

**Finanzanalyse  
Folgestudie**

**artnet AG, Berlin**

**Anlaß: Vorlage des Geschäftsberichtes zum 31.12.2008**

**Analyseergebnis**

**HALTEN - Aktuelles Kursziel EUR 5,39**

**Branche**

Internetdienstleister

**Internet**

www.artnet.de

**Termine**

Dreimonatsbericht 24.04.2009  
Hauptversammlung 15.07.2009  
Halbjahresbericht 31.07.2009  
Neunmonatsbericht 30.10.2009

**Aktienstammdaten**

**Börsenkürzel**

WKN 690950  
ISIN DE0006909500  
Bloomberg AYD.ETR

**Börsenplätze**

Xetra und Frankfurt

**Börsensegment**

Geregelter Markt / Prime Standard

**Kurs**

EUR 3,49 (Xetra; 07.04.2009  
Uhr 15:37)  
52-Wochen Hoch EUR 8,79  
52-Wochen Tief EUR 3,45

**Aktienanzahl**

5.631.067 Stück (unverwässert)

**Marktkapitalisierung**

EUR 19,1 Mio.

**Aktionärsstruktur**

Galerie Neuendorf AG, Berlin	26,0%
Schaeffer Immobilien GmbH, Hamburg	11,3%
Artis Capital Management LLC, San Francisco	10,4%
Robert de Rothschild	7,3%
Oliver Schmidt	5,0%
Eigene Aktien	1,4%
Free Float	38,6%

**Dividende 2008**

keine

artnet konnte im Geschäftsjahr 2008 mit 12% Umsatzwachstum (in USD 19%) ihre positive Entwicklung fortsetzen. Die forcierte Investitionstätigkeit in Neuprodukte und technische Verbesserungen unter Einschränkung der kurzfristigen Rentabilität führte im Februar 2008 zur erfolgreichen Einführung der Transaktionsplattform arnet Online Auctions. Ein Jahr später, im Februar 2009, ist ein weiteres Ergebnis dieser Investitionstätigkeit die Einführung der Preisdatenbank für Angewandte Kunst, die arnet Price Database Decorative Art. Sie enthält internationale Auktionsergebnisse ab dem Jahr 2002 für Möbel und Angewandte Kunst von dem Mittelalter bis zum Jugendstil. In Q4/2008 wuchs arnet im Vergleich zum Vorjahresquartal trotz Weltwirtschaftskrise in USD um 7,3% ohne Auktionen und um 10,5% mit Auktionen. Im Vergleich zum Vorquartal Q3/2008 war ein um 1% rückläufiger Gesamtumsatz festzustellen. In der Berichtswährung Euro stieg der Quartalsumsatz aufgrund positiver Wechselkurseffekte um 14% zum Vorquartal an.

Im Oktober 2008 führte arnet die Website arnet.fr ein. Der französische Kunstmarkt ist nach den USA und U.K. der weltweit drittgrößte Kunstmarkt. Um das lokale Publikum zu erreichen, bietet arnet ein tagesaktuelles Online-Magazin in französischer Sprache an, dessen redaktionelle Inhalte von einer eigenen Frankreich Redaktion betreut werden. arnet will mit dieser Investition seine Wettbewerbsposition besonders in Frankreich deutlich ausbauen.

Die Kostenarten entwickelten sich in Q4/2008 unterschiedlich. Während alle Kostenarten in USD im Vergleich zum Vorjahresquartal stiegen, größter Anstieg waren hier die Produktentwicklungskosten mit 28%, zeigte sich im Vergleich zum Vorquartal Q3 ein anderes Bild. Am stärksten wuchsen die Umsatz- und die allgemeinen Verwaltungskosten in USD um 16% bzw. 40%, während die Vertriebs- und Marketingkosten um ca. 15% schrumpften. Das Konzernergebnis war in der Folge sowohl aufgrund der Zukunftsinvestitionen, als auch aufgrund der Erhöhung des Steueraufwands nach einer Steuerprüfung der Jahre 2001 bis 2004 mit USD -718 deutlich negativ.

