

## Broadnet Mediascape AG

### Stärken und Chancen

- **Erfolgreiche Expansion:** Broadnet Mediascape baute durch operatives und akquisitionsbedingtes Wachstum eine leistungsstarke und kompetitive technische Infrastruktur auf. Die Firma ist auf dem Wege, sich zu einem führenden Anbieter für Breitbandinternetdienstleistungen in Deutschland zu etablieren.
- **Breite Produktpalette:** Mit seinem Produktportfolio deckt Broadnet Mediascape neben Breitbandinternetzugängen die gesamte Palette der Add-on-Services ab.
- **Akquisitionen erfolgreich integriert:** Die Integration des akquirierten Unternehmens ist fast vollständig abgeschlossen und hat zu erheblichen Synergieeffekten und starkem Kundenwachstum geführt.
- **Wachstumsstarker Markt:** Mit der Konzentration auf kleinere und mittlere Unternehmen zielt das Unternehmen auf einen Markt mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten.
- **Günstige Bewertung:** Das aktuelle Kursniveau berücksichtigt die Perspektiven nur zum Teil. Wir erwarten weiteres Wachstum und rechnen im kommenden Geschäftsjahr mit dem Erreichen des Break-even. Der Ertragswert liegt bei 4,79 Euro je Aktie. Aufgrund der Unterbewertung erwarten wir mittelfristig einen deutlichen Kursanstieg.

### Schwächen und Risiken

- **Krise in der Telekommunikation:** Die Telekommunikationsbranche steckt noch immer in der Krise. Es bleibt abzuwarten, ob sich Broadnet Mediascape weiterhin gegen den Markttrend stemmen kann.

## Spekulativ kaufen *Erstinschätzung*

**Aktueller Kurs** **3,04 Euro**

### Stammdaten

WKN / Ticker / ISIN	549 086 / MSC / DE0005490866
Branche	Internet Service Provider
Sitz der Gesellschaft	Hamburg
Internet	www.broadnet-mediascape.de
Ausstehende Aktien	15,8 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	22. Mai 2000
Emissionspreis / Erstnotiz	45,00 Euro / 47,00 Euro
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	48,03 Mio. Euro
Free Float	39,3 % bzw. 6,2 Mio. Aktien

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief	46,00 Euro / 0,90 Euro
Performance	-93 % (seit Emission)
Ø-Tagesvolumen	ca. 22.586 Stück
Ø-Umsatz/Tag	ca. 69 Tsd. Euro

### Kennzahlen

	03(e)	04(e)	05(e)
Umsatz (Mio. Euro)	25,8	29,7	33,5
EpS (Euro)	-1,10	0	0,11
KGV	neg.	0	27,7
KUV	1,9	1,6	1,4

## Haftungsausschluss

Unter Wahrung größtmöglicher Sorgfalt unternimmt die Performaxx AG alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der in dieser Studie präsentierten Informationen sicherzustellen. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen übernimmt die Performaxx AG jedoch keine Gewähr. Die Broadnet Mediascape AG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Broadnet Mediascape AG oder mit ihr verbundener Personen oder Gesellschaften dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch die Performaxx AG haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

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

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. 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.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

## Disclaimer

Performaxx undertakes all reasonable efforts to ensure the reliability of information presented in this document. However Performaxx does not guarantee the validity and completeness of information herein. Broadnet Mediascape AG is solely responsible for the validity and completeness of the provided information.

All opinions are those of the authors and are not necessarily those of Broadnet Mediascape AG or companies and persons related to Broadnet Mediascape AG. The opinions expressed in this document can change without prior notice. Neither the authors nor Performaxx are liable for losses and damages of any kind arising from this publication.

This document and its parts are protected by copyright. Reproduction, republication, translating, distributing, transmitting, and exploiting this document, even partially, without the written consent of Performaxx is forbidden and punishable.

This report does not constitute an offer or invitation to purchase, sell, or subscribe for any security. Neither this document nor any part of it shall form the basis of or be relied on in connection with any contract or commitment whatsoever. An investment in securities of any kind has risks. Consult a qualified advisor before making investment decisions.

Foreign laws concerning financial services have to be obeyed in every respect by the supplier and the addressee.

By accepting this document you agree to be bound by the foregoing instructions.

