

Arbomedia AG

Stärken und Chancen

- **Profitables Wachstum:** Nach mehreren Jahren der Restrukturierung konnte Arbomedia seit 2004 wieder deutlich zulegen und Gewinne erwirtschaften. Auch wenn im letzten Jahr bedingt durch die Bereinigung des Kundenportfolios ein geringer Umsatzrückgang entstanden sein dürfte, ist der Wachstumstrend für die Zukunft intakt.
- **Einzigartige Positionierung:** Der Werbevermarkter konzentriert sich vor allem auf die expandierenden Märkte Mittel- und Südosteuropas und hat dort inzwischen eine führende Position eingenommen. Da zudem auch das Medienportfolio breit gestreut ist, stellt die Gesellschaft einen sehr attraktiven Partner für die werbetreibende Industrie dar.
- **Neue Märkte:** Die dynamische Entwicklung der Medienlandschaft eröffnet immer neue Betätigungsfelder. Neben der Onlinewerbung verspricht vor allem die Digitalisierung des Fernsehens und die damit verbundene Zunahme der Spartenkanäle große Potenziale. Aber auch die weiteren Internationalisierungspläne, allen voran nach Russland, klingen viel versprechend.

Schwächen und Risiken

- **Konjunkturelle Abhängigkeit:** Das Geschäft weist eine ausgeprägte Konjunkturabhängigkeit auf, die auch durch die bewusst betriebene internationale Expansion nur sehr begrenzt kompensiert werden kann.
- **Geringe Profitabilität:** Angesichts der geringen Margen muss Arbomedia expandieren, um die Gewinne zu erhöhen. Konjunkturelle oder kundenbedingte Rückschläge führen daher rasch zu Verlusten.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 6,15 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005489306
Branche	Medien
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.arbomedia.net
Ausstehende Aktien	3,92 Mio. Stück
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	24,1 Mio. Euro
Free Float	ca. 72,9%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate) 8,00 Euro / 4,81 Euro

Performance (12 Monate) -3,9 %

Ø-Umsatz (30 Tage) ca. 40 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006(e)	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	78,2	78,0	81,9	90,1
EpS (EUR)*	0,26	0,30	0,42	0,58
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	0,31	0,31	0,29	0,27
KGV	23,6	20,6	14,7	10,7
Dividendenrendite	-	-	-	-

* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 3,92 Mio.