Die Konjunkturkrise dürfte zum Ausscheiden marginaler Anbieter unter den Galeriekunden von arnet führen und die Zahl der Preisdatenabonnements beeinflussen. Wachstumstreiber 2009 dürften hingegen die arnet Online Auctions werden, die bereits in Q1/2009 mit einem geschätzten Umsatz von über TUSD 200 einen Zuwachs von ca. 60% gegenüber dem Vorquartal erzielen konnten. Aber auch die Neuprodukte Price Database Decorative Art, die website arnet.fr sowie die geplante Einführung neuer arnet Market Data Produkte, die anhand von Kunstmarktdaten und der neuen Kunstindizes umfangreiche Marktanalysen ermöglichen, sollten Umsatzwachstum generieren.

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf  
info@SIGNUM-Research.com

**Wichtig:**

Bitte lesen Sie die Rechtshinweise und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

**Finanzanalyse  
Folgestudie**

**Branche**

Internetdienstleister

**Internet**

www.artnet.de

**Termine**

Dreimonatsbericht 24.04.2009  
Hauptversammlung 15.07.2009  
Halbjahresbericht 31.07.2009  
Neunmonatsbericht 30.10.2009

**Aktienstammdaten**

Börsenkürzel  
WKN 690950  
ISIN DE0006909500  
Bloomberg AYD.ETR

Börsenplätze Xetra und Frankfurt

Börsensegment Geregelter Markt / Prime Standard

Kurs EUR 3,49 (Xetra; 07.04.2009  
Uhr 15:37)  
52-Wochen Hoch EUR 8,79  
52-Wochen Tief EUR 3,45

Aktienanzahl 5.631.067 Stück (unverwässert)  
Marktkapitalisierung EUR 19,1 Mio.

Aktionärsstruktur	Galerie Neuendorf AG, Berlin	26,0%
	Schaeffer Immobilien GmbH, Hamburg	11,3%
	Artis Capital Management LLC, San Francisco	10,4%
	Robert de Rothschild	7,3%
	Oliver Schmidt	5,0%
	Eigene Aktien	1,4%
	Free Float	38,6%

Dividende 2008 keine

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf  
info@SIGNUM-Research.com

**Wichtig:**

Bitte lesen Sie die Rechtshinweise und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

**artnet AG, Berlin**

**Anlaß: Vorlage des Geschäftsberichtes zum 31.12.2008**

**Analyseergebnis**

**HALTEN - Aktuelles Kursziel EUR 5,39**

Insgesamt erwarten wir, wie auch artnet selbst, ein etwa ausgeglichenes Ergebnis in 2009 und deutlich steigende Gewinne ab 2010. Die strategische Positionierung hat sich in 2008 und im bisherigen Verlauf 2009 aufgrund des forcierten Unternehmensausbaus weiter verbessert.

Die Bewertung der artnet Aktie basiert auf den ab 2010 geschätzten Gewinnen. Diese unterliegen erheblichen Unsicherheiten, da die Umsätze aus den Auktionen ebenso wie die erwarteten Umsätze von Neuprodukten kaum prognostizierbar sind. Der geplante Mitarbeiteranstieg um ca. 10% führt vermutlich zu weiter steigenden Gesamtkosten. Zusätzlich sind die Auswirkungen der Rezession auf den Kunstmarkt und dessen Entwicklung auf artnet nur mit größeren Unsicherheiten abzuschätzen. Unser DCF Modell indiziert einen fairen Wert der artnet Aktie von EUR 5,39 bei einem aktuellen Kurs von EUR 3,49. Angesichts der Unsicherheiten senken wir jedoch zunächst unser Anlageurteil auf Halten.

