beide Unternehmen nah bei einander, wohingegen die EBITDA-Marge der CeWe COLOR erheblich höher, als bei der posterXXL ausfällt.

Die posterXXL AG zeichnet sich durch eine gute Liquiditätslage aus, aber weist im Verhältnis zur CeWe COLOR noch geringere Margen auf. Die posterXXL AG ist im Vergleich zur CeWe COLOR ein noch sehr junges und kleines Unternehmen, welches durch zusätzliches Wachstum verstärkt Skaleneffekte realisieren kann, woraus mittelfristig einen Anstieg der Margen zu erwarten ist.

6 Abstimmung des aktuellen Creditrating

Altman „Z-Score“ ist ein weitverbreitetes Modell zur Beurteilung der Insolvenzwahrscheinlichkeit einer Unternehmung. Die Werte der posterXXL AG wurden hierbei mit den Werten der GOLFINO AG verglichen, einem Bekleidungshersteller mit Fokussierung auf Golf- und Freizeitmode. GOLFINO weist eine vergleichbare Größe, sowie das gleiche Creditrating bei der Creditreform (BBB-) auf.

Das auf „Z-Score“ basierende Ergebnis entspricht äquivalenten US Unternehmensanleihen Ratings. Siehe Appendix 1. Der Wert der posterXXL AG (6,21) entspricht einem äquivalenten Rating von „BBB“, der Wert von GOLFINO (6,37) ist äquivalent zu einem Rating von „BBB+“.

Wir beurteilen die Bonität der posterXXL AG daher mit BBB, was auch dem Credit Rating von Scope entspricht.

Altman Model	Altman Z"-Score	
6,56 * X1 = working capital / total assets	1,45	1,55
3,26 * X2 = retained earnings / total assets	0,23	0,11
6,72 * X3 = EBIT / total assets	0,78	0,64
1,05 * X4 = equity / total liabilities	0,51	0,82
3,25 - constant	3,25	3,25
	6,21	6,37

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

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		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 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 Univers. 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
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
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
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
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.