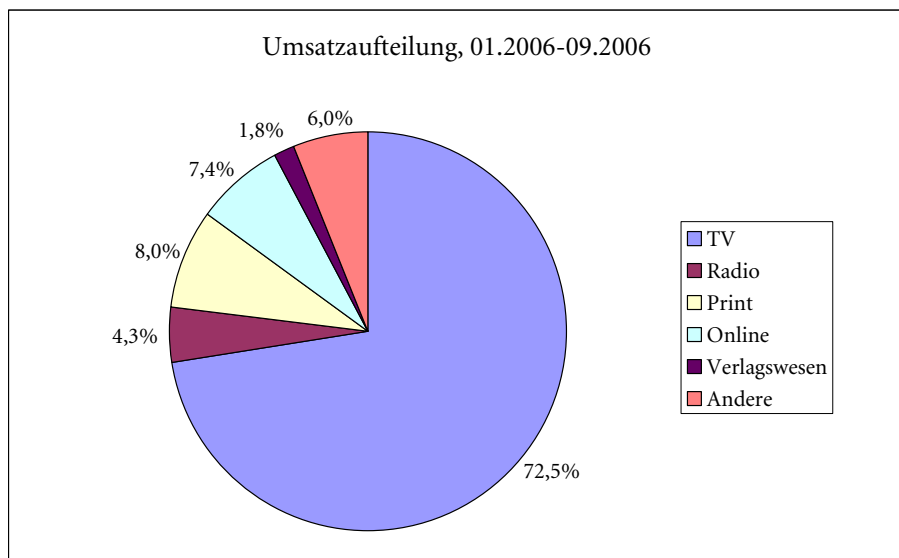
Unternehmensprofil

Unabhängiger Werbevermarkter

Die Arbomedia AG wurde 1987 in München gegründet. Sie ist seit 2000 börsennotiert und gehört seit drei Jahren dem Prime Standard der deutschen Börse an. Das Unternehmen fungiert als Holdingmutter eines Konzernverbundes aus elf weiteren Firmen, die als unabhängige Vermarkter von Werbeflächen und -zeiten europaweit aktiv sind. Der regionale Schwerpunkt der Gruppe liegt dabei eindeutig in Mittel- und Südosteuropa. Bei den vermarkteten Medien dominieren hingegen mit großem Abstand Fernsehstationen das Geschäft. Insgesamt beschäftigt der Konzern 236 Mitarbeiter (Stand 30.09.).

Das Geschäftskonzept

Im Rahmen der Geschäftsbeziehungen unterscheidet Arbomedia zwischen Mandanten und Kunden. Zu den ersteren zählen derzeit 30 Fernsehsender, 16 Radiostationen, rund 300 Internetseiten sowie 50 Printmedien. Darüber hinaus vermarktet die Gesellschaft eine wachsende Anzahl von Werbebildschirmen, die entweder im Außenbereich oder in stark frequentierten Gebäuden (Geschäfte, Bahnhöfe) aufgestellt werden. Für diese Medien wird gegen eine Umsatzbeteiligung der Verkauf der Werbeflächen übernommen. In der Regel erfolgt die Vermarktung exklusiv, wofür die Mandanten im Gegenzug oftmals aber auch Einnahmegarantien erhalten. Auf der Kundenseite steht die Ansprache von Werbe- und Medienagenturen sowie von Industrieunternehmen im Vordergrund, die die gewünschten Marketingkapazitäten über Arbomedia buchen können. Die Münchener beschränken sich dabei nicht auf ihre Mittlerfunktion, sondern übernehmen auch die Planung, Buchung und Umsetzung der Werbeschaltungen sowie eine anschließende Analyse ihrer Wirkung.



Umsatzaufteilung; Quelle: Arbomedia

Einnahmequellen

Trotz der breiten Aufstellung über zahlreiche Medien dominiert die TV-Vermarktung das Geschäft. Wie dem vorstehenden Diagramm zu entnehmen ist, werden derzeit 40,6 Mio. Euro und damit rund 73 Prozent der – unkonsolidierten – Konzerneinnahmen mit dem Verkauf von Werbezeiten im Fernsehen erlöst (Stand 30.09.2006). Mit großem Abstand rangiert auf Platz zwei der Bereich Print (4,5 Mio. bzw. 8 Prozent), dicht gefolgt von dem stark expandierenden Onlinesegment (4,1 Mio. Euro). Im Vergleich dazu sind die Umsätze mit Werbezeiten im Hörfunk (2,4 Mio. Euro) von geringerer Bedeutung. Unter der Überschrift „Andere“ werden schließlich sämtliche Vermarktungsaktivitäten im Außenbereich (out-of-home) – Stichwort elektronische Bildschirme – und Direct Marketing subsumiert. In diesem Segment generiert der Konzern derzeit zwar erst lediglich 6 Prozent der Einnahmen, dies aber mit einer rasch steigenden Tendenz.