Analyst: Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling  
Datum der Veröffentlichung: 16.04.2009  
Redaktionsschluß: 08.04.2009



**Eileen Gray**  
*Fauteuil aux dragons*  
1917–1919  
Christie's Paris: 23. Februar 2009  
Verkaufspreis: EUR 21.905.000

artnet AG, Berlin

## 1. Wesentliche Ereignisse im 3. Quartal 2008

- Umsatzzanstieg um 7,3% in USD in Q4/2008 zum Vorjahresquartal, ohne Umsatz Online Auctions, mit Online Auctions 10,5%
- Auktionserlöse trotz Weltwirtschaftskrise im Vergleich zum Vorquartal Q3/2008 in USD um 3% gestiegen
- Galerienetzwerk in USD um 13,5% zum Vorjahresquartal gewachsen
- Werbeumsätze in USD in Q4 nahezu unverändert zum Vorjahresquartal
- Website artnet.fr mit französischem tagesaktuellen Online-Magazin gestartet, eigene artnet-Frankreich Redaktion, entsprechende Werbeerlöse daraus noch gering
- Betriebskosten im Vergleich zum Vorjahresquartal weiter um 11% angestiegen
- Anstieg der leistungsorientierten Vergütung des Vorstands in 2008 auf TEUR 272 nach TEUR 86 im Vorjahr
- 3 weitere Vollzeitmitarbeiter in Q4/2008 eingestellt, 137 Mitarbeiter zum Jahresende
- artnet plant einen Anstieg der Mitarbeiterzahl auf ca. 150 zum Jahresende 2009 (+12% zum Vorjahr)
- Bereinigter Konzernverlust von TEUR -490 aufgrund von hohen Zukunftsinvestitionen sowie Einmaleffekten wie einem periodenfremden Steueraufwand von TEUR 286 und Verzugszinsen TEUR 43 darauf
- Zahlungsmittelbestand zum Jahresende EUR 2,9 Mio. nach EUR 3,6 Mio. im Vorjahr
- Operativer cashflow in 2008 TEUR 437 (2007: TEUR 2.394), nach Abzug aktivierter Entwicklungskosten von TEUR 614 verbleibt ein negativer operativer cashflow von TEUR 177
- Free cashflow im Gesamtjahr 2008 mit TEUR -770 deutlich negativ
- Galerienetzwerk mit 2.256 Galerien, +38 in Q4/2008
- Preisdatenbank mit 12.309 Abonnements, -613 in Q4/2008
- Im Februar 2009 Einführung der Preisdatenbank artnet Price Database Decorative Art
- Einführung der Kunstindizes artnet Market Data Kunstindizes und Marktberichte im Jahresverlauf 2009 geplant

## 2. Einzelheiten

### 2.1 artnet Online Auctions

artnet Online Auctions etablierten sich in Q4/2008 weiter auf dem in Q3 bereits erreichten Niveau. Die Anzahl der eingestellten Lose wuchs um ca. 20% auf durchschnittlich annähernd 500 monatlich (in Q3: ca. 400 monatlich). Umgekehrt verringerte sich in Q4 in einem konjunkturell schwachen Umfeld die Durchverkaufsrate von ca. 22% auf ca. 18%. Insgesamt wuchsen jedoch die Umsätze aus Online Auctions im 4. Quartal 2008 in USD um 2% zum Vorquartal. In EUR gerechnet ergab sich ein Wachstum von 14%. Online Auctions trugen damit TUSD 373 seit Einführung im Februar zum Gesamtumsatz bei.



Graham Robert

Elizabeth  
1992

artnet Online Auctions: 31. März 2009  
Verkaufspreis: USD 32.000

## artnet AG, Berlin

Den Rekordumsatz in 2008 erzielte ein Siebdruck von Andy Warhol zum Auktionspreis von TUSD 130 (Juli 2008). Hauptumsatzträger sind unverändert Druckgraphik und Photokunst.

