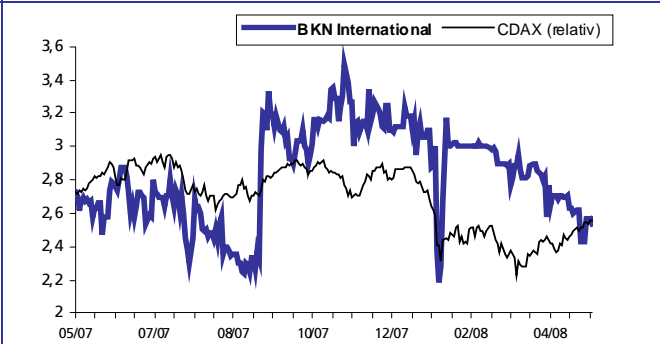


Halten Risiko: **Kursziel: EUR 2,60**
(alt: Halten) hoch (alt: EUR 3,35)

Solide H1 Zahlen – Reduzierung des Kursziels aufgrund höherer Investitionen – Empfehlung bleibt Halten

Bloomberg: BKQ GY Kurs: EUR 2,54
Reuters: BKQG.DE CDAX: 630,92
ISIN: DE0005290704
Internet: www.bknkids.com
Segment: General Standard
Branche: Entertainment/Media



Kursdaten: Bloomberg 08.05.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 3,90/ EUR 2,00
Marktkapitalisierung: EUR 49,28 Mio.
Aktienzahl: 19,4 Mio.

Aktionäre:

Streubesitz	27,6%
Charleville Investments	19,4%
Gordon Group Holding LLC	16,2%
Allianz Global Investors	8,9%
Michael Jack Kugler	8,2%
Credit Agricole	7,0%
Allen Bohbot	6,8%
Dalton	6,2%
Carmignac	4,2%
Cominvest	3,1%
DWS	2,9%

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 09.05.2008
Tim Wunderlich (Analyst) +49-(0)40 309537-185

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities)	+49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales	
Christian Alisch	+49-(0)40 3282-2667
Florian Bender	+49 (0)40 3282 2633
Thomas Dinges	+49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch	+49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson	+49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens	+49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen	+49-(0)40 3282-2630
Linn Lenné	+49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder	+49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann	+49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel	+49-(0)40 3282-2663
Sales Trading	
Oliver Merckel	+49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve	+49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen	+49-(0)40 3282-2679
Patrick Schepelmann	+49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow	+49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance	
Andrea Carstensen	+49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller	+49-(0)40 3282-2703

BKN International hat am 8. Mai 2008 die Zahlen für H1 2008 veröffentlicht. Während der Umsatz geringer als die Prognosen ausfiel, lag das EBIT im Rahmen der Schätzungen.

BKN International H1 2008

in Mio. EUR	H1 2008	H1 2008e	H1 2007	delta
Umsatz	8,2	10,0	7,6	8,5%
EBITDA	6,1	6,7	4,2	45,5%
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>74,6%</i>	<i>67,0%</i>	<i>55,6%</i>	
EBIT	3,7	3,7	2,7	37,5%
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>44,5%</i>	<i>37,0%</i>	<i>35,2%</i>	
Halbjahresüberschuss	2,4	2,7	1,9	27,5%

Quelle: BKN International, SES Research

Trotz eines negativen Währungseffekts von EUR 0,25 Mio. (50% vom Umsatz werden in US-Dollar generiert), stieg der Umsatz um 8,5% zum Vorjahr. Aufteilung nach Segmenten:

- Durch die Titel „Scruff“ (EUR 1,2 Mio.) und „Dork Hunters“ (EUR 1,1 Mio.) stiegen die **Fernsehumsätze** um 12% auf EUR 4,1 Mio.
- Die Verkäufe der **Markenartikel** stiegen um 6% auf EUR 4,1 Mio. Hierbei trug „Dork Hunters“ mit EUR 1,5 Mio. wesentlich zu den Erlösen bei

Der stark überproportionale Anstieg des EBIT verdeutlicht die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells von BKN. Ist ein Film erst einmal produziert, können zusätzliche Lizenzerlöse aus Fernsehen und Markenartikeln fast ohne weitere Kosten erwirtschaftet werden. Das EBIT profitierte außerdem von

- einem Rückgang der **Produktionsgebühren** um 0,4 Mio. Im letzten Jahr wurden diese durch Werbekosten für den Titel „Legend of the Dragon“ belastet
- **niedrigeren Löhnen und Sozialleistungen** aufgrund eines positiven Währungseffekts von ca. EUR 0,15 Mio. (Mitarbeiter, des New Yorker Studios)
- **niedrigeren sonstigen Aufwendungen** aufgrund des Wegfalls der einmaligen Aufwendung im letzten Jahr (EUR 0,5 Mio. für die Begebung einer Wandelanleihe).

Die um ungefähr 60% oder EUR 0,9 Mio. zum Vorjahr gestiegenen Abschreibungen wurden durch diese Kosteneinsparungen mehr als kompensiert.