Marktführung in Mittel- und Osteuropa

Regional konzentrieren sich die Umsätze vor allem auf die Länder Mittel- und Südosteuropas, wo Arbomedia rund 94 Prozent der Einnahmen erzielt (Stand 30.09.2006) und eine führende Stellung als unabhängiger Werbevermarkter innehat. Eine herausgehobene Bedeutung kommt hierbei dem tschechischen Markt zu, wo die Münchener bereits seit 1990 für die beiden öffentlichen Fernsehsender Czech Television 1 und Czech Television 2 aktiv sind. Bezogen auf die Anzahl der gehandelten Werbezeiten entfielen Ende des letzten Jahres mit knapp 54 Prozent mehr als die Hälfte des von Arbomedia vertriebenen Minutenvolumens auf diese beiden Stationen. Eine ähnliche Position hatte bis zu diesem Zeitpunkt der rumänische Markt mit dem öffentlichen Sender Societatea Romana de Televiziune S.A. als wichtigsten Kunden. Nachdem allerdings im November 2005 der Vertrag von rumänischer Seite nicht verlängert wurde, refokussiert sich die dortige Tochtergesellschaft auf das – wesentlich lukrativere – Geschäft mit privaten Sendern sowie mit einem Netzwerk lokaler Printmedien. In Polen liegt der Schwerpunkt, nicht zuletzt infolge der Übernahme eines Konkurrenten im letzten Jahr, bei der Vermarktung von Internetseiten. Durch diese Akquisition und dank eines dynamischen organischen Wachstums konnte die Anzahl der betreuten Websites um 77 Prozent auf über 230 gesteigert werden, so dass Arbomedia nun täglich 75 Prozent der polnischen Internetgemeinde erreicht und damit zum zweitgrößten Anbieter aufgestiegen ist. Darüber hinaus agiert der Konzern auch in der Slowakei, wo vor allem private Fernsehsender unter Vertrag stehen, in der Türkei und seit Neustem auch in Bulgarien.

Westeuropageschäft im Umbruch

In Westeuropa ist die Gruppe hingegen lediglich in Deutschland und Spanien tätig, wobei sich das Geschäft vor allem im TV-Segment im Umbruch befindet. So hat sich Arbomedia auf dem inländischen Markt in den Vorjahren aus mehreren unrentablen Verträgen (ARTE, Onyx) zurückgezogen und lediglich die beiden türkischsprachigen Programme Euro D und TGRT behalten. Erst im laufenden Jahr wurde der Kreis der Mandanten aus dem deutschen Fernsbereich um

mehrere Sparten sender auf der Premiere-Plattform erweitert. In Spanien hingegen hat Arbomedia wegen unattraktiver Vertragsbedingungen aus eigenem Antrieb die bislang dominierende Geschäftsbeziehung zum öffentlich-rechtlichen Radio- und TV-Senders Canal Sur zum Ende des letzten Jahres gekündigt. Obwohl die spanische Tochtergesellschaft seitdem bereits einige private Konkurrenten des ehemaligen Vertragspartners als Mandanten gewinnen konnte, ist es ihr bislang nicht gelungen, den durch diese strategische Weichenstellung entstandenen Einnahmefall zu kompensieren.

Arbovision

Darüber hinaus ist der Konzern verstärkt bemüht, seine Aktivitäten auch in angrenzende Bereiche zu erweitern. Eigens dazu wurde die Tochter Arbovision GmbH gegründet und als internationale Marketing- und Beratungsgesellschaft positioniert. Innerhalb der Gruppe ist Arbovision nun vor allem für die Segmente Direkt- und Crossmarketing zuständig. Darüber hinaus tritt das Unternehmen als Consulter auf, der einerseits den Kunden bei der Entwicklung exakt auf ihre Bedürfnisse zugeschnittener Marketinglösungen zur Seite steht und auf der anderen Seite auch den Mandanten bei der Planung und Organisation ihres Programms hilft. Speziell dafür wird auch eine eigene Software vertrieben, mit der die Sender ihre Abläufe strukturieren und optimieren können. Derzeit liegt der Schwerpunkt aber auf der Beratung bei der Erschließung von neuen Erlösquellen, die sich aus der Digitalisierung der Medien sowie aus deren Konvergenz für die Sender ergeben. Nachdem sich das Konzept in den letzten zwei Jahren in Deutschland bewährt hat, soll es nun auch in den Auslandsmärkten umgesetzt werden. Als erste Expansionsziele wurden dabei im laufenden Jahr die Tschechische Republik und Rumänien in Angriff genommen.