Die Produktvorteile der Online Auctions, wie ein Umschlag von 4-5 Wochen statt 6 Monaten bei Präsenzauktionen sowie eine Käuferprovision von 10% statt ca. 25% bis 40%, sind weiterhin ein Alleinstellungsmerkmal. Andere Anbieter von Internetauktionen erreichen nicht annähernd die Umsätze und weltweite Aufmerksamkeit von Online Auctions.

Während die Auktionsumsätze im Juli einen Monatsrekord von ca. TUSD 450 erreichten, sanken sie tendenziell bis Dezember / Januar auf unter TUSD 150. Im August war das Käuferaufgeld von 10% zusätzlich zur Verkaufsgebühr von 10% eingeführt worden. Im Februar und März 2009 stiegen die Auktionsumsätze jedoch im Zuge eines höherpreisigen Angebotes wieder auf deutlich über TUSD 300 an. artnet beurteilt die Aussichten optimistisch. Wir haben die Umsätze Online Auctions vorsichtig auf Basis von durchschnittlich TUSD 350 pro Monat ab April geschätzt und unterstellen dabei zu Februar und März einen nur geringfügigen Anstieg der Auktionsumsätze. Insgesamt beträgt unsere Umsatzschätzung der Umsätze von artnet aus den Auktionen einschließlich der Listinggebühren TUSD 975 oder TEUR 722. Wenn sich der positive Trend aus dem 1. Quartal 2009 im Jahresverlauf fortsetzen sollte, so wären deutlich höhere Umsätze vorstellbar. Dann könnten die Online Auctions zu einem Selbstläufer werden, der aufgrund vorgenannter Produktvorteile zunehmendes und höherpreisiges Angebot und Nachfrage generiert.

## 2.2 Unternehmensentwicklung

In Q4/2008 wuchs artnet im Vergleich zum Vorjahresquartal in einem konjunkturell schwachen Umfeld in USD um 7,3% ohne Auktionsumsätze und um 10,5% mit Auktionsumsätzen. Der Wachstumstrend konnte damit auch im letzten Quartal erfolgreich fortgesetzt werden. Stärkster Umsatztreiber in absoluten Zahlen war das Gallery Network mit einem Wachstum in USD von 13%, die Preisdatenabonnements stiegen um 2%, während die Werbeerlöse leicht rückläufig waren. Im Vergleich zum Vorquartal Q3/2008 schrumpfte der Gesamtumsatz leicht um 0,5%. Betroffen waren alle Produktgruppen, außer den Werbeerlösen, die saisonal bedingt zulegten. Der rückläufige Quartalsumsatz lässt Einzelwertberichtigungen von Forderungen im Gallery Network und weitere Kündigungen unter den Preisdatenbankabonnenten in 2009 erwarten. Dieser Trend könnte sich im Jahresverlauf 2009 noch verstärken.

Die Anzahl der Mitgliedsgalerien konnte artnet in Q4/2008 entgegen dem ungünstigen Branchenumfeld um 38 bzw. 1,7% auf 2.256 steigern. Der durchschnittliche monatliche Umsatz pro Mitgliedsgalerie ging leicht zurück von USD 303 in Q3/2008 auf USD 292 in Q4/2008. Gründe hierfür sind hauptsächlich Währungsumrechnungseffekte. Allerdings konnte offensichtlich die beabsichtigte Preiserhöhung nicht im Markt durchgesetzt werden. Die Anzahl der Preisdatenbankabonnenten fiel zum Vorquartal um 613 auf 12.303. Das entspricht einem Rückgang um ca. 5%. Hingegen stieg der Umsatz je Abonnement von USD 43 auf USD 44. Da die Preise nicht erhöht wurden, sind eher kleine Abonnements weggefallen.

artnet AG, Berlin

Die Trends zeigen ein anhaltendes Wachstum im Gallery Network, aber auch eine erhöhte Konjunktursensibilität unter den Preisdatenbank-abonnenten.

