

Deutsche Medien

Sektorstudie

Deutsche Medienunternehmen - eine Bestandsaufnahme
Zehn Jahre nach dem Scheitern des Neuen Marktes haben wir eine Bestandsaufnahme der deutschen Medienlandschaft vorgenommen und präsentieren die Trends in den Subsegmenten Free- und Pay-TV, Hörfunk, Verlage, Nachrichten- und Presseagenturen sowie Filmproduktion und -vertrieb.

Performance auch abhängig vom Geschäftsmodell

Als High-Beta-Werte sind Medienwerte zyklischer als der Gesamtmarkt. Allerdings wird dieses höhere Risiko über einen Zyklus hinweg nicht durch eine bessere Kursperformance entlohnt: Sowohl über fünf als auch über zehn Jahre weist der CDAX-Medien eine leichte Underperformance gegenüber CDAX und DAX auf. Diese ist das Ergebnis der Underperformance während der Rezession. Mit -0,8% bzw. 15,8% haben deutsche Medienwerte in den vergangenen zwölf Monaten (LTM) und in 2012 (YTD) den CDAX dagegen deutlich outperformt, was typisch ist für den konjunkturellen Aufschwung. LTM konnte unter den Large Caps allein Kabel Deutschland eine positive absolute Performance erzielen, während die übrigen Large Caps, P7S1M, Axel Springer und besonders Sky Deutschland eine zum Teil deutlich negative Kursentwicklung zeigten. Vor dem Hintergrund einer tendenziell abkühlenden Konjunktur empfehlen wir High-Beta-Werte mit nicht bestätigten Geschäftsmodellen zu meiden.

Insolvenzen und Restrukturierungen

Diverse Insolvenzen und harte Restrukturierungen dokumentieren das Risiko, das vielen, vor allem kapitalintensiven Geschäftsmodellen innewohnt. Dennoch zeigt sich, dass Unternehmen mit funktionierenden Geschäftsmodellen auch über einen langen Zeitraum reüssieren können, wogegen gerade die zweifelhaften Geschäftsansätze von einer dauerhaften Underperformance gekennzeichnet sind. Zudem kann gezeigt werden, dass Unternehmen, an denen sich strategische Investoren beteiligen, eher underperformen als solche, an denen sich klassische Finanzinvestoren beteiligen.

Klassik Radio: Buy, Kursziel EUR 7,80 (+39,5%)

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien von Klassik Radio und unser Kursziel von EUR 7,80. Klassik Radio bietet ein klar definiertes, sich von der Mehrheit der Formatradios differenzierendes Radioproduct an. Der Sender weist einen hervorragenden Track Record in der Gewinnung neuer UKW-Frequenzen auf und ist inzwischen über mehr als 50 terrestrische UKW-Frequenzen in über 300 Städten, deutschlandweit über Kabel und Digitalradio, europaweit über Satellit sowie weltweit über das Internet zu empfangen.

Sky Deutschland: Sell, Kursziel EUR 0,50 (-74,1%)

Wir nehmen die Aktien von Sky Deutschland mit einem Sell-Rating in die Coverage auf. Da sich eine Peergroup-Bewertung in Ermangelung sinnvoller, für die Sky-Aktie berechenbarer Kennzahlen ausschließt, basiert unsere Bewertung auf einem sehr langfristig angelegten DCF-Modell. Allein zur Deckung der operativen Verluste musste Sky Deutschland seit dem Börsengang 2005 sieben Kapitalerhöhungen durchführen, die Liquidität von über EUR 1,4 Mrd. zuführten. So ist es u. E. allein dem Großaktionäre News Corp. zu verdanken, dass die Aktie nicht mehr auf Penny-stock-Niveau notiert.

Klassik Radio

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 5,59

Kursziel: EUR 7,80 (alt EUR 7,80)

WKN/ISIN: 785747/DE0007857476

Indizes: -

Transparenz-Level: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 4,8 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 27,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.000

Ordentliche Hauptversammlung: 14. Mai 2012

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	311,5	43,7	29,8	21,5
EV/Umsatz	2,92	3,00	2,53	2,28
EV/EBIT	296,0	38,1	28,3	17,3
KBV	5,0	4,3	3,8	3,5



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Sky Deutschland

Rating: Sell Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,93

Kursziel: EUR 0,50 (Neuaufnahme der Coverage)

WKN/ISIN: SKYD00/DE000SKYD000

Indizes: MDAX

Transparenz-Level: Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 778,9 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 1.503,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 3,5 Mio.

Q1-Bericht: 15. Mai 2012

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	1,53	1,69	1,61	1,60
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	3,4	9,3	10,0	n/a



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (172) 769 81 24

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary: Subsektoren im Überblick.....	3
Klassik Radio	4
Sky Deutschland	6
Performance deutscher Medienwerte.....	8
Pay- und Free-TV in Deutschland	11
Das deutsche Kabelnetz	24
Radio und Digitalradio	32
Verlage in Deutschland	43
Nachrichten- und Presseagenturen.....	49
Filmproduktion und -vertrieb.....	55
Klassik Radio	61
Sky Deutschland	63

Executive Summary: Subsektoren im Überblick

Free-TV

Im Allgemeinen gilt, dass das werbefinanzierte Free-TV als ein Hebel auf das erwartete Wirtschaftswachstum eingestuft werden kann. Mit einem Wachstum der Bruttowerbeeinnahmen von 1,8% war 2011 aus unserer Sicht eine Enttäuschung, zumal sich die Brutto-Netto-Schere nochmals geöffnet haben sollte. In 2012 wird sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen, was Auswirkungen auf die Ertragsdynamik der werbefinanzierten Sender haben sollte.

Pay-TV

Der Zuschlag der Bundesligarechte wird für Sky Deutschland zu einem Pyrrhussieg, da die hohen Kosten von durchschnittlich EUR 485,7 Mio. pro Jahr nicht einmal ansatzweise über Abonnentenmehreinnahmen refinanziert werden können. Damit Sky auf Vorsteuerebene die Gewinnzone erreicht, dürften angesichts deutlich höherer Lizenzkosten mindestens 4,5 Mio. Abonnenten erforderlich sein, rund 50% mehr, als die Gesellschaft Ende 2011 aufwies. Bis dahin sind weiterhin signifikante Mittelzuflüsse über Kapitalmaßnahmen erforderlich, ohne die die Existenz der Gesellschaft u. E. nicht sichergestellt ist.

Kabel

Der Infrastrukturwettbewerb zwischen den unabhängigen drahtgebundenen Netzstrukturen wird sich weiter intensivieren, ebenso der Plattformwettbewerb zwischen den einzelnen Anbietern, die auf der Basis der eigenen wie der gemieteten Netzinfrastrukturen ein ständig erweitertes Spektrum an Dienstleistungen anbieten. Hervorgerufen wird diese Entwicklung von der anhaltenden Konvergenz zwischen den verschiedenen Technologien, die einst separate Märkte wie TV, Internet und Telefondienste zu kombinierten Angeboten zusammenführt. Auf der Grundlage des Plattformwettbewerbs entwickelt sich intensiver Wettbewerb auf verschiedenen Ebenen wie Preisen, TV-, Internet- und Telefondiensten sowie neuen Dienstleistungen.

Radio

Ob sich Digitalradio nach dem bundesweiten Start von DAB+ am 1. August 2011 langfristig durchsetzen wird, ist – mehr noch als bei anderen, erfolgreich durchgeführten Digitalisierungsprojekten – davon abhängig, ob es Geräteindustrie und Einzelhandel gelingt, die Hörer von den Vorzügen des Digitalradios wie etwa einer stabilen und hohen Klangqualität zu überzeugen. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Automobilindustrie, die neben einem störungsfreien Radioempfang u. a. auf eine bessere Qualität bei der Übertragung von Verkehrsinformationen setzt. Langfristig profitieren davon die gut eingeführten Formatradios.

Print

Mit 347 verschiedenen Zeitschriften und einer Gesamtauflage von 23,8 Mio. ist der deutsche Zeitungsmarkt der größte in Europa. Auf je 1.000 Einwohner über 14 Jahre werden in Deutschland 275 Zeitungsexemplare pro Jahr herausgegeben. Dennoch steht die Verlagslandschaft und Druck: Abgesehen von steigenden Lizenzkosten im Pay-TV ist sie der einzige Mediensektor, der von steigenden Rohstoffkosten belastet wird.

Nachrichtenagenturen

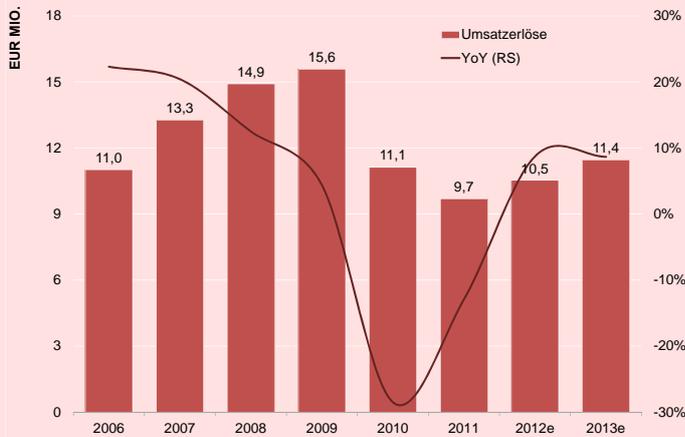
Rückläufige Auflagenzahlen der Printmedien und eine grundsätzlich schwindende Zahlungsbereitschaft der Kunden belasten die Ertragslage der Agenturen. Beim Marktführer dpa kommen hausgemachte Probleme wie eine quasimonopolistische Preispolitik und eine substantielle Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen hinzu. Wir rechnen mit weiteren Marktanteilsverschiebungen unter den Agenturen.

Filmproduktion und -verleih

Der Kinomarkt war im vergangenen Jahr erneut von Fortsetzungen und Neuaufgaben bereits bekannter Marken dominiert. Unter den 15 weltweit erfolgreichsten Filmen befand sich lediglich ein Originalstoff. Einmal mehr war die Komödie das vorherrschende Genre. 3D, in den USA aufgrund schlecht konvertierter Filme bereits in der Kritik, ist hierzulande nach wie vor stark verbreitet und dominierender Treiber für die guten Besucherzahlen in deutschen Kinos.

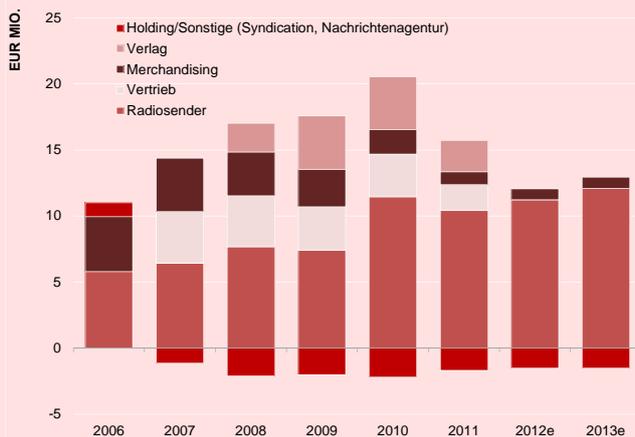
Klassik Radio

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



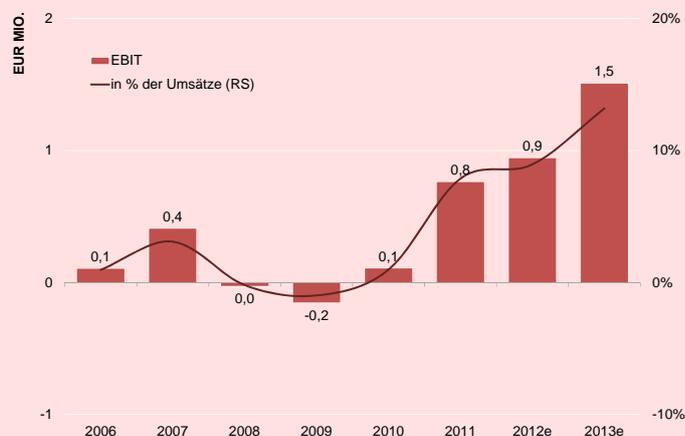
Bedingt durch die Einstellung der Aktivitäten in den Bereichen Verlag und Vertrieb kam es 2010 und 2011 zu konsolidierungsbedingten Umsatzrückgängen.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



Das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum im Kerngeschäft von Klassik Radio, dem Radiosender, im Zeitraum 2006 bis 2013e liegt nach unseren Schätzungen bei 11,1%. Nach der Entkonsolidierung der Randbereiche werden sich diese hohen organischen Wachstumsraten in den kommenden Jahren auch in der Top-Line bemerkbar machen.

EBIT UND EBIT-MARGE

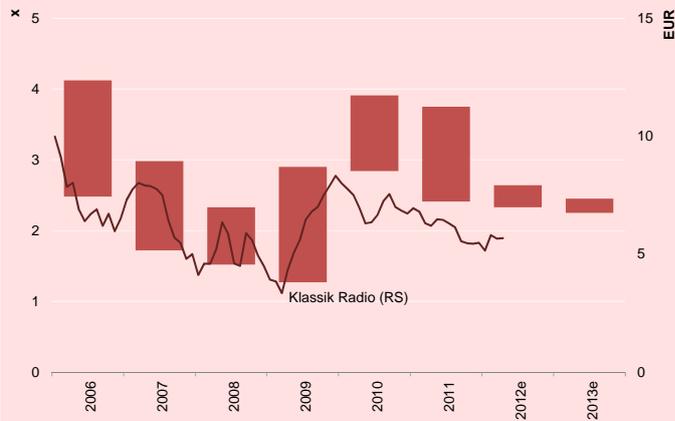


Die Produktion eines einheitlichen nationalen Hörfunkprogramms, das über zahlreiche Sendestationen übertragen wird, ermöglicht die Erzielung erheblicher Skaleneffekte. Die operative Schwerpunktsetzung auf den Sendebetrieb hatte bereits in 2011 einen Gewinnsprung zur Folge, der sich 2012e und 2013e fortsetzen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

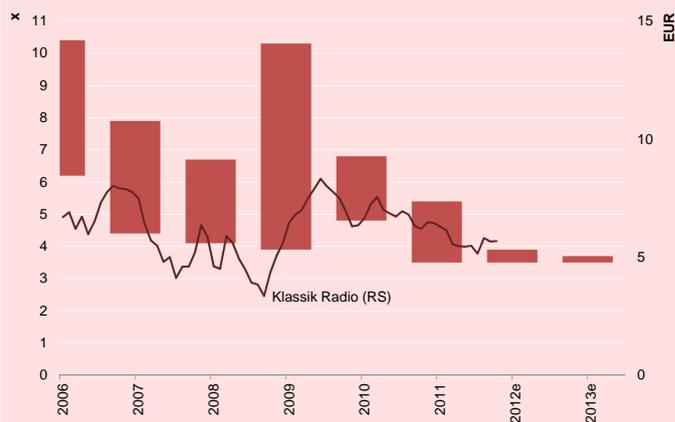
Klassik Radio: Valuation

TRAILING EV/UMSATZ



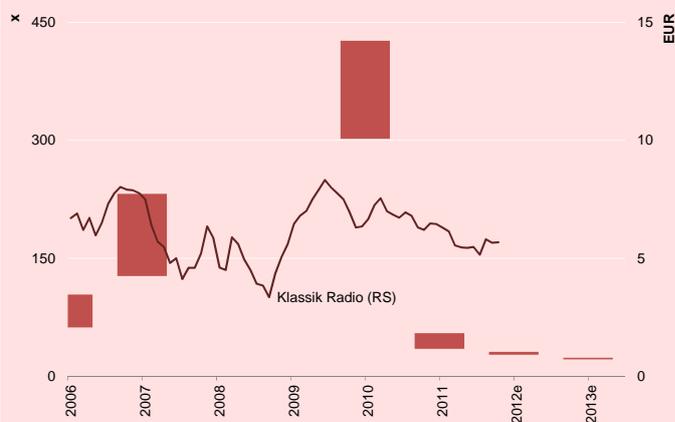
Das EV/Umsatz Multiple wird sich nach unseren Schätzungen von derzeit 3,00x 2010/11 über 2,53x in 2011/12e und 2,28x in 2012/13e zurückbilden.

TRAILING KBV



Das Kurs/Buchwert-Verhältnis geht nach unseren Schätzungen von 4,3x in 2010/11 auf 3,8x in 2011/12e und 3,5x in 2012/13e zurück.

TRAILING KGV

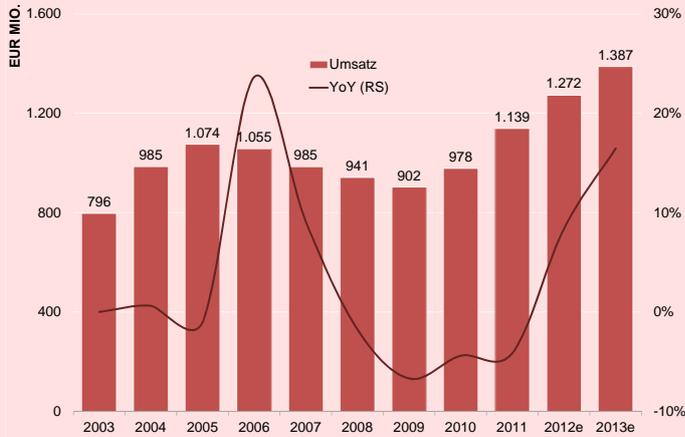


Auf der Basis des letzten Schlusskurses und unserer Schätzungen für 2011/12e und 2012/13e ist die Aktie derzeit mit einem KGV von 29,8x bzw. 21,5x bewertet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Sky Deutschland

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



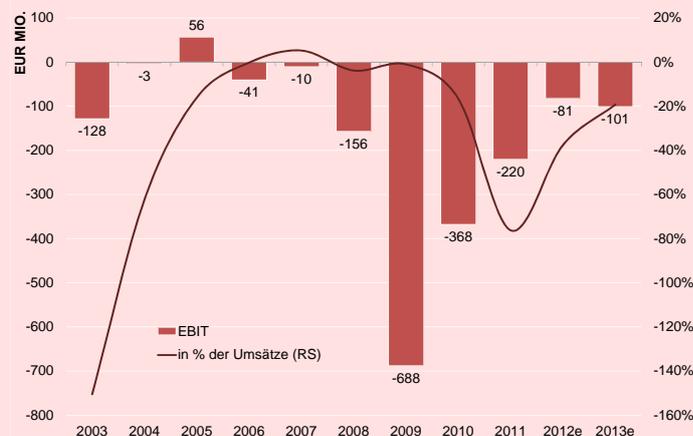
Sky Deutschland konnte in den letzten beiden Jahren den Umsatztrend umkehren und deutlich positive Umsatzwachstumsraten vermelden. Für 2012e und 2013e rechnen wir mit einem Anhalten dieses Trends und erwarten ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von rund 10,4%.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



Die Entwicklung der Programmsätze ist von den ARPU und der Zahl der Abonnenten abhängig. Wir rechnen mit der Gewinnung von durchschnittlich rund 250.000 Abonnenten pro Jahr, bei den ARPU sehen wir hingegen kaum weiteres Steigerungspotenzial.

EBIT UND EBIT-MARGE

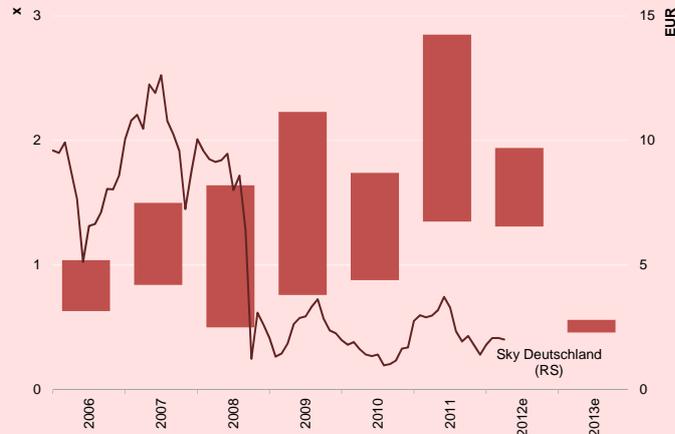


Nach dem desaströsen Gewinneinbruch in 2009 konnte die Ertragslage in den folgenden beiden Jahren sukzessive verbessert werden. Dies reicht jedoch bei weitem nicht aus, die Liquiditätsabflüsse zu kompensieren. Bis 2013e könnte sich Sky Deutschland an den Break-even (EBIT) annähern. Nach Abzug von Zinsen verbleibt jedoch nach wie vor ein signifikantes operatives Minus.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

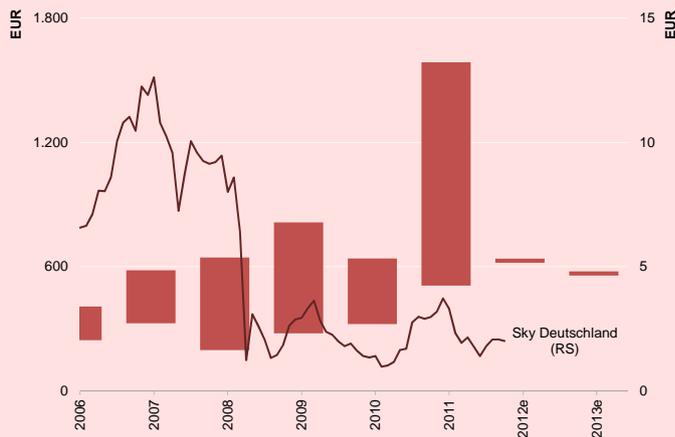
Sky Deutschland: Valuation

TRAILING EV/UMSATZ



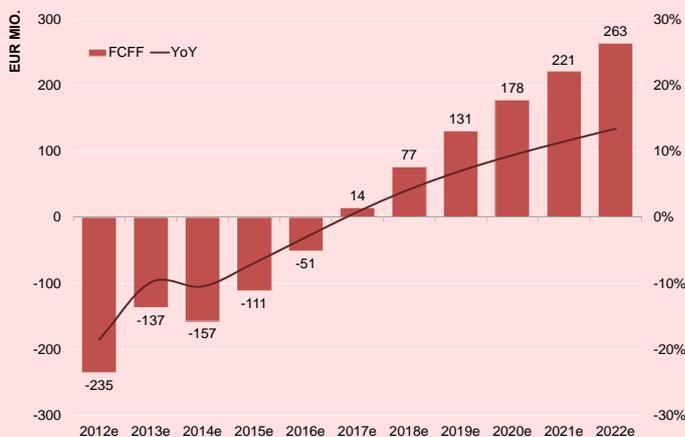
Auf der Basis des Schlusskurses und unserer Schätzungen für 2012e und 2013e ist die Aktie von Sky Deutschland derzeit mit einem EV/Umsatz von 1,61x und 1,60x bewertet.

TRAILING EV/ABONNENT



Für defizitäre Pay-TV-Sender wie Sky Deutschland kommt auch eine Bewertung anhand der Kennzahl des EV/Abonnent in Frage. Hier zeigt sich, dass für Sky Deutschland jeder Abonnent auf Basis der 2013er Zahlen einen Unternehmenswert von rund EUR 632 aufweist.

DCF-MODELL



Für die Bewertung von Sky Deutschland muss auf ein langfristiges DCF-Modell zurückgegriffen werden. Nur durch sehr ambitionierte Prognosen ergibt sich unter Berücksichtigung des Terminal Value (hier nicht dargestellt) überhaupt ein positiver Unternehmenswert. Die Summe der Barwerte während der zehnjährigen Detailplanungsphase notiert gerade oberhalb der Nulllinie.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Performance deutscher Medienwerte

Als High-Beta-Werte sind Medienwerte tendenziell zyklischer als der zugrundeliegende Gesamtmarktindex. Doch das höhere systematische Risiko wird nicht durch eine bessere Kursperformance entlohnt: Über die letzten zehn wie auch fünf Jahre wies der CDAX-Medien eine leichte Underperformance gegenüber dem CDAX und dem DAX auf. Diese entsteht insbesondere im konjunkturellen Abschwung. Diverse Insolvenzen und harte Restrukturierungen dokumentieren das Risiko, das vielen, vor allem kapitalintensiven Geschäftsmodellen (Filmproduktion, -verleih, Pay-TV) innewohnt. Dennoch zeigt sich, dass Unternehmen mit funktionierenden Geschäftsmodellen (Kabel Deutschland, Axel Springer) auch über einen langen Zeitraum reüssieren können, wogegen gerade die zweifelhaften Geschäftsansätze von einer dauerhaften Underperformance gekennzeichnet sind.

Überdies kann festgestellt werden, dass Aktien von Unternehmen, an denen sich strategische Investoren beteiligt haben, zum Beispiel Sky Deutschland, tendenziell schwächer performen als die von Unternehmen, an denen sich klassische Finanzinvestoren beteiligt haben wie beispielsweise Kabel Deutschland. Allerdings scheint eine rationale, zahlengetriebene Herangehensweise an mediale Geschäftsmodelle von einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit gekennzeichnet zu sein als eine emotionale.

Underperformance der Medienwerte sowohl auf 10-Jahressicht ...

Zehn Jahre nach dem Kollaps des Neuen Marktes nehmen wir eine Bestandsaufnahme der deutschen Medienwerte vor. Betrachtet man die 5- und 10-Jahres-Zeiträume, so zeigt sich sowohl im lang- wie auch im mittelfristigen Bereich eine leichte Underperformance des CDAX-Subindizes Medien gegenüber dem CDAX-General.

ABBILDUNG 1: PERFORMANCE DER DEUTSCHEN MEDIENWERTE, -10Y



Die Outperformance während des konjunkturellen Aufschwungs reicht nicht aus, um die Underperformance während der Rezession (schattierte Flächen) auszugleichen. Per Saldo ist damit über den gesamten Zyklus eine leichte Underperformance der Medientitel zu beobachten.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

... als auch auf Sicht von fünf Jahren

Die im lang- wie kurzfristigen Bereich feststellbare Underperformance der Medienaktien entsteht zum überwiegenden Teil während der konjunkturellen Rezessionen. Theoretisch sind High-Beta-Werte dadurch charakterisiert, dass sie im konjunkturellen Abschwung den Gesamtmarktindex (DAX oder CDAX) underperformen und während der anschließenden konjunkturellen Erholungsphasen diese Underperformance mehr als aufholen, um über einen gesamten Zyklus betrachtet eine bessere Kursperformance aufzuweisen als Low-Beta-Werte. Andernfalls wäre ein Engagement in diesen Aktien nicht rational.

Auf die Gesamtheit der Medienwerte bezogen kann eben dieser Ausgleich nicht beobachtet werden. Vielmehr ist die Gesamtheit der Medienaktien über den gesamten Konjunkturzyklus betrachtet Underperformer. Das heißt, dass die während der Erholungsphasen der deutschen Wirtschaft zu beobachtende Outperformance nicht ausreicht, die Underperformance von Medienaktien im Abschwung zu kompensieren.

