

Deutsche Entertainment AG (DEAG) **Spekulativ kaufen** (Ersteinschätzung)

Stärken und Chancen

- *Konzentration auf das Kerngeschäft:* Nach Abschluss der Restrukturierung können die Ressourcen wieder auf den Ausbau des Geschäfts mit Live-Entertainment gelenkt werden. Für 2006 ist insbesondere in der Schweiz ein Umsatzsprung zu erwarten.
- *Perspektiven im Klassiksegment:* Der Aufbau des Geschäftsbereichs Klassik verläuft viel versprechend. Das Segment dürfte sich zu einer weiteren tragenden Säule der Gesellschaft entwickeln.
- *Reserven bei der Profitabilität:* Die Verbesserung der Finanzstruktur und der Ausbau margenstarker Geschäftsbereiche sollten sich in der Entwicklung der Nettomarge positiv niederschlagen.
- *Hohes Kurspotenzial:* Bei Einhaltung der Geschäftsprognosen ergibt sich einer fairer Unternehmenswert von 3,05 Euro je Aktie, was einem Aufwärtspotenzial von fast 50 Prozent entspricht.

Schwächen und Risiken

- *Intensiver Wettbewerb:* Die DEAG musste im Kerngeschäft Tournee Marktanteile an Konkurrenten abgeben. Vor allem der Hauptumsatzträger Rock und Pop ist hart umkämpft; hohe Gegenforderungen der Topstars begrenzen hier die Gewinne.
- *Diversifikationspläne nicht ohne Risiko:* Der Erfolg neuer Geschäftsbereiche, insbesondere im Musiklabel-Markt, ist schwer prognostizierbar.
- *Geringes Liquiditätspolster:* Die nach wie vor spürbaren Auswirkungen der Unternehmenskrise zwischen 2001 und 2003 belasten die Finanzierung der noch ausstehenden Zahlungsverpflichtungen.

Aktueller Kurs **2,10 Euro**

Stammdaten

ISIN	DE0005513907
Branche	Media & Entertainment
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.deag.de
Ausstehende Aktien	18 Mio. Stück*
Datum der Erstnotiz	September 1998
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	37,8 Mio. Euro*
Free Float	ca. 76 %

Kursentwicklung



Hoch / Tief (52 Wochen)	2,80 Euro / 1,37 Euro
Performance (52 Wochen)	-11,64 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 200 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 30.12.)	2004	2005(e)	2006(e)
Gesamterlöse (Mio. EUR)	96,6	99,0	123,0
EpS (EUR)*	0,21	0,12	0,24
KUV*	0,30	0,38	0,24
KGv*	10,0	17,7	8,6

*ab 2005 verwässert durch emittierte Wandelanleihe, siehe S. 6

Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die DEAG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

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.

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 vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Unternehmensprofil

Fest etabliert im Veranstaltungsmarkt

Kerngeschäft der Deutschen Entertainment AG (DEAG), deren unternehmerische Wurzeln bis ins Jahr 1978 zurückreichen, ist die Entwicklung, Produktion und Vermarktung von Live-Events mit nationalen und internationalen Künstlern sowie das Betreiben von Spielstätten. Geführt wird die Gesellschaft nach wie vor von dem Unternehmensgründer Peter Schwenkow. Angesichts von mehr als 25 Jahren Branchenerfahrung des CEO ist der Geschäftserfolg des Unternehmens eng mit seiner Person verbunden. Als zweiter Vorstand mit Zuständigkeit für Finanzen und operative Konzernsteuerung fungiert seit Mitte 2004 der ehemalige Geschäftsführer von Sony Music Entertainment, Wingolf Mielke.

Holding mit 20 Tochterunternehmen

Das seit 1998 börsennotierte Unternehmen ist in Form einer Holdingstruktur organisiert. Während sich die Dachgesellschaft vor allem um die zentrale Verwaltung und die strategische Ausrichtung der DEAG kümmert, betreiben die rund 20 Tochtergesellschaften das operative Geschäft und wurden dafür zu den vier verschiedenen Segmenten Artists & Tours, Urban Entertainment, Theatres und Classics zusammengefasst.