## **Inhalt**

<b>Haftungsausschluss</b>	<b>2</b>
<b>Inhalt</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmensprofil</b>	<b>4</b>
<b>Strategie und Wettbewerb</b>	<b>6</b>
<b>Jüngste Geschäftsentwicklung</b>	<b>8</b>
<b>Bewertung</b>	<b>10</b>
<b>Über Performaxx</b>	<b>12</b>

## Unternehmensprofil

### *Gründer sind weiterhin im Vorstand, prominente Großaktionäre*

Broadnet Mediascape geht auf die 1995 gegründete Frank und Christian Brügemann GbR mit Sitz in Hamburg zurück. Die Brüder stehen dem Unternehmen noch heute als Mitglieder des Vorstands vor und halten jeweils 2,97 Prozent der Anteile. Der Streubesitz beträgt 39,3 Prozent. Größter Einzelaktionär ist mit 37,08 Prozent die Broadnet Holdings, eine Tochtergesellschaft des US-Konzerns Comcast. Ein weiterer prominenter Großaktionär ist die US-Beteiligungsgesellschaft Kohlberg, Kravis, Roberts & Co (KKR) über KKF.net Investments mit insgesamt 23,34 Prozent Anteile. Nach dem Formwechsel in eine Aktiengesellschaft notiert Broadnet Mediascape seit dem 22. Mai 2000 an der Börse und wird seit Januar 2003 am Prime Standard der Deutschen Börse geführt. Broadnet Mediascape beschäftigte zum 31.03.2003 191 Mitarbeiter und unterhält Niederlassungen in Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt, Fulda, Hannover, Köln, Leipzig, München und Stuttgart. Die Gesellschaft verfügt über die von der Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post erteilten Telekommunikationslizenzen der Klassen 3 und 4.

### *Expansion durch Übernahmen*

Das Unternehmen bietet Breitbandkommunikationsdienstleistungen für Geschäftskunden in Deutschland an und konnte in den letzten Jahren sein Produktportfolio sowie seine technische Infrastruktur durch Unternehmensakquisitionen stark ausbauen. Nach dem Börsengang übernahm die Gesellschaft jeweils vier Unternehmen zur Gänze und fasste sie 2001 in der Gesellschaft Mediascape zusammen. Im August 2002 folgte die Akquisition der KKFnet. Mit dieser Übernahme erwarb Broadnet einen großen Stock an gewerblichen Kunden. Das Unternehmen gewann große Synergiepotenziale, indem es dadurch am unteren Ende des Leistungsspektrums DSL-Dienstleistungen anbieten kann und zusätzlich für Kunden, die mehr Bandbreite benötigen, eine Richtfunkinfrastruktur anbieten kann. Im Zuge der Akquisitionen erfolgte die Umfirmierung der Mediascape in Broadnet Mediascape.

### *Umfangreiche Produktpalette*

Zum Angebotsspektrum von Broadnet Mediascape gehören derzeit zwei Produktgruppen. Das Unternehmen bietet Zugang zum Internet (Access) und Zusatzdienstleistungen (Value Added Services). Die Access-Dienstleistungen unterteilen sich in das High-End-Produkt dataAirways – auf Basis der Richtfunktechnologie mit hoher Bandbreite - und das Einsteiger-Produkt dataHighways auf Basis der DSL-Technologie mit niedriger Bandbreite. Auf Grund des großen Netzes ist Broadnet in der Lage, eine Vielfalt von IP-basierten Add-on-Services wie Voice over IP (VoIP), Virtual Private Networks (VPN) und Hosting/Housing, Video-Services und Sicherheitslösungen anzubieten. Im Gegensatz zu den Access-Dienstleistungen wird hier nicht nur die Bandbreite verkauft, sondern komplexe Lösungen rund um den Internetzugang.

Die Value Added Services im Einzelnen:

*dataVoIP ermöglicht  
Internet- und  
Festnetztelefonie*

VoIP ermöglicht bei hoher Sprachqualität verbesserte Möglichkeiten der Integration der Telefonie in die EDV-Infrastruktur: Unternehmen brauchen nur mehr eine Verkabelung für die EDV-Anlage, Mitarbeiter können direkt aus ihrer Outlook-Datenbank telefonieren. Zudem gibt es wesentliche Kosteneinsparungen. Die Administration und Wartung wurde von Broadnet Mediascape erheblich vereinfacht. Mit dataVoIP können Telefonate über das Internet und über das öffentliche Telefonnetz geführt werden.