Im Oktober führte artnet die Website artnet.fr ein. Frankreich ist nach den USA und U.K. der weltweit drittgrößte Kunstmarkt. Damit wird die Wahrnehmung von artnet in Frankreich wesentlich gestärkt. Erreicht wird dies durch eine französischsprachige Version des artnet Magazins, das täglich aktualisiert über den Kunstmarkt mit Schwerpunkt Frankreich berichtet. Organisatorisch hat artnet dazu eine eigene Frankreich Redaktion aufgebaut.

Sämtliche Kostenarten in USD stiegen im Vergleich zum Vorjahresquartal bereinigt um die nicht zahlungswirksamen Kosten der Aktienoptionen (TUSD 142) um 42%. Die Umsatzkosten stiegen von Q3 auf Q4 um 16%. Damit wuchsen sie nach der teilweisen Umgliederung aus den Betriebskosten am Jahresanfang um 52% im Gesamtjahr, letztere stiegen um 36% zum Vorjahr an.

Die Betriebskosten nahmen von Q3 auf Q4 um 8% zu. Unter den Betriebskosten verzeichneten die Produktentwicklungskosten verglichen mit dem Vorjahresquartal mit 28% den größten Anstieg. Im Vergleich zum Vorquartal wuchsen die allgemeinen Verwaltungskosten in USD um 40%, während die Vertriebs- und Marketingkosten um ca. 15% zurückgingen. Hier setzt das Unternehmen weiter auf die persönliche Weiterempfehlung anstatt ein kostenintensives Marketingprogramm zu starten. Dem Kostenanstieg der allgemeinen Verwaltungskosten lag insbesondere die Zusage einer leistungsorientierten Vergütung des Vorstands mit TEUR 272 (Vorjahr: TEUR 85,5) zugrunde. Dessen Bezüge stiegen im Gesamtjahr 2008 auf TEUR 583 (Vorjahr: TEUR 406). Das Konzernergebnis fiel mit TEUR -490 im Vergleich dazu deutlich negativ aus.

Tabelle 1

artnet AG Planungsrechnung (Konsolidierte GuV)									
Beträge in TEuro	2007		2008		2009		2010		2011
	IST- Werte (bereinigt)	Veränder- ung in %	IST- Werte (bereinigt)	Veränder- ung in %	Prognose	Veränder- ung in %	Prognose	Veränder- ung in %	Prognose
Umsatz ohne Auktionen	11.000	+9,5%	12.048	+11,1%	13.385	+8,9%	14.578	+14,5%	16.690
Provision Online Auctions			255		722		1.074		1.800
Gesamtumsatz	11.000	+11,9%	12.303	+14,7%	14.107	+11,0%	15.652	+18,1%	18.490
Umsatzkosten	2.073	+141,5%	5.007	+12,4%	5.630	+5,0%	5.911	+10,0%	6.502
Bruttoergebnis vom Umsatz	8.927	-18,3%	7.296	+16,2%	8.477	+14,9%	9.741	+23,1%	11.988
Betriebskosten	6.980	+1,0%	7.052	+18,7%	8.377	+4,4%	8.741	+8,3%	9.463
Betriebsergebnis	1.947	-87,5%	244	-56,2%	107	+836,0%	1.000	+152,4%	2.525
Zinsergebnis	90		-39		0		0		0
Sonstige Erträge	75		-183		0		0		0
EBT	2.112	-98,9%	22	+378,8%	107	+836,0%	1.000	+152,4%	2.525
Steuern (ohne lat. Steuern)	0		0		50		80		120
Konzernergebnis	2.112	-98,9%	22	+154,8%	57	+1518,2%	920	+161,3%	2.405
Aktienzahl (voll verwässert)	5.741		5.687		5.690		5.690		5.700
EPS	<b>0,37</b>		<b>0,00</b>		<b>0,01</b>		<b>0,16</b>		<b>0,42</b>