Markt und Strategie

Große Wachstumsdifferenzen

Die Dynamik des Werbemarktes wird hauptsächlich von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft beeinflusst. Dementsprechend zeigen derzeit gerade die aufstrebenden Länder wie China oder Russland die beeindruckendsten Zuwächse der Werbsausgaben. So wird für China die Zunahme der Werbeausgaben zwischen 2006 und 2007 auf 19 Prozent geschätzt, für Russland werden sogar fast 22 Prozent erwartet (Quelle: Ad Barometer, Oktober 2006). In den USA hingegen, dem mit ca. 146 Mrd. US-Dollar weltweit mit Abstand größten Werbemarkt, soll sich der Anstieg auf 4,1 Prozent belaufen. Die gleiche Wachstumsrate wird für Großbritannien erwartet, den wichtigsten europäischen Markt. Deutschland, das in der vergangenen Jahren sogar Rückgänge zu verzeichnen hatte, wird gemäß dieser Prognosen im laufenden Jahr um 2,6 Prozent zulegen, nach geschätzten 3,2 Prozent in 2006 (Quelle: Ad Barometer, Oktober 2006)

Fokus auf attraktive Märkte

Insofern ist Arbomedia dank der Fokussierung auf die wachstumsstarken Volkswirtschaften Mittel- und Südosteuropas in Ländern aktiv, die aus der Perspektive der Werbewirtschaft zu den attraktivsten unseres Kontinents zählen. Sowohl durch die überdurchschnittlichen Zuwächse als auch durch die teilweise noch unterdurchschnittlichen Relationen zwischen den Werbeausgaben und dem Bruttoinlandsprodukt besteht dort noch auf Jahre hinaus beträchtliches Potenzial.

Onlinewerbung als treibende Kraft

Eine zunehmend wichtige Rolle spielt die Onlinewerbung, die sich in den vergangenen Jahren immer mehr als der Wachstumstreiber der Branche herausgestellt hat. So schätzt die European Interactive Advertising Association (EIAA) auf der Grundlage einer Befragung, dass die Ausgaben für diese Werbeform im europäischen Durchschnitt auch in den nächsten drei Jahren mit bis zu 28 Prozent p.a. steigen werden. Dabei geht allerdings rund die Hälfte dieser Zunahme auf Umschichtungen aus anderen Medien zurück, allen voran aus dem TV- und dem Printbereich (Quelle: EIAA, Marketers' Internet Ad Barometer).

Multimediale Marketingstrategien

Diese Entwicklung, aber auch das Aufkommen weiterer (potenzieller) Werbekanäle wie Mobilfunk und Internetfernsehen, bedingen weitreichende Änderungen der Marktstruktur. So ermöglicht die Interaktivität der neuen Medien eine wesentlich breitere Nutzung sämtlicher Instrumente des Direkt-Marketing und damit eine wesentlich zielgenauere Ansprache der relevanten Kundengruppen. Gleichzeitig macht die mit der steigenden Vielfalt einhergehende Ausdifferenzierung der Mediennutzung übergreifende Marketingkonzepte unabdingbar. Um diese Trends zu nutzen, vermarktet Arbomedia bereits heute alle elektronischen Plattformen und dies sogar im paneuropäischen Ausmaß. Dadurch ist das Unternehmen in der Lage, den Werbekunden nicht nur ein breites Portfolio unterschiedlicher Lösungen aus einer Hand anbieten zu können, sondern auch grenzüberschreitende Marketingmaßnahmen zu organisieren und durchzuführen. Als besondere Stärke stellt die Gesellschaft dabei ihre länderübergreifend gute Position bei zahlreichen Themenkanälen heraus, die in der Regel eine klar abgegrenzte Zielgruppe ansprechen und somit für entsprechende Werbeschaltungen von hohem Interesse sind.