Artists & Tours steht im Mittelpunkt

Mit einem Umsatz von 82,5 Mio. Euro im vergangenen Jahr (rund 85,4 Prozent der Konzern Erlöse) ist das Segment Artists & Tours der mit Abstand wichtigste Geschäftsbereich. Diverse nationale und internationale Tochterunternehmen der DEAG veranstalten und organisieren Konzerte und Tourneen für die Großen des Rock- und Popbusiness. Über eine starke Marktstellung verfügen die Verbundunternehmen in Deutschland, Großbritannien und der Schweiz, wobei sie bei den Eidgenossen sogar die führende Position einnehmen. Die Aktivitäten der kleineren Sparten Urban Entertainment (5,9 Prozent vom Konzernumsatz) sowie Theatres (8,4 Prozent) beschränken sich demgegenüber auf einzelne lokale Märkte. Der Bereich Urban Entertainment umfasst den Betrieb verschiedener Veranstaltungszentren, wie das Hallenstadion Zürich oder die Jahrhunderthalle in Frankfurt. Ein Filetstück ist dabei der Exklusivvertrag mit der überregional bekannten Waldbühne in Berlin, der schon seit 25 Jahren Bestand hat. Im Segment Theatres produziert die DEAG selbst konzipierte Varietéshows für die unternehmenseigenen Theater Wintergarten Berlin und Friedrichsbau Stuttgart.

Classics als Hoffnungsträger

Jüngster Geschäftsbereich ist das Segment Klassik, in dem im vergangenen Jahr erst 0,5 Mio. Euro umgesetzt wurden. Nichtsdestotrotz zählt Vorstand Schwenkow das relativ gut kalkulierbare und margenstarke Geschäft mit Stars wie Anna Netrebko zu den Hoffnungsträgern der Gesellschaft. Insbesondere durch die Anfang 2005 mit der weltweit führenden Klassikünstleragentur IMG abgeschlossene dreijährige Rahmenvereinbarung über weitere Veranstaltungen unter der bereits erfolgreich eingeführten Marke „Galaxy of Stars“ könnte das Segment ab diesem Jahr deutlich wachsen.

Markt und Strategie

Positive Branchenperspektiven

Nach einer Analyse der Gesellschaft für Konsumforschung GfK entwickelt sich die Veranstaltungswirtschaft zu einer stabilen Säule der kriselnden Musikbranche. Während die Verkäufer von Tonträgern 2003 deutliche Umsatzeinbußen hinnehmen mussten, profitierten die Veranstalter von der mangelnden Kopierbarkeit ihres Angebots und erwirtschafteten ein Umsatzplus von 2 Prozent. Bei etwa 142 Mio. verkauften Tickets belief sich der Branchenumsatz damit auf rund 2,7 Mrd. Euro. Für die Zukunft erwartet der Verband der Deutschen Konzertdirektionen auch weiterhin ein moderates, aber stetiges Wachstum. Unseren Schätzungen zufolge dürfte dieses, je nach konjunktureller Lage, zwischen 0,5 und 2,5 Prozent liegen.

Volatiles Pop-Business

Trotz des positiven Branchenumfelds bestehen auf der Ebene einzelner Veranstalter durchaus Schwierigkeiten, kontinuierlich steigende Einnahmen zu erzielen. Vor allem das Geschäft mit den bekannten Namen aus den Popcharts ist volatil und umkämpft. Den Veranstaltern muss es fortwährend gelingen, angesagte Künstler unter Vertrag zu nehmen. Dabei haben zumindest die international zugkräftigen Topstars der Branche eine starke Verhandlungsposition und können den Profit der Veranstalter begrenzen.

Intensiver Wettbewerb

Neben den Künstlern verfügen auch einige Wettbewerber über eine starke Position im Markt. Hier ist besonders der ebenfalls börsennotierte Branchenführer CTS-Eventim zu nennen, der für den heimischen Markt ein Bündnis mit der amerikanischen Clear Channel Entertainment geschlossen hat.