ABBILDUNG 2: PERFORMANCE DER DEUTSCHEN MEDIENWERTE, -5Y



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Kabel Deutschland einziger Large Caps-Outperformer LTM

Unter den deutschen Large Caps konnte in den vergangenen zwölf Monaten allein Kabel Deutschland eine positive absolute Performance erzielen. Die übrigen drei Large Caps-Medienwerte – ProSiebenSat.1 Media, Axel Springer und Sky Deutschland – zeigten ebenso wie der DAX auf Jahressicht eine negative absolute Kursentwicklung. Besonders prägnant dabei ist die hohe Volatilität und Underperformance von Sky Deutschland im zwölfmonatigen Beobachtungszeitraum.

ABBILDUNG 3: PERFORMANCE DER DEUTSCHEN MEDIEN LARGE CAPS, LTM

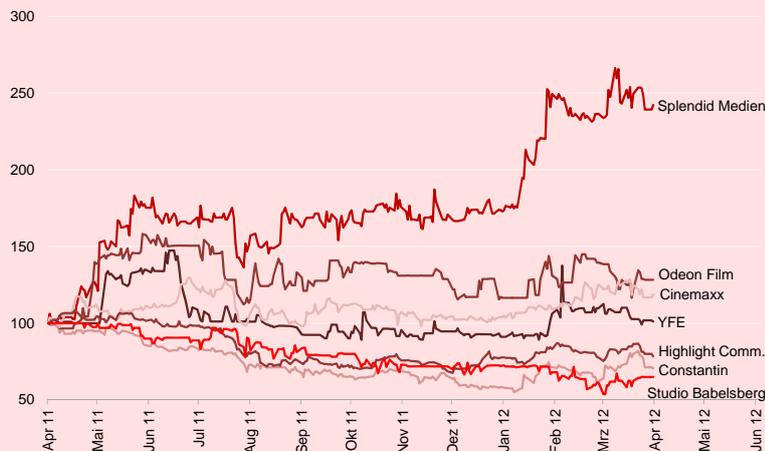


QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Bei den Nebenwerten ergaben sich auf Jahressicht verschiedene Kaufgelegenheiten

Unter den Nebenwerten (Segment Film) ragte auf Jahressicht Splendid Medien mit einer absoluten Kursperformance von über 150% heraus. Gleichfalls besser als der DAX entwickelten sich Odeon Film (28%), Cinemaxx (19%) und Your Family Entertainment (1%), wohingegen Highlight Communications (-22%), Constantin Medien (-30%) und Studio Babelsberg (-35%) den DAX teilweise signifikant underperformten.

ABBILDUNG 4: PERFORMANCE AUSGEWÄHLTER DEUTSCHER MEDIEN NEBENWERTE IM SEGMENT FILM, LTM



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Zahlreiche Insolvenzen und Restrukturierungen unter den deutschen Medientiteln

Die Liste der Skandale, Unregelmäßigkeiten und Restrukturierungen unter den Medienunternehmen in Deutschland ist lang, insbesondere im Subsegment Filmverleih, -handel und -produktion. Angeführt von der nicht-börsennotierten Kirch Media, einer der größten Insolvenzen der deutschen Nachkriegsgeschichte, gab es in den letzten zehn Jahren eine Reihe von Insolvenzen, Beinahe-Insolvenzen und Restrukturierungen unter den Medienwerten – nicht nur bei denen des Neuen Marktes.

Zum einen ist hierfür sicherlich die hohe Kapitalintensität vieler Geschäftsmodelle verantwortlich, vor allem in der Filmproduktion und im Filmverleih, zum anderen die offenkundig häufig nur oberflächlichen Beziehungen zwischen Medienunternehmen und Kunden bzw. Medienunternehmen und Zulieferern.

TABELLE 1: INSOLVENZEN UND RESTRUKTURIERUNGEN DEUTSCHER MEDIENUNTERNEHMEN

Unternehmen	Geschäftsmodell	Status
Advanced Medien	Filmrechtehandel, -verleih, -produktion	Restrukturierung
e-m-s new media	DVD-Produktion und -Verleih	Insolvenz
EM.TV & Merchandising	Filmrechtehandel, Formel 1-Rechte, Merchandising, TV-Sender	Restrukturierung
H5B5 Medien	TV-Produktion	Insolvenz
Helkon New Media	Filmlicenzhandel, Filmproduktion, Filmverleih	Insolvenz
IM Internationalmedia	Filmlicenzhandel, Filmproduktion, Filmverleih	Insolvenz
In-motion	Film- und TV-Produktion	Insolvenz
Kinowelt	Filmverleih, Filmrechtehandel, Filmproduktion, DVD-Verleih und -produktion	Insolvenz
Intertainment	Filmverleih, Filmrechtehandel, Filmproduktion, Merchandising,	Restrukturierung
TV Loonland	Trickfilmproduktion und -vertrieb	Insolvenz
VCL Film + Medien	Videovertrieb, Filmproduktion	Insolvenz

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Pay- und Free-TV in Deutschland

In Deutschland besteht seit 1984 ein duales Fernsehsystem aus einem überwiegend gebührenfinanzierten öffentlich-rechtlichen Fernsehen und einem werbefinanzierten Privatfernsehen. Über die beiden Vollprogramme ARD und ZDF mit einem kombinierten Zuschauermarktanteil von knapp 42% sowie über eine breite Palette von Spartenkanälen stellen die öffentlich-rechtlichen Sender eine Grundversorgung an Informations-, Bildungs- und Kulturangeboten bereit. Demgegenüber wird das werbefinanzierte Fernsehen von zwei Sendergruppen dominiert: der RTL Group und der ProSiebenSat.1 Media-Familie, die zusammen rund 47% der Zuschauer auf sich vereinen.

Grundsätzlich reagiert das werbefinanzierte Free-TV mit einem Hebel auf das erwartete Wirtschaftswachstum. Gegenüber 2011, darin besteht Konsens, wird sich dieses in 2012 deutlich verlangsamen, was Auswirkungen auf die Ertragsentwicklung der werbefinanzierten Sender haben sollte.

Kabel der bevorzugte Empfangsweg

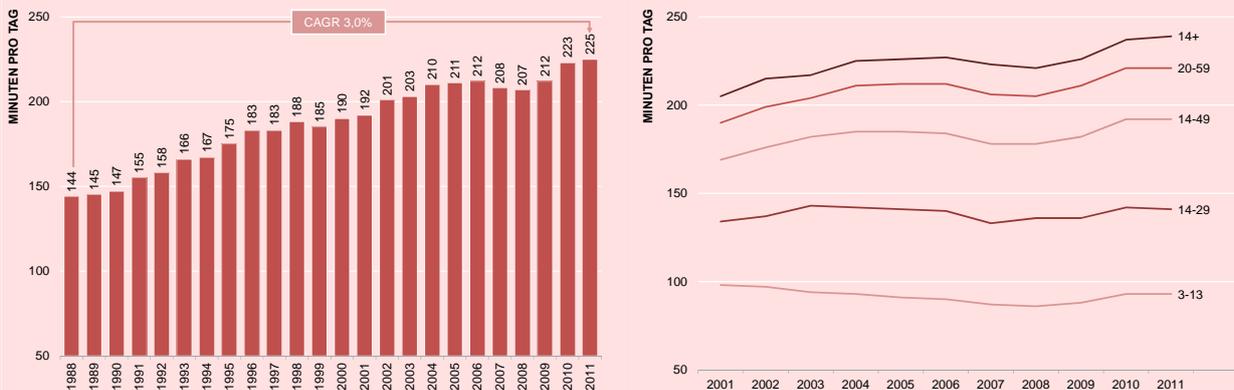
Der deutsche Fernsehmarkt ist der größte in Europa: 2011 waren hierzulande 37,7 Mio. TV-Haushalte registriert. Damit besitzen mehr als 95% der deutschen Haushalte mindestens ein Fernsehgerät, 28% zwei und 11% drei oder mehr. 50,2% der Haushalte nutzen Kabelfernsehen, 44,7% eine Satellitenantenne, 3,0% empfangen ihre Fernsehprogramme über das Internet (IPTV) und 11,8% terrestrisch über die Dachantenne oder verzichten gänzlich auf das Fernsehen.

73,2% der Deutschen schalten durchschnittlich für mindestens eine Minute pro Tag den Fernseher an.

Der TV-Konsum steigt seit Jahren an und nimmt voraussichtlich weiter zu. Durchschnittlich 239 Minuten hat jeder erwachsene Bundesbürger (14+) im vergangenen Jahr täglich mit Fernsehen verbracht. Gegenüber dem Rekordjahr 2010 entspricht dies einem neuerlichen Zuwachs von zwei Minuten pro Tag. In der werberelevanten Zielgruppe der 14-49-jährigen Erwachsenen lag der tägliche TV-Konsum bei 192 Minuten pro Tag. Damit ist Fernsehen mit Abstand die beliebteste Freizeitaktivität der Bundesbürger, gefolgt von Hörfunk (187 Minuten, 3+) und dem Internet (83 Minuten). Dem Fernsehzuschauer steht eine große Anzahl kostenlos empfangbarer Programme zur Auswahl, die sich teils über Gebühren, teils über Werbung refinanzieren und ein breites Spektrum an Inhalten anbieten.

Vergleichbar der Nutzungsdauer für andere Medien gibt die Sehdauer an, wie lange eine Person innerhalb eines bestimmten Zeitintervalls ferngesehen hat. In diesen Durchschnittswert gehen alle Panelmitglieder ein, gleichgültig, ob sie tatsächlich ferngesehen haben oder nicht.

ABBILDUNG 5: SEHDAUER IN DEUTSCHLAND



QUELLE: AGF/GFK, TV SCOPE, SPHENE CAPITAL

Zwei Senderfamilien dominieren das deutsche Werbefernsehen

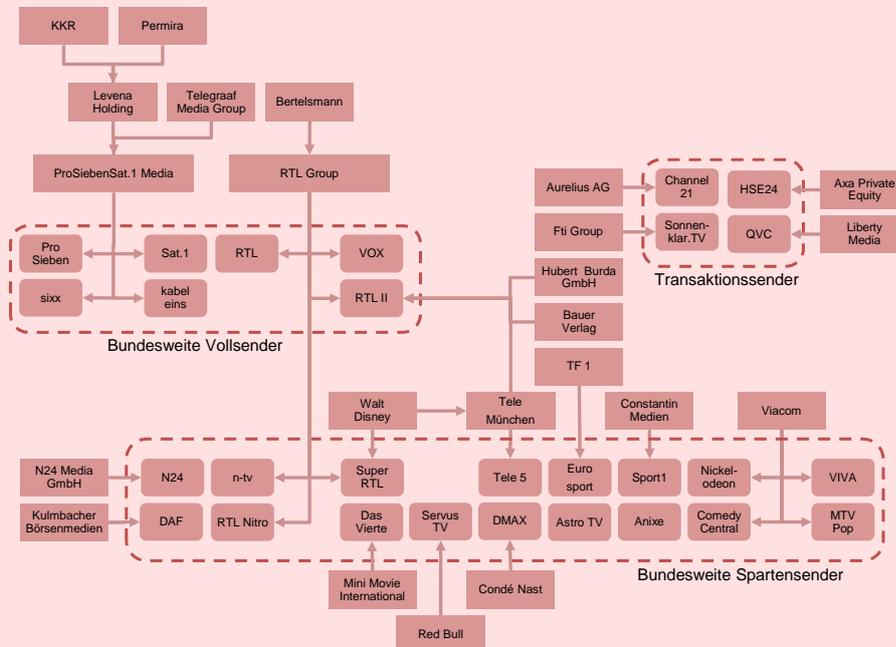
Die werbefinanzierte TV-Landschaft Deutschlands wird von zwei großen privaten Senderfamilien dominiert:

- ✦ Auf der einen Seite von der RTL-Gruppe mit den Sendern RTL, RTL II, Super RTL, VOX, n-tv und neuerdings RTL Nitro,
- ✦ auf der anderen Seite von der ProSiebenSat.1 Media-Familie mit den Sendern ProSieben, Sat.1, kabel eins und sixx.

Daneben gibt es noch eine Reihe kleinerer

- ✦ Spartensender, die sich auf spezielle Themen und Formen und damit Zielgruppen konzentrieren. Beispiele sind Musiksender wie MTV, Nachrichtkanäle wie n-tv oder Nischensender wie Bibel TV oder Wein TV, und
- ✦ Transaktions- oder Teleshoppingsender wie HSE24 oder QVC.

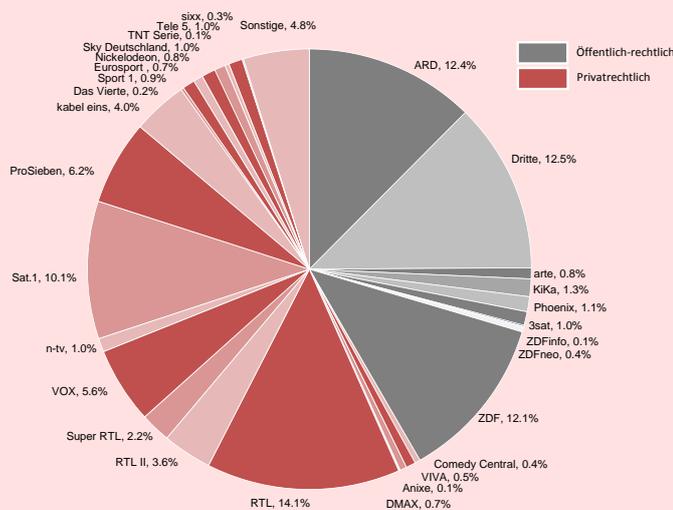
ABBILDUNG 6: WERBEFINANZIERTER FREE TV-SENDER



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Die RTL-Gruppe und ProSiebenSat.1 Media vereinnahmen den Großteil der Marktanteile und der Werbeerlöse auf sich: Im vergangenen Jahr belief sich der kombinierte Marktanteil der Sender der RTL-Gruppe, RTL, RTL II, Super RTL, VOX, n-tv und RTL Nitro, in der Zielgruppe der über 3-jährigen auf 26,3% der gesamten Fernsehnutzung, gefolgt von den Sendern der ProSiebenSat.1 Media-Gruppe ProSieben, Sat.1, kabel eins und sixx mit zusammen 20,6%.

ABBILDUNG 7: MARKTANTEILE DER TV-SENDER (3+)



Der kombinierte Marktanteil (3+) der öffentlich-rechtlichen Sender lag im vergangenen Jahr bei 41,7%. Die RTL-Gruppe vereinnahmt 26,3% auf sich, während die ProSiebenSat.1-Gruppe bei 20,6% aller Zuschauer (3+) lag.

QUELLE: AGF/GFK, SPHENE CAPITAL

Seit Jahren versucht ProSiebenSat.1 Media, die Marktführerschaft von RTL zu übernehmen – ohne Erfolg

Bezogen auf die werberelevante Zielgruppe der 14-49-jährigen lagen im vergangenen Jahr die kumulierten Marktanteile der RTL Gruppe bei 29,3% und damit knapp vor ProSiebenSat.1 Media mit 28,9%. Bezogen auf die Einzelsender lag RTL mit 18,4% deutlich vor ProSieben (11,7%) und Sat.1 (10,6%). Während alle drei Sender im Jahresvergleich ihre Marktanteile deutlich ausbauen konnten, mussten die öffentlich-rechtlichen Sender ARD mit 6,6% und ZDF mit 6,2% in einem Jahr ohne Sportgroßereignisse wie der Fußball-WM eine Halbierung ihrer Marktanteile hinnehmen.

Der Werbekuchen ist noch wesentlich stärker konzentriert als die Zuschauer-Marktanteile. Die Vermarktungsgesellschaft der RTL-Group, IP Deutschland, und der Werbezeitenvermarkter von RTL II, El Cartel Media, sowie der Werbezeitenvermarkter des ProSiebenSat.1-Konzerns (SevenOne Media) teilen ihn zu gleichen Teilen untereinander auf: Jeweils etwa 43-45% vereinnahmt jede der beiden Senderfamilien auf sich. Ihre Anteile an den Nettowerbeerlösen (d. h. abzüglich Rabatte, Sonderkonditionen oder Freischaltungen) liegen damit deutlich über ihren jeweiligen Marktanteilen. Dies verdeutlicht, dass die Zuschauerstärksten Sendeplätze als Werbepattformen knappe Güter sind, die von der Industrie teuer bezahlt werden.

Werbeeinnahmen wieder mit steigender Tendenz

Die Werbeeinnahmen der klassischen Medienindustrie (ohne Online) beliefen sich im vergangenen Jahr auf EUR 21,7 Mrd. (+0,5% YoY). Da Werbeausgaben lange Jahre als ein Hebel auf die Entwicklung des BIPs angesehen wurden, kann diese Entwicklung als Enttäuschung verbucht werden, da der Zuwachs deutlich unter dem des Bruttoinlandsprodukts gelegen hat und Wachstum offenbar überwiegend in den Online-Bereichen stattgefunden hat. Obwohl der Gesamtwerbedruck auf Jahressicht einen leichten Zuwachs verzeichnen konnte, hat sich das Wachstum im Laufe des Jahres – vor allem im vierten Quartal – unter dem Einfluss von Fukushima, den politischen Umwälzungen in den arabischen Staaten und der Griechenland-Schuldenkrise sukzessive verringert.

Fernsehen weiter vor Print, das es mit strukturellen Problemen zu tun hat

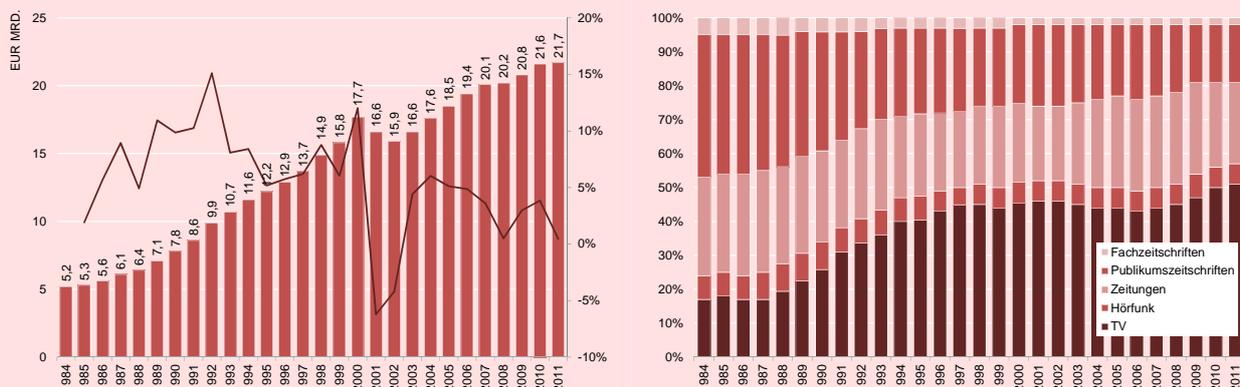
Fernsehen konnte 2009 erstmals die Print-Industrie als größten deutschen Werbeträger ablösen. Unter dem Strich verzeichnete der Bruttowerbemarkt (inkl. Online) im vergangenen Jahr ein Plus von 3,5%. Fernsehwerbung erreichte dagegen nur ein leichtes Plus von 1,8% und profitierte insbesondere von steigenden Werbeausgaben der Portale, Communities und Suchmaschinen (Online-Dienstleistungen), die sich 2011 zur werbestärksten Branche aufgeschwungen hat und ihre Kunden überwiegend über das Fernsehen anspricht.

Die beiden führenden Sendergruppen vereinnahmten deutlich größere Anteile am Werbekuchen auf sich als dies ihr Marktanteil erwarten lassen würde.

Die Jahre 2010/11 wurden durch Sonderimpulse beeinflusst, die sich positiv auf die Nettowerbeumsätze ausgewirkt haben.

Im sehr langfristigen Durchschnitt werden die Werbeausgaben in Deutschland um 5,4% pro Jahr ansteigen. Mehr als die Hälfte der Werbeausgaben fließt in die TV-Werbung, mit steigender Tendenz.

ABBILDUNG 8: DER DEUTSCHE WERBEMARKT



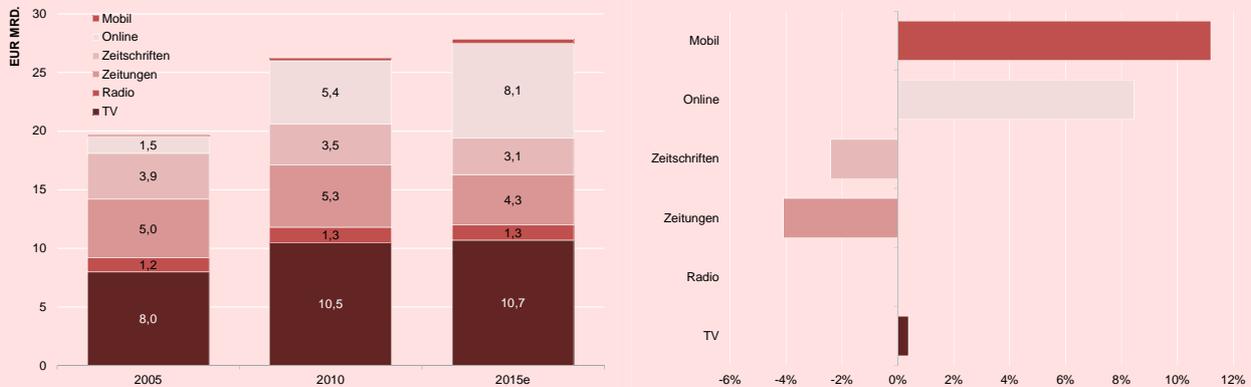
QUELLE: NIELSEN MEDIA RESEARCH, ZAW, SPHENE CAPITAL

Prognosen mit dem für die Medienbranche üblichen Optimismus

Für die kommenden Jahre allerdings erwartet die Medienbranche wie üblich positive Wachstumsraten des Werbemarktes, insbesondere im Bereich der elektronischen Medien. So werden die Umsatzsteigerungen im Online-Bereich

auf etwa 8,4% p. a. geschätzt, für die klassischen elektronischen Medien (im Wesentlichen also TV und Hörfunk) wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von bis zu 0,4% erwartet. Einzig bei den Printmedien wird für die kommenden Jahre mit Umsatzeinbußen gerechnet:

ABBILDUNG 9: BRUTTOWERBEAUSGABEN (INCL. ONLINE UND MOBIL) 2005-15E



QUELLE: OLIVER WYMAN, SPHENE CAPITAL

Sportliche Großereignisse könnten die positiven Erwartungen stützen

Zwar fallen unsere makroökonomischen Erwartungen für 2012 eher pessimistisch aus, doch mediale Großereignisse wie die Olympischen Spiele und die Fußball-Europameisterschaft werden sich positiv auf das Werbebudget der Firmen auswirken. So rechnen wir damit, dass die Ertragslage der werbetreibenden Industrie ins Negative dreht, die Endkundennachfrage jedoch unverändert positiv bleibt. Per Saldo dürften sich beide Effekte neutralisieren, so dass die Werbeausgaben 2012 leicht über dem Vorjahresniveau liegen werden.

Sportliche Großereignisse könnten helfen, dass 2012 doch besser wird als vereinzelt befürchtet.

Bezogen auf die Reichweite der jeweiligen Medien ist das TV nach wie vor unangefochtener Spitzenreiter. Zwischen 1970 und 2010 hat sich die TV-Reichweite sogar um 14 Prozentpunkte verbessert, und selbst das Aufkommen des Internets in den vergangenen 20 Jahren hat der Beliebtheit des Fernsehens nicht geschadet. Ebenfalls steigend bzw. stabil ist die Entwicklung beim Hörfunk und bei Büchern. Parallel mit dem Aufkommen des Internets sind dagegen die Reichweiten von Printprodukten und digitalen Audioprodukten deutlich unter Druck geraten, die von Zeitschriften haben sich seit 1995 sogar halbiert.

Trotz einer beeindruckenden Entwicklung bei den Reichweiten kann das Internet dem Fernsehen noch nicht das Wasser reichen.