*Datenübertragung bei  
dataVPN über eigene  
Infrastruktur*

Mit dataVPN werden im Gegensatz zu herkömmlichen VPN-Lösungen die Daten über eine eigene Infrastruktur übermittelt. Damit kann ein „managed VPN“ angeboten werden. Den Kunden wird damit eine bestimmte Bandbreite zugesichert. Dieser Service kann nur von großen ISPs angeboten werden, welche Kontrolle über ihre Netze haben. Zusätzlich wird die Datensicherheit vor dem Zugriff Unbefugter stark erhöht, da alle Router unter der Kontrolle eines ISP sind. Die einzelnen Standorte können untereinander direkt Daten austauschen (any-to-any). Weitere Standorte können innerhalb kürzester Zeit angebunden werden und die Übertragungsbandbreite kann bei Bedarf problemlos verändert werden.

*Hosting/Housing in  
zahlreichen  
Rechenzentren*

In den Rechenzentren in Hamburg, Hannover, Berlin und München bietet Broadnet Mediascape Hosting- und Housing-Dienstleistungen an. Für eine schnelle Anbindung wird ein eigener Backbone eingesetzt, über den 34 europäische Wirtschaftszentren mit dem Internet verbunden sind. Durch eine Vielzahl von Peeringabkommen sind kurze Wege zu anderen Providern eingerichtet.

*dataHotspot als  
einfacher Weg zur  
mobilen  
Internetanbindung*

Mit dataHotspot, dem jüngsten Produkt von Broadnet Mediascape, ermöglicht Broadnet „Wireless Access Providern“ den unkomplizierten Zugang zur mobilen Internetkommunikation. Der Abnehmerkreis setzt sich zusammen aus Betreibern von Kongress- und Einkaufszentren, Hotelketten, Flughäfen, Bahnhöfen aber auch von Messen, Bars und Cafés. Dabei können diese den Service entweder kostenfrei anbieten oder nach individuellen Wünschen nutzerbasiert abrechnen. Broadnet Mediascape stellt den Betreibern der Hotspots die gesamte Hardware zur Verfügung und richtet die Access Points für den drahtlosen Internetzugang ein, die auf die Bedürfnisse der Endkunden abgestimmt werden. Der Internetzugang wird unabhängig von der Bandbreite als Flat-Rate-Tarif in Rechnung gestellt.

## Strategie und Wettbewerb

### *Organisches und akquisitionsbedingtes Wachstum*

Broadnet Mediascape verfolgt das strategische Ziel, in Deutschland mit eigener Infrastruktur für die „letzte Meile“ einer der führenden Anbieter von Breitbandkommunikationsdienstleistungen für Geschäftskunden zu werden. Hierzu will das Unternehmen sowohl organisch wachsen als auch geeignete Übernahmemöglichkeiten nützen.

### *Aufbau einer kompetitiven technischen Infrastruktur*

Broadnet Mediascape baute in den letzten Jahren eine umfangreiche technische Infrastruktur auf, um Kunden ohne Verlegung eigener Fiberglasleitungen einen Zugang zu Breitbandinternet zu bieten. Durch den Ausbau vorhandener Netze und durch gezielte Akquisitionen verfügt Broadnet Mediascape derzeit über u.a. 151 Richtfunkstandorte in 25 Städten, 565 SDSL-Standorte in 72 Städten, einen Backbone mit über 4.000 km Länge, 27 Einwahlknoten und 175 Peeringabkommen. Broadnet Mediascape ist dadurch in der Lage, an fast allen deutschen Ballungszentren eine eigene Infrastruktur anzubieten. Durch die Übernahme der KKFnet konnte Broadnet Mediascape sein DSL-Leitungsnetz komplettieren. Somit ist die Firma in allen Einwahlknoten vertreten. Das Unternehmen sieht in der eigenen Infrastruktur erhebliche Vorteile. Im Gegensatz zu reinen Wiederverkäufern hat Broadnet Mediascape den Spielraum für eine eigenständige Preiskalkulation vergrößern können und es können Value Added Services angeboten werden, die eine Kontrolle der Infrastruktur erfordern.

### *Wachstum und Gewinne haben oberste Priorität*

Das Unternehmen hat im vergangenen Jahr viel Energie in die Zusammenführung der technischen Infrastruktur und der Kunden der akquirierten Unternehmen gelegt. Nun hat die Kundengewinnung und ein rasches Erreichen der Profitabilität oberste Priorität.