Arbovision als strategische Klammer

Eine Schlüsselrolle kommt in den Planungen des Managements der Tochter Arbovision zu. Mit dem Beratungsangebot sollen die Mandanten auf dem Weg in die sich ändernde Medienlandschaft begleitet und beim Aufbau neuer, daran angepasster Geschäftskonzepte unterstützt werden. Aber auch die werbenden Unternehmen selbst stehen im Fokus der Consultingtochter. Diese verfügen in vielen Fällen über beträchtliche Datenbestände zu ihren Abnehmern und wollen deren Auswertung für die eigenen Vermarktungsbemühungen optimieren. Mit dem umfangreichen Wissen über die elektronischen Medien sowie über die einzelnen Länder ist Arbomedia geradezu prädestiniert, für solche Kunden maßge-

schneiderte Cross- und Direktmarketingkonzepte zu entwickeln und umzusetzen. Da eine solche Betreuung der Werbekunden im Erfolgsfall auch die Gewinnung neuer Interessenten erleichtern sollte, dürfte dieser Ansatz wiederum die Attraktivität Arbomedias für neue Mandanten erhöhen.

Expansion in weitere Länder

Die zweite zentrale strategische Stoßrichtung der Gruppe stellt die Forcierung der internationalen Expansion dar. Damit erschließt sich die Gesellschaft nicht nur neue dynamische Märkte, sondern reduziert auch ihre Abhängigkeit von einzelnen Mandanten und Ländern. Gerade der letztgenannte Punkt ist nicht nur im Zusammenhang mit den konjunkturellen Schwankungen von hoher Bedeutung, sondern auch im Hinblick auf mögliche staatliche Eingriffe. So wurde beispielsweise Jahr 2005 der gesetzliche Rahmen für die Werbezeiten bei den öffentlich-rechtlichen Sendern in Tschechien neu justiert, so dass ab dem laufenden Jahr eine Reduzierung der Spotwerbung um bis zu 50 Prozent zu erwarten ist. Ab 2008 werden Werbespots nur noch im explizit definierten Programmumfeld möglich sein. Auch wenn der hiervon betroffene Umsatz und Rohertrag bei Weitem nicht so groß sind, wie es der hohe Anteil der für CT1 und CT2 vermarkteten Werbeminuten vermuten ließe (die Verträge gehören zu den margenschwächsten im Portfolio), stellt ein solcher Eingriff nichtsdestotrotz einen Rückschlag für die Gesellschaft dar. Um die Anfälligkeit für derartige Ereignisse zu reduzieren, plant Arbomedia deswegen die Aufnahme der Geschäftstätigkeit in Weißrussland und der Ukraine sowie auf dem Balkan (Kroatien und Slowenien). Das interessanteste Expansionsziel stellt aber sicherlich Russland dar, wo das Unternehmen nach eigener Aussage derzeit bereits am Aufbau strategischer Partnerschaften arbeitet.

Geschäftsentwicklung

Refokussierung zahlt sich aus

Aufgrund mehrerer margenschwacher Verträge mit hohen Umsatzgarantien für die Mandanten hat die konjunkturelle Schwächephase zu Beginn des Jahrzehnts deutliche Spuren in der Bilanz von Arbomedia hinterlassen. So wurden im Jahr 2002 bei einem Umsatz von knapp 108 Mio. Euro Verluste in Höhe von 4,6 Mio. Euro ausgewiesen. Ein Jahr zuvor belief sich der Fehlbetrag sogar auf über 18 Mio. Euro. Vor diesem Hintergrund hat das Management begonnen, sich auch unter Inkaufnahme eines reduzierten Geschäftsvolumens von den unrentablen Mandanten wie beispielsweise der spanischen FORTA-Sendergruppe zu trennen und die Aktivitäten auf margenstärkere Kundenbeziehungen zu beschränken. Die Erfolge dieser Neuausrichtung wurden spätestens 2004 sichtbar, als der Konzern bei einem Umsatz von 70,5 Mio. Euro zum ersten Mal seit dem Börsengang einen Jahresüberschuss ausweisen konnte (0,05 Mio. Euro). Im Folgejahr setzte sich die erfreuliche Entwicklung – bei wieder wachsendem Geschäftsvolumen –