TABELLE 2: REICHWEITE DER MEDIEN, ÜBER 14 JAHRE, 05-24:00 UHR*

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
TV	72%	78%	77%	72%	81%	83%	85%	89%	86%
Tageszeitungen	70%	73%	76%	73%	71%	65%	54%	51%	44%
Hörfunk	67%	70%	69%	76%	79%	75%	85%	84%	79%
Bücher	-	-	22%	21%	20%	21%	18%	23%	21%
Zeitschriften	-	-	22%	20%	19%	22%	16%	17%	11%
CD/MP3 etc.	-	-	18%	16%	15%	16%	21%	28%	25%
Video/DVD	-	-	-	3%	4%	4%	5%	4%	4%
Internet	-	-	-	-	-	-	10%	28%	43%

QUELLE: ARD/ZDF LANGZEITSTUDIE, SPHENE CAPITAL

*BIS 1990 NUR ALTE BUNDESLÄNDER

Öffentlich-rechtliche Sender mit großer Bedeutung

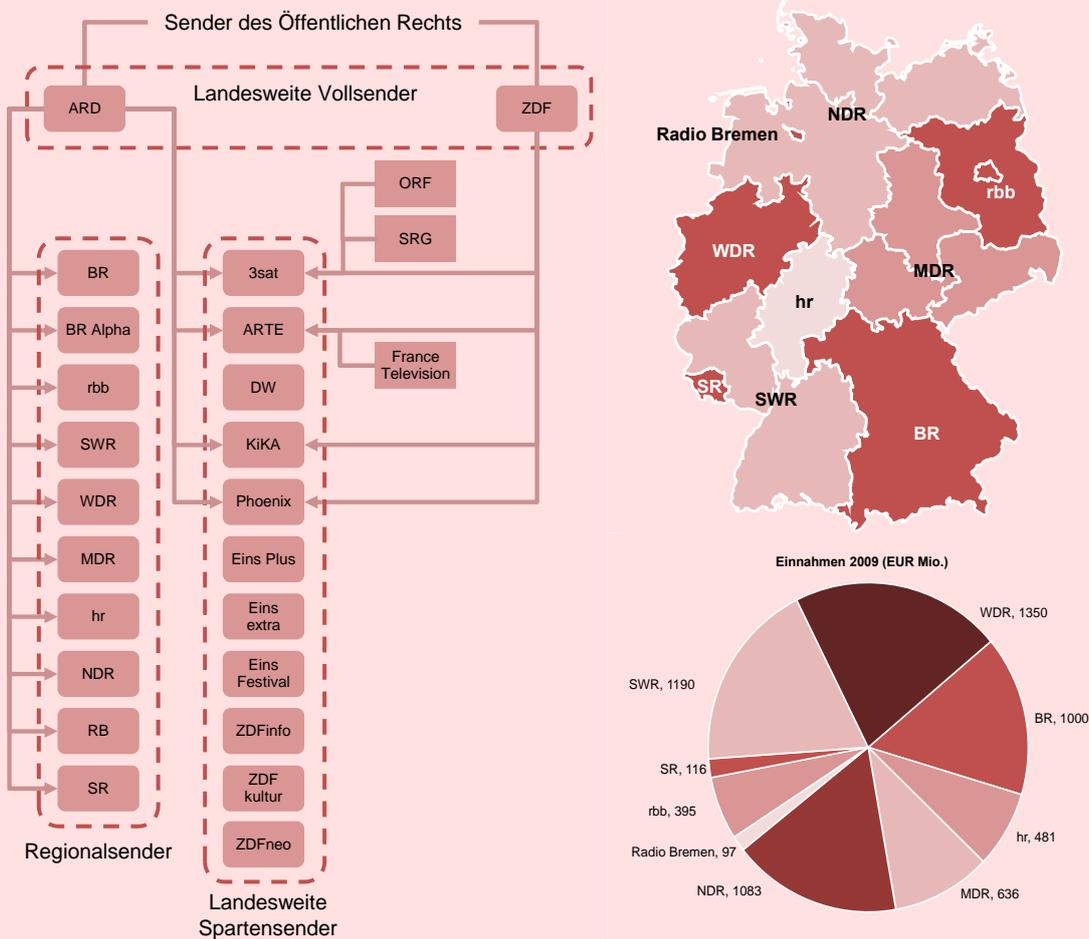
Neben den werbefinanzierten TV-Sendern gibt es in Deutschland knapp zwei Dutzend Sendeanstalten des öffentlichen Rechts. Die deutsche Rechtsprechung sieht vor, dass öffentlich-rechtliche Sender verpflichtet sind, der Bevölkerung eine Grundversorgung an Informations-, Bildungs- und Kulturangeboten bereitzustellen. Die beiden Hauptsendergruppen, ARD, mitsamt seinen regionalen Programmen der zweitgrößte Medienkonzern Deutschlands, und das Zweite Deutsche Fernsehen ZDF sind jeweils Vollprogramme, die im Laufe eines Tages

Dass öffentlich-rechtliche TV-Sender eine derart bedeutende Rolle spielen, ist in Europa einzigartig und hat Konsequenzen auf vor- und nachgelagerte Wertschöpfungsstufen.

die unterschiedlichsten Zielgruppen mit allen möglichen Themen und Formen bedienen. Daneben unterhalten ARD und ZDF noch eine Reihe kleinerer Spartensender, die zumeist während der 1990er-Jahre gegründet wurden. Darunter fallen u. a. der Kultursender 3sat (1984), der deutsch-französische Kultursender ARTE (1992), der Kindersender KiKA (1997) und der Dokumentarsender Phoenix (1997). Interessanterweise sind auch die Regionalprogramme der ARD, die sog. „Dritten Programme“, aufgrund der Einspeisungsverpflichtung ins Kabelnetz und/oder der Satellitenübertragung bundesweit zu empfangen. Daher vereinten die öffentlich-rechtlichen Sender zusammen mit ihren Regionalprogrammen im vergangenen Jahr einen Marktanteil von 41,7% (ab 3) auf sich.

Finanziert wird diese Grundversorgung durch die öffentlich-rechtlichen Fernsehanstalten größtenteils durch die Erhebung einer „TV-Steuer“, der Gebühr der Gebühreneinzugszentrale GEZ. Mit Einnahmen von EUR 7,7 Mrd. (2010) sind die GEZ-Gebühren für rund 85% der gesamten Einnahmen aller öffentlich-rechtlichen Sender verantwortlich. Erhoben werden die GEZ-Gebühren von jedem, der entweder ein Radio oder TV besitzt und eigenes Einkommen bezieht; unabhängig davon, ob er die betreffenden Sender auch sieht oder hört. Der monatliche Festbetrag liegt zurzeit bei EUR 17,98 je Haushalt für TV und Radio.

ABBILDUNG 10: TV-SENDER DES ÖFFENTLICHEN RECHTS



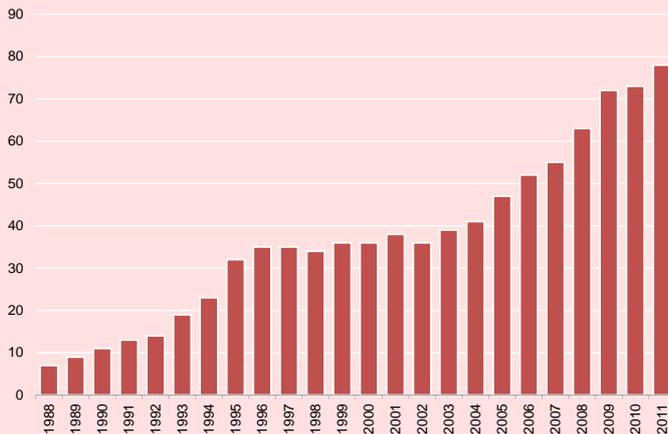
QUELLE: ARD, ZDF, SPHENE CAPITAL

Steigende Wettbewerbsintensität durch neue Sender

In den vergangenen Jahren hat die Zahl der TV-Sender in Deutschland kontinuierlich zugenommen. Insbesondere im Pay-TV bauten alle Anbieter die Zahl ihrer HD-Sender weiter aus, zum Teil handelt es sich um HD-Ableger bestehender Sender, die bereits frei empfangbar sind, zum Teil – wie etwa bei Sky Sport HD – handelt es sich um neu konfektionierte Programme.

Aktuell ist die technische Reichweite mit 78 empfangbaren Kanälen pro Haushalt so umfangreich wie nie zuvor. Jeder fünfte Haushalt kann sogar über 150 Programme empfangen. Allerdings wird die Sendervielfalt von den Zusehern so gut wie gar nicht genutzt: Im „Relevant Set“, also den TV-Sendern, auf die mindestens 80% der TV-Nutzung entfallen, befinden sich seit Jahren lediglich fünf Sender. Den etablierten Vollsendern ARD, ZDF, RTL, ProSieben und Sat.1 wird damit auch in Zukunft eine Schlüsselrolle zukommen.

ABBILDUNG 11: DURCHSCHNITTLICHE ZAHL DER TV-SENDER PRO HAUSHALT IN DEUTSCHLAND



Per Ende 2011 waren durchschnittlich 78 Sender in den deutschen Haushalten frei zu empfangen. 38% der Sender erzielten einen Marktanteil von mehr als 1%, in Summe erreichen sie einen Marktanteil von 95,6%. Der kombinierte Marktanteil der verbleibenden 40 Sender liegt damit bei lediglich 4,4%.

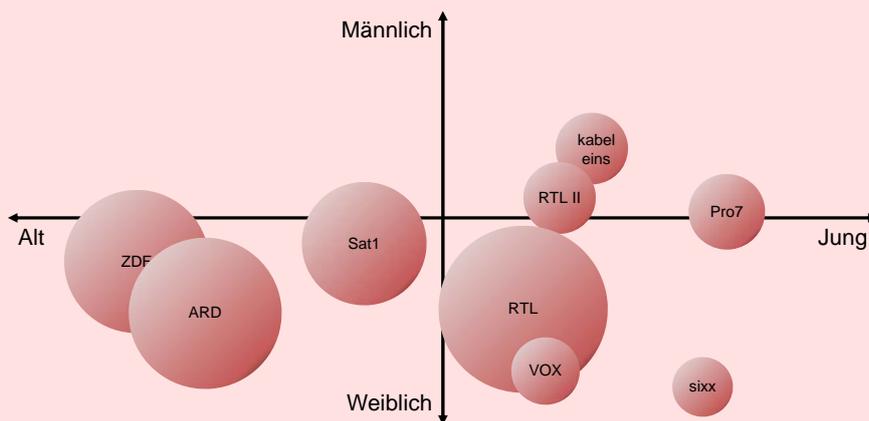
QUELLE: AGF/GFK, TV SCOPE, LANDESMEDIENANSTALTEN, SPHENE CAPITAL

In einem Umfeld der Vielfalt wird die Positionierung des einzelnen Senders immer schwieriger

Damit wird die eindeutige Profilierung eines Fernsehsenders immer schwieriger. Nachstehende Abbildung 12 zeigt, dass die relevanten Segmente bereits zum Teil mehrfach besetzt sind, so dass für Newcomer nur eine Nischenpositionierung in Frage kommt.

Die Erreichung des Break-even wird für Newcomer immer schwieriger.

ABBILDUNG 12: POSITIONIERUNG DER FÜHRENDE TV-SENDER



QUELLE: SPHENE CAPITAL

BUBBLE-GRÖSSE = MARKTANTEIL

Smart TV

Eine ernsthafte Bedrohung für die Ertragslage der TV-Sender stellt mittlerweile Smart TV dar. Mit Smart TV soll der Fernsehzuschauer möglichst viele Internetdienstleistungen, die er bislang nur über den PC oder das Smartphone nutzen konnte, auch auf dem TV-Gerät empfangen. Schätzungen zufolge wird bis 2016 rund die Hälfte der deutschen Haushalte das Internet auf ihrem Fernseher nutzen.

TABELLE 3: VOR- UND NACHTEILE DER EINZELNEN EMPFANGSWEGE

	Satellit	Kabel	DVB-T	IPTV	Web-TV
Anzahl Sender	👍👍	👍👍	👍	👍👍	👎
HDTV	👍	👍	👎	👍👍	👍
VoD	👎	👎	👎	👍👍	👍👍
Pay-TV	👍👍	👍👍	👎	👍👍	👎
Time Shift TV	👍	👍	👍	👍👍	👍
Interaktion mit anderen	👎	👎	👎	👍	👍👍
Internetzugang	👎	👎	👎	👍	👍👍
Empfang auf TV-Gerät	👍	👍	👍👍	👍👍	👍

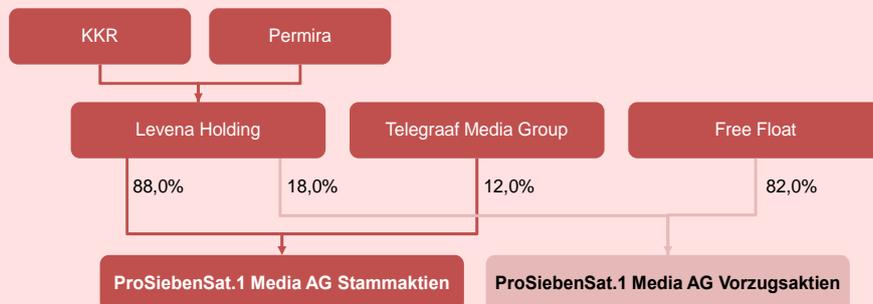
QUELLE: BITCOM, SPHENE CAPITAL

ProSiebenSat.1 Media – Verkauf der Anteile der Finanzinvestoren könnte bevorstehen

Nachdem KKR und Permira ihre Kontrollmehrheit an ProSiebenSat.1 Media bereits Ende 2006 erworben haben, dürfte ein Exit immer wahrscheinlicher werden. Der von uns vermutete Kaufpreis für ProSiebenSat.1 Media dürfte bei mindestens EUR 20,00 je Aktie und damit deutlich oberhalb des aktuellen Börsenkurses gelegen haben. Ein kurzfristiger Verkauf der Aktien unterhalb des Einstiegsniveaus ist damit unwahrscheinlich.

Private Equity-Häuser dürften als potenzielle Kaufinteressenten ebenso ausscheiden wie strategische Unternehmen, denen entweder die Kartellbehörden einen Einstieg untersagen würden oder für die der Kaufpreis nicht finanzierbar wäre. Da wir auch ausländische Medienkonzerne nicht zu den natürlichen Kaufinteressenten zählen, sollte die Platzierung über die Börse – eventuell auch nach Zusammenlegung der beiden Aktiegattungen – den naheliegenden Exit darstellen.

ABBILDUNG 13: AKTIONÄRSSTRUKTUR PROSIEBENSAT1.MEDIA



100% der Stämme und 18% der Vorzüge, insgesamt also 59% des Gesamtkapitals, liegen in Händen der Finanz- und strategischen Investoren KKR, Permira und Telegraaf Media Group. Der Free Float liegt bei 82% der Vorzüge bzw. 41% des Gesamtkapitals.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

ProSiebenSat.1 Media: Not Rated

Mit einem kumulierten Marktanteil von 20,6% über alle Altersklassen bzw. 28,9% in der werberelevanten Zielgruppe der 14- bis 49-Jährigen ist ProSiebenSat.1 Media die zweitgrößte private Sendergruppe Deutschlands, knapp hinter der RTL-Gruppe (26,5% bzw. 29,3%). ProSiebenSat.1 Media zählt mit 28 TV-Sendern und einer Reichweite von über 62 Mio. TV-Haushalten in zehn europäischen Ländern zu den führenden Medienkonzernen Europas.

Neben ProSiebenSat.1 Media ist in Deutschland auch der Sender Sport1 über die Muttergesellschaft Constantin Medien börsennotiert; als breit diversifiziertes Medienkonglomerat ist Constantin Medien jedoch nicht mit einem Pure Play wie ProSiebenSat.1 Media vergleichbar.

ProSiebenSat.1 Media: Not Rated

Nach 20 Jahren der ökonomischen Erfolglosigkeit hat sich für den führenden deutschen Pay-TV-Anbieter, Sky Deutschland, durch den Gewinn der Übertragungsrechte an der Bundesliga nichts Grundlegendes geändert. Auch wenn der existenzgefährdende Verlust der Live-Rechte an die Deutsche Telekom durch ein deutlich höheres Gebot abgewendet werden konnte, ist der Gewinn der Rechte für Sky Deutschland nach unserer Einschätzung ein Pyrrhussieg: Weder konnte Sky Deutschland bisher die hohen Kosten auch nur ansatzweise über Abonnenteneinnahmen refinanzieren, noch wird dies dem Marktführer angesichts deutlich steigender Lizenzkosten in Zukunft gelingen.

Dass der Kurs nach dem Zuschlag positiv reagiert hatte, liegt allein daran, dass der Befürchtung einer Nicht-Berücksichtigung die Grundlage entzogen wurde. Mittelfristig muss sich die Bewertung an der ökonomischen Realität der fehlenden Refinanzierungsmöglichkeit dieser Rechte und der anhaltenden Verlustsituation der Gesellschaft orientieren. Wir nehmen die Aktie von Sky Deutschland daher mit einem Sell-Rating in unsere Coverage auf. Unser Kursziel liegt bei EUR 0,50 je Aktie (-74,1% gegenüber dem letzten Schlusskurs).

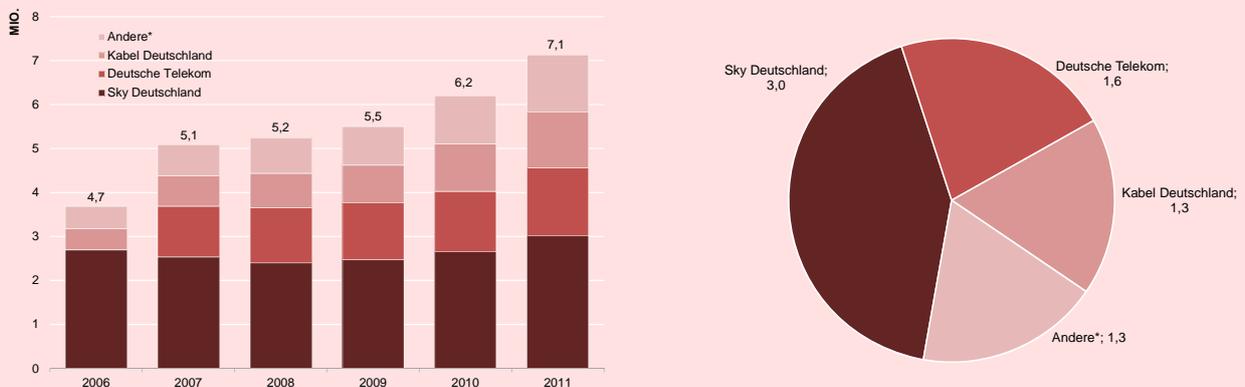
Geschichtlicher Überblick über das deutsche Bezahlfernsehen

Die Geschichte des deutschen Pay-TV reicht bis ins Jahr 1988 zurück, als der Schweizer Teleclub, ein Joint Venture zwischen der Kirch-Gruppe, der Schweizer Ringier AG, der ML Medializenz AG und der Chriteco AG, erstmals einen analogen Bezahlsender (Pay-Per-Channel PPC) anbot. Die Abonnenten dieses Senders wurden 1990 von der premiere Medien GmbH & Co. KG übernommen, welche kurz zuvor von der Bertelsmann-UFA, dem französischen Bezahlsender Canal+ und der Kirch-Gruppe gegründet worden war. Letztere wiederum gründete nach einem Streit unter den Anteilseignern den Sender DF1, einen weiteren, im Gegensatz zu Premiere von Anfang an digitalen Bezahlsender. Dieser ging 1996 auf Sendung.

Obwohl DF1 aus dem umfangreichen Film- und Sportrechtearchiv der Kirch-Gruppe gespeist wurde, kam er nie über 20.000 Abonnenten hinaus. 1999 übernahm die Kirch-Gruppe die Anteile von Canal+ und der Bertelsmann-Gruppe und fusionierte Premiere wenig später mit DF1 zu Premiere World. Die hohen Verluste der Premiere World waren 2002 ursächlich für die Insolvenz der gesamten Kirch-Gruppe, einer der größten Insolvenzen in der deutschen Nachkriegsgeschichte.

Klassisches Pay-TV kann sich in Deutschland offensichtlich nicht durchsetzen. Knapp 25 Jahre nach der Gründung des ersten Pay-TV-Senders liegt die Marktdurchdringung unverändert deutlich unter den führenden Pay-TV-Nationen wie Großbritannien, Frankreich oder Spanien.

ABBILDUNG 14: PAY-TV-ANBIETER IN DEUTSCHLAND, 2006-11 (LS), 2011 (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL *Kabel BW, Unitymedia, KabelKiosk, Tele Columbus und Astra HD+

Newcomer mit alternativen Geschäftsmodellen

Mit zum Teil mäßigem Erfolg sind in den letzten Jahren eine Reihe weiterer Pay-TV-Sender auf den Markt gekommen, die allerdings kein Premium-Bezahlfernsehen im engeren Sinn anbieten, sondern sich auf bestimmte Nischen spezialisiert haben. Dazu zählen Kabel Digital Home von Kabel Deutschland, das in den vergangenen Jahren die höchsten durchschnittlichen Wachstumsraten im Pay-TV vorlegen konnte, Unity Digital TV von Unitymedia, MTV/VH1 von Viacom oder – in einigen Kabelnetzen – die Eutelsat-Tochter KabelKiosk.

IPTV bleibt langfristig eine Bedrohung des klassischen Pay-TV

Eine ungleich größere Bedeutung für das deutsche Pay-TV hat in den letzten Jahren die Deutsche Telekom eingenommen, die mit ihrem Produkt T-Home in relativ kurzer Zeit eine führende Rolle im deutschen Profifußball eingenommen hat. Ursprünglich nur als Variante ihres Breitband-Internetanschlusses T-DSL konzipiert, das als vierter Verbreitungsweg in Konkurrenz zu den drei klassischen Empfangsmöglichkeiten Terrestrik, Kabel und Satellit treten sollte, ist T-Home inzwischen die Dachmarke für alle festnetzbezogenen Dienste der Telekom, also Festnetztelefon (analog und ISDN), Internet, DSL und IPTV. Gegen Ende des letzten Jahres hatte die Deutsche Telekom mit knapp 1,6 Mio. Abonnenten bereits mehr als die Hälfte der Abonnenten von Sky Deutschland und war damit mit Abstand der zweitwichtigste Player im deutschen Pay-TV.

Die Deutsche Telekom konnte in wenigen Jahren bereits über die Hälfte der Abonnentenzahlen von Sky Deutschland für ihr Angebot gewinnen.

Die Penetrationsraten nähern sich sukzessive den führenden Pay-TV-Ländern Europas an

Zum Ende letzten Jahres waren in Deutschland etwa 7,1 Mio. Pay-TV-Abonnenten registriert. Bei 37,7 Mio. Fernseh-Haushalten entspricht dies einer Penetration von etwa 19,0%. Auch wenn dieser Wert noch nie so hoch war, liegt er im internationalen Vergleich deutlich unter den Abonnentenzahlen anderer Pay-TV-Märkte wie etwa Großbritannien mit über 55%, Frankreich (~40%) oder Spanien (~27%).

Dies hat aus unserer Sicht verschiedene Ursachen:

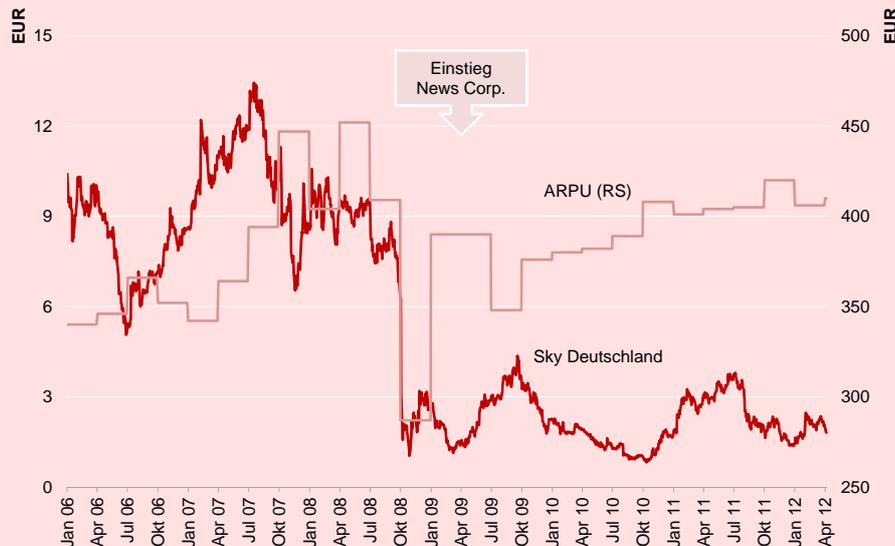
- ✦ Ein erheblicher Teil der Zahlungsbereitschaft der Konsumenten wird von der GEZ-Gebühr abgeschöpft und, falls vorhanden, von den Gebühren für den Kabel-Zugang. Beide Größen können sich auf über EUR 30 je Haushalt und Monat summieren. Klassisches Pay-TV wird also von den meisten Haushalten als zu teuer eingestuft.
- ✦ Darüber hinaus konkurrieren Bezahlsender hierzulande mit einer großen Zahl qualitativ hochwertiger Free-TV-Angebote öffentlich-rechtlicher und privater Sender. Diese haben eine vollständige Netzabdeckung in Deutschland und können über vier verschiedene Übertragungsplattformen empfangen werden: terrestrisch, also über die hauseigene Antenne, über Kabel, Satellit und das Internet (IPTV).
- ✦ Kabelnetzbetreiber wie Kabel Deutschland oder Unitymedia bieten ebenfalls Pay-TV-Kanäle und sind damit direkte Wettbewerber zu Sky Deutschland.
- ✦ Aufgrund politischer Vorgaben wird bei wichtigen Sportereignissen eine vollständige Berichterstattung im frei empfangbaren Fernsehen garantiert. Darunter fallen eine zeitnahe Highlight-Berichterstattung der Fußball-Bundesliga, die Live-Berichterstattung der Fußball-WM bzw. -EM und der Olympischen Sommer- bzw. Winterspiele.
- ✦ Viele Pay-TV-Rechte werden grundsätzlich von den Rechteinhabern nicht exklusiv vergeben. Insbesondere im IPTV können sich Wettbewerber so eine komfortable Marktstellung erarbeiten – zum Teil zu deutlich attraktiveren Konditionen als im klassischen Pay-TV.

Ohne externe Mittelzuflüsse hätte Sky Deutschland die Zeit nach dem Börsengang nicht überleben können

Seit ihrem Börsengang 2005 musste Premiere/Sky Deutschland nicht weniger als sieben Kapitalerhöhungen durchführen, nur um die operativen Verluste auszugleichen. Inzwischen summieren sich diese in den sieben Jahren nach dem Börsengang auf mehr als EUR 1,4 Mrd. – nicht unbedingt mit rückläufiger Tendenz.

Dass die Aktie noch nicht bzw. nicht mehr auf Pennystock-Niveau notiert, liegt allein daran, dass News Corp. der Gesellschaft unvermindert frisches Kapital zur Verfügung stellt, welches Sky Deutschland über nicht-strategische Investoren unter Umständen nicht erhalten hätte. Vor diesem Hintergrund hat sich in den letzten beiden Jahren auch der recht stabile (und aus Bewertungsüberlegungen auch rationale) Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Kennzahl „Durchschnittserlöse pro Kunde“ (ARPU) als Proxy für die Ertragsentwicklung im engeren Sinne und dem Aktienkurs weitgehend aufgelöst.

ABBILDUNG 15: ARPU UND AKTIENKURS SKY DEUTSCHLAND



Der stabile Zusammenhang zwischen ARPU und Aktienkurs hat sich nach dem Einstieg von News Corp. gelockert. Eine wichtige fundamentale Kennziffer für die Prognose des Aktienkurses ist damit entfallen.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Die Versteigerung der Audio- und Videorechte an der Fußball-Bundesliga ist entschieden. Nachdem sich Bieter wie Vodafone, Google oder der Rechthändler KF15, die anfangs als relevant eingestuft wurden, frühzeitig aus dem Bieterprozess zurückgezogen haben, lief es für die Live-Rechte auf einen Zweikampf hinaus, den Sky Deutschland für viele überraschend für sich entscheiden konnte. Über den Zeitraum 2013/14-2016/17 wird Sky Deutschland dafür durchschnittlich EUR 485,7 Mio. pro Jahr an die DFL bezahlen und damit substantiell mehr als bislang, selbst wenn dieser Betrag durch den Verkauf der IPTV-Rechte an die unterlegene Deutsche Telekom teilweise refinanziert werden könnte. Trotz der deutlich gestiegenen Lizenzkosten wurde Sky Deutschland keine größere Exklusivität in der Auswertung der Live-Rechte zugestanden. Daher halten wir es für ausgeschlossen, dass Sky Deutschland seine Guidance erreichen kann, im kommenden Jahr auf EBTIDA-Ebene profitabel zu werden.

Sky Deutschland: Sell, PT EUR 0,50

Dass Sky Deutschland die Live-Rechte zugeschlagen bekam, war aufgrund der langjährigen Geschäftsbeziehungen zur DFL erwartet worden, nicht jedoch, dass dieser Zuschlag zu derart hohen Kosten erkaufte werden musste. Mit durchschnittlich EUR 485,7 Mio. liegen die Lizenzkosten für Pay-TV und zusätzlich IPTV und Mobile ab der Saison 2013/14 um knapp 50% über den bisherigen Kosten. Damit ist es der DFL gelungen, an die medialen Live-Verwertungsrechte in Deutschland ähnliche Maßstäbe anzulegen wie beispielsweise in den Fußballkernländern Frankreich oder Italien, ohne jedoch der hiesigen Rechteinhaberin Sky Deutschland auch nur ansatzweise dieselbe Exklusivität zuzugestehen wie den Bezahlsendern im europäischen Ausland.