### *Konzentration auf KMUs*

Broadnet Mediascape konzentriert sich hauptsächlich auf das Marktsegment der kleineren und mittleren Unternehmen (KMUs). Die negativen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führten zwar in 2002 zu geringeren Ausgaben der Unternehmen für Telekommunikationsprodukte. Trotzdem verfügt der Telekommunikationsmarkt für KMUs langfristig über überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Gerade diese Unternehmen setzen zunehmend auf das Internet als Kommunikationsplattform und nutzen verstärkt die produktivitätssteigernden Möglichkeiten der Add-on-Services. Laut einer Marktstudie von Gartner und Morris wachsen die Telekommunikationsausgaben von KMUs in Deutschland mit etwa 6,8 Prozent jährlich und sollen 2005 ein Gesamtvolumen von 14 Mrd. Euro erreichen. Europaweit prognostiziert IBM Business Consulting für den VPN-Markt bis 2005 ein Volumen von 24 Mrd. Euro. Das Segment IP-Dienste verfügt im selben Zeitraum über ein Potenzial von 24,2 Mrd. Euro.

### *Dezentrale Struktur mit direktem und indirektem Vertrieb*

Zur Kundengewinnung arbeitet Broadnet Mediascape mit einer dezentral organisierten Vertriebsstruktur. Die einzelnen Niederlassungen sind unabhängig, werden jedoch von der Unternehmenszentrale koordiniert. Die Leiter der Vertriebsbüros steuern und verantworten die lokalen Vertriebsaktivitäten. Während Großkunden direkt angesprochen werden, arbeitet man zur Gewinnung von kleineren und mittleren Kunden mit Partnern zusammen. Vor allem für die Internetzugänge werden über den indirekten Vertrieb Kunden gewonnen. Die Partner sind größtenteils Systemhäuser.

### *Langfristige Kundenbindung*

Zu einem deutlichen Kundenzuwachs kam es durch die Übernahme der KKFnet. Die Anzahl der Kunden nahm dadurch um rund 1.800 auf 5.560 zum 31.12.2002 zu. Da der größte Teil der Kundenverträge eine Laufzeit von 12 Monaten hat, stützt sich Broadnet Mediascape auf langfristige Kundenbeziehungen und verfügt über genügend Spielraum, die Zusammenarbeit auszubauen. Um schnell mit geeigneten Produkten auf Änderungen der Marktbedürfnisse reagieren zu können, arbeitet Broadnet Mediascape über Technical Consultants eng mit seinen Hardware-Lieferanten wie Cisco und Nokia zusammen.

### *Starke Mitbewerber*

Die Wettbewerbssituation ist je nach Teilmarkt sehr unterschiedlich. Während an den Märkten für Breitbandinternetanbindungen, VPN und Hosting/Housing ein großer Wettbewerb herrscht, wurde kürzlich mit Star 21 der letzte Mitbewerber von Broadnet Mediascape im Bereich Wireless-Local-Loop (WLL) insolvent. Zu den Wettbewerbern zählen u.a. Colt Telekom, Deutsche Telekom, Pixelpark, Strato und UUnet. Broadnet Mediascape zählt zu den Anbietern, welche die so genannte „letzte Meile“ ohne Fiberglasleitungen überbrücken können und damit unabhängig von der Deutschen Telekom sind. Durch die Konzentration auf KMUs ist Broadnet Mediascape in der Lage, sowohl Vertrieb als auch Produkte genau auf diesen Adressatenkreis auszurichten und verfügt dadurch gegenüber vielen anderen Anbietern ohne Spezialisierung auf einen bestimmten Kundenkreis über Wettbewerbsvorteile.

### *Mehrwertdienste eröffnen Perspektive*

Die Konsolidierung am Telekommunikationsmarkt führte zu einer Bereinigung unter der Anbietern. Neben dem konjunkturellen Einbruch am Telekommunikationsmarkt führt der Preisverfall für Internetanbindungen und Datentransfervolumen zu einem weiteren Konsolidierungsdruck. Vor allem dem Bereich der Add-on-Services fällt damit eine große Bedeutung zu, da die zusätzlichen Mehrwertdienstleistungen nicht nur die Kundenbindung erhöhen, sondern auch zu höheren Kundenmargen führen. Somit verfügen Unternehmen wie Broadnet Mediascape mit einer kompetitiven technischen Infrastruktur, einem flexiblen und möglichst umfassenden Produktportfolio sowie einer soliden Finanzsituation über die aussichtsreichsten Perspektiven am Markt für Breitbandinternetdienstleistungen.