fort: Die Erlöse erhöhten sich auf 78,2 Mio. Euro und der Gewinn stieg deutlich überproportional auf 1,0 Mio. Euro.

(Mio. Euro)	2002	2003	2004	2005	2006(e)
Umsatz	109,8	79,9	70,5	78,2	78,0
EBIT	-4,0	-0,6	0,4	1,6	1,9
Jahresüberschuss	-4,6	-0,2	0,1	1,0	1,2

Geschäftsentwicklung des Arbomedia-Konzerns; Quelle: Arbomedia; 2006 Performaxx-Schätzung

**2006 trotz
Portfoliobereinigung
stabil**

Auch in den ersten neun Monaten der letzten Geschäftsperiode wurde ein Anstieg beim Umsatz und Ertrag erwirtschaftet. Obwohl sowohl in Rumänien als auch in Spanien wichtige Verträge Ende 2005 ausgelaufen sind, hat die Dynamik der übrigen Konzernteile ausgereicht, um diese Einbußen mehr als auszugleichen. So lagen die Erlöse nach 9 Monaten bei rund 54,6 Mio. Euro, eine Steigerung zum Vorjahr um 3,4 Prozent. Als besonders wachstumsstark haben sich hierbei die Tochtergesellschaft in Polen sowie Arbovision erwiesen, die ihre Einnahmen um 115 bzw. 175 Prozent erhöhen konnten. In Rumänien sowie in Spanien mussten hingegen noch Erlöseinbußen verzeichnet werden, die aber – zumindest in Rumänien – dank mehrerer erfolgreicher Neuabschlüsse bald ausgeglichen werden dürften. In Spanien hingegen liegt die Gesellschaft eigenen Angaben zufolge noch deutlich unter Plan. Im gesamten letzten Jahr dürfte sich somit der Konzernumsatz auf rund 78,0 Mio. Euro belaufen haben, was in etwa dem Vorjahreswert entspricht. Beim Gewinn hingegen sollte sich bereits die verbesserte Zusammensetzung des Mandantenportfolios auswirken und eine Nettomarge von mindestens 1,5 Prozent ermöglichen, gleichbedeutend mit einem Gewinn von 1,17 Mio. Euro.

**Zahlreiche Mandanten
gewonnen**

Bereinigt um die vorübergehenden Sondereffekte der Anpassung des Kundenportfolio stehen die Zeichen somit weiterhin auf Wachstum. Neben dem gesamtwirtschaftlichen Aufschwung in weiten Teilen Europas sorgt dafür vor allem die erfolgreiche Akquise von neuen Mandanten. So konnte Arbomedia allein im ersten Halbjahr 2006 insgesamt 12 Fernsehstationen und 2 Radiosender als zusätzliche Vertragspartner gewinnen. Besonders erfreulich war dabei, dass die in Rumänien durch die verlorene Ausschreibung im Herbst 2005 entstandene Lücke durch weitere Abschlüsse, u.a. mit dem Spielfilmsender Hallmarkt, bereits teilweise geschlossen wurde. Auch für das Inland konnte ein weitreichender Deal gemeldet werden. Er umfasst die Vermarktung von fünf Themenkanälen von der Premiere-Plattform (Goldstar TV, Heimatkanal, Hit 24, Jetix und MGM Channel). Darüber hinaus wurden neue Sender in Spanien, der Türkei und Tschechien unter Vertrag genommen. Mit der 49-prozentigen Beteiligung an der Independent Publishing Group ist zudem auch der Einstieg in den bulgarischen Markt gelungen. Der Verlag will Publikumszeitschriften herausgeben und ist seit

November mit der bulgarischen Ausgabe des Männermagazins FHM im Markt präsent.