Sky Deutschland: Sell
Kursziel EUR 0,50

TABELLE 4: EINNAHMEN DER DFL AUS MEDIALEN VERWERTUNGSRECHTEN

EUR Mio.	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17
Gesamteinnahmen	302	410	410	410	389	404	419	438	560	620	660	673
Sky Deutschland/Premiere	180	0	220	220	225	240	255	275	426	481	514	522
Arena	0	220	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deutsche Telekom	10	40	40	40	35	35	35	35	0	0	0	0
ARD	65	90	90	90	97	97	97	97	100	103	107	110
ZDF	17	20	20	20	20	20	20	20	22	24	26	28
Sport1/DSF	15	20	20	20	6	6	6	6	6	6	6	6
International/Rundfunk	15	20	20	20	6	6	6	5	6	6	7	7
Axel Springer	0	0	0	0	0	0	0	0	5	6	6	7

QUELLE: DFL, SPHENE CAPITAL

Das neue Ausschreibungsverfahren hat zu einem deutlichen Anstieg der Lizenzkosten geführt

Ermöglicht wurde dieser signifikante Anstieg der Rechtewerte durch ein innovatives Ausschreibungsverfahren seitens der DFL, der Deutsche Fußball Liga, dem Zusammenschluss der deutschen Profi-Fußballvereine (bzw. deren Kapitalgesellschaften), zu deren Aufgaben neben der Leitung des Spielbetriebs der Lizenzligen vor allem die Vergabe der Übertragungsrechte für die Lizenzligen in Fernsehen, Hörfunk und Internet ist. Zum zweiten Mal nach 2005 ist es der DFL in der aktuellen Ausschreibung gelungen, einen Bieterwettbewerb zu entfachen: damals zwischen Premiere und Arena, diesmal zwischen Sky Deutschland und der Deutschen Telekom.

Drei innovative Elemente waren verantwortlich für den enormen Anstieg der Rechtekosten:

- ✦ Das Szenario „Neue Medien“, also die bislang umstrittene „Internet-Sportschau“, durch die sich der Wert der Pay-TV-Rechte deutlich erhöhen würde, da eine frühzeitige Highlight-Verwertung lediglich online via PC, Notebook, Tablet-PC oder Handy möglich wäre.
- ✦ Den Verbreitungskanal Netcast II, durch das die Mobilrechte nicht länger im Netcast I-Paket enthalten sind, sondern separat mit den Webrechten versteigert werden. Dieses bis dato eher unbedeutende Recht wird damit deutlich an Wert gewinnen, denn es ist sowohl für Sky Deutschland der entscheidende Treiber für skyGo sowie die iPad-Initiative, als auch für Telekommunikationsgesellschaften der entscheidende Faktor für die weitere Entwicklung ihres Mobil-TV.
- ✦ Zur Maximierung der Angebotspreise hat die DFL so genannte "Vorbehaltspreise" festgelegt. Darunter sind Mindestpreise für jedes Paketbündel zu verstehen, die nicht nach außen kommuniziert werden. Übertrifft ein Bieter die Vorbehaltspreise, erhält er automatisch den Zuschlag. Überschreiten dagegen mehrere Anbieter diesen Betrag oder bleiben im Gegenteil alle Gebote unterhalb des Vorbehaltspreises, wird eine zweite Bieterunde durchgeführt. Auch in der zweiten Ausschreibungsphase setzt die DFL einen geheimen Preis fest, nennt diesen allerdings "Reservationspreis". Voraussetzung für die Annahme eines Gebots ist, dass das zweithöchste Gebot mehr als 20% niedriger liegt. Bei einer geringeren Differenz entscheidet der DFL-Ligavorstand nach eigenem Ermessen. Zwar sollen in diesem Fall Kriterien wie die technische Reichweite des Medienangebots, das Senderkonzept, redaktionelles Know-how oder das Zusammenspiel der Rechtepakete im Markt eine entscheidende Rolle spielen, jedoch wurde diese Regel aus unserer Sicht deswegen eingeführt, um bei einem knappen Ergebnis den ohnehin DFL-intern präferierten Anbieter zu bevorzugen. Offensichtlich war das Angebot von Sky Deutschland so hoch, dass es zu einer zweiten Bieterunde gar nicht erst gekommen ist.

Mit Netcast II hat die DFL zumindest ein innovatives Element geschaffen, die Einnahmen zu steigern.

Das Angebot von Sky Deutschland war offensichtlich so hoch, dass eine zweite Bieterunde nicht mehr erforderlich war.

Auf EBITDA-Ebene dürfte Sky Deutschland 2013 nicht wie angekündigt die Gewinnzone erreichen

Selbst wenn das Management von Sky Deutschland für 2012 eine erneute Verbesserung des EBITDA und für 2013 sogar erstmals ein positives EBITDA in Aussicht stellt, ist das Überleben nach unserer Einschätzung auch über das Jahr 2013 hinaus von der Bereitschaft externer Investoren abhängig, der Gesellschaft externe Liquidität zur Verfügung zu stellen. Ohnehin stellt sich die Frage, ob die Guidance für das Jahr 2013 nach dem Zuschlag nach unten angepasst werden muss. Schließlich liegen die durchschnittlichen Lizenzkosten deutlich über den bisherigen.

Wir gehen davon aus, dass nach der Rechtevergabe die EBITDA-Guidance für das Jahr 2013 nach unten angepasst werden muss.

Darüber hinaus ist selbst ein knapp positives EBITDA – so wie in jüngsten der Management-Guidance versprochen – nicht ausreichend, um auf den nachgelagerten Ergebnisebenen auch nur ansatzweise die Gewinnzone zu erreichen. Dies gilt umso mehr, als Sky Deutschland trotz diverser Kapitalmaßnahmen zum Jahresende 2011 eine Eigenkapitalquote von lediglich 8,0% und eine Nettoverschuldung von EUR 614,5 Mio. aufwies, was gravierende Auswirkungen auf das Zinsergebnis haben muss. Die Bewertung der Aktie anhand von Peergroup-Kennzahlen bleibt damit (mit Ausnahme des EV/Umsatz-Multiplikators) auf absehbare Zeit unmöglich. Allein durch ein sehr langfristig angelegtes dreistufiges

DCF-Modell können überhaupt fundamentale Unternehmenswerte errechnet werden, die im positiven Bereich liegen.

Die Annahmen unseres standardisierten Dreiphasen-DCF-Modells sind dabei wie folgt:

- ✦ Abschwächung des Umsatzwachstums von 11,7% in 2012e und 9,0% in 2013e auf 1,8% in 2022e, das das Ende des zehnjährigen Detailplanungszeitraums repräsentiert.
- ✦ Verbesserung der EBIT-Margen von -7,3% in 2013e auf 22,4% in 2022e. Für den Terminal Value (TV) unterstellen wir einen weiteren Anstieg der EBIT-Margen auf 25,0%.
- ✦ Die Konzernsteuerquote liegt bei über den gesamten Planungshorizont von 2014e bis 2022e bei einheitlichen 31,0%.
- ✦ Die Umsatzwachstumsrate während der Terminal Value-Phase liegt bei 1,8% und damit auf dem Niveau des aktuellen risikolosen Zinses zehnjähriger Bundesanleihen.
- ✦ Die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten WACC liegen aktuell bei 10,7% und setzen sich zusammen aus dem risikolosen Zins von 1,8%, einer implizierten Risikoprämie von 4,6%, einem beta von 1,5, einem Risikoaufschlag auf das Fremdkapital von 15,0% und einem Verhältnis aus Marktwert des Fremdkapitals zu Marktwert des Eigenkapitals von 70 zu 30.
- ✦ Wir unterstellen für die Phase des Terminal Value, dass Sky Deutschland Kapitalkosten aufweist, die ähnlich sind denen anderer reifer Unternehmen. Daher rechnen wir im Terminal Value mit WACC von 8,8%. Während der Übergangsphase nähern sich die Kapitalkosten diesem Endwert sukzessive an.
- ✦ Wir rechnen mit einer stabilen Sales-to-capital-Ratio von 125%, was dem Durchschnitt der letzten drei Jahre entspricht.
- ✦ Wir veranschlagen eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 5,0%.

Wir nehmen die Aktie der Sky Deutschland mit einem Sell-Rating in die Coverage der Sphene Capital auf und sehen ein DCF-basiertes fundamentales Kursziel von EUR 0,50 je Aktie.

Das DCF-Modell ist vor allem abhängig von den Annahmen bezüglich der ARPU und dem Nettozuwachs neuer Abonnenten:

Bull Case-Szenario = Fair Value EUR 1,50 je Aktie

In unserem Bull Case-Szenario haben wir bei den Abonnenten ein Nettowachstum abgebildet, das deutlich über den bislang erzielten Zahlen liegt; auch die ARPU steigen sukzessive weiter an. Angesichts sogar rückläufiger Exklusivität in der Auswertung der Bundesliga-Rechte ab 2014 sehen wir dieses Szenario als höchst unwahrscheinlich an.

Base Case-Szenario = Fair Value EUR 0,50 je Aktie

Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 0 je Aktie

Unser Base Case-Szenario basiert auf der Annahme, dass der Großaktionär News Corp. keine weiteren Mittel für die Refinanzierung der operativen Verluste bereit stellt und es der Gesellschaft nicht gelingt, alternative Finanzierungsquellen zu erschließen. Wir schätzen dieses Insolvenzszenario derzeit nicht für wahrscheinlich ein, zumal sich auch die DFL einen langfristig verlässlichen Partner wünscht.

In unserem Base Case-Szenario haben wir ein realistisches Szenario abgebildet, das sich von den Erfolgen der letzten Jahre nicht wesentlich unterscheidet.

TABELLE 5: DCF-MODELL SKY DEUTSCHLAND

EUR Mio.*	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV
Umsatz	1.272	1.387	1.503	1.608	1.696	1.764	1.815	1.856	1.891	1.926	1.961	1.961
YoY (%)	11,7%	9,0%	8,3%	7,0%	5,5%	4,0%	2,9%	2,2%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT	-81	-101	-59	-11	45	105	168	233	300	369	440	490
EBIT-Marge (%)	-6,4%	-7,3%	-4,0%	-0,7%	2,6%	5,9%	9,2%	12,5%	15,8%	19,1%	22,4%	25,0%
Steuerquote (%)	-25,0%	-25,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-τ)	-102	-126	-41	-7	31	72	116	161	207	254	304	338
Reinvestment	-134	-95	-81	-84	-70	-54	-41	-32	-29	-28	-28	-30
FCFF	-235	-221	-122	-92	-39	18	75	128	178	227	276	308
CE	1.039	762	842	927	997	1.051	1.092	1.125	1.153	1.181	1.209	
ROCE	-9,8%	-16,5%	-4,9%	-0,8%	3,1%	6,9%	10,6%	14,3%	17,9%	21,5%	25,1%	20,0%
WACC (%)	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,3%	10,0%	9,6%	9,2%	8,8%	8,8%
PV(FCFF)	-213	-180	-90	-61	-24	10	37	57	73	85	95	
Terminal Cashflow			308									
Terminal Cost of capital (%)			8,8%									
Terminal Value			4.397									
PV(Terminal Value)			1.644									
PV(Planphase)			-210									
Summe der PV			1.434									
Insolvenzwahrscheinlichkeit (%)			5,0%									
Wert der operativen Assets			1.362									
Zinstragende Verbindlichkeiten			740									
Liquidität			-206									
Wert des Eigenkapitals			416									
Anzahl Aktien (Mio.)			779									
Wert des Eigenkapitals (EUR)			0,50									

QUELLE: SPHENE CAPITAL

*SO FERN NICHT ANDERS ANGE GEBEN

Das deutsche Kabelnetz

Die deutschen Kabelunternehmen versorgen 48,6% der deutschen Haushalte mit Fernsehen. Die technische Reichweite der Kabelnetzbetreiber liegt bei etwa 69% der Bevölkerung. Mit dem zusätzlichen Angebot von Breitbandinternet und Telefonie treten die deutschen Kabelunternehmen als wichtige Mitbewerber gegen die Deutschen Telekom an. Vom zunehmenden Wettbewerb auf Infrastruktur- und Plattformebene werden letztendlich die Verbraucher von einem beschleunigten Ausbau hochleistungsfähiger Netzstrukturen, fallenden Basispreisen und einem innovativen Spektrum an Dienstleistungen profitieren. Zugleich wird das Markt- und Wettbewerbsumfeld geprägt von verschiedenen Regulierungseingriffen, darunter Landesmedien- und Urheberrechtsgesetze, die Breitbandpolitik der Regierung und der Länder und die Überwachung durch die Bundesnetzagentur.

Im Durchschnitt erwirtschaften die deutschen Kabelbetreiber etwa 63% ihrer Erlöse mit Basis- bzw. TV-Anschlüssen, 5% mit Pay-TV-Angeboten und rund 21% mit Internet- und Telefoniediensten.

Der dominierende Übertragungsweg

Im Jahre 2011 versorgten die deutschen Kabelunternehmen rund 18 Mio. Haushalte bzw. 48,6% der deutschen Haushalte mit Fernsehen. Weitere rund 20 Mio. Haushalte sind an das Kabelnetz angeschlossen und könnten damit grundsätzlich ihr Fernsehprogramm über das bestehende Kabelnetz empfangen. Kabel ist damit die wichtigste TV-Plattform in Deutschland, vor digital terrestrischem Fernsehen, Satellit und Internet.

Geschichtlicher Überblick

Aufgebaut wurde das deutsche Kabelnetz seit Mitte der 1980er Jahre, zunächst von der Deutschen Bundespost bzw. später der Deutschen Telekom, um Übertragungskapazitäten für eine steigende Anzahl von öffentlich-rechtlichen und privaten TV-Sendern sicherzustellen. Nach dem Willen der damaligen Bundesregierung erfolgte der Aufbau in verschiedenen Netzebenen; dabei wurden insbesondere das Eigentum und die technische Zuständigkeit der vorgelagerten regionalen Netzebenen zwei und drei vom Endnutzerzugang bzw. der nachgelagerten Netzebene vier getrennt. Im Jahr 1999 wurde das Kabelgeschäft der Deutschen Telekom in die eigens gegründete Tochtergesellschaft Kabel Deutschland ausgliedert, im nachfolgenden Jahr wurden die ersten drei Regionen – Nordrhein-Westfalen, Hessen und Baden-Württemberg – an Finanzinvestoren verkauft.

Ende der 1990er Jahre teilte die DTAG ihr Breitbandkabelgeschäft in neun Regionalgesellschaften auf und verkaufte die Regionalgesellschaften in Hessen (Ish), NRW (Iesy) und BW (Kabel BW) sowie die übrigen sechs Regionalgesellschaften (Kabel Deutschland) an Finanzinvestoren.

Must Carry-Regelungen

Der ursprüngliche Auftrag – namentlich die Sicherstellung ausreichender Übertragungskapazitäten – findet heute noch immer in den sogenannten Must Carry-Regelungen seinen Niederschlag. Dabei bestimmen die Landesmedienanstalten auf der Grundlage der jeweiligen Landesmediengesetze, welche Fernseh- und Hörfunkprogramme vorrangig in die Kabelnetze der Länder eingespeist werden müssen („Must Carry“). Die Auswahl der Programme orientiert sich an den von den Landesmedienanstalten festgelegten Interessen der angeschlossenen Teilnehmer, eine Rolle spielen dabei insbesondere Regionalitäts- und Vielfältigkeitsinteressen. Jedoch wird die Freiheitsbeschränkung in der Programmgestaltung infolge der Digitalisierung und der damit gestiegenen Anzahl der Programme zunehmend entschärft.

Must Carry Regelungen beschränken die Freiheit in der Programmgestaltung.

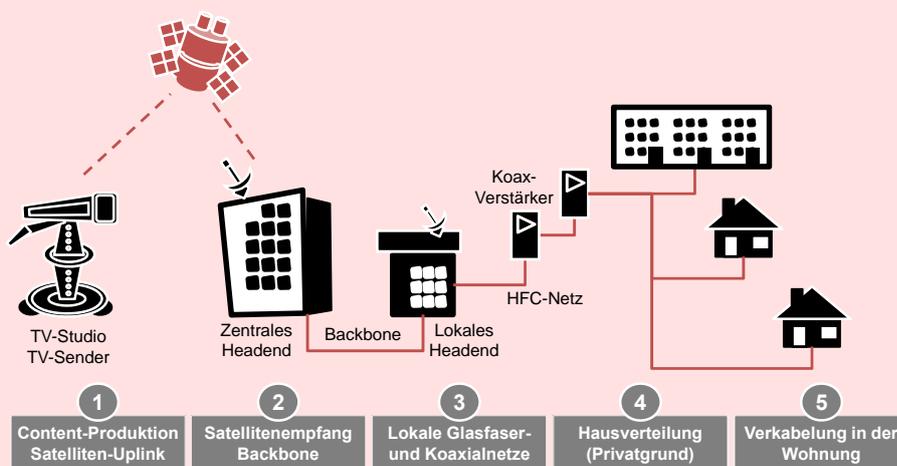
Netzebenen im Überblick

Eine Besonderheit der deutschen Kabelnetzinfrastruktur war die bei ihrem Aufbau geplant und umgesetzte technische und eigentumsrechtliche Trennung des Netzes in vier (oder je nach Definition fünf) Ebenen. Die Klassifizierung der Netzebenen folgt dabei der Entstehung des Signals und dem Übertragungsweg zum Endempfänger:

- ✦ Netzebene 1: Rundfunkveranstalter und TV-Sender produzieren Sendeinhalte und senden die TV-Signale die an die zentralen Empfangsstellen eines Kabelnetzes, die sogenannten Kabelkopfstellen. Während die Übertragung Anfang der 1980er Jahre überwiegend terrestrisch, das heißt über Antennen, erfolgte, mieten die Sender heute meist Transponderplätze auf Rundfunksatelliten und senden ihr Programm direkt über einen Uplink auf den Satelliten und so zur Kopfstelle.

- ✦ **Netzebene 2:** Von den Kopfstellen werden die TV-Signale empfangen, aufbereitet und anschließend in die Netze verteilt.
- ✦ **Netzebene 3:** Die gesamte drahtgebundene Signalübertragung von der Kopfstelle bis zum Hausanschluss ist unter der Netzebene drei zusammengefasst. Alle Ebenen eins bis drei waren ursprünglich der Deutschen Bundespost/Deutsche Telekom zugeordnet. Die Netzebenen eins und zwei spielen als eigenständige Begriffe jedoch eher eine untergeordnete Rolle.
- ✦ **Netzebene 4:** Hausverteilernanlagen wurden traditionell von privaten Unternehmen installiert und betrieben. Lokale Kabelfernsehanbieter oder Wohnungsbaugesellschaften können in eigener Regie Anlagen auf Netzebene vier betreiben und auch eigene Programme oder zusätzliche Sender in das Kabelnetz einspeisen.
- ✦ **Netzebene 5:** Die Verkabelung innerhalb der Wohnung, die in einer oder mehreren Anschlussdosen abschließt.

ABBILDUNG 16: NETZSTRUKTUR DEUTSCHER KABELNETZE



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Enges Oligopol auf Netzebene 3

Die ursprüngliche Trennung der verschiedenen Netzebenen spiegelt sich auch weiterhin in der Struktur des deutschen Kabelmarktes wider. Formell teilen sich drei große Kabelunternehmen den regionalen Netzbetrieb auf der Basis des ursprünglichen Breitbandnetzes der Deutschen Telekom: Kabel Deutschland, Unitymedia (seit 2005 durch den Zusammenschluss von Ish und lesy entstanden) und Kabel BW. Darüber hinaus haben Tele Columbus und Primacom nach Ende der deutschen Teilung die großen Wohnblöcke im Osten Deutschlands an das Kabelnetz angeschlossen. Mehrere hundert mittelständische private sowie städtische Kabelnetzbetreiber (City Carrier, meist Tochtergesellschaften von Stadtwerken) beschränken sich überwiegend auf lokale Angebote.

Weitere Konsolidierung erwartet

Am 15.12.2011 bewilligte das Bundeskartellamt die Übernahme von Kabel BW durch Liberty Global (Unitymedia). Damit stehen sich zukünftig de facto zwei große regionale Wettbewerber gegenüber: Kabel Deutschland und Unitymedia/Kabel BW. Mit einer Netzabdeckung in 13 Bundesländern und 8,7 Mio. angeschlossenen Haushalten ist Kabel Deutschland unangefochtener Marktführer in Deutschland. Unitymedia, präsent in Hessen und Nordrhein-Westfalen, und ihre zukünftige Schwester Kabel BW in Baden-Württemberg versorgen 4,5 Mio. bzw. 2,4 Mio. Haushalte. Die inzwischen zum Verkauf stehende Tele Columbus und Primacom zählen mit rund 2,1 Mio. bzw. 850.000 angeschlossenen Haushalten zu den kleineren Anbietern. Seit der Deregulierung des Kabelmarktes Ende der 1990er Jahre erfolgte eine zunehmende Auflösung der horizontalen Marktaufteilung. Insbesondere die Abgrenzung der Netzebenen drei und vier wurde weitgehend verwischt. Hauptgewinner waren die regionalen Netzbetreiber der Ebene drei, die die Konsolidierung vorantrieben bzw. aktiv die letzte Meile

Auf dem ursprünglichen Kabelnetz der Deutschen Telekom basieren Kabel Deutschland, Unitymedia und Kabel BW.

Vertikalisierung der Marktstruktur

zum Kunden erobert haben. Am stärksten integriert ist Kabel BW, die in Baden-Württemberg bis zu 98% der Endkundenbeziehungen hält, gefolgt von Unitymedia mit einem direkten Zugang zu bis zu 90% der Endkunden. Schlusslicht ist Kabel Deutschland mit einem Anteil von gegenwärtig unter 80%. In umgekehrter Richtung installieren Betreiber der Netzebene vier eigene Empfangsstationen (inklusive eigener Internetdienste und Telefondienstleistungen).

ABBILDUNG 17: REGIONALE AUFTEILUNG DER KABELNETZBETREIBER



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Geringe Wettbewerbsintensität durch regionale Marktaufteilung

Ein nennenswerter Wettbewerb zwischen den drei großen Kabelgesellschaften findet aufgrund der regionalen Aufteilung nicht statt. Jedoch betreiben Tele Columbus, Deutsche Telekom und Primacom eigene Kabelnetze in den Teilgebieten von Kabel Deutschland, Unitymedia und Kabel BW. Darüber hinaus verfolgen vereinzelte Kabelnetzbetreiber ein bundesweites, überregionales Geschäftsmodell, die meisten expandieren aber lediglich in angrenzende Regionen.

Kaum Wettbewerb zwischen den regionalen Anbietern

Eine implizite Gebietsaufteilung zwischen den drei Oligopolisten ist nach unserer Einschätzung eine Ursache für das fehlende Wettbewerbsverhalten, eine weitere dürfte in der Besonderheit der Vertragsebenen mit den Kunden liegen: Neben unmittelbaren Endkundenverträgen (Einzelnutzerverträgen) wird ein großer Teil der Haushalte auf der Grundlage von Verträgen zwischen Kabelunternehmen und Wohnungsgesellschaften (den sogenannten Gestattungsverträgen) versorgt. Einzelne Verträge umfassen bis zu 30.000 Wohnungseinheiten, die Preise für den Kabelanschluss werden in der Regel über die Nebenkosten mit den Mietern abgerechnet. Vertragslaufzeiten von bis zu 15 Jahren sind keine Seltenheit. Im Gegenzug verpflichten sich die Kabelnetzbetreiber häufig dazu, das Koaxial-Verteilnetz in den versorgten Wohnobjekten zu verlegen bzw. zu erneuern. Exklusivitätsklauseln in den Verträgen verhindern, dass andere Kabelnetzbetreiber Verträge mit den angeschlossenen Endkundenhaushalten abschließen können.

Eine Intensivierung des Wettbewerbs unter den Kabelgesellschaften und zur Deutschen Telekom zeichnet sich ab

Dennoch gehen wir davon aus, dass in den kommenden Jahren der Wettbewerb in Bewegung gerät. Zwei Entwicklungen dürften dabei die zukünftige Wettbewerbssituation der Kabelnetzbetreiber prägen:

- ✦ Zum einen ein stärkerer Infrastrukturwettbewerb zwischen den unabhängigen drahtgebundenen Netzstrukturen, insbesondere Kabel und DSL, respektive Kabel- vs. Telekommunikationsunternehmen,
- ✦ Zum anderen ein Plattformwettbewerb zwischen zahlreichen Anbietern,

welche ihren Kunden auf der Basis von eigenen aber auch gemieteten Netzinfrastrukturen ein ständig erweitertes Spektrum an Dienstleistungen anbieten.

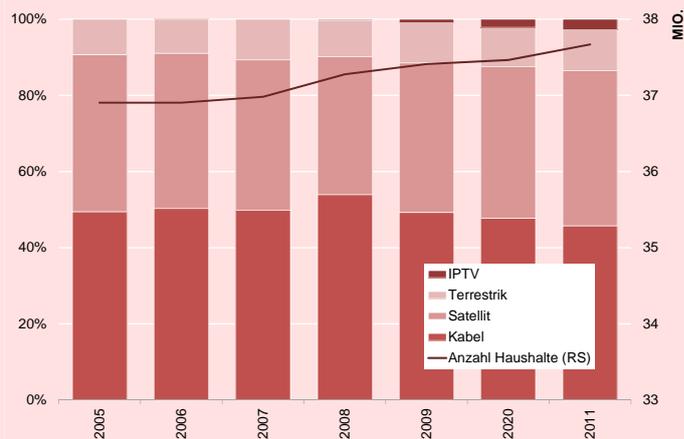
Entscheidend für die zukünftige Wettbewerbsdynamik ist eine Konvergenz zwischen den verschiedenen Technologien: Vormalig eigenständige Märkte wie TV, Internet und Telefondienste wachsen zu Angeboten aus einer Hand zusammen (Triple Play bzw. Quadruple-Play bei zusätzlichem Mobilfunkangebot) und werden durch neue Multimediadienstleistungen erweitert (Beispiel TV: digitale Videorekorder, HDTV, Pay-TV, Video on Demand, 3D u. v. m.). Auf der Grundlage des Plattformwettbewerbs entwickelt sich ein intensiver Wettbewerb auf verschiedenen Ebenen wie Preisen, TV-, Internet- und Telefondiensten sowie neuen Dienstleistungen. Dabei muss sich der einzelne Kunde nicht länger vorab für eine bestimmte Zugangstechnologie (Infrastruktur) entscheiden: Mit IPTV (Internet Protocol TV) und den verschiedenen Web TV-Angeboten ist beispielsweise der Wettbewerb um das Fernsehen direkt in die Wohnung des Kunden eingezogen.