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Geschäftsjahr 2002 im Zeichen der Akquisitionen

Die Zahlen des Geschäftsjahres 2002 standen ganz im Zeichen der Akquisitionen von Broadnet Deutschland und KKFnet sowie des Aufbaus der technischen Infrastruktur. Durch die Übernahmen legte einerseits der Umsatz gegenüber dem Vorjahr deutlich um 65,5 Prozent zu und erreichte 15,6 Mio. Euro. Andererseits verschlechterte sich das EBITDA von minus 8,8 Mio. Euro in 2001 auf minus 10,1 Mio. Euro für das Geschäftsjahr 2002. Das negative EBIT verbesserte sich von 22,2 Mio. Euro in 2001 auf 18,9 Mio. Euro in 2002. Der Konzernfehlbetrag ging von 23,9 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2001 auf 19,4 Mio. Euro in 2002 zurück. Der Bestand an liquiden Mitteln belief sich zum 31.12.2002 auf 39,8 Mio. Euro. Im Zuge der Akquisitionen erhöhte sich das Grundkapital von Broadnet Mediascape auf 15,8 Mio. Euro.

(Mio. Euro)	Geschäftsjahr 2001	Geschäftsjahr 2002	Veränderung
Umsatz	9,4	15,6	+65,5%
EBITDA	-8,8	-10,1	k.A.
EBIT	-22,2	-18,9	k.A.
Jahresüberschuss	-23,9	-19,4	k.A.

Entwicklung der Geschäftszahlen von Broadnet Mediascape

### Investitionskosten fast halbiert

Den größten Umsatzanteil stellten mit 65,8 Prozent die Produkte dataAirways und dataHighways. Durch Optimierungen bei der Infrastrukturintegration konnten die Investitionskosten von 9,1 Mio. Euro auf 4,9 Mio. Euro gesenkt werden.

### Starkes Wachstum im 1. Quartal 2003

Die Zahlen für das 1. Quartal 2003 lassen bereits den Erfolg bei der Integration der übernommenen Unternehmen erkennen. Der Umsatz stieg gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um über 120 Prozent und gegenüber dem Vorquartal um 12 Prozent an. Der Umsatz erreichte somit 6,1 Mio. Euro.

(Mio. Euro)	1. Q / 02	1. Q / 03	Veränderung
Umsatz	2,8	6,1	+120,3%
EBITDA	-1,4	0,1	k.A.
EBIT	-2,6	-3,5	k.A.

Entwicklung der Geschäftszahlen von Broadnet Mediascape

### EBITDA stark verbessert

Das Unternehmen erzielte im ersten Quartal 2003 erstmals ein positives EBITDA. Das Ergebnis verbesserte sich von minus 5,85 Mio. Euro im Vorjahr auf 116 Tsd. Euro. Für die Verbesserung sind hauptsächlich einmalige betriebliche Erträge verantwortlich. Um diese Sondereffekte in Höhe von 1,0 Mio. Euro bereinigt, läge das operative Ergebnis bei minus 0,9 Mio. Euro. Die deutliche Verbesserung gegenüber dem 1. Quartal 2002 ist das Ergebnis der erfolgreichen Umset-

zung von Kostensynergien vor allem im Netzwerk- und Personalbereich im Zuge der Akquisitionen. Die Verfügbarkeit einer eigenen technischen Infrastruktur führte zu einer Verbesserung der Margen.

*Kurze  
Abschreibungsdauer*

Die Verschlechterung beim EBIT ist auf die Abschreibungen im Rahmen der Übernahmen zurückzuführen. Hierzu ist zu erwähnen, dass die übernommene Broadnet Deutschland ihre Abschreibungen über einen Zeitraum von drei Jahren vornimmt und nicht wie Mediascape über 7 Jahre. Der kürzere Abschreibungszeitraum führt zwar zu einer größeren Belastung der entsprechenden Jahresergebnisse 2002 und 2003. Dafür werden die Geschäftszahlen der nachfolgenden Jahre nicht mehr negativ beeinflusst, was ein hohes Gewinnwachstum ermöglicht.