Diversifikation kann Einnahmen verstetigen

Die DEAG verfolgt die Strategie, die Risiken im wettbewerbsintensiven Kerngeschäft durch eine breite Diversifikation auszugleichen. Neben dem Aufbau des Bereichs Klassik, der in diesem Jahr bereits rund 10 Mio. Euro zu den Konzernumsätzen beisteuern soll, wurde im ersten Quartal 2005 zudem die Gründung eines eigenen Musiklabels mit zwei branchenerfahrenen Musikmanagern sowie eine Kooperation für die Vermarktung des Fernseh-Events „Sommer Wetten dass...?“ bekannt gegeben. Zusätzlich arbeitet die Gesellschaft an der Ausweitung der Wertschöpfungskette über die klassischen Tätigkeitsfelder – Spielstättenbetrieb und Veranstalter – hinaus. Vor allem die Entwicklung eigener Formate und die anschließende Auswertung der Rechte über Merchandising oder Lizenzen stehen dabei im Vordergrund. Beispielhaft sei hier die Veranstaltungsreihe DEAG Talent Nights zur Förderung von Nachwuchskünstlern genannt, die einen frühzeitigen Zugriff auf talentierte und aussichtsreiche Künstler ermöglicht.

Geschäftsentwicklung

Fehlgeschlagene Expansion führte zu Krise

Nach dem erfolgreichen Börsengang im Jahr 1998 hat sich die DEAG mit diversen Beteiligungskäufen im Rahmen ihrer Expansionsstrategie finanziell übernommen. Insbesondere durch die Insolvenz der Tochter Stella Entertainment AG, zuvor die deutschlandweite Marktführerin für die Veranstaltung von Musicals, fielen bei der DEAG hohe finanzielle Belastungen an. Die folgende organisatorische und bilanzielle Bereinigung im Rahmen einer Restrukturierung brachte der Gesellschaft erhebliche Verluste ein.

Turnaround im Geschäftsjahr 2004

Durch die erfolgte Refokussierung auf das Kerngeschäft gelang der Gesellschaft im vergangenen Jahr der Turnaround. Trotz eines stark rückläufigen Umsatzes – die Erlöse sanken um 24,1 Prozent auf 96,6 Mio. Euro – erhöhte sich der Konzernjahresüberschuss um 17,6 Mio. Euro und erreichte mit 2,9 Mio. Euro wieder klar positives Terrain. Diese Entwicklung wurde allerdings durch Einmaleffekte begünstigt. Während vor allem das Verbuchen eines Forderungsverzichts und die nicht vollständige Ausnutzung der Restrukturierungsrückstellungen die Ertragsseite unterstützte, belastete die zeitlich begrenzte Schließung des Züricher Hallenstadions die Umsätze. Die aufwändige Renovierung durch die Stadt Zürich, die bis Mitte 2005 abgeschlossen werden soll, führte allein im vergangenen Geschäftsjahr zu einem Einnahmeausfall von rund 14 Mio. Euro. Unter dem Strich bleibt dennoch ein Verlust von Marktanteilen im Kerngeschäft zu konstatieren, da im vierten Quartal Vorjahreserfolge bei Konzerten und Tourneen nicht wiederholt werden konnten.

2005 wird Nagelprobe für operative Profitabilität

Für das laufende Jahr verspricht der Vorstand nach dem Auslaufen der bilanziellen Einmaleffekte aufgrund des verbesserten Umsatzmixes einen Anstieg der operativen Marge. Ab 2006 soll dann auch die Wachstumsdynamik deutlich an Fahrt gewinnen. Impulse hierfür könnten vor allem aus dem Ausbau des Klassiksegmentes, das von dem IMG-Vertrag deutlich profitieren dürfte, und aus der Wiedereröffnung des Züricher Hallenstadions, das nach der Modernisierung ein höheres Umsatzpotential aufweist, kommen. Nach unserer Einschätzung sind diese Projektionen – unter der Voraussetzung eines erfolgreichen Cash-Managements – durchaus realistisch.