IPTV als direkter Konkurrent zu den Kabelgesellschaften

In den vergangenen Jahren war das Verhältnis zwischen den Übertragungsweegen relativ stabil: Die Anteile des Kabels variierten in den Jahren von 2005 und 2011 zwischen 51,7% und 50,2%, die der Übertragung durch Satellit zwischen 43,1% und 44,7%, auch DVB-T lag weitgehend stabil zwischen 11,5% und 11,8%. Demgegenüber konnte IPTV (Deutsche Telekom, O2 Deutschland/Alice und Vodafone) in den vergangenen Jahren deutlich an Bedeutung dazu gewinnen.

Verstärkter Infrastrukturwettbewerb zwischen Kabel und DSL

ABBILDUNG 18: VERTEILUNG DER ÜBERTRAGUNGSWEGE



Über die vergangenen Jahre war das Verhältnis zwischen den Übertragungsweegen relativ stabil. Dies könnte sich durch das Aufkommen von IPTV ändern.

QUELLE: DIGITALISIERUNGSBERICHT 2011, SPHENE CAPITAL

Hohe Wechselkosten

Obwohl die verschiedenen Verbreitungswege grundsätzlich austauschbar sind, wurde die Wechselwilligkeit bisher durch die dabei anfallenden Kosten gebremst. So ist bei einem Wechsel von Kabel zu Satellit für jedes Fernsehgerät eine neue Set-top-Box erforderlich, wofür Kosten von EUR 50-400 anfallen. Hinzu kommen Kosten für die Satellitenempfangsanlage. Dagegen könnte die Deutsche Telekom mit subventionierten Endgeräten im digitalen Ausbaubereich weitere Marktanteile erobern.

Verstärkter Infrastrukturwettbewerb zwischen Kabel und DSL

ABBILDUNG 19: VERBREITUNG INTERNETFÄHIGER GERÄTE (LS), HÄUFIGKEIT DER NUTZUNG VON SMART PHONES ZUM KONSUM VON VIDEOS IM INTERNET (RS)



QUELLE: GOLDMEDIA, SPHENE CAPITAL

Der Übertragungsweg Kabel mit strukturellen Defiziten ...

Darüber hinaus können nach einer Umstellung auf Satellit im Regelfall keine Triple-Play Pakete genutzt werden. Eben diese werden von Wohnungsgesellschaften jedoch zunehmend nachgefragt. Auch lassen sich selbst in Regionen, in denen Triple-Play über Satellit möglich ist, die technischen Bandbreiten von maximal 10 MBit/s in keiner Weise mit dem Angebot der Kabelunternehmen vergleichen. Insofern hat mit IPTV erstmals ein echter Wettbewerb auf Infrastruktur- und Plattformebene eingesetzt. Dieser dringt zwischenzeitlich massiv in das Fernseh-Kerngeschäft der Kabelhersteller ein, was nicht zuletzt an den Statistiken zur Verbreitung internetfähiger TV-Geräte in Deutschland abzulesen ist.

... gegenüber IPTV

Im Gegensatz zu Kabel, das für jeden Anschluss zunächst ein Basisprodukt von bis zu 200 digitalen Programmen bereit stellt (und im Falle von Gestattungsverträgen mit der Wohnungswirtschaft Bestandteil der Nebenkostenabrechnungen ist, unabhängig davon ob das Kabelprogramm vom einem Mieter genutzt wird oder nicht), ist IPTV ein unmittelbares Consumer-Produkt. Mit anderen Worten: IPTV, also zum Beispiel das Entertain-Paket der Deutschen Telekom, adressiert gezielt die individuellen Bedürfnisse des Kunden, was sich sowohl im Rechtekauf (Beispiel LIGA total!) widerspiegelt als auch in der Gestaltung weiterer Dienstleistungen (Beispiele: zeitversetztes Fernsehen, Video on Demand, elektronische Programmführer EPG, HDTV und 3D). Die TV-Produkte der Kabelhersteller werden mittelfristig nur dann wettbewerbsfähig bleiben, wenn diese ihr Leistungsspektrum vergleichbar ausweiten (können).

Der neue Wettbewerb auf dem TV-Markt verändert die Situation der Kabelnetzbetreiber.

ABBILDUNG 20: VOM KABELNETZBETRIEBER ZUR MULTIMEDIAPLATTFORM



QUELLE: SOLON, SPHENE CAPITAL

Deutsche Telekom mit IPTV und Satellitenfernsehen

Bis zum Jahresende 2011 zählte die Deutsche Telekom 1,6 Mio. Kunden für ihr TV-Produkt Entertain, ein Anstieg um 34% gegenüber 2010. Seit September 2011 ist Entertain auch über Satellit verfügbar (aktuell ca. 150.000 Kunden) und hat damit nach Angaben der Telekom eine mögliche Reichweite von 75% aller deutschen Haushalte. Der Start von Entertain Sat im September 2011 – ein halbes Jahr vor Abschaltung der analogen Übertragung durch die Fernsehsender – dürfte den Wettbewerb in den ersten Monaten dieses Jahres weiter verschärft haben und auch zukünftig den Wettbewerb mit den der Kabelnetzbetreibern anheizen. Die meisten Kabelkunden nutzen bisher das analoge Kabelbasisprodukt. Für den digitalen Empfang müssen Kunden eine Set-top-Box erwerben; im Zuge dieser Kaufentscheidung könnte sich – so ist zu erwarten – der ein oder andere Kunde für eine konkurrierende Empfangstechnologie entscheiden. Indem sie digitale Signale zukünftig auch in analoge Signale zurückwandeln und weiterhin analoges Fernsehen ermöglichen, haben die Kabelbetreiber sowohl sich als auch ihren Kunden Zeit verschafft.

Hohe Investitionen in die Infrastruktur

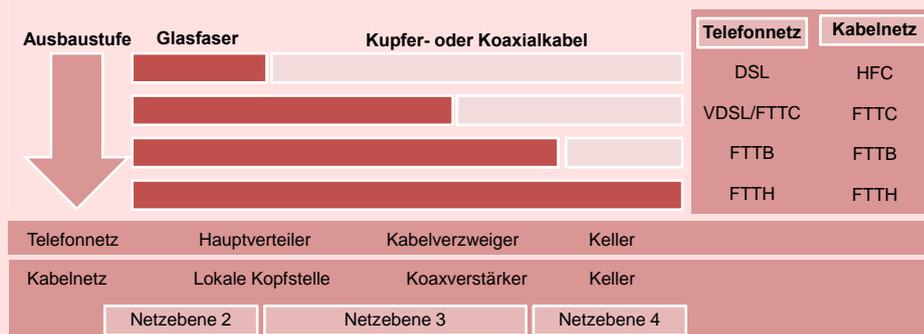
Im Umfeld der steigenden Wettbewerbsdynamik besteht für alle Infrastrukturanbieter ein hoher Druck, in die Verbesserung der Infrastruktur und neue Dienstleistungen zu investieren. Die jährlichen Investitionen der Kabelunternehmen gemessen am Umsatz lagen in den vergangenen Jahren regelmäßig über 20%. Dabei wurde ein erheblicher Teil aufgewendet, um die Kabelnetze rückkanalfähig zu machen und sie durch den Ausbau von DOCSIS3.0 und Glasfaserkabeln auf immer höhere Bandbreiten auszulegen. Die Deutsche Telekom plant in Deutschland 2012 Investitionen in Höhe von rund EUR 3,3 Mrd., die nach eigenen Angaben vorrangig in den Ausbau der Breitbandinfrastruktur fließen sollen (inklusive LTE, UMTS).

Hohe Kapitalintensität des Netzbetriebs, zusätzliche Investitionen in Dienste

FTTH als letzte Ausbaustufe

Der ursprüngliche Aufbau des Kabelnetzes erfolgte mit Koaxialkabeln. Bei Erneuerungen werden diese immer häufiger durch hochleistungsfähige, aber auch erheblich teurere Glasfaserkabel ersetzt. Dadurch entstehen hybride Kabelnetze aus Koaxialkabel und Glasfaser, sogenannte HFC-Netze (Hybrid Fiber Coax). Ausgehend von Netzstufe drei wird das Glasfasernetz dabei immer näher an den Endverbraucher herangeführt; wodurch in der letzten Ausbaustufe – FTTH (Fiber To The Home) – Datenübertragungsgeschwindigkeiten von bis zu 1.000 MBit/s möglich gemacht werden.

ABBILDUNG 21: GLASFASER IM KABEL UND DSL/ADSL NETZAUSBAU



QUELLE: SOLON, SPHENE CAPITAL

Kabel die kostengünstigere Lösung

Die Verbesserung der Übertragungsgeschwindigkeiten kann von den Kabelnetzbetreibern im Vergleich zu DSL/ADSL sehr effizient sichergestellt werden. Das Glasfasernetz wird dabei Knoten für Knoten näher an das Haus bzw. die Wohnung des Kunden herangeführt. Überschreitet die Breitbandpenetration in einem Netzgebiet eine bestimmte Schwelle, wird das Netz in zwei kleinere Teilnetze unterteilt, die dann jeweils mit dem Glasfasernetz verbunden werden. Darüber hinaus können Kunden auch ohne FTTB sehr hohe Geschwindigkeiten buchen. Mit den Datenübertragungsstandards DOCSIS2.0 und DOCSIS3.0

Hohe Effizienz beim Ausbau der Netze

(Data Over Cable Service Interface Specification) werden heute Übertragungsgeschwindigkeiten von 50 MBit/s bzw. bis zu 120 MBit/s erreicht; in den kommenden Jahren sollen mit DOCSIS3.0 sogar Geschwindigkeiten von bis zu 400 MBit/s möglich werden.

Entscheidend dabei ist: Die entsprechende Aufrüstung erfordert keine Neukabelung und es fallen keine Kosten für Tiefbau und andere Bauarbeiten an. Dagegen gilt für DSL/ADSL, dass Straßenzüge in einem Schritt komplett ausgebaut werden müssen. Wegen des hohen Investitionsrisikos entstehen die meisten Glasfasernetze in Ballungsgebieten. Mittlerweile bietet die Deutsche Telekom FTTH in zwölf deutschen Städten (bis zu 200 MBit/s ab Mitte 2012) an.

TABELLE 6: BREITBANDKUNDEN NACH NUTZUNG DER VERSCHIEDENEN PLATTFORMEN

Mio.	2008	2009	2010	2011
DSL	21,2	22,5	23,2	23,5
Deutsche Telekom	10,6	11,5	12,0	12,3
Andere	10,6	11,0	11,2	11,2
Kabel	1,8	2,2	2,8	3,6
Gesamt	23,0	24,7	26,0	27,1

QUELLE: DEUTSCHE TELEKOM, SPHENE CAPITAL

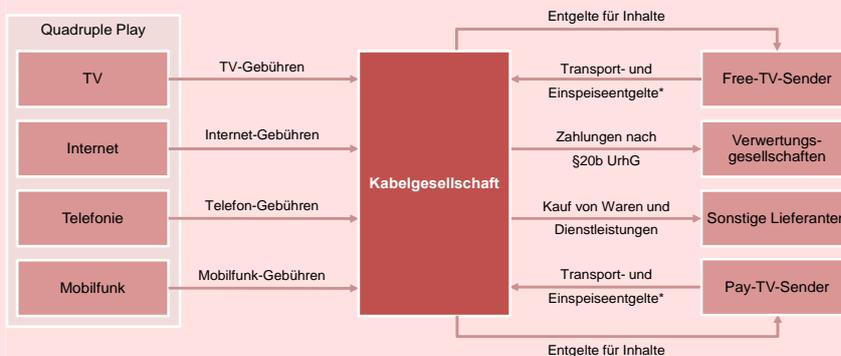
Breitbandinternet nach wie vor von Deutscher Telekom dominiert

Schnelligkeit und Effizienz beim Ausbau der Netzstruktur sichern den Kabelunternehmen nach unserer Einschätzung eine gute Wettbewerbsposition im weiteren Ausbau der Breitband-Internetanschlüsse. Zwar behauptete die Deutsche Telekom Ende 2011 noch immer einen Marktanteil von 45% (-0,8pp gegenüber 2010), die stärksten Zuwachsraten erzielten jedoch die Kabelunternehmen (+29% in 2011), die damit ihren Marktanteil von 11% auf 13% verbesserten. Sie gewannen dabei nahezu drei Viertel der bundesweiten Breitbandneuanschlüsse. Darüber hinaus sind die Kabelnetzbetreiber zuversichtlich, bis Ende 2012 eine Versorgung von beinahe zwei Drittel aller deutschen Haushalte mit Bandbreiten über 120 MBit/s zu ermöglichen. Das ausgegebene Ziel der Bundesregierung ist es, bis 2014 drei Viertel aller Haushalte einen Breitband-Internetanschluss von mehr als 50 MBit/s zu ermöglichen.

Wettbewerb um den Ausbau der Breitbandverfügbarkeit

Immer mehr Nutzer konsumieren TV-Inhalte direkt über das Internet (YouTube, MyVideo, Sender Web Sites) und umgehen damit die traditionelle TV-Infrastruktur. Web TV ermöglicht es den Programmanbietern, den Endkunden am Infrastrukturbetreiber vorbei anzusprechen. In Zukunft dürfte dies nach unserer Einschätzung Folgen haben sowohl für die Einspeisevergütungen, welche die Infrastrukturbetreiber von den Sendeunternehmen für ihre Übertragungsleistung erhalten, als auch für den Gestattungsmarkt: insbesondere ist es denkbar, dass Wohnungsgesellschaften nicht länger die Belieferung mit den Programmsignalen nachfragen; Erlöse aus der Bereitstellung von Internet und Telefonie gewinnen damit aus der Sicht der Kabelbetreiber zunehmend an Bedeutung.

ABBILDUNG 22: CASHFLOWS BEI KABELGESELLSCHAFTEN



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Basisanschlüsse dominieren nach wie vor die Ertragslage der Kabelgesellschaften

Im Kalenderjahr 2009 (neuere Branchendaten stehen noch nicht zur Verfügung) erwirtschafteten die deutschen Kabelbetreiber Umsätze in Höhe von EUR 3,6 Mrd. Nahezu zwei Drittel erzielten die Kabelunternehmen im Kerngeschäft mit Basis- bzw. TV-Anschlüssen, sowohl durch direkte Einzelkundenverträge als auch durch indirekte Gestattungsverträge mit der Wohnungswirtschaft. Internet und Telefonie trugen rund 21% zum Umsatz bei, Pay-TV Angebote rund 5%. Etwa 6% der Umsätze flossen von Free TV- und Pay TV-Sendern, die für die Übertragung ihres Programmes über das Kabelnetz ein Entgelt an die drei großen regionalen Netzbetreiber entrichten (kleinere Betreiber erhalten ein deutlich geringeres oder oft gar kein Entgelt für den Signaltransport). Im Zeitraum zwischen 2005 und 2009 stiegen die Umsätze mit einer CAGR von rund 10% (von EUR 2,4 Mrd. auf EUR 3,6 Mrd.). Während TV Anschlüsse dabei nur noch leicht zulegten, waren Internet und Telefonie die wichtigsten Wachstumstreiber.

Andererseits zahlen die Kabelunternehmen ihrerseits etwa 7% des Umsatzes als Entgelte für Inhalte, respektive Pay-TV und Urheberrechtsgebühren. Nach §20 Urheberrechtsgesetz haben Kabelunternehmen Urheberrechtsgebühren für jede Kabelweitersendung zu entrichten. Eine Vergütung wird auch dann fällig, wenn der Urheber das Recht der Kabelweitersendung bereits vorab einem Sendunternehmen, einem Tonträger- oder Filmhersteller eingeräumt hat. Anfang April 2012 reichte Kabel Deutschland Klage gegen die Deutsche Telekom auf Herabsetzung der Vergütung für die Mitbenutzung von Kabelkanälen (Hausanbindung) um rund 67% ein. Die Aufwendungen für die Mitbenutzung von Kabelkanälen durch die regionalen Kabelgesellschaften liegen zwischen 4% und 6% der Umsätze. Zusätzlich fordert Kabel Deutschland die Rückzahlung überzahlter Beträge in Höhe von rund EUR 273 Mio. zuzüglich Zinsen. Allerdings dürfte das Verfahren aus unserer Sicht bis zu einer rechtskräftigen Entscheidung mehrere Jahre dauern.

Kabel Deutschland: Not Rated

Kabel Deutschland: Not Rated

Als einzige der drei großen Regionalgesellschaften ist Kabel Deutschland seit 2010 börsennotiert (aktuelle Marktkapitalisierung EUR 4,1 Mrd.). Kabel BW wurde im Dezember 2011 (Transaktions-EV: EUR 3,2 Mrd.) – wie schon vorher Unitymedia im Jahr 2010 – von Liberty Global übernommen. Dagegen verkaufte der frühere Eigner Cable Holding S.A. Luxembourg im Juli 2011 seine restlichen Anteile an Kabel Deutschland. Hauptaktionäre von Kabel Deutschland sind seither BlackRock (11,0%), Norges Bank (-5,3%) und Threadneedle Asset Management Limited (-4,9%). Mit einer Netzabdeckung in 13 Bundesländern unterhält Kabel Deutschland das mit Abstand größte Kabelnetz in Deutschland und nach eigenen Angaben auch das größte Kabelnetz innerhalb eines einzelnen europäischen Staates. Seit 2006 haben die Kunden die Möglichkeit, neben Fernsehen (und Premium TV) auch Internet und Telefondienstleistungen und seit 2009 zusätzlich Mobilfunkangebote aus einer Zusammenarbeit mit O2 zu beziehen. Seither verzeichnet Kabel Deutschland vor allem in den neuen Technologien hohe Zuwachsraten. Ende Dezember 2011 zählte Kabel Deutschland insgesamt 8,7 Mio. angeschlossene Haushalte (-1,8% gegenüber Vorjahr) sowie 13,3 Mio. RGUs (+5,7% gegenüber Vorjahr). Während die RGUs bei Basic Cable zurückgehen (-1,4%), wuchsen Premium-TV (+26,7%), Internet (+22,0) und Telefonie 2011 (+21,3%) im mittleren zweistelligen Bereich.

TABELLE 7: KABELDEUTSCHLAND RGUs

		Mrz 10	Jun 10	Sep 10	Dez 10	Mrz 11	Jun 11	Sep 11	Dez 11
Premium-TV	Mio.	1,07	1,11	1,14	1,22	1,26	1,32	1,42	1,55
Internet	Mio.	1,00	1,06	1,12	1,19	1,26	1,31	1,38	1,45
Telefonie	Mio.	1,04	1,10	1,15	1,22	1,30	1,35	1,41	1,48
Basic Cable	Mio.	9,01	8,98	8,97	8,94	8,88	8,86	8,84	8,81
Gesamt RGU	Mio.	12,12	12,24	12,38	12,56	12,70	12,84	13,04	13,28

QUELLE: KABEL DEUTSCHLAND, SPHENE CAPITAL

Radio und Digitalradio

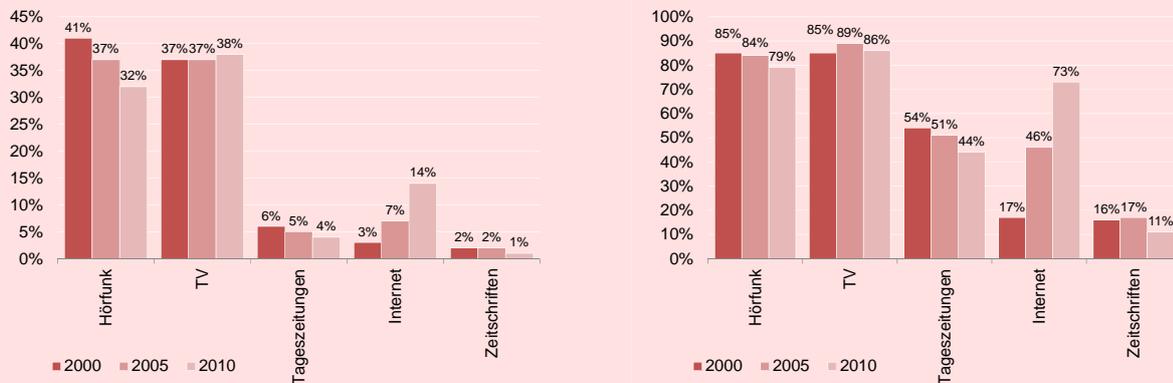
Bislang war der terrestrische Hörfunkempfang hierzulande das Sorgenkind der Rundfunkdigitalisierung. Mit dem bundesweiten Start von DAB+ am 1. August 2011 könnte der digitale Rundfunk jedoch einen Meilenstein gesetzt haben. Ob sich Digitalradio langfristig durchsetzen wird, ist – mehr noch als bei anderen, erfolgreich durchgeführten Digitalisierungsprojekten – davon abhängig, ob es der Geräteindustrie und dem Einzelhandel gelingt, die Hörer von den Vorzügen des Digitalradios wie etwa einer stabilen und hohen Klangqualität zu überzeugen. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Automobilindustrie, die neben einem störungsfreien Radioempfang u. a. auf eine bessere Qualität bei der Übertragung von Verkehrsinformationen setzt. Unser Segment-Favorit ist die Aktie der Klassik Radio AG, deren Anlageurteil Buy und Kursziel von EUR 7,80 wir bestätigen.

Zusammen mit dem Fernsehen bleibt das Radio das am meisten genutzte Unterhaltungsmedium

Hörfunk in Deutschland hat seinen Ursprung am 29. Oktober 1923 mit der Übertragung einiger Musikstücke in Berlin. In den 1980er Jahren nahm die Dualisierung des Hörfunks ihren Lauf und privatwirtschaftlich organisierte Radiosender begannen ihre Tätigkeit. Dass Radio auch heute noch ein wichtiges Medium ist, das sich wie kein anderes so bequem nebenbei nutzen und wie kein anderes so bequem bedienen lässt, dokumentiert sich insbesondere im Nutzungsverhalten; Letzteres hat sich in den vergangenen 50 Jahren nur unwesentlich verändert. So wurde das Radio im vergangenen Jahr im Durchschnitt 192 Minuten pro Tag eingeschaltet (Erhebungseinheit der über 14-Jährigen). Dies entspricht einem Anteil von 33% an der gesamten Mediennutzung von 586 Minuten pro Tag. Mit 79% der über 14-Jährigen ist die Reichweite unvermindert hoch – Indiz für die Stärke des Radios als Unterhaltungsmedium. Bezogen auf die Nutzung wird das Radio damit nur vom Fernsehen übertroffen, das 2010 von 86% der Bevölkerung täglich 220 Minuten konsumiert wurde.

Radio hat den Vorteil, weniger als andere Medien auf exklusive Nutzung angewiesen zu sein. Als „Nebenbei-Medium“ lässt sich Radio problemlos mit anderen Tätigkeiten und mit der gleichzeitigen Nutzung von anderen Medien kombinieren. Damit ist Radio ein Basismedium, das 80% der deutschsprachigen Bevölkerung anspricht und als Werbeträger schnell Reichweite aufbaut.

ABBILDUNG 23: ANTEIL DER MEDIEN AM ZEITBUDGET (LS) UND MEDIENREICHWEITE (RS)



QUELLE: ARD/ZDF, SPHENE CAPITAL

Steigende Hördauer auch bei den „Digital Natives“

Trotz der rückläufigen Mediennutzung in der Gesamtbevölkerung bleibt der Hörfunk von hoher Bedeutung. 96% der deutschen Haushalte besitzen mindestens ein Radiogerät. Die Reichweite des Radios belief sich im vergangenen Jahr auf 56,5 Mio. Menschen oder 76,6% der deutschsprachigen Bevölkerung. Trotz verschärften Wettbewerbs seitens anderer Medien konnte die Tagesreichweite sogar um 0,4 Prozentpunkte gesteigert werden, die Hördauer stieg um fünf Minuten auf 186 Minuten an und die Verweildauer ebenfalls um fünf Minuten auf 242 Minuten. Dabei fällt auf, dass Menschen mit steigendem Alter auch mehr Radio konsumieren. Der höchste Radiozuspruch lässt sich bei den 30- bis 59-Jährigen feststellen. Ebenfalls bemerkenswert ist, dass die Radionutzung auch bei Altersgruppen angestiegen ist, in denen ansonsten ein rückläufiger Konsum der traditionellen Medien festzuhalten ist: Getrieben von mobilem Internet und neuen digitalen Endgeräten (iPod, iPad, iPhone) stiegen Hör- und Verweildauer der 10- bis 19-Jährigen um sechs bzw. sieben Minuten an. Die mit dem Internet

In einer Zeit, in der nicht nur die visuelle Mediennutzung gravierenden Veränderungen unterworfen ist, gilt der Hörfunk als medialer Stabilitätsanker.

aufgewachsenen so genannten „Digital Natives“ verfügen nicht nur über ein sehr breites Medienrepertoire, sondern nutzen diese Kanäle auch relativ sprunghaft.

ABBILDUNG 24: HÖR- UND VERWEILDAUER (LS) UND TAGESREICHEWITE (RS), 2011



QUELLE: ARD/ZDF, SPHENE CAPITAL

Privatradios sind in Deutschland ausschließlich werbefinanziert, Einnahmen aus den Rundfunkgebühren stehen allein den öffentlich-rechtlichen Hörfunksendern zur Verfügung. Nach den beiden Rezessionsjahren 2008 und 2009, die durch eine veränderte Angebotspolitik des Werbezeitenvermarkters AS&S noch verstärkt wurde, konnten private Hörfunksender ihre Werbeerlöse seit 2010 wieder deutlich steigern, und auch im Januar und Februar dieses Jahres zeichnet sich ein deutlicher Anstieg der Bruttowerbeeinnahmen ab. Insgesamt liegen die durchschnittlichen jährlichen Wachstumserwartungen für den Zeitraum 2010 und 2014 bei 2,6%.

Der Hörfunk als Werbemedium

Aus der Sicht der Industrie erfüllt die Hörfunkwerbung insbesondere die Aufgaben (1) einer Unterstützung im ABERKAUF, (2) als kurzfristig wirksames Ankündigungsmedium, (3) einer Steigerung der Reichweite, (4) einer Intensivierung des Werbedrucks und (5) einer Ergänzung der visuellen Fernsehwerbung.

Allerdings wird eine effiziente und nationale Mediaplanung der werbetreibenden Wirtschaft durch die föderale Struktur in der deutschen Radiolandschaft erschwert. Vor diesem Hintergrund gelingt es dem Hörfunk nicht, seine hohe Nutzung durch entsprechende Werbemarktanteile zu monetarisieren. Die Zersplitterung in kleine lokale Sender, unterschiedliche Regelungen zu Werbemöglichkeiten in den Bundesländern und die Werbebeschränkungen für die ARD-Radioprogramme können von den Werbetreibenden nur durch eine aufwändige und kostenintensive Mediaplanung ausgeglichen werden. Das Nutzungsverhalten im Radio unterscheidet sich grundlegend vom Nutzungsverhalten anderer Medien: So hat der typische Radiohörer in der Regel einen oder höchstens zwei sogenannte Lieblingssender. Über 60% der Radiohörer nennen sogar nur einen einzigen Lieblingssender.