artnet AG, Berlin

Neben einer Belastung mit Zukunftsinvestitionen, hier insbesondere zusätzlichen Personalaufwendungen von TEUR 1.384 verbuchte artnet Einmaleffekte wie einen periodenfremden Steueraufwand aufgrund einer Betriebsprüfung der Jahre 2001 bis 2004 von TEUR 286 zuzüglich Verzugszinsen von TEUR 43. Um diese Einmaleffekte und Kosten der nicht liquiditätswirksamen Aktienoptionen bereinigt verbleibt ein Jahresfehlbetrag von TEUR 65. artnet nimmt nun ihre Ergebniserwartung für 2009 mit einem ausgeglichenen Ergebnis zurück und erwartet steigende Ergebnisse erstmals wieder in 2010.

In 2008 hat artnet TEUR 614 Entwicklungskosten für die Produktentwicklung als aktivierte Eigenleistungen aktiviert. Davon entfielen TEUR 291 auf die Entwicklung der artnet Market Data Kunstindizes, TEUR 135 auf Online Auctions und TEUR 131 auf die Decorative Art Database. Insgesamt halten wir diese Aktivierungen für vertretbar im Verhältnis zu den zu erwartenden Umsätzen. Die aktivierten Eigenleistungen schreibt artnet über drei Jahre ab.

Der Mittelzufluß der laufenden Geschäftstätigkeit fiel deutlich auf TEUR 437, nach Abzug der Auszahlungen für Investitionen, in denen die aktivierten Eigenleistungen enthalten sind, verbleibt ein Zahlungsmittelabfluß von TEUR 770.

Die Anzahl der Mitarbeiter stieg im Gesamtjahr um 20% von 114 auf 137 Mitarbeiter. Der Umsatz pro Mitarbeiter und Monat ging von Q3/2008 auf Q4/2008 von TUSD 11,3 auf 11,0 zurück. Im Jahr 2009 ist die Einstellung von weiteren 13 Mitarbeitern geplant, so dass der Umsatz je Mitarbeiter weiter zurückgehen dürfte.

Das Geschäftsjahr 2008 war insgesamt geprägt von hohen Zukunftsinvestitionen und erfolgreichen Neuprodukteinführungen mit Online Auctions und artnet.fr. artnet wuchs in 2008 ohne Online Auctions in USD um 17%, während der Wettbewerber artprice.com in Euro um 8% zulegen konnte. artnet hat damit seine Marktstellung im Preisdatenbankbereich ausbauen können. Das Galerienetzwerk hat seine monopolähnliche Marktstellung bestätigt. Zusätzlich sollte sich Online Auctions als weltweit einzige relevante Internetplattform für Kunstauktionen etablieren. Die aufwändige Entwicklung einer neuartigen Methodik zur Berechnung von Kunstindizes die artnet in Marktberichten und einer neuen Preisdatenbank zugänglich machen wird, dürfte artnet auch in diesem neuen Produktbereich schnell zum Marktführer machen.

### **2.3 Ausblick**

Aufgrund des vermutlich deutlichen Verkaufsrückgangs im Kunstmarkt erwartet artnet in 2009 für die Umsätze ohne Auktionen in USD nur ein geringes Wachstum, trotz Einführung neuer Produkte. Wir haben entsprechend ein Wachstum von 2% geschätzt. Für 2010 und 2011 sollten die Wachstumsraten mit Hilfe der neuen Produkte in USD gerechnet wieder anziehen. Wir haben entsprechend 9% und 14% Wachstum angenommen und planen einen Wechselkurs des USD zum Euro von 1,35 als Jahresdurchschnittskurs 2009 und auch für 2010 und 2011. Zum Wachstum der artnet Online Auctions verweisen wir auf Punkt 2.1.

artnet AG, Berlin

artnet hat am 26.02.2009 die Preisdatenbank für Angewandte Kunst, die artnet Price Database Decorative Art, freigeschaltet. Sie enthält internationale Auktionsergebnisse ab dem Jahr 2002 für Möbel und Angewandte Kunst von dem Mittelalter bis zum Jugendstil. Die Datenbank umfasst Auktionsresultate für Möbel, Silber, Keramik, Porzellan, Glas, Uhren und Teppiche und stellt eine Erweiterung der Datenbank Price Database Fine Art dar.