Kapitalerhöhung und Genussscheinemission erfolgreich

Um weiteres Wachstum zu finanzieren und es durch Kooperationen und Beteiligungen wie in Bulgarien zu beschleunigen, hat Arbomedia 2006 zwei Mal frisches Kapital aufgenommen. Zunächst wurde im Januar eine Barkapitalerhöhung durchgeführt, bei der 0,18 Mio. neue Aktien zu einem Ausgabepreis von 5,90 platziert werden konnten. Der Mittelzufluss hieraus belief sich auf 1,06 Mio. Euro. Ein größeres Ausmaß erreichte demgegenüber die im August durchgeführte Ausgabe von Genussrechten in Höhe von 4 Mio. Euro. Zeichner der Emission war die Baden-Württembergische Bank, mit der für die gesamte Laufzeit (bis zum 1. Juli 2013) eine feste Verzinsung vereinbart worden ist. Da ein Umtauschrecht vertraglich ausgeschlossen wurde, stuft das Management die Finanzierung als Fremdkapital ein.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Arbomedia ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 11,5 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,1 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fehlenden Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Als risikoerhöhenden Faktor sehen wir in diesem Zusammenhang vor allem die Konjunkturabhängigkeit der Werbevolumina. Wie die Vergangenheit bereits gezeigt hat, kann sich diese vor allem in Verbindung mit Umsatzgarantien für die Mandanten in einer ausgeprägten Schwankungsanfälligkeit der Erfolgskennzahlen von Arbomedia niederschlagen. Dem wirkt allerdings entgegen, dass der Konzern nun konsequent sowohl an der Reduzierung der vergebenen Umsatzgarantien als auch an der Verbreiterung seiner Einnahmenseite auf immer mehr Sender in mehreren Ländern arbeitet. In Summe halten wir deswegen ein Beta von 1,4 für angemessen. Daraus ergibt sich ein Diskontierungszins von 11,5 Prozent.

Neue Umsatzpotenziale mit verbesserter Marge

Ungeachtet eventueller Konjunkturschwankungen halten wir die mittelfristigen Perspektiven von Arbomedia für sehr aussichtsreich. Durch den konsequent betriebenen Wechsel von den margenschwachen Verträgen mit öffentlich-rechtlichen Anstalten zu privaten Themenkanälen sollte nicht nur die Abhängig-

keit von einzelnen Kunden weiter reduziert, sondern auch die Profitabilität des gesamten Konzerns nachhaltig verbessert werden. So rechnet das Management beispielsweise damit, dass die Gewinnwirkung des in Rumänien nun entfallenen Umsatzes von 14 Mio. Euro durch zu erwartende Erlöse von 4 Mio. Euro mit privaten Sendern kompensiert werden kann. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft mit der paneuropäischen Ausrichtung, dem breiten Spektrum an kontaktierten Themenkanälen sowie dem medienübergreifenden Ansatz über eine einzigartige Aufstellung verfügt. Deswegen sollte sie von der voranschreitenden Intensivierung der grenzüberschreitenden Wirtschaftsbeziehungen ebenso profitieren wie von der zunehmenden Ausdifferenzierung der möglichen Werbekanäle bei gleichzeitiger Konvergenz wichtiger Medien. Schließlich wirken auch die Expansionspläne in weitere Länder, allen voran nach Russland, vielversprechend.