*Solide Finanzsituation*

Der Finanzmittelbestand lag zum 31.03.2003 bei 31,5 Mio. Euro. Der erhöhte Verbrauch von liquiden Mitteln ergab sich aus einmaligen Effekten wie der vorzeitigen Auflösung von Leasingverträgen und der Vorauszahlung von Festnetzverbindungen. Die Eigenkapitalquote lag bei rund 82 Prozent.

*Breiter Kundenstamm*

Zum 21.03.2003 hatte Broadnet Mediascape einen Kundenstamm von 6.204 Unternehmen. Davon greifen 5.546 auf die Produkte im Bereich Internetzugang zurück. Der Auftragseingang lag zum Stichtag bei 275 Breitbandleitungen mit einem Umsatzvolumen von 83 Tsd. Euro.

*Synergien bringen  
sinkende Kosten,  
Gewinnzone im 4.  
Quartal erreichbar*

Die Geschäftsergebnisse der kommenden Quartale werden durch den weiteren starken Rückgang der Integrationskosten deutlich entlastet. Die Netzwerkinfrastrukturen sind mittlerweile nahezu vollständig zusammengeführt. Die Büros wurden zusammengelegt. Redundanzen in der Backbone-Struktur sind abgebaut. Zahlreiche Kunden konnten auf die eigene Infrastruktur migriert werden und müssen nicht mehr kostenpflichtig über externe Anbieter angebunden werden. Von weiteren Kostensynergien, wenn auch in geringerem Ausmaß, ist auszugehen. Das Unternehmensziel, im letzten Quartal des laufenden Geschäftsjahres auf Basis des EBITDA die Gewinnzone zu erreichen, ist daher mehr als realistisch.

## Bewertung

### Ertragsdiskontierung

Mittels Ertragsdiskontierung ermitteln wir nun, welches faire Bewertungsniveau sich für Broadnet Mediascape unter realistischen Annahmen zur Geschäftsentwicklung ergibt. Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten ermitteln wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model). Dazu legen wir einen risikolosen Zinssatz von 3,84 Prozent – das entspricht der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen –, eine Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,5 Prozent (Empfehlung des Arbeitskreises „Finanzierung“ der Schmalenbachgesellschaft) und einen intuitiv bestimmten Beta-Faktor von 1,0 zugrunde. Ein Beta-Faktor von 1 bedeutet, dass die Schwankung des untersuchten Wertpapiers gleich stark ist wie die des zugrundegelegten Marktportfolios. Der ermittelte Beta-Faktor auf Basis einer Regressionsanalyse zwischen der Broadnet Mediascape-Aktie und dem MSCI-World-Index ist mittelfristig nicht repräsentativ. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 9,34 Prozent. Das ewige Wachstum setzen wir mit 3 Prozent an.

### Konservative Annahmen

Nach der jüngsten Geschäftsentwicklung gehen wir davon aus, dass Broadnet Mediascape im kommenden Geschäftsjahr 2004 ein ausgeglichenes Ergebnis erwirtschaften wird. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein Umsatzvolumen von 25,8 Mio. Euro. Danach unterstellen wir ein moderates Wachstum, das sich bis 2009 auf 5 Prozent abschwächt. Die Umsatzrendite heben wir schrittweise auf einen branchenüblichen Wert von 15 Prozent an. Angesichts der Krise am Telekommunikationsmarkt, deren Dauer und Auswirkung kaum zu erfassen sind, wurden die Prognosen bewusst vorsichtig gewählt.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ewige Rente
Umsatz (in Mio. Euro)	25,8	29,7	33,5	37,6	41,3	44,6	46,8	49,2	
Nettorendite	Neg.	0%	5,0%	8,0%	11,0%	13,0%	15,0%	15,0%	
Gewinn (in Mio. Euro)	k.A.	0	1,7	3,0	4,5	5,8	7,0	7,4	
<b>Gewinn p. Aktie (in Euro)</b>	k.A.	0	0,11	0,19	0,29	0,37	0,44	0,47	<b>7,59</b>

Ertragswert von Broadnet Mediascape.: 75,7 Mio. Euro bzw. 4,79 Euro je Aktie

### Ertragswert von 4,79 Euro verdeutlicht Unterbewertung

Trotz der konservativen Planzahlen zur künftigen Geschäftsentwicklung ergibt sich ein Unternehmenswert für das operative Geschäft von 75,7 Mio. Euro respektive 4,79 Euro je Aktie – also deutlich oberhalb des aktuellen Börsenwertes von rund 48,0 Mio. Euro bzw. 3,04 Euro je Aktie. Abzüglich der hohen Cash-Reserven in Höhe von 31,5 Mio. Euro oder 1,99 Euro je Aktie, wird das operative Geschäft von Broadnet Mediascape derzeit nur mit einem Börsenwert von rund 16,5 Mio. Euro respektive 1,05 Euro je Anteilsschein evaluiert.