Im Laufe des Jahres 2009 will artnet neue Kunstindizes einführen und damit Indizes für die Entwicklung von Kunstmarktsegmenten und Künstlern bereitstellen. Mit Hilfe von Preisindizes können professionelle Kunstmarktteilnehmer Preisentwicklungen quantitativ verfolgen. artnet bietet damit dem Finanzmarkt die Voraussetzung für die Entwicklung von Investmentprodukten, die auf diesen Indizes beruhen. Hier sieht sich artnet dem Wettbewerb mit bereits vermarkteten Produkten qualitativ deutlich überlegen.

Für die Umsatzkosten und Betriebskosten, die wir in unserer Planungsrechnung zusammengefasst haben, gehen wir in USD von nur noch moderaten Steigerungen aus. Zum einen sollen die Neuproduktentwicklungen in 2009 zunächst zur Marktreife gelangt sein, zum anderen plant artnet die Anpassungen der Netzwerkinfrastruktur und die Umschreibung der Datenbankcodes zum Jahresende 2009 abzuschließen. Danach ist wiederum ein verstärkter Anstieg der Marketing- und Vertriebskosten zu erwarten. In 2009, 2010 und 2011 erwarten wir eine Steigerung der Umsatzkosten in USD von 4%, 5% und 10%. Analog erwarten wir bei den Betriebskosten eine Steigerung in USD von 10%, 4% und 8%.

Allgemein erwarten wir nach dem Geschäftsausbau und der Datenbereinigung in den Jahren 2007 bis 2009 eine deutliche Verbesserung der Rentabilität nun beginnend ab dem Jahr 2010. Die Ausschöpfung von Rationalisierungspotentialen und ein zur Mitarbeiterzahl deutlich stärker steigender Umsatz sollte eine nachhaltige Steigerung des Umsatzes pro Mitarbeiter möglich machen. Umsatztreiber dürften die Online Auctions, das Gallery Network sowie neue Produkte wie die Kunstindizes sein. artnet hat damit eine exzellente strategische Ausgangsposition als Internetplattform im Kunstmarkt und dürfte ihre Marktführerschaft weiter ausbauen und auch ihre Produkte und Dienstleistungen auf anderen Märkten, wie zum Beispiel dem Finanzmarkt, anbieten können.

3. Bewertung

Tabelle 2

Unternehmenswertberechnung				
Discounted Cashflow Modell in TEuro	2008	2009	2010	2011 ff.
Zufluß aus laufender Geschäftstätigkeit	437	400	1.000	2.600
Nettoinvestitionen/Working Capital	-1.177	-800	-600	-500
Free Cashflow (FCF)	-740	-400	400	2.100
Endwert Terminal Value				34.826
Diskontierungsfaktor	1,000	1,045	1,108	1,108
Barwerte FCF	-740	-383	361	31.424
Summe Barwerte (Fair Value)	30.662			
Aktienanzahl	5.690.000			
<b>Fair Value pro Aktie</b>	<b>5,39</b>			

artnet AG, Berlin

Das DCF Modell wurde hinsichtlich der gesunkenen Renten-umlaufrendite von 3,03% sowie der aktualisierten Planungsrechnung und erwarteten cashflows angepasst. Weiterhin haben wir nun den Zeitraum der Planungsrechnung auf das Jahr 2011 erweitert. Bei der Berechnung der erwarteten cashflows gehen wir nun vom Mittelzufluß aus laufender Geschäftstätigkeit aus, den wir moderat höher als das erwartete Ergebnis schätzen, und kürzen die Auszahlungen für Investitionen.

Das Modell mit unseren Annahmen der Unternehmensbewertung indiziert einen fairen Gegenwartswert von EUR 5,39 pro Aktie.