Geschäftsjahresende	09/07	09/08e	09/09e	09/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 2,54 EUR				
Umsatz	16,3	20,2	22,6	25,1
<i>Rohvertragsmarge</i>	<i>100,8%</i>	<i>99,6%</i>	<i>98,6%</i>	<i>97,3%</i>
EBITDA	9,1	12,0	13,4	14,8
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>55,8%</i>	<i>59,3%</i>	<i>59,5%</i>	<i>59,2%</i>
EBIT	6,9	6,9	7,2	8,0
<i>EBIT-Marge</i>	<i>42,4%</i>	<i>34,2%</i>	<i>32,0%</i>	<i>31,8%</i>
Nettoergebnis	5,0	5,0	5,1	5,9
Ergebnis je Aktie	0,26	0,25	0,26	0,30
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,09
<i>Dividendenrendite</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>3,5%</i>
EV/Umsatz	3,98	3,21	2,86	2,58
EV/EBITDA	7,12	5,41	4,81	4,36
EV/EBIT	9,37	9,39	8,95	8,11
KGV	9,77	10,16	9,77	8,47
ROCE	11,4%	10,2%	9,4%	9,7%
Adj. Free Cash Flow Yield	4,8%	6,1%	8,4%	10,6%



Die Abschreibungen sollten weiter steigen, da 70% der erwarteten Erlöse der Filme Zorro und Dork Hunters (jeweils insgesamt EUR 7 Mio.) in den nächsten drei Jahren abgeschrieben werden müssen.

Trotz eines niedriger als erwarteten Umsatzes in H1, ist der Ausblick für H2 2008 positiv und basiert auf der erstmaligen Ausstrahlung der Filme Pocket Penguins und Stone Age (HD-Qualität) im Herbst 2008. Diese werden in 2008 EUR 4 Mio. zum Umsatz beitragen und sich überproportional positiv auf die EBIT-Marge auswirken, da die Übernachfrage nach Filmen in HD-Qualität zu Preissteigerungen genutzt werden kann.

Die Empfehlung bleibt jedoch Halten, da der aktuelle Investitionszyklus angesichts eines negativen free cash flows bis 2010 nicht zum Vorteil der Investoren verläuft

... und Erhaltungsinvestitionen das EBITDA im selben Zeitraum stark belasten. Das neue Kursziel von EUR 2,60 basiert auf einem aktualisierten DCF Modell, das um höhere Investitionen angepasst wurde.

Kennzahlen (GFT)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	12,6	16,3	20,2	22,6
Gesamtleistung	13,9	18,0	22,2	24,8
Materialaufwand	1,0	1,6	2,1	2,6
Rohertrag	12,9	16,4	20,1	22,3
Personalkosten	3,0	3,1	3,4	3,6
Allgemeiner Verwaltungsaufwand	3,7	4,2	4,7	5,3
EBITDA	6,2	9,1	12,0	13,4
Abschreibungen	1,4	2,2	5,1	6,2
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,7	6,9	6,9	7,2
Finanzergebnis	-0,6	-1,4	-0,9	-0,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,1	5,5	6,0	6,4
Steuern	-0,4	0,5	1,0	1,3
Nettoergebnis vor Minoritäten	4,5	5,0	5,0	5,1
Nettoergebnis	4,5	5,0	5,0	5,1
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	5,9	7,2	10,1	11,4
Free-Cash-Flow	-7,6	-12,6	-4,0	-2,6
Investitionen	14,5	19,2	13,7	13,7

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1
Immat. Vermögen	36,6	53,7	62,3	69,7
Net Working Capital	0,3	1,6	2,0	2,3
Umlaufvermögen	7,1	7,9	6,4	8,1
Liquide Mittel	1,6	2,2	0,1	1,5
Eigenkapital	28,6	41,7	46,7	51,8
Rückstellungen	1,0	1,2	1,2	1,2
Finanzverbindlichkeiten	12,6	17,6	19,5	23,5
Nettoliquidität	-11,0	-15,4	-19,4	-22,0
Bilanzsumme	43,8	61,7	68,8	78,0

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	30.09.2006	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009

Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	5,4%	29,0%	24,0%	12,0%
EBITDA	5,1%	47,2%	31,6%	12,5%
EBIT	48,4%	45,5%	-0,2%	4,9%
EBT	38,6%	32,8%	9,5%	7,5%
Nettoergebnis	4,8%	11,7%	-0,6%	3,0%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	7,8%	9,7%	10,5%	11,3%
Personalaufwand / Umsatz	23,7%	18,9%	17,0%	15,8%

Umsatzaufteilung	2006	2007e	2008e	2009e

Kursdaten	
Kurs (EUR)	2,54
Marktkap. (Mio. EUR)	49
Enterprise Value (Mio. EUR)	65

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,29	0,26	0,25	0,26
Umsatz je Aktie (EUR)	0,80	0,84	1,03	1,15
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,48	-0,65	-0,21	-0,13
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	8,88	9,82	9,97	9,68
KUV	3,17	3,03	2,47	2,20
EV/SALES	5,13	3,98	3,21	2,86
EV/EBITDA	10,48	7,12	5,41	4,81
EV/EBIT	13,64	9,37	9,39	8,95
KBV	1,72	1,18	1,06	0,95
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	15,72	19,40	19,59	19,59
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	49,0%	55,8%	59,3%	59,5%
EBIT / Umsatz	37,6%	42,4%	34,2%	32,0%
EBT / Umsatz	32,7%	33,6%	29,7%	28,5%
Nettoergebnis / Umsatz	35,6%	30,9%	24,7%	22,7%
EK-Rendite	15,7%	12,0%	10,7%	9,9%
GK-Rendite	12,5%	10,4%	9,5%	9,0%
ROCE	11,2%	11,4%	10,2%	9,4%

Unternehmensprofil

BKN entwickelt und vertreibt animierte Kinderunterhaltungsprogramme. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über eine eigene Filmbibliothek mit Titeln für die Kinderunterhaltung. Auf Basis dieses Rechkataloges lizenziert BKN Merchandisingrechte für Consumer Products. BKN vermarktet die Sende- und Merchandisingrechte weltweit.

Management

Allen Bohbot (CEO), Wayne Mowat (CFO)

Aktionäre	
Streubesitz	27,60%
Charleville Investments	19,40%
Gordon Group Holding LLC	16,20%
Allianz Global Investors	8,90%
Jack Kugler	8,20%
Credit Agricole	7,00%
Allen Bohbot	6,80%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden..

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