Da der größte Teil der Integrationskosten aus den Akquisitionen bereits verarbeitet ist und die Subventionierung des operativen Geschäfts stetig zurückgehen

wird, ist in den kommenden Quartalen mit einer deutlichen Verringerung der Cash-burn-rate zu rechnen. Diese Betrachtung reicht aus, um der Bewertung der Broadnet Mediascape-Aktie auf dem aktuellen Kursniveau eine erhebliche „Sicherheitsmarge“ zu attestieren. Wir weisen darauf hin, dass dabei hinsichtlich der Wachstumserwartungen äußerst konservativ vorgegangen wurde und diese unter den Prognosen des gesamten Marktes angesetzt wurden.

*Gute Markt-  
position und  
Wachstums-  
perspektiven*

Alle Segmente von Broadnet Mediascape verfügen über Wachstumsperspektiven. Darunter dürften vor allem das Geschäft mit VoIP und VPN in den kommenden Jahren am stärksten zulegen. Den sinkenden Preisen bei den Internetzugängen kann Broadnet Mediascape mit der Errichtung einer eigenen Infrastruktur wesentlich besser begegnen. Zusammen mit seinem breiten Produktangebot nimmt Broadnet Mediascape dadurch mittlerweile eine sehr gute Marktposition am deutschen Markt für Breitbandkommunikationsdienstleistungen ein.

*Marktkonsolidierung  
eröffnet Chancen*

Der Markt der Internet Service Provider (ISP) ist geprägt von reinen Serviceprovidern, die mit Infrastrukturunternehmen konkurrieren. Jene Anbieter, welche in der Lage sind, die eigene Netzinfrastruktur kostendeckend zu halten, besitzen in der heutigen Konsolidierungsphase des Marktes Wettbewerbsvorteile, da jeder Volumenzuwachs nach Abdeckung der Fixkosten hohe Deckungsbeiträge erwirtschaftet. Reine Serviceprovider werden in dieser Situation einem verstärkten Margendruck ausgesetzt sein und dadurch zu interessanten Übernahmekandidaten werden. Broadnet Mediascape wird davon doppelt profitieren, da das Unternehmen zum einen über viel nicht betriebsnotwendige liquide Mittel verfügt. Zum anderen besitzt die Firma eine vollentwickelte Netzinfrastruktur in Deutschland, welche geringe Netzinvestitionen erfordert.

*Finanzsituation federt  
Gefahren aus  
Telekommunikations-  
krise ab*

Auf der Kostenseite ist mit zusätzlichen weiteren Synergieeffekten zu rechnen, wenn auch nur mehr in geringerem Ausmaß. Mit weiteren Übernahmen ist nach Abschluss der Integration der vorangegangenen Akquisitionen zu rechnen. Die Krise am Telekommunikationsmarkt wird dem Unternehmen weitere Gelegenheiten bieten, Akquisitionen zu tätigen, welche die eigene Marktposition, Kundenbasis und technische Infrastruktur stärken. Einer länger anhaltenden und sich weiter verschärfenden Krise am Telekommunikationsmarkt wird sich jedoch auch Broadnet Mediascape nicht widersetzen können. Die solide Finanzsituation mit hohen liquiden Mitteln und einer Eigenkapitalquote von 82 Prozent federt dieses Risiko jedoch ab.

*Urteil „Spekulativ  
Kaufen“*

Vor diesem Hintergrund bleibt festzuhalten, dass die Broadnet Mediascape-Aktie dem Anleger auf dem aktuellen Kursniveau ein sehr attraktives Chance-/Risiko-Verhältnis bietet. Wir bewerten daher die Aktie mit dem Urteil „Spekulativ kaufen“.

## Über Performaxx

Die Performaxx AG 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
- Market-Research

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

Performaxx AG  
Balanstr. 16  
81669 München

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

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [contact@performaxx.de](mailto:contact@performaxx.de)