Der Anteil des Hörfunks am gesamten Werbekuchen liegt in Deutschland bei nur etwa 6%. In wettbewerbsintensiven Ländern liegt der Anteil im zweistelligen Prozentbereich.

TABELLE 8: ENTWICKLUNG DER NETTOWERBEERLÖSE (IN EUR MIO.)

	2009	YOY	2010	YOY	2011e	YOY	2012e	YOY	2013e	YOY	2014e
Radio	678	-5,8%	692	2,1%	707	2,2%	724	2,4%	743	2,6%	766
Fernsehen	3.640	-9,8%	3.954	8,6%	3.900	-1,4%	4.000	2,6%	4.125	3,1%	4.260
Online	3.216	-6,5%	3.607	12,2%	4.020	11,4%	4.543	13,0%	5.132	13,0%	5.785
Zeitungen	3.903	-15,9%	3.856	-1,2%	3.860	0,1%	3.887	0,7%	3.987	2,6%	4.028
Zeitschriften	2.261	-17,0%	2.310	2,2%	2.153	-6,8%	2.174	1,0%	2.219	2,1%	2.278
Plakat	738	-8,3%	766	3,8%	792	3,4%	817	3,2%	843	3,2%	884
Videospiele	49	-8,9%	54	10,2%	62	14,8%	72	16,1%	81	12,5%	89
Gesamt	14.485	-9,4%	15.239	5,2%	15.494	1,7%	16.217	4,7%	17.130	5,6%	18.090

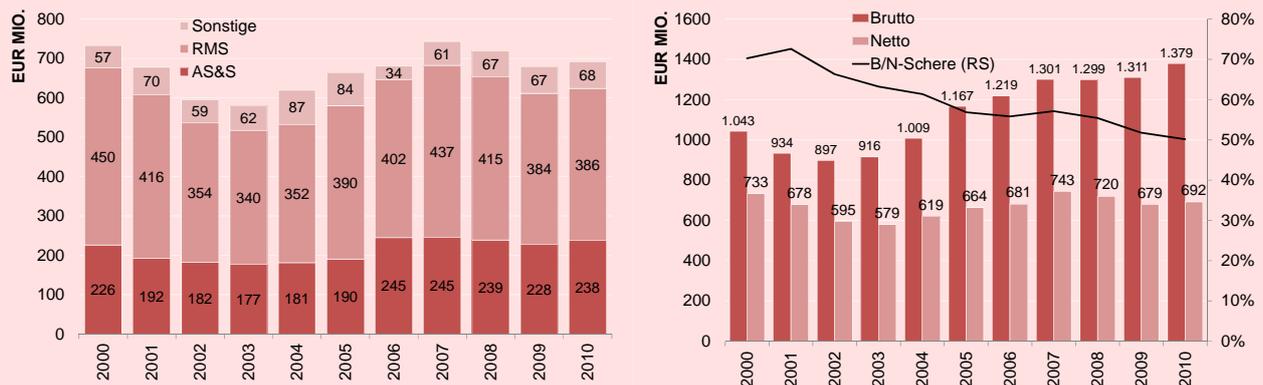
QUELLE: ZAW, SPHENE CAPITAL

Eine flächendeckende Erreichbarkeit durch Radiowerbung ist vor diesem Hintergrund kaum möglich. Somit spiegelt sich die Reichweitenstärke des Radios nicht in dessen Werbemarktanteilen wider. Obwohl das Radio mit einem Anteil an der Mediennutzung von über 36% Nummer zwei hinter dem Fernsehen mit rund 43% ist, erreicht das Radio nur einen Werbemarktanteil von 5,5%, während das Fernsehen rund 43,0% für sich erlöst.

Werbeerlöse seit 2010 mit steigender Tendenz

Nach den Rezessionsjahren 2008 und 2009, die durch eine veränderte Angebotspolitik des Werbezeitenvermarkters AS&S (Stichwort Deutschland-Kombi) noch verstärkt wurde, konnte der private Hörfunk seine Werbeerlöse 2010 deutlich steigern. Insgesamt verbesserten sich die Bruttoerlöse um 5,2% auf rund EUR 1,4 Mrd. Der Anteil des Radios an den gesamten Werbeerlösen verringerte sich damit auf 5,5% von 5,8% in 2009. Die Nettowerbeerlöse verbesserten sich im Jahr 2010 um 2,1% auf EUR 692,1 Mio. Der Anstieg der Nettowerbeerlöse fiel bei der AS&S, die für die Werbezeitenvermarktung der öffentlich-rechtlichen Sender verantwortlich ist, mit 4,1% deutlich höher aus als bei der RMS (+0,7% YoY), die die Werbezeitenvermarktung der meisten Privatradios übernimmt. Insgesamt hat sich die Brutto-Netto-Schere damit weiter geöffnet: Inzwischen summieren sich Rabatte, Gegengeschäfte und Eigenwerbung der Sender auf knapp 50% der gesamten Bruttoerlöse. Ursächlich hierfür sind unausgelastete Werbeinventare bei den Konkurrenzmedien und steigende Rabatte, insbesondere im werbefinanzierten Privatfernsehen.

ABBILDUNG 25: NETTOWERBEERLÖSE (LS) UND BRUTTO-NETTO-SCHERE (RS)



QUELLE: RMS/ZAW, ARD, SPHENE CAPITAL

Im vergangenen Jahr hielt die Aufhellung bei den Bruttozahlen an

Das Werbejahr 2011 endete für den Hörfunk mit positiven Vorzeichen. So verbesserten sich die von Nielsen Media Research erfassten Bruttoschaltkosten für Spots, Sponsorings und Gewinnspiele im Gesamtjahr 2011 um 3,9%. Von zunehmender Bedeutung für die allgemeine Entwicklung sind mittlerweile die Bruttowerbeausgaben der Portale, Communities und Suchmaschine (Online-Dienstleistungen) als werbestärkste Branche; aus Sicht der Radiosender ist vor allem die Ausgabenneigung der Automobilhersteller, die auf Platz 2 rangieren, von besonderer Bedeutung. Unter den klassischen Medien konnte der Hörfunk insbesondere Tageszeitungen, das Fernsehen sowie Publikums- und Fachzeitschriften outperformen, während Außenwerbung und Kinowerbung 2011 zum Teil noch deutlichere Zuwächse erzielen konnten. Spitzenreiter im Wachstum bleibt das Internet, das mit einem Plus von 22,5% YoY seine Bedeutung am gesamten Werbekuchen weiter ausbauen konnte. Insgesamt erzielte der Bruttowerbemarkt in Deutschland im Gesamtjahr 2011 nach Nielsen einen Zuwachs um 3,5%. Laut Nielsen Media Werbetrend legte Radio im Januar und Februar 2012 weiter um 7,7% zu (Werbemarkt gesamt +2,7%).

Auf nationaler Ebene steht Radio in Wettbewerb mit TV und dem Internet, lokal muss Radio den Ruf als Abverkaufmedium gegenüber Tages- und Anzeigenzeitungen behaupten.

Neben dem konjunkturellen Aufschwung profitieren die Nettozahlen im Radio von einer geänderten Erhebungsmethode

Auch auf der Nettoebene dürften 2011 wieder positive Zahlen vermeldet werden. Ursächlich hierfür sind deutliche Tarifierhöhungen seitens der Radiosender. Ermöglicht wurden diese durch die neue Media-Erhebungsanalyse, die seit 2010

erstmalig die hier lebenden und Deutsch sprechenden Nicht-EU-Ausländer in die Grundgesamtheit miteinbezieht. Dies führte bei vielen Sendern zu einer Erhöhung der absoluten Hörerzahlen und damit zunächst zu einem entsprechenden Rückgang der Tausender-Kontaktpreise. Bei gleichzeitig steigender Hör- und Verweildauer stieg auch die für die Vermarktung ausschlaggebende Stundenreichweite, wodurch Preiserhöhungen gerechtfertigt werden konnten.

Oligopolistische Marktstrukturen in der Werbezeitenvermarktung

Die Vermarktung des Werbezeiteninventars ist für Radiosender von essentieller Bedeutung, da Werbung den überwiegenden Teil der Erlöse ausmacht. Während Radiosender Werbezeiten im eigenen Sendegebiet in der Regel über eigene Vertriebsmitarbeiter absetzen (Eigenvermarktung), überlassen sie die überregionale oder bundesweite Vermarktung speziellen Vermarktungsagenturen (Fremdvermarktung), vor allem, um eine Machtasymmetrie zwischen den regional tätigen Radiosendern und den national aufgestellten Mediaagenturen zu verhindern. Zu diesem Zweck fassen bundesweite Vermarktungsgesellschaften regionale oder lokale Radiosender mit gleichem oder ähnlichem Format zu flächendeckenden Werbezeitenkombinationen zusammen, die dann von der werbetreibenden Industrie bundesweit gebucht werden können.

Aktuell liegt der Tausender-Kontakt-Preis (TKP) als Messgröße für das Preis-Leistungs-Verhältnis der AS&S Radio Deutschland-Kombi in der Zielgruppe der 14- bis 49-Jährigen mit EUR 3,47 um EUR 0,12 über der RMS Super Kombi.

ABBILDUNG 26: WERBEZEITENVERMARKTUNG IM HÖRFUNK



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Mit

✦ der Frankfurter AS&S Radio GmbH, einer Tochter der ARD-Werbung Sales & Services GmbH, für die öffentlich-rechtlichen Hörfunkwellen sowie einige private Mandanten (vor allem Beteiligungen der RTL-Gruppe und Radio Energy),

und dem

✦ genossenschaftlich organisierten Hamburger Privatradioverbund RMS (Radio Marketing Service) GmbH & Co. KG für die nationale Vermarktung der Werbezeiten sowie der Online- und Audioangebote von 150 privaten Radiosendern

haben sich in der überregionalen Hörfunkvermarktung zwei große Werbezeitenvermarkter etabliert. Die RMS hatte 2010 einen Werbemarktanteil von 61% inne, die AS&S erreichte 38% (Sonstige Werbezeitenvermarkter waren mit 1% ohne Bedeutung). Die von ihnen zu Bouquets gebündelten Radiosender werden den Einkaufsgemeinschaften der Mediaagenturen als flächendeckende Angebote unter Namen wie RMS Super Kombi oder Deutschlandkombi angeboten.

In diesem engen beidseitigen Oligopol der Werbezeitenvermarktung ist die Wettbewerbsintensität zwischen den privaten und öffentlichen Werbezeitenvermarktern vergleichsweise hoch, was steigende Rabattzugeständnisse zur Folge hat. Dies dokumentiert sich an der sich im Zeitablauf ausweitenden Brutto-Nettoschere (siehe auch Abbildung 25).

Die Werbeaktivitäten der öffentlich-rechtlichen Sender sind umstritten

Nicht alle ARD-Hörfunkprogramme stehen für die Ausstrahlung von Spots zur Verfügung. Neben einigen ARD-Jugendangeboten dürfen insbesondere viele der öffentlich-rechtlichen Kultursender keine Werbung senden. Die Werbebegrenzungen für die öffentlich-rechtlichen Landesrundfunkanstalten sind im Rundfunkstaatsvertrag sowie in den jeweiligen Landesrundfunkgesetzen geregelt. Gemäß § 16 Abs. 5 RStV sind die Länder berechtigt, den Landesrundfunkanstalten bis zu 90 Minuten werktägliche Hörfunkwerbung im Jahresdurchschnitt einzuräumen; nicht verkaufte Werbeminuten können an Tagen mit hoher Nachfrage über die 90 Minutenbeschränkung hinaus zusätzlich gebucht werden. Sonn- und Feiertage sind von der öffentlich-rechtlichen Rundfunkwerbung gänzlich ausgeschlossen. Nach den Erhebungen der Mediaanalyse kommen die nicht-werbeführenden öffentlich-rechtlichen Radioangebote bundesweit auf einen Hörermarktanteil von fast 14%. Weitere Einschränkungen der Hörfunkwerbung der ARD-Radiosender stoßen nicht zuletzt bei der werbetreibenden Industrie auf Ablehnung, mit dem Hinweis, in diesem Fall ließen sich wichtige Zielgruppen nicht mehr über Hörfunk erreichen.

Weitere Einschränkungen der Hörfunkwerbung der ARD-Radiosender stoßen auch bei der werbetreibenden Industrie auf Ablehnung.

Wesentliches Merkmal des deutschen Hörfunksystems ist die Dominanz der öffentlich-rechtlichen Hörfunksender. Private Hörfunkunternehmen sind bedeutenden Markteintrittsbarrieren ausgesetzt: Sie müssen sich um eine Lizenz für die Veranstaltung des Programms und für die Nutzung einer Sendefrequenz bewerben. Beide Lizenzen sind mit einer begrenzten Laufzeit versehen und, da in Deutschland die Gestaltung des Rundfunksystems Ländersache ist, jeweils nur für ein Bundesland gültig.

Die niedrige Senderdichte ist politisch gewollt

Seit 1984 gibt es in Deutschland Privatrado. Dieses hat sich im Gegensatz zum überwiegend national strukturierten Fernsehmarkt ausgesprochen vielgestaltig entwickelt: Ein Großteil der privaten Hörfunkprogramme sendet landesweit, in Bayern und Nordrhein-Westfalen gibt es darüber hinaus auch ein vielfältiges lokales Hörfunkangebot. Die vom Gesetzgeber geforderte Binnenpluralität hat marktbeherrschende Sender verhindert und auch die Eigentümerstruktur der deutschen Privatradios ist überaus heterogen geblieben. Schätzungen zufolge sind hierzulande rund 600 Gesellschafter bei einem der aktuell mehr als 250 lokalen oder bundesweiten Privatradiosender engagiert; diese reichen von globalen Medienkonzernen wie RTL oder Axel Springer und regionalen Verlagen über Verbände und Institutionen bis hin zu Privatpersonen. Die Vielfalt ist politisch gewollt und wird von den Landesmedienanstalten mit ihrer Lizenzvergabe politik durchgesetzt.

Durch die jahrzehntelange Regulierung zählt die deutsche Hörfunklandschaft zu den am wenigsten vielfältigen der Welt: Nur etwa vier Programme sind pro eine Mio. Einwohner verfügbar. In wettbewerbsintensiveren Märkten wie Spanien, Belgien oder Griechenland liegt die Dichte bei 40-50 Programmen pro eine Mio. Einwohner.

TABELLE 9: ANZAHL DER HÖRFUNKPROGRAMME NACH BUNDESLAND 2010

Bundesland	Privatrado				Öffentlich-rechtliches Radio		
	UKW		Digital	Summe	UKW		Summe
	Landesweit	lokal	DAB		Landesweit	DAB	
Baden-Württemberg	1	16	0	17	8	1	9
Bayern	1	65	14	80	5	5	10
Brandenburg	17	7	0	24	7	0	7
Bremen	2	0	0	2	4	0	4
Hamburg/Schleswig-H.	7	0	0	7	6	3	9
Hessen	5	0	0	5	6	0	6
Mecklenburg-Vorp.	2	2	0	5	5	3	8
Niedersachsen	3	0	0	3	5	3	8
Nordrhein-Westfalen	1	44	0	45	6	4	10
Rheinland-Pfalz	3	12	0	15	8	1	9
Saarland	1	5	0	6	4	0	4
Sachsen	4	15	1	20	4	1	5
Sachsen-Anhalt	4	0	0	4	5	1	6
Thüringen	3	0	0	3	4	1	5
Gesamt	54	166	15	252	52	14	66
Gesamt (Vorjahr)	55	158	12	244	52	14	66

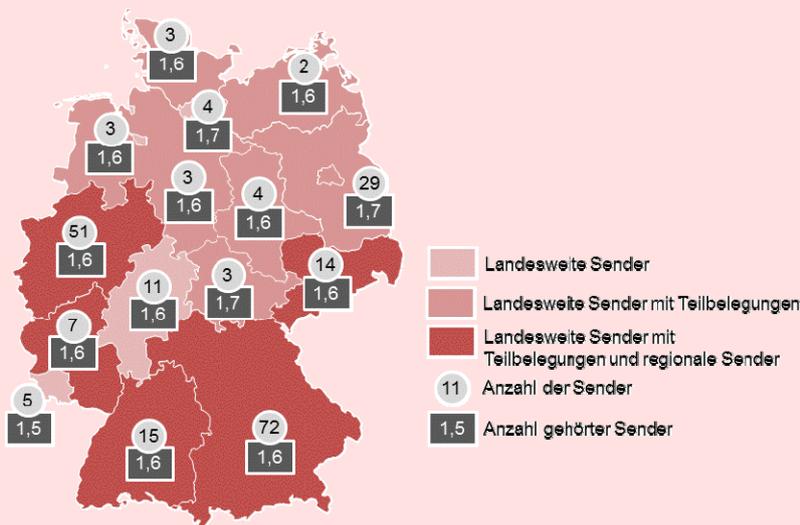
QUELLE: LANDESMEDIENANSTALTEN, SPHERE CAPITAL

Die deutsche Radiolandschaft ist nicht von der Bundespolitik, sondern von landespolitischen Faktoren geprägt

Die Vielfalt des Föderalismus spiegelt sich in der unterschiedlichen Ausgestaltung der Medienpolitik durch die jeweiligen Landesmedienanstalten wider, die die Radiofrequenzen als technisch begrenztes Gut verwalten und überwachen. Demzufolge gibt es in kleineren Stadtstaaten wie Hamburg, Berlin oder Bremen keine Regionalsender, aber auch Flächenstaaten wie Hessen, Niedersachsen oder das Saarland gestalten ihren Radiomarkt nur mit landesweiten Programmen. Demgegenüber findet man in Bayern oder in Nordrhein-Westfalen in nahezu jeder Stadt oder in jedem Landkreis eigene regionale Radiosender. Zwischen diesen beiden grundsätzlichen Polen gibt es eine Reihe von Mischformen mit landesweiten Angeboten und vereinzelt Regionalsendern. Insgesamt gab es im Jahr 2010 in Deutschland zwar 252 private Hörfunkanbieter, von diesen waren jedoch nur 17 bundesweit „On Air“, 54 Anbieter gingen jeweils landesweit auf Sendung, die überwiegende Mehrheit von 166 Sendern stellten dagegen die typischen Lokalradios mit einem Senderradius zwischen 30 und 40 Kilometern. 15 weitere private Sender waren digital terrestrisch, also über Kabel, zu empfangen.

Die begrenzte Anzahl an UKW-Frequenzen sichert den Radiosendern weitgehend geschützte Inseln. Die zentrale Frage lautet nun: Wie kann sich ein Sender im Wettbewerb differenzieren und inhaltlich gegenüber seiner Zielgruppe behaupten?

ABBILDUNG 27: VERTEILUNG DER REGIONALSENDER



In einigen Ländern wie Bayern oder Nordrhein-Westfalen gibt es in nahezu jeder Stadt oder in jedem Landkreis eigene regionale Radiosender. Entsprechend hoch ist die dortige Anzahl der Sender. Bemerkenswert allerdings ist, dass sich die grundsätzliche Hörerneigung zugunsten eines oder maximal zweier Lieblingssender in allen Bundesländern gleicht.

QUELLE: RMS 2011, SPHENE CAPITAL

Nur wenige bundesweit über UKW ausgestrahlte Programme

Die Anzahl konkurrierender Radiostationen in den einzelnen Bundesländern und mehr noch in den jeweiligen Regionen war lange Zeit sehr begrenzt. Private Radiosender konzentrieren sich vor allem auf die Ballungsräume, wo sie versuchen lokal eine möglichst große Masse an Hörern anzusprechen. Demgegenüber gibt es nur wenige bundesweit ausgestrahlte Hörfunkprogramme, da eine flächendeckende Distribution über UKW mit nahezu prohibitiven Übertragungskosten verbunden ist, die Lizenzvergabepolitik eine kleinteilige Senderlandschaft begünstigt und aus technischer Sicht nur wenige UKW-Frequenzen zur Verfügung stehen. Zu den reichweitenstärksten bundesweiten Radiosendern zählen

- ✦ Klassik Radio mit mehr als 50 UKW-Lizenzen im Bundesgebiet, einer Auslands-Frequenz in Innsbruck und 226.000 Hörern in der Durchschnittsstunde,
- ✦ das luxemburgische RTL Radio, das über UKW vor allem in Westdeutschland, Ostbelgien und in Luxemburg zu empfangen ist (169.000 Hörer in der Durchschnittsstunde),
- ✦ sunshine live aus Mannheim mit 83.000 Hörern und
- ✦ der Berliner Black Music-Sender JAM FM mit 61.000 Hörern.

Mit der zunehmenden Bedeutung des digitalen Radios, über die Verbreitung via Internet, Kabel, Satellit und zukünftig auch DAB+ dürfte sich die Anzahl der potentiellen Mitbewerber in den bislang abgeschotteten Radio-Inseln jedoch deutlich erhöhen.

TABELLE 10: BUNDESWEIT EMPFANGBARE HÖRFUNKPROGRAMME

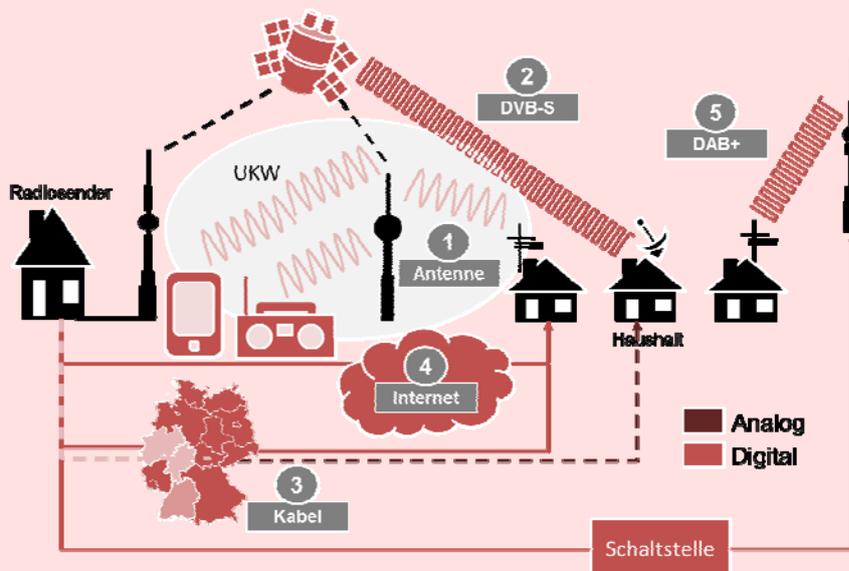
Anbieter	Format	Zielgruppe	UKW	DAB	Kabel	Satellit	Internet
2255 live	Gewinnradio	29-54	-	-	-	●	●
Deluxe Radio	Relaxed AC	29-54	●	●	●	●	●
Deluxe Lounge Radio	Lounge	25+	-	-	●	●	●
domradio	Religion	-	●	●	●	●	●
egoFM	Jugend	14-20	●	-	●	●	●
ERF	Religion	14+	●	-	●	●	●
HopeChannel	Religion	14+	-	-	-	●	●
JAM FM	Black Music	14-39	●	-	●	●	●
Klassik Radio	Klassik	33-65	●	●	●	●	●
Metropol FM	Hot AC	14-49	●	-	●	●	●
Music Choice	Pay-Radio	-	-	-	●	●	-
P.O.S. Radio	Investor Radio	-	-	-	-	●	-
Radio Horeb	Religion	40+	●	-	●	●	●
Radio Paloma	Schlager	40+	-	-	●	●	●
Radio Teddy	Kinder	3-12	●	-	-	●	●
RTL Radio	Oldies	20-49	●	-	●	●	●
sunshine live	Dance/Techno	14-35	●	-	●	●	●
XLnt	Mehrkanal-Sparten	-	-	-	-	●	-

QUELLE: LANDESMEDIENANSTALTEN, PRIVATE RUNDFUNKANSTALTEN, SPHENE CAPITAL

Als Alternative zum bundesweiten UKW-Empfang bietet sich der Einstieg ins Webradio an

Neben den klassischen Übertragungswegen UKW, Kabel oder Satellit werden Radiosender heute verstärkt über Musikstreams im Internet empfangen, auf Mobilfunktelefonen oder über kostenlose Apps für Smartphones. Viele Radiosender reagieren auf den Kampf um das Zeitbudget der Zuhörer und dehnen ihr Angebot, vornehmlich im Internet, aus, um dem Wunsch des Publikums nach einem individuelleren Hörkonsum nachzukommen. 2011 gab es in Deutschland 3.100 (+14% gegenüber 2010) Webradiosender.

ABBILDUNG 28: HÖRFUNKÜBERTRAGUNG IN DEUTSCHLAND



Der Einstieg ins Webradio erscheint vielen Radiosender ein attraktiver Ausweg zu sein. Allerdings profitieren von den Onlineverbeeinnahmen derzeit vor allem die Onlineplattformen der UKW-Radiosender. Erfolgreich sind nur wenige Sender: So wurden in den vergangenen beiden Jahren rund 650 (mehr als 20%) der Onlineangebote wieder eingestellt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Rund 84% davon verbreiten ihre Programme ausschließlich online, mit immerhin 15% sind UKW Simulcast bzw. Online Submarken von UKW Sendern im Angebot vertreten, die Übrigen sind personalisierte bzw. nutzergenerierte Angebote.

Diese werden täglich von rund 400.000 Hörern genutzt – verschwindend im Vergleich zu den rund 58 Mio. UKW-Hörern pro Tag. Gering ist auch die durchschnittliche Hördauer von nur vier Minuten täglich. Angesichts der geringen Nutzung erreichten die Onlinewerbbeeinnahmen 2010 lediglich EUR 10,3 Mio. – bei hohen Wachstumsraten: So rechnet Goldmedia bis 2015 in drei unterschiedlichen Online-Szenarien mit einem jährlichen Werbewachstum zwischen 16% und 29%.

Auch deutet das Tagesprofil auf wesentliche Nutzungsunterschiede zum UKW-Bereich bzw. einen sehr intensiven Wettbewerb zwischen den reinen Onlineanbietern untereinander hin: Online only Sender werden vor allem Abends zwischen 18:00 Uhr und 21:00 Uhr gehört, während die Nutzung der Simulcast UKW-Radiosender über den Tag verteilt ist. Offensichtlich nutzen viele Hörer das Internet als Alternativzugang zu ihrem gewohnten Lieblingssender. Klassische UKW Sender haben es, so scheint es, leichter, online Reichweiten zu generieren.

Der Einstieg ins Webradio erscheint vielen Radiosender ein attraktiver Ausweg zu sein. Allerdings profitieren von den Onlinewerbbeeinnahmen derzeit vor allem die Onlineplattformen der UKW-Radiosender.