Liquiditätssicherung bedarf besonderer Aufmerksamkeit

Im Rahmen der Restrukturierung musste die Gesellschaft in den vergangenen Jahren einen erheblichen Abfluss an Zahlungsmitteln verkraften. Im letzten Geschäftsjahr betrug der negative Cashflow aus operativem Geschäft und investiver Tätigkeit etwa 18 Mio. Euro. Parallel hat sich die Verschuldung der DEAG allerdings deutlich reduziert. Trotzdem bleiben noch einige Posten offen, deren Finanzierung der Gesellschaft noch bevorstehen: Für eine Verkaufsoption der Ringier AG, die 2006 die restlichen 39 Prozent der Schweizer Tochter Good News an die DEAG veräußern könnte, wären 10 Mio. Euro fällig. Darüber hin-

aus könnte ein einstelliger Millionen-Euro-Betrag anfallen, wenn die im Rahmen der Sanierung emittierte Wandelanleihe nicht komplett umgetauscht wird. Eine Teilfinanzierung könnte jedoch durch den Verkauf von angrenzenden Grundstücken rund um die Frankfurter Jahrhunderthalle erfolgen. Während Einnahmen von 6,5 Mio. Euro aus einer ersten, nahezu abgeschlossenen Transaktion mit verschiedenen Investoren, darunter die ABN Amro Tochter Bouwfonds, EDEKA und ST-Bau, in erster Linie zur Tilgung einer Grundstückshypothek verwendet werden müssten, ständen die bei weiteren Verkäufen in etwa realisierbaren 5 bis 5,5 Mio. Euro zur freien Verfügung.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau der DEAG ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir, da eine Bewertung unter Verwendung des äußerst volatilen Cashflows der Gesellschaft die Genauigkeit und Aussagekraft unserer Schätzung nicht verbessern würde.

Diskontierungszins nach CAPM 12,5 Prozent

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,5 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Als Maß für das systematische Risiko setzen wir einen Beta-Faktor von 1,7 als Mittelwert zwischen dem kurz- und langfristigen Beta-Faktor an, der die aktuell recht hohe Marktsensitivität adäquat berücksichtigt. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 12,5 Prozent. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 2 Prozent. Die Aktienzahl passen wir zur Abbildung der durch die erwartete Vollaussübung der emittierten Wandelanleihe bis 2006 entstehenden Verwässerung auf 18 Mio. Stück an.

Deutlicher Schub für 2006

Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf der DEAG für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gesamterlöse (Mio. EUR)	99,0	123,0	141,5	155,6	163,4	169,9	175,0	178,5
Erlöswachstum		24,2%	15,0%	10,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Nettorendite	2,2%	3,6%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gewinn (Mio. EUR)	2,20	4,40	5,38	6,07	6,53	6,80	7,00	7,14
Gewinnwachstum		100%	22,2%	12,9%	7,7%	4,0%	3,0%	2,0%

***Fairer Wert 3,05 Euro
je Aktie***

Auf Basis unserer Kalkulation ergibt sich ein Ertragswert von 54,9 Mio. Euro respektive 3,05 Euro je Aktie. Diese Bewertung offenbart gegenüber dem aktuellen Kursniveau ein Aufwärtspotenzial von fast 50 Prozent.

***Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“***

Die DEAG ist im Markt für Live-Entertainment fest etabliert und besitzt damit das Potenzial, von einer positiven Branchenentwicklung überproportional zu profitieren. Voraussetzung für den weiteren Geschäftserfolg ist ein professionelles Cashflow-Management, begleitet von einer weiteren Zurückführung der Verbindlichkeiten. Zur Beibehaltung und Steigerung der Profitabilität plant die Gesellschaft, das eventabhängige Kerngeschäft durch eine sinnvolle Diversifikationsstrategie zu verstetigen. Während sich dabei im Bereich Klassik seit Jahresbeginn bereits erste Erfolge abzeichnen, müssen die Potenziale bei Eigenproduktionen und neuen Geschäftsfeldern wie dem Musik- oder Fernsehgeschäft noch erschlossen werden. Gelingen der Gesellschaft bei diesen Punkten im laufenden Geschäftsjahr Fortschritte, könnten sich unsere aktuellen Prognosen bald als zu konservativ erweisen. In Anbetracht dessen lautet unser Urteil für die Aktie der Deutschen Entertainment AG „Spekulativ kaufen“.

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
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: kontakt@performaxx.de