Die Parameter der Sensitivitätsanalyse blieben unverändert.

**Annahmen der Unternehmenswertberechnung**

Basiszinssatz (aktuelle Umlaufrendite)	3,03%
Marktrisikoprämie	4,50%
Betafaktor	1,00
CAPM Zinssatz	7,53%
Terminal Value Wachstumsabschlag	1,50%

**Tabelle 3**

artnet AG Sensitivitätsanalyse DCF Modell			
in EUR pro Aktie	Beta		
	0,8	1,0	1,5
Wachstumsabschlag			
1,0%	5,63	4,92	3,49
1,5%	6,46	5,39	3,74
2,0%	7,23	5,94	4,02



**Rechtshinweis**

**Der Rechtshinweis ist Bestandteil dieser Finanzanalyse und sollte unbedingt bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen oder durch sie initiiert werden, berücksichtigt werden.**

## Rechtshinweis / Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde durch die SIGNUM Research GmbH erstellt. Sie enthält ausgesuchte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse basiert auf allgemein zugänglichen Informationen und Daten („Informationen“), die als zuverlässig gelten. Die SIGNUM Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen ausdrücklich keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der SIGNUM Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, ob direkte oder indirekte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt SIGNUM Research GmbH keine Haftung für die in dieser Analyse enthaltenen Aussagen, Prognosen oder sonstigen Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, Strategien, Wettbewerbs- oder Marktlagen, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Die Erstellung und Verbreitung dieser Analyse untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Analyse gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen informieren und diese befolgen. Obwohl die Analyse sorgfältig erstellt wurde, können Fehler, Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehleinschätzungen nicht ausgeschlossen werden. SIGNUM Research GmbH, ihre Gesellschafter, Angestellten oder freien Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Private Anleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland, die von dem Inhalt dieser Analyse Kenntnis erhalten, sollten vor einer etwaigen Anlageentscheidung mit ihrem Berater prüfen, ob eine in dieser Analyse enthaltene Empfehlung für eine Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist und ob die in der Analyse geäußerten Meinungen geteilt werden. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

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

## Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieser Analyse sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten, Wirtschaftspresse, Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Gesellschaften/Emittenten.

## Ersteller dieser Analyse

Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling, Analyst

Verantwortliches Unternehmen: SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Layout: Michele Anne Zeh, CH-Windisch

## Anlageempfehlung

Kauf: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 15% oder mehr steigt

Halten: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten sich unter Schwankungen tendenziell wenig verändert

Verkauf: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 15% oder mehr fällt

N/A: Die Einschätzung der Aktie wird ausgesetzt.

**Übersicht über unsere Analyseergebnisse für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten**

Erstanalyse Datum 20.02.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 11,25

Folgestudie Datum 26.05.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 12,50

Folgestudie Datum 28.08.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 12,00

Folgestudie Datum 14.11.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 9,50

Folgestudie Datum 16.04.2009, Analyseergebnis: Halten EUR 5,39

Folgende mögliche Interessenkonflikte sind bei dieser Finanzanalyse zu berücksichtigen. Sie können mit folgenden, in der Analyse genannten Gesellschaften existieren:

**Gesellschaft: artnet AG, Berlin**

**Zutreffende Nr.: 3, 7**

1. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
2. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Nettoverkaufsposition in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
3. Die Finanzanalyse zu dieser Gesellschaft wurde im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von SIGNUM Research GmbH erstellt
4. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Analyse sind
5. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen haben gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder IR-bezogene Dienstleistungen gegenüber dem besprochenen Emittenten erbracht
6. Die Analyse wurde vor Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
7. Der oder die Verfasser dieser Finanzanalyse oder einer ihrer Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft
8. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der SIGNUM Research GmbH und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft
9. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking oder für IR-bezogene Dienstleistungen an.

## Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt

Durch Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die  
Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.

## Impressum

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf

## Email

info@SIGNUM-Research.com

# SIGNUM RESEARCH GMBH