War ursprünglich noch davon die Rede, das analoge UKW-Radio EU-weit bis spätestens 2012 ersatzlos zu streichen, dürfte sich der Digitalisierungsprozess in Deutschland noch weit über das Jahr 2015 hinausziehen. Hauptgrund sind Millionen von UKW-Empfängern, die bei einer Umstellung unmittelbar unbrauchbar würden, und eine Geräteindustrie, der es im Gegensatz etwa zum Fernsehen bislang nicht gelungen ist, die Konsumenten von den Vorzügen des Digitalradios zu überzeugen.

Digitalradio vor dem Neustart

Im Gegensatz zu anderen europäischen Staaten war das Digitalradio hierzulande mit nur drei bundesweiten Programmen (Deutschlandfunk, Deutschlandradio Kultur und DRadio Wissen) lange Zeit alles andere als ein Erfolg. Auch wenn Medienpolitiker und Regulierer von der Vorstellung, den digitalen Hörfunk mit einem zweiten medialen Urknall einzuläuten, immer mehr abrücken und an dem bewährten und vielfältigen Senderangebot auf UKW festhalten, ist dieser analoge Zustand endlich: An der Ausschreibung bundesweiter Hörfunkkapazitäten im digitalen terrestrischen Übertragungsstandard DAB+ haben mehrere Hörfunkveranstalter teilgenommen. Einige von ihnen waren bereits im deutschen Hörfunk präsent, andere versuchen neu in diesen einzutreten. Im Dezember 2010 konnten die Beteiligten – die privaten Radiobetreiber, die öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten, die Vertreter der Landesmedienanstalten, die Sendernetzbetreiber für den bundesweiten Multiplex und die Media Broadcast – einen Vertragsabschluss verkünden. Dieser ist die Grundlage für die Zuweisung von Übertragungskapazitäten (Capacity Unit CU) durch die Kommission für Zulassung und Aufsicht (ZAK). In einer ersten Runde bekamen

- ✦ die Entspannungsradios GmbH (Berlin) Berlin für die digitale bundesweite Verbreitung von LoungeFM (56 CU),
- ✦ die ERF Medien e. V. (Wetzlar) für die digitale bundesweite Verbreitung von ERF Radio (54 CU),
- ✦ die Neue Welle Rundfunk-Verwaltungsgesellschaft mbH & Co. KG (Nürnberg) für die digitale bundesweite Verbreitung des Senders Absolut Radio (56 CU) und
- ✦ die Media Broadcast GmbH (Bonn) für eine Plattform für Telemediendienste (36 CU)

Übertragungskapazitäten zugewiesen. Weitere Kapazitäten wurden im Januar des vergangenen Jahres

- ✦ der Klassik Radio GmbH & Co. KG für die digitale bundesweite Verbreitung des privaten Hörfunkprogramms Klassik Radio (54 CU), und
- ✦ der Norfom Medien GmbH & Co. KG (Hamburg) für die Verbreitung zweier bundesweiter Hörfunk-Spartenprogramme Radio 3.0 und Urban Independent Pop (UIP) mit Schwerpunkt Unterhaltung (96 CU)

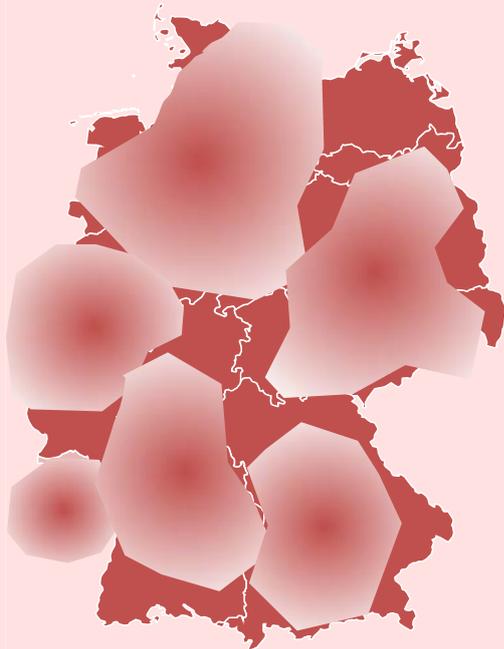
zugewiesen. Von diesen verbreiten Klassik Radio und ERF Radio ihr Programm simulcast über mehrere Übertragungswege (UKW, Internet und DAB+).

Neben den genannten Privatsendern wird das öffentlich-rechtliche Deutschlandradio mit seinen drei Programmen Deutschlandfunk, Deutschlandradio Kultur

Wie bereits in anderen Medien sollen auch im Rundfunk in den kommenden Jahren analoge Sendeverfahren durch digitale ersetzt werden. Dadurch können deutlich mehr Programme, ein störungsfreier Empfang und eine verbesserte Tonqualität ermöglicht werden.

und DRadio Wissen im bundesweiten DAB+ ausgestrahlt. Sendestart für den bundesweiten Multiplex war der 1.8.2011.

ABBILDUNG 29: DAB+ EMPFANG AB 1. AUGUST 2011



Seit dem 1. August 2011 können mehr als 50 Mio. Haushalte in Deutschland DAB+ über entsprechende Endgeräte empfangen. Die meisten Empfangslücken sollen in den nächsten Jahren durch neue Sendestationen geschlossen werden.

QUELLE: DEUTSCHLANDRADIO, SPHENE CAPITAL

Dennoch ist unklar, ob sich Digitalradio diesmal durchsetzen wird

Der ursprüngliche Plan, die analoge Übertragung in Deutschland bis 2010 abzuschalten wurde von der Zeit längst eingeholt. EU-weit sollte die ersatzlose Umschaltung bis spätestens 2012 erfolgen. Tatsächlich dürfte sich der Digitalisierungsprozess in Deutschland noch weit über das Jahr 2015 hinausziehen, auch die Bundesregierung rechnet mit einem Weiterbetrieb analoger Hörfunksender weit über dieses Datum hinaus. Hauptgrund ist, dass sämtliche UKW-Empfänger bei einer Umstellung unmittelbar unbrauchbar würden.

Ob sich Digitalradio diesmal durchsetzen wird, ist – mehr noch als bei anderen, erfolgreich durchgeführten Digitalisierungsprojekten in der Vergangenheit wie beispielsweise dem Fernsehen – davon abhängig, ob es Geräteindustrie und Einzelhandel gelingt, die Hörer von den Vorzügen des Digitalradios zu überzeugen. Zu diesen zählen insbesondere

- ✦ eine stabile Klangqualität, vergleichbar zu DVDs,
- ✦ eine flächendeckende Verbreitung (im ersten Schritt können mehr als 50 Mio. Haushalte DAB+ empfangen),
- ✦ multimediale Zusatzdienste wie Bilder, Daten, Texte und Informationen sowie die Tatsache,
- ✦ dass der Hörer im Auto nicht permanent die Frequenz suchen muss, wenn er beispielsweise über die Autobahn fährt.

Ein gravierender Nachteil des alten DAB Radio wurde für den Neustart ausgeräumt: die schlechte Empfangsqualität. Das alte DAB war in den meisten Bundesländern mit einer Sendeleistung von nur rund einem Kilowatt ausgestattet, um Nachbarkanäle, die für militärische Funkdienste reserviert waren, nicht zu stören. Dagegen wird das neue DAB+-Ensemble über 27 Sendestationen mit Sendeleistungen bis 10 Kilowatt funken, so dass ein erheblich besserer Empfang sichergestellt werden kann.

Eine bedeutende Rolle für den Erfolg des digitalen Hörfunks spielt die Automobilindustrie, die neben einem störungsfreien Radioempfang u. a. auf eine besse-

re Qualität bei der Übertragung von Verkehrsinformationen setzt. Neben einem zielgerichteten Ausbau der Ballungsräume ist daher die nahtlose Versorgung der Autobahnen primäres Kriterium für den Sendernetzaufbau. Dies gilt auch im Wettbewerb zum Internetradio, dessen Netzabdeckung bisher als unzureichend eingestuft wird und für das zudem Kosten für die Datenübertragung bzw. entsprechende Flatrates anfallen.

Klassik Radio: Buy, Kursziel EUR 7,80

Klassik Radio: Buy
Kursziel EUR 7,80

Klassik Radio ist der einzige Privatsender Deutschlands mit klassischen und klassiknahen Musikinhalten. Geboten werden beliebte Stücke der klassischen Musik, Konzerte, Sinfonien und Opern, im Wesentlichen ein Programm aus „Klassik Hits“, Filmmusik und abendlichen „New Classics“ sowie elektronischer Lounge-Musik. Klassische Werke in voller Länge mit An- und Abmoderation werden selten bis nie gesendet. Es ist vielmehr das Konzept von Klassik Radio, klassische Musik modern und Hörer nah zu präsentieren. Dadurch kann sich der Sender gegenüber den öffentlich-rechtlichen Kultursendern wie etwa SWR2, hr2 oder BR-Klassik abgrenzen. Diese greifen zwar ebenfalls das Klassikformat auf und sind programmatisch Wettbewerber, betreiben ihr Geschäft aber unter der Formel „Serious Classic“.

Während die Mehrheit der privaten Hörfunksender mit ihren Adult Contemporary- und Classic Hit Radio-Formaten dem ständig wechselnden Hörergeschmack folgt, ist klassische Musik unabhängig von kurzfristigen Modeerscheinungen. Damit erfüllt Klassik Radio zentrale Kennzeichen einer Marke: Zugrunde liegt ein klar definiertes, sich von der Mehrheit der Formatradios differenzierendes Radioproduct, das mit seinem entspannungsorientierten Klassik- und Kulturprogramm erfolgreich eine langfristige Hörerbindung erreicht, indem es zugleich die Bedürfnisse seiner Zielhörer nach nachrichtlicher Aktualität, kultureller Information sowie gefühlsmäßiger Unterhaltung und Kommunikation erfüllt.

Die Daten der letzten Mediaanalysen zeigen drei wesentliche Trends auf: (1) Die Hörer von Klassik Radio bilden eine sehr klar definierte Zielgruppe, die von anderen Radiosendern bzw. Vermarktungseinheiten nur teilweise erreicht wird; (2) der Sender wächst beständig gemessen an der Anzahl der Hörer; und (3) angesichts ihrer Kaufkraft und der demografischen Entwicklung sind die angesprochenen Hörer aktuell werberelevant und ihre Bedeutung wird für die werbetreibende Industrie in Zukunft steigen.

In einer Radiolandschaft, die von den beiden Programmfarben Adult-Contemporary- und Contemporary Hit Radio dominiert wird, konnte sich Klassik Radio inzwischen einen hervorragenden Track Rekord in der Gewinnung neuer UKW-Frequenzen aufbauen. Während AC- und CHR-Sender sich immer stärker einander annähern haben und damit austauschbar klingen, ist Klassik Radio unverwechselbar. Inzwischen konnte sich der Sender mehr als 50 terrestrische UKW-Frequenzen in zahlreichen Ballungsräumen sowie über eine Auslandsfrequenz in Innsbruck aufbauen. Inzwischen ist Klassik Radio in mehr als 300 Städten über UKW und deutschlandweit über Kabel, europaweit über Satellit sowie weltweit über Internet (Webradio) zu empfangen und baut seine Reichweite aus Werbesicht weiter aus.

Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser auf einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell basiertes Kursziel (TV EBIT Marge 20,0%, TV WACC 5,8, TV FCF-CAGR 1,8%, fundamental Beta 1,1) von EUR 7,80 je Aktie.

TABELLE 11: DCF-MODELL KLASSIK RADIO

EUR 1.000*	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV
Nettoerlöse	10.535	11.447	12.174	12.892	13.547	14.102	14.550	14.913	15.222	15.509	15.790	16.075
YoY (%)	8,7%	8,7%	6,4%	5,9%	5,1%	4,1%	3,2%	2,5%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%
EBIT	943	1.510	1.916	2.094	2.268	2.431	2.581	2.720	2.853	2.984	3.117	3.215
EBIT-Marge (%)	8,9%	13,2%	15,7%	16,2%	16,7%	17,2%	17,7%	18,2%	18,7%	19,2%	19,7%	20,0%
Steuerquote (%)	-4,3%	14,4%	15,0%	23,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-τ)	983	1.292	1.629	1.612	1.565	1.678	1.781	1.877	1.968	2.059	2.151	2.218
Reinvestment	-143	-228	-182	-180	-164	-139	-112	-91	-77	-72	-70	-160
FCFF	840	1.064	1.447	1.433	1.401	1.539	1.669	1.786	1.891	1.987	2.080	2.059
CE	6.834	6.734	6.684	6.864	7.028	7.166	7.278	7.369	7.446	7.518	7.588	
ROCE (%)	14,4%	19,2%	24,4%	23,5%	22,3%	23,4%	24,5%	25,5%	26,4%	27,4%	28,3%	25,0%
WACC (%)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%
PV (FCFF)	789	938	1.198	1.114	1.024	1.058	1.081	1.090	1.089	1.080	1.069	
Terminal Cashflow				2.059								
Terminal Cost of capital (%)				5,8%								
Terminal Value				51.465								
PV(Terminal Value)				26.447								
PV(Planphase)				11.531								
Summe der PV				37.978								
Insolvenzwahrscheinlichkeit (%)				0,2%								
Wert der operativen Assets				37.902								
Zinstragende Verbindlichkeiten				995								
Liquidität				-807								
Wert des Eigenkapitals				37.714								
Anzahl Aktien (1.000)				4.825								
Wert des Eigenkapitals (EUR)				7,80								

QUELLE: SPHENE CAPITAL

*SOFERN NICHT ANDERS ANGEGBEN

Verlage in Deutschland

Deutschland ist ein Zeitungsland: Mit 347 verschiedenen Zeitschriften, unterteilt in Publikums- und Fachzeitschriften sowie die konfessionelle Presse, und einer Gesamtauflage von 23,8 Mio. ist der deutsche Zeitungsmarkt der größte in Europa. Darüber hinaus erscheinen 26 Wochenzeitungen mit rund 2 Mio. Exemplaren und sechs Sonntagszeitungen mit einer Auflage von 3,4 Mio. Exemplaren. Auf je 1.000 Einwohner über 14 Jahre werden in Deutschland 275 Zeitungsexemplare pro Jahr herausgegeben – und gelesen: Durchschnittlich 37 Minuten wenden die Bundesbürger täglich für ihre Lektüre auf.

Dennoch steht die Verlagslandschaft unter Dauerdruck, ist sie doch der einzige Mediensektor, der von steigenden Inputkosten (i. W. Papier und Farbe) belastet wird.

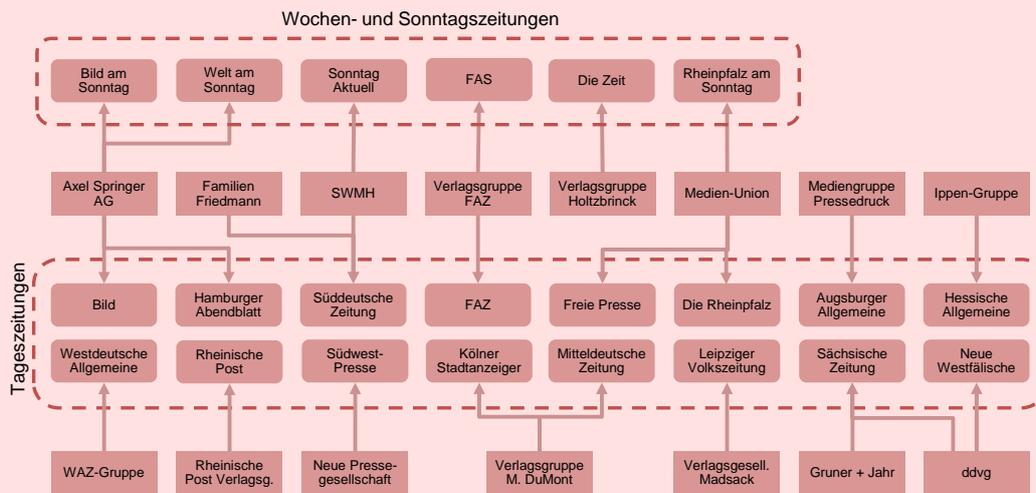
Übersicht über die Top 10 der deutschen Verleger

Mit einem Marktanteil von 19,6% war auch im vergangenen Jahr die Axel Springer AG der mit Abstand auflagenstärkste Tageszeitungsverlag Deutschlands. An zweiter Stelle und mit einem Marktanteil von 8,6% rangiert die Südwestdeutsche Medien Holding (SWMH), zu der u. a. die Süddeutsche Zeitung, die Freie Presse und die Rheinpfalz gehören. An dritter Stelle liegt die WAZ Mediengruppe (5,8%), gefolgt von DuMont Schauberg (5,5%), die in den vergangenen Jahren durch eine Reihe von Zukäufen wie der Berliner Zeitung, dem Berliner Kurier und der Hamburger Morgenpost ihre Marktstellung ausbauen konnte. Die Top 10 komplettieren die Verlage Ippen (4,2%), Madsack (4,0%), FAZ (3,1%), DDVG (3,0%), Holtzbrinck (2,3%) und die Rheinische Post (2,0%).

Der Konzentrationsgrad bei Tageszeitungen ist vergleichsweise hoch.

Der kumulierte Marktanteil der zehn größten Verlage liegt damit bei 58,1%.

ABBILDUNG 30: VERLAGE IN DEUTSCHLAND UND IHRE ZEITUNGEN (AUFLAGE >200.000)



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Anhaltender Rückgang der Gesamtauflage bei den Tageszeitungen

Von den deutschen Tageszeitungen wurden einschließlich der Sonntagsausgaben und aktuellen Sonntagszeitungen im letzten Quartal 2011 pro Erscheinungstag durchschnittlich 21,6 Mio. Exemplare verkauft. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum entspricht dies einem Rückgang von rund 3,0% der verkauften Auflage; der Rückgang der Gesamtverkäufe geht dabei erneut überwiegend zu Lasten der Kioskverkäufe (-6,4% YoY). Im Beobachtungszeitraum von 2001 bis 2011 ergibt sich damit ein durchschnittlicher jährlicher Rückgang von -2,5%.

„Aber die Zeitungsbranche muss sich transformieren, das ist unbestreitbar, und dabei ist Eile geboten.“
David Montgomery

ABBILDUNG 31: VERKAUFTE AUFLAGE ZEITUNGEN/ZEITSCHRIFTEN



Im Zehnjahreszeitraum zwischen 2001 und 2011 ist die gesamte Auflage deutscher Zeitungen und Zeitschriften von 27,9 Mio. auf 21,6 Mio. zurückgegangen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 2,5%.

QUELLE: IVW, SPHENE CAPITAL

Kaufzeitungen mit dem deutlichsten Auflagenrückgang unter den Tages- und Wochenzeitungen

Die Zeitungen in Deutschland haben eine Gesamtauflage von gut 23,8 Millionen verkauften Exemplaren pro Erscheinungstag. Dies entspricht im Jahresvergleich einem durchschnittlichen Rückgang der Tagesauflage von 931.000 Exemplaren oder -3,7%. Insgesamt belaufen sich die Verluste bei den lokalen und regionalen Zeitungen auf -2,3%, bei den überregionalen Titeln auf -2,6%, bei den Kaufzeitungen auf -5,9%, bei den Sonntagszeitungen auf -3,8% bei den Wochenzeitungen auf -10,2%.

Auf je 1.000 Einwohner über 14 Jahre kommen in Deutschland 269 Zeitungsexemplare.

TABELLE 12: TAGES- UND WOCHENZEITUNGEN IN DEUTSCHLAND, 2011

Zeitungen	Anzahl	Auflage (Mio.)
Lokale und regionale Abonnementzeitungen	329	13,4
Überregionale Zeitungen	10	1,5
Straßenverkaufszeitungen	8	3,8
Tageszeitungen gesamt	347	18,3
Wochenzeitungen	26	1,8
Sonntagszeitungen	6	3,3
Gesamtauflage der Zeitungen		23,8
Zeitungsausgaben insgesamt	1.509	
Publizistische Einheiten	132	

QUELLE: BUNDESVERBAND DEUTSCHER ZEITUNGSVERLEGER, SPHENE CAPITAL

Zeitungen haben dramatische Nachwuchssorgen

Bezogen auf die Altersgruppen schneiden die Reichweitenmessungen bei den unter 30-Jährigen besonders schlecht ab: Nur noch 39,6% der 14-19-Jährigen bzw. 50,5% der 20-29-Jährigen lesen durchschnittlich eine Tageszeitung, während die Kennzahl Leser pro Ausgabe bei den über 60-Jährigen bei 81,3% liegt (Quelle: Media-Analyse 2011). Dabei gilt, dass die Tageszeitung umso stärker an Bedeutung verliert, je jünger die Altersgruppe ist.

Der Zeitungsmarkt ist ein Lesermarkt, in dem Zeitungen aufgrund einer übereinstimmender politischen Grundhaltung von Leser und Zeitung gekauft werden.

Insgesamt lag die Reichweite der Tageszeitungen im vergangenen Jahr bei 68,4%. Dies bedeutet, dass mehr als 48 Mio. Deutsche über 14 Jahren täglich eine Zeitung gelesen haben. Aus nachfolgender Tabelle 13 wird ersichtlich, dass die Reichweite umso geringer ist, je jünger die Bevölkerungsschicht ist. Dies deutet auf ein substantielles Nachfolgeproblem hin. Ihre höchste Reichweite erzielen die Tageszeitungen bei den 40- bis 69-jährigen Lesern, nämlich zwischen rund 70% und 81%.

TABELLE 13: REICHWEITE DER TAGESZEITUNGEN

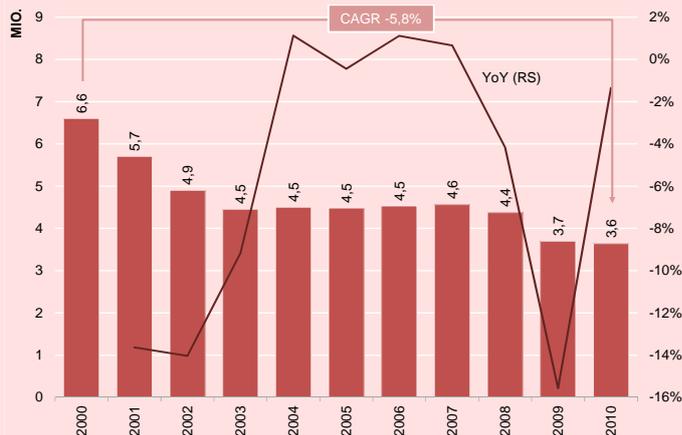
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	CAGR
14-49	55,4%	55,8%	53,6%	51,8%	49,3%	47,5%	47,8%	47,1%	45,1%	42,3%	39,6%	-3,3%
20-29	66,1%	65,0%	63,2%	61,5%	60,3%	58,2%	58,6%	57,7%	56,3%	53,3%	50,5%	-2,7%
30-39	74,4%	73,4%	72,2%	71,4%	70,1%	68,7%	68,4%	66,8%	65,0%	63,2%	61,8%	-1,8%
40-49	81,8%	80,8%	79,7%	78,4%	77,2%	76,1%	74,4%	73,7%	72,6%	71,2%	70,4%	-1,5%
50-59	85,0%	84,5%	83,8%	83,9%	83,1%	82,2%	81,8%	80,6%	79,8%	78,4%	76,6%	-1,0%
60-69	86,1%	85,7%	84,8%	84,8%	85,0%	84,2%	84,5%	83,8%	83,0%	81,8%	81,3%	-0,6%
>70	84,5%	84,0%	82,7%	83,7%	83,3%	82,8%	83,1%	82,9%	82,2%	82,0%	81,3%	-0,4%
>14	77,9%	77,3%	76,2%	75,7%	74,8%	73,7%	73,2%	72,4%	71,4%	69,8%	68,4%	-1,3%

QUELLE: MEDIA-ANALYSE 2011, SPHENE CAPITAL

Der Rückgang der Gesamtauflage wird nur von einem noch stärkeren Rückgang der Werbeeinnahmen übertroffen

Rückläufige Auflagen- und Reichweitzahlen haben notwendigerweise drastische Auswirkungen auf die Ausgaben der werbetreibenden Industrie. Im Zeitraum zwischen 2000 und 2010 sind die Nettowerbeeinnahmen der Tageszeitungen um insgesamt 44,8% zurückgegangen, insgesamt von EUR 6,6 Mrd. auf nunmehr EUR 3,6 Mrd. Dies entspricht einem durchschnittlichen Rückgang von 5,8% pro Jahr.

ABBILDUNG 32: NETTOWERBEEINNAHMEN DER ZEITUNGEN/ZEITSCHRIFTEN



Aufgrund hoher struktureller Markteintrittsbarrieren wie Economies of scale und Economies of scope sowie strategischer Markteintrittsbarrieren wie Profilierungsstrategien und Leserbindungsmaßnahmen bleibt die Flexibilität auf dem Lesermarkt sehr gering.

QUELLE: BVDZ, SPHENE CAPITAL

Seltene Einmütigkeit im Kampf gegen die Einführung von Gratiszeitungen

In Deutschland hat es zwei ernst zu nehmende Versuche gegeben, Gratiszeitungen einzuführen.

- ✦ Als erstes Gratiszeitungsprojekt wurde am 16. Oktober 1998 auf dem Berliner Zeitungsmarkt „15 Uhr Aktuell“ lanciert. Zwischenzeitlich auch auf den Hamburger und Münchener Markt expandiert, musste die herausgebende Gesellschaft bei einer Gesamtauflage von 250.000 Exemplaren bereits im Februar 2000 Insolvenz anmelden.
- ✦ Der Versuch der Schibsted-Verlagsgruppe, im Jahre 1999 in Köln die Gratis-Tageszeitung „20 Minuten Köln“ mit einer Auflage von etwa 150.000 Exemplaren zu etablieren, mündete in den so genannten „Kölner Zeitungskampf“, als die ortsansässigen Kaufzeitungsverlage DuMont und Axel Springer mit der Herausgabe von Konkurrenz-Gratisblättern reagierten. Nachdem sich die norwegische Schibsted-Gruppe 2001 nach hohen Verlusten aus dem Markt zurückgezogen hatte, wurden letztlich auch die beiden Konkurrenzblätter eingestellt.

Seit dem Kölner Zeitungskampf wurde in Deutschland kein Versuch mehr unternommen, Gratis-Tageszeitung auf den Markt zu bringen.

Nach zwei verlustreichen Versuchen sind Gratiszeitungen in Deutschland vorerst gescheitert.

Publikumszeitschriften können sich nicht vom Marktumfeld absetzen

Lange Zeit deutlich besser entwickelte sich der Markt für Publikumszeitschriften, dem umsatzstärksten Teilsegment des Zeitschriftenmarktes. Doch dies gilt nicht mehr: Während in den 1990er Jahren noch ein durchschnittliches jährliches Wachstum von etwa 6% verzeichnet werden konnte, war für den Zeitraum von 2001-2011 auch hier ein Rückgang zu verzeichnen, der mit durchschnittlich 1,4% pro Jahr allerdings geringer ausfiel als bei den Tageszeitungen. Zahlreiche Neuzugänge hatten im vergangenen Jahr zwar zu einer Stabilisierung der verkauften Auflage geführt. Auf Gesamtjahressicht verzeichneten die deutschen Publikumszeitschriften im Jahr 2011 mit 108,7 Mio. einen Rückgang um 1,6% der Gesamtverkäufe.

ABBILDUNG 33: VERKAUFTE AUFLAGE PUBLIKUMSZEITSCHRIFTEN



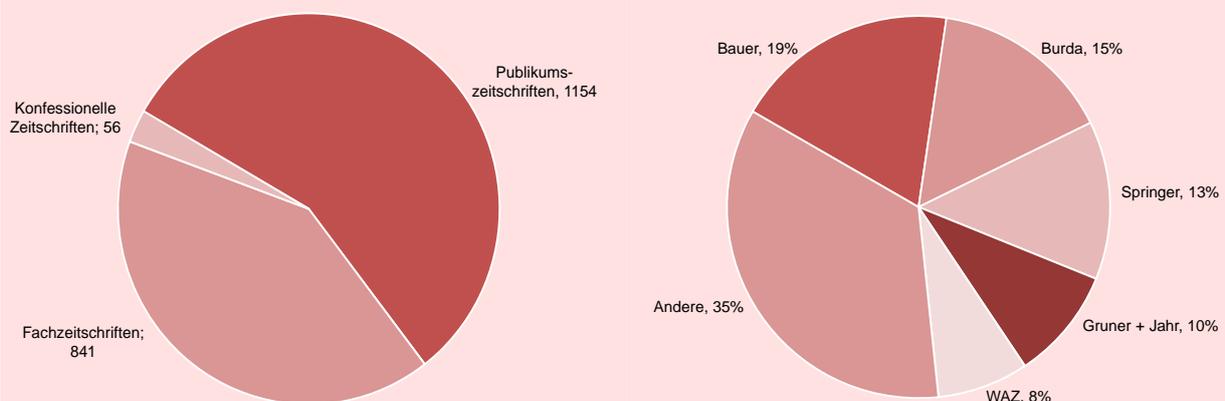
Seit 1996, als eine verkaufte Auflage von 127,6 Mio. Stück erreicht wurde, fällt die Gesamtauflage deutscher Tageszeitungen kontinuierlich und ist inzwischen auf dem Stand zu Beginn der 1980er Jahre zurückgekehrt.

QUELLE: IVW, SPHENE CAPITAL

Oligopolistisches Marktumfeld auch bei Zeitschriften

Vergleichbar mit dem Zeitungsmarkt ist auch der Markt der Publikumspresse von oligopolistischen Konzentrationstendenzen getragen. Bestimmend für den Zeitschriftenmarkt ist dabei der Wettbewerb zwischen den fünf umsatzstärksten Verlagshäusern – Bauer, Springer, Burda, Gruner + Jahr und die WAZ Medien-gruppe. Zwar ging die Konzentrationsrate (CR-5) bezogen auf den Gesamtmarkt zwischen 1990 und 2000 zurück, seit 2000 ist jedoch wieder ein Anstieg auf mittlerweile 65% zu verzeichnen. Hohe Skaleneffekte begünstigen etablierte Anbieter mit einer hohen Reichweite, was allerdings den Markteintritt für Newcomer behindert.

ABBILDUNG 34: ANZAHL DER ZEITSCHRIFTEN IN DEUTSCHLAND, 2011 (LS), MARKTANTEILE PUBLIKUMSPRESSE DEUTSCHLAND, 2011 (RS)

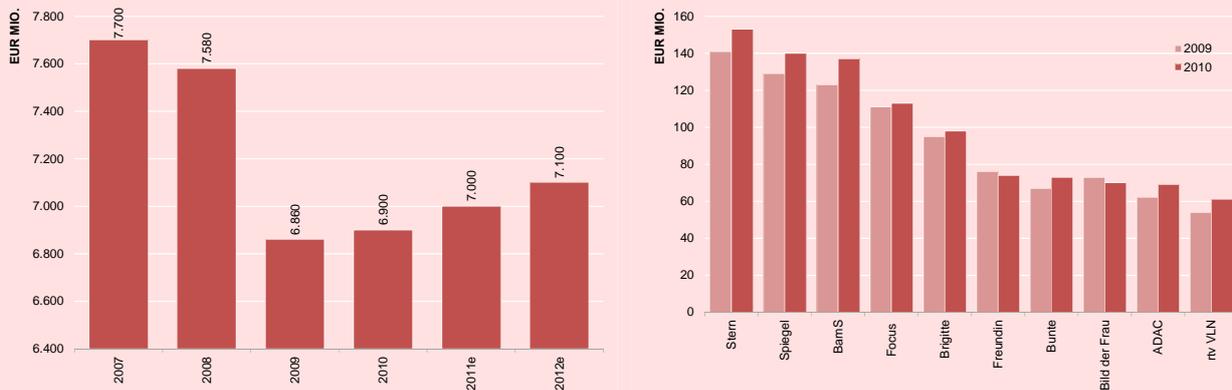


QUELLE: VERLAGSANGABEN, IVW, SPHENE CAPITAL

Auf eine stabile Leserschaft können Verlage nicht mehr bauen

Aber auch auf der Nachfrageseite, mithin unter den Lesern, weist der Zeitschriftenmarkt ungewöhnliche Eigenschaften auf. Aufgrund einer hohen und weiter steigenden Zahl an Blattneugründungen in zum Teil extrem spezialisierten Nischen in Verbindung mit schwankenden Auflagenzahlen sind die angebotenen Produkte relativ leicht miteinander vergleichbar. Leser sind daher ausgesprochen flexibel, die Leser-Blatt-Bindung weist seit Jahren eine rückläufige Tendenz auf.

ABBILDUNG 35: ANZAHL ZEITSCHRIFTEN (LS) UND UMSATZ TOP 10 ZEITSCHRIFTEN (RS)



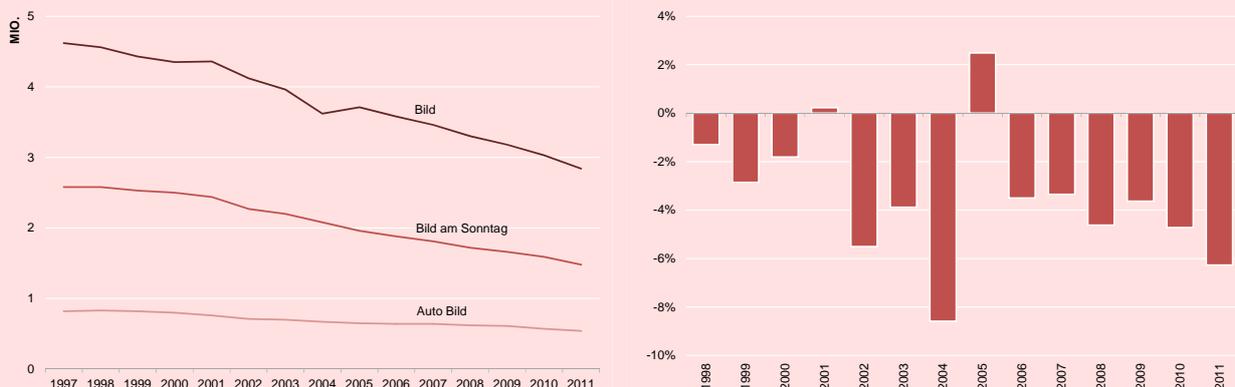
QUELLE: IWV, SPHENE CAPITAL

Wie das Kaninchen vor der Schlange

Das viel zitierte „Newspaper Endgame“ (A. T. Kearney) spitzt sich weiter zu: Schätzungen zufolge wird bis 2025 jeder vierte Verlag vom Zeitungsmarkt verschwunden sein und auch die Pressedichte wird weiter abnehmen: Denselben Schätzungen nach werden bis 2030 nur noch 179 von 1.000 Menschen täglich eine Zeitung lesen. In den Industrieländern hat das Internet bereits heute die Zeitung als Hauptinformationsquelle abgeschafft. Dies gilt in jüngerer Zeit insbesondere für den so genannten Qualitätsjournalismus, der von etablierten Zeitungstiteln wie SZ, FAZ oder NZZ angeboten wird. Dennoch sehen deutsche Verlage der Zukunft der papierenen Zeitung weitaus gelassener entgegen als US-amerikanische. Von einem Verschwinden der Zeitung wird hierzulande (noch) nicht gesprochen.

In einem gesättigten Zeitungsmarkt ist der Imagevorsprung bei Glaubwürdigkeit und Seriosität für die Zeitungen nicht länger der allein existenzsichernde Faktor.

ABBILDUNG 36: VERKAUFTE AUFLAGE AUSGEWÄHLTER AXEL SPRINGER-ZEITUNGEN (LS), BILD YOY (RS)



QUELLE: AXEL SPRINGER, SPHENE CAPITAL

Axel Springer: Not Rated

Der einzige börsennotierte Verlag Deutschlands ist die Axel Springer AG. 1946 vom gleichnamigen Verleger gegründet, ist Axel Springer heute mit einem Vertriebs-Marktanteil von etwa 19,6% bei allen in Deutschland veröffentlichten Zei-

Axel Springer: Not Rated

tungen und Zeitschriften sowie von 17% bei den Bruttowerbeausgaben Deutschlands größter Zeitungs- und drittgrößter Zeitschriftenverlag sowie eines der führenden europäischen Medienunternehmen. Im vergangenen Jahr erwirtschaftete Axel Springer mit rund 12.800 Mitarbeitern einen Gesamtumsatz von EUR 3,2 Mrd. und ein EBITDA von EUR 593 Mio. Mit mehr als 230 Zeitungen und Zeitschriften und über 160 Online-Angeboten sowie mehr als 120 Apps ist Axel Springer heute in 34 Ländern aktiv. Cashcow des Print-Bereichs ist mit einer täglichen Auflage von rund 3,2 Mio. und einer Reichweite von 12,5 Mio. Lesern die Bild Zeitung, die größte überregionale Kaufzeitung Europas. Neben den überregionalen Kaufzeitungen Bild und Bild am Sonntag publiziert Axel Springer weitere Zeitungen wie Die Welt, Welt am Sonntag und Welt Kompakt, die auch im Abonnement erworben werden können.

Nachrichten- und Presseagenturen

Deutschland ist im internationalen Vergleich ein ausgesprochen wettbewerbsintensiver Markt für Nachrichtenagenturen. Rückläufige Auflagenzahlen der Printmedien und eine grundsätzlich schwindende Zahlungsbereitschaft der Kunden belasten die allgemeine Ertragslage. Agenturen müssen daher versuchen, innovative Quellen der Selbstfinanzierung zu erschließen. Beim bisherigen Marktführer dpa kommen hausgemachte Probleme wie eine quasimonopolistische Preispolitik, eine defizitäre Ertragslage und eine substantielle Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen hinzu. Deshalb ist damit zu rechnen, dass sich mittelfristig die Marktanteile unter den Agenturen weiter zu Lasten der dpa verschieben werden.

Trotz hoher wirtschaftlicher Bedeutung werden Agenturen oft übersehen

Konträr zu ihrer wirtschaftlichen und kulturellen Bedeutung spielen börsennotierte Nachrichten- und Presseagenturen hierzulande eine Nebenrolle. Nur vereinzelt sind sie Gegenstand wissenschaftlicher Analysen, wirtschaftswissenschaftliche, insbesondere betriebswirtschaftliche Studien fehlen dagegen völlig. Dass auch Nachrichtenagenturen über sich selbst nur wenig berichten, liegt nicht zuletzt an ihren Kunden, die aus Gründen der Reputation zumeist kein Interesse daran haben können, ihren Lesern und Hörern mitzuteilen, dass nicht der eigene Korrespondent oder Journalist für sie Texte und Sendungen verfasst hat, sondern ein bezahlter Dritter. Den Nachrichtenagenturen wiederum kommt diese Anonymität durchaus gelegen, da sie die Gefahr lästiger Diskussionen über ihre publizistische Anspruchshaltung verringert.

Die politische Bedeutung von Nachrichtenagenturen steht in diametralem Gegensatz zu ihrem wirtschaftlichen Einfluss.

Im Schnitt werden von Tageszeitungen 2,5 Basisdienste abonniert

Nationale wie internationale Nachrichtenagenturen beliefern Redakteure von Massenmedien wie Zeitungen, Radio- und Fernsehsendern oder von Onlin portals mit vorgefertigten Meldungen, Beiträgen und Bildern über aktuelle Ereignisse, die von diesen anschließend teilweise in adaptierter Form publiziert werden. Indem sie Nachrichten sammeln und diese schnell und möglichst unparteilich aufbereiten, fungieren Nachrichtenagenturen als Mittler zwischen den Ereignissen und den Medien. Dabei verwenden nicht nur Medien mit geringer Wirtschaftskraft, die sich etwa eigene Korrespondenten nicht leisten können, Meldungen und Bilder von Nachrichtenagenturen, sondern auch vergleichsweise renommierte Organe.

Wie kommt die Nachricht zum Kunden? Über das Geschäftsmodell und die gesellschaftliche Bedeutung von Nachrichtenagenturen

Zu diesem Zweck arbeiten Nachrichtenagenturen mit einem Netz von Korrespondenten, die in den wichtigsten Städten des Berichterstattungsgebietes angesiedelt sind. An den sogenannten Desks redigieren Tischredakteure („Desker“) die Texte von Korrespondenten und leiten sie anschließend per Satellitenübermittlung an die Kunden weiter. Grundsätzlich unterteilen Agenturen ihre Nachrichten nach Ressorts wie Politik, Wirtschaft, Sport, Feuilleton/Kultur und Vermischtes/Bunte Meldungen sowie sonstige Rubriken und bewerten diese nach ihrer Dringlichkeit. Üblich sind folgende Dringlichkeitsstufen:

- ✦ Blitzmeldungen, die beispielsweise zu einem Kriegsausbruch oder einem Erdbeben verschickt werden,
- ✦ Eilmeldungen zu Katastrophen oder besonderen politischen Ereignissen, bestehend aus zwei druckfertigen Sätzen,
- ✦ Vorrangmeldungen mit etwa zehn Zeilen Text,
- ✦ dringende Meldungen,
- ✦ normale Meldungen und
- ✦ Nachrichten ohne Dringlichkeit, die von den Kunden als Füller verwendet werden.

Rund 2,5 Basisdienste, also bundesweit relevante Nachrichten etwa aus Politik, Wirtschaft und Vermischtem, werden von den Redaktionen deutscher Tageszeitungen im Durchschnitt abonniert. Darüber hinaus werden häufig themenspezifische Dienste bezogen, die beispielsweise für Sonderthemenhefte in Anspruch genommen werden.

Weltweit gibt es derzeit mehr als 180 Nachrichtenagenturen, die schwerpunktmäßig den jeweiligen Heimatmarkt beliefern. Die bekanntesten, global aufgestellten Agenturen sind die französische AFP (Agence France-Presse), die US-

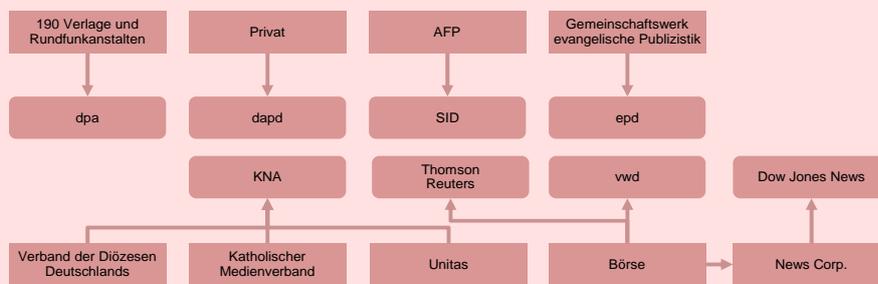
amerikanische AP (The Associated Press), die chinesische Xinhua, die russische ITAR-TASS oder der globale Medienkonzern Thomson Reuters mit seiner britischen Nachrichtenagentur Reuters.

Deutschland einer der kompetitivsten Märkte der Welt

In Deutschland gibt es weltweit die meisten Nachrichtenagenturen in eigener Sprache. Älteste Agentur ist die Deutsche Presse Agentur dpa (gegründet 1949), die mit über 450 festen Journalisten aktuell eine Reichweite von über 90% erzielt, dicht gefolgt von der dapd, die 2009 aus der Fusion von AP und Deutschem Depeschendienst ddp entstanden ist und sich mit 380 festen Journalisten inzwischen als zweite Vollagentur positioniert hat. Als kleinere Komplementäragenturen gibt es weiterhin den deutschen Dienst der AFP (1835) und von Reuters (1851). Neben den beiden deutschen Vollagenturen dpa und dapd und den deutschen Diensten internationaler Agenturen wird das Angebotsspektrum durch eine Reihe von Spezialagenturen ergänzt, zum Beispiel für Sport (SID) oder Religion (epd bzw. KNA). Eine Spezialrolle spielen dabei Finanzinformationen bzw. Börsenkurse, wie sie zum Beispiel von der vwd Group angeboten werden. Kein anderer Nachrichtenagenturmarkt in Europa weist damit eine größere Wettbewerbsintensität auf als der deutsche: Während in anderen Ländern meist nur eine oder zwei Agenturen tätig sind, sind auf dem deutschen Markt mindestens sieben rein auf Nachrichten spezialisierte Agenturen tätig.

Deutschland ist im europäischen Vergleich ein ausgesprochen kompetitiver Markt für Nachrichtenagenturen. Viele, zum Beispiel öffentlich-rechtliche TV-Sender, setzen auf mindestens zwei unabhängige Quellen für eine Nachrichtenbasis („Zwei-Quellen-Prinzip“).

ABBILDUNG 37: DEUTSCHSPRACHIGE NACHRICHTENAGENTUREN

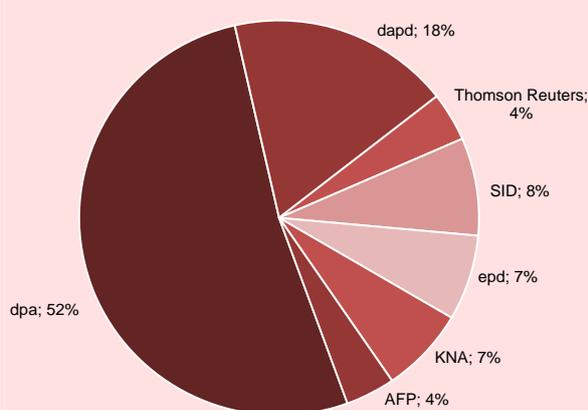


QUELLE: SPHENE CAPITAL

Weitere Verschiebung der Marktanteile zu Lasten der dpa erwartet

Das Marktvolumen der Nachrichtenagenturen belief sich in Deutschland 2010 auf rund EUR 170 Mio. Lässt man die auf die Belieferung von Finanzdienstleistungen spezialisierten Agenturen außen vor, rangiert an erster Stelle die dpa mit einem Marktanteil (bezogen auf den Umsatz 2010) von 52%, gefolgt von dapd (18%) und dem Sportinformationsdienst SID (8%). Neuere Zahlen liegen nicht vor, es ist jedoch zu vermuten, dass sich 2011 die Marktanteile zu Lasten der dpa und zu Gunsten der anderen Agenturen (v. a. der dapd) verschoben haben.

ABBILDUNG 38: MARKTANTEILE NACHRICHTENAGENTUREN IN DEUTSCHLAND, UMSATZ 2010



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, GOLDMEDIA, SPHENE CAPITAL

Der Einfluss des Internet

Die relevanten Treiber der Printmedien sind auch für Nachrichtenagenturen gültig. Dominierend sind insbesondere sinkende Auflagenzahlen und die infolge dessen eingeräumten Auflagenrabatte. Vor allem die Digitalisierung und das Internet haben die Rolle der Nachrichtenagenturen dramatisch verändert. Während Agenturen anfangs noch vom Aufkommen des Internets profitierten, da dadurch die Kosten der Kommunikation gesenkt und mit den Onlineportalen neue Kundengruppen erschlossen werden konnten, gerät inzwischen das ureigene Geschäftsmodell des Nachrichtengroß- und -zwischenhandels durch das Internet und die kostenlose Verbreitung von Nachrichten durch deren Verursacher immer stärker unter Druck: Den Kunden von Nachrichtenagenturen mangelt es immer häufiger an der Bereitschaft, für die Vermittlung von Nachrichten zu bezahlen, die ihnen ebenso kostenlos und direkt von PR-Agenturen, Pressestellen, Regierungen oder Gebietskörperschaften oder verschiedenen Interessengruppen angeboten werden.

Ein weiteres Phänomen des Internets ist der sogenannte Bürgerjournalismus, zum Beispiel Blogs, wodurch der Aufwand der Veröffentlichung eigener Berichte, Meinungen und Kommentare marginalisiert und das Angebot an kostenlosen Nachrichten vervielfacht wird. Darüber hinaus werden Meldungen und Bilder der Blogger nahezu in Echtzeit publiziert, wodurch der Wettbewerbsvorteil der Nachrichtenagenturen, schneller als andere zu sein, sukzessive verschwindet.

Die Rolle der Agentur verändert sich zu einer symbiotischen Beziehung

An die Stelle des ursprünglich eindimensionalen Sender-Empfänger-Verhältnisses tritt immer häufiger der Dialog zwischen der Agentur und dem Medienkunden. In diesem müssen sich Nachrichtenagenturen von ihren Wettbewerbern durch eine Erweiterung des Produktspektrums profilieren. Agenturen entwickeln sich vom klassischen Nachrichtenzulieferer immer mehr zu einem Anbieter digitaler Produkte und Full Service-Dienstleistungen. In diesem Umfeld müssen sich moderne Nachrichtenagenturen immer stärker als Beratungshäuser für die technische und cross-mediale Integration von Nachrichten positionieren. Wem dies nicht gelingt, wird sukzessive Marktanteile an die in diesem Gebiet besser positionierten Agenturen verlieren.

Großkundenverluste bei der Traditionsagentur dpa

Der dpa als ältester Nachrichtenagentur wird häufig eine quasimonopolistische Preispolitik vorgeworfen: Nach heftigem Druck seitens der Kunden, der sogar in einen befristeten Käuferstreik mündete, war die dpa vor einigen Jahren gezwungen, ihre Hochpreispolitik zu überdenken und graduell anzupassen. Auch die Einführung eines komplexen Rabattsystems konnte nicht verhindern, dass die dpa zunächst 2009 mit der WAZ-Gruppe im Ruhrgebiet einen ihrer größten Kunden verlor und 2011 das prestigeträchtige und lukrative Auswärtige Amt mit seinen rund 230 deutschen Botschaften und Konsulaten im Ausland, die die dpa jahrelang mit ihrem fremdsprachigen Dienst in Englisch, Arabisch und Spanisch beliefert hatte. Nachdem der Auftrag nach einer Rüge des Bundesrechnungshofes 2011 erstmals ausgeschrieben worden war, hat inzwischen die dapd, die Nummer zwei am deutschen Agenturmarkt, den Zuschlag erhalten.

Differenzierungsmöglichkeiten müssen auch genutzt werden; dies gelingt den einzelnen Playern nur bedingt

Durch den Textnachrichten-Feed allein, dem Basisdienst, kann eine Differenzierung vom Wettbewerb nicht mehr gelingen. Zum Beispiel liegen die beiden führenden Agenturen dpa und dapd in ihren Basisdiensten mit täglich etwa 700-1.000 deutschsprachigen Meldungen aus den Ressorts Politik, Wirtschaft, Kultur, Sport und Vermischtes etwa gleich auf. Eine Differenzierung im Wettbewerb kann daher nur über Zusatzleistungen gelingen, beispielsweise indem Agenturen in ihr Angebotsspektrum auch Dienste wie

- ✦ Podcasts aufnehmen,
- ✦ Online-Videos – bei der dpa sind es rund 80 Online-Videos pro Monat, bei der dapd ca. 500,
- ✦ und umfangreiches Bildmaterial: Die dapd bietet ihren Kunden nach eigenen Angaben über den Bildfunk täglich 2.300 neue Fotos an, gefolgt von der dpa mit ca. 1.500 Fotos.
- ✦ Hinzu kommen die Nachrichten der Landes- und Außenbüros aus den ein-

Bei Internetbenutzern ist eine Moralvorstellung zu beobachten, für im Internet bezogene Informationen nicht bezahlen zu müssen, da sie im Web auch frei zur Verfügung stehen.

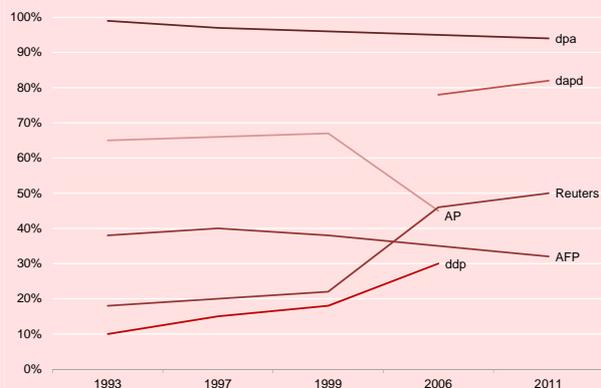
Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen Kunde und Agentur

Dass das Auswärtige Amt als Großkunden verloren wurde, liegt unseres Erachtens daran, dass der Auslandsdienst aufgrund harter Kostensenkungsprogramme inzwischen nahe der subkritischen Größe agiert.

Waren jahrzehntelang die Rollen verteilt und die dpa unangefochtener Marktführer, entstand durch die Fusion von ddp und AP Deutschland 2010 mit der dapd eine zweite Vollagentur. Ein Vergleich zwischen dpa und dapd zeigt, dass die dapd immer stärker aufholt und die dpa in Teilbereichen wie dem Bilderdienst oder Online-Videos bereits abgehängt hat.

zelen Bundesländern, die vornehmlich lokale und regionale Medien adressieren.

ABBILDUNG 39: VERBREITUNG DER NACHRICHTENAGENTUREN BEI TAGESZEITUNGEN



In den vergangenen zehn Jahren ist der Verbreitungsgrad des Marktführers dpa sukzessive zurückgegangen. Vergleichbar schwach war die Entwicklung auch bei der AFP. Deutliche Zugewinne konnten demgegenüber Reuters und die dapd (bzw. deren Vorgängergesellschaft ddp) verbuchen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, GOLDMEDIA, SPHENE CAPITAL

Mögliche Wege aus der Krise

Zwar fehlt den lokalen Verlagen für die Strategie, selbst umfangreiche, interpretierende und Zusammenhänge erläuternde Artikel zu erstellen, die dafür erforderliche Profitabilität; dennoch dürften infolge der rückläufigen