Wachstumsschub ab 2009

Nach der letztjährigen Umsatzstagnation infolge des Umbaus des Kundenportfolios rechnen wir auch das laufende Jahr lediglich mit einem knapp 5-prozentigen Zuwachs der Einnahmen auf 81,9 Mio. Euro. Begründet sehen wir diese vergleichsweise geringe Dynamik in dem infolge der verschärften gesetzlichen Regelung zu erwartenden Umsatzrückgang in Tschechien. Von dieser Basis ausgehend sollten sich allerdings ab 2009 die intensivierete Akquise weiterer Mandanten sowie der angekündigte Einstieg in neue Märkte (vor allem Russland) in einer deutlich erhöhten Expansionsgeschwindigkeit auszahlen. Wachstumsraten von bis zu 20 Prozent p.a. dürften vor diesem Hintergrund erreichbar sein. Anschließend reduzieren wir aus Vorsichtsüberlegungen sowie in Antizipation evtl. konjunktureller Schwächephasen die durchschnittliche Wachstumsdynamik in mehreren Schritten auf konservative 5 Prozent im Jahr 2014. Bei der Marge sollten sich der Ausstieg aus der Vermarktung unrentabler Verträge sowie die durch das Volumenwachstum erzielbaren Skaleneffekte in einem sukzessiven Anstieg auszahlen. Um auch hier die im Konjunkturverlauf zu erwartenden Schwankungen zu berücksichtigen, belassen wir die von uns prognostizierte Marge für die meisten Jahre bei 2,5 Prozent und unterstellen damit, dass dies der durchschnittlich erzielbare Wert ist. Der an sich niedrig anmutende Wert resultiert vor allem aus der Tatsache, dass ein Großteil der ausgewiesenen Umsätze lediglich einen Durchlaufposten darstellt, der nach Abzug einer entsprechenden Provision an die Mandanten weiter gereicht wird. Für die Periode ab 2015 gehen wir von einem „ewigen“ Ertragswachstum von 1,5 Prozent p.a. aus. Auf dieser Basis stellt sich der folgende modellhafte Geschäftsverlauf ein:

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz (Mio. Euro)	81,90	90,09	108,11	124,32	136,76	147,70	158,04	165,94
Umsatzwachstum		10,0%	20,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	5,0%
Nettorendite	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Gewinn (Mio. Euro)	1,64	2,25	2,70	3,11	3,42	3,69	3,95	4,15
Gewinnwachstum		38%	20%	15%	10%	8%	7%	5%

***Fairer Wert 8,24 Euro
je Aktie***

Unter den genannten Annahmen ergibt unser Bewertungsmodell einen fairen Unternehmenswert von 32,28 Mio. Euro. Pro Aktie entspricht das einem Zielkurs von 8,24 Euro. Damit offenbart die Schätzung ein aktuelles Aufwärtspotenzial der Aktie von rund 34 Prozent.

***Unser Anlageurteil:
„Kaufen“***

Arbomedia hat sich gerade in den wachstumsstarken Märkten Mittel- und Südosteuropas eine ausgezeichnete Marktstellung erarbeitet. Die Fokussierung auf zahlreiche Themenkanäle sowie das medienübergreifende Angebot macht das Unternehmen zudem gleichermaßen für Werbekunden und Medienanbieter interessant. Aus diesem Grund sollte der Konzern von dem Trend zu cross-medialen Werbeformen überdurchschnittlich partizipieren können. Starke Impulse sind darüber hinaus auch von der Expansion in weitere Staaten der Zielregion, allen voran nach Russland, zu erwarten. Die damit verbundenen Ertragspotenziale wären auf Basis der von uns getroffenen Annahmen selbst bei einer konservativen Betrachtungsweise erst bei einem Kurs von 8,24 Euro adäquat bewertet. Vor diesem Hintergrund halten wir das Urteil „Kaufen“ für gerechtfertigt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um den Eröffnungskurs des heutigen Börsenhandels auf Xetra. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung Kurs bei Veröffentlichung Anlageurteil
(keine: Ersteinschätzung)

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, "spekulatives Investment" eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: (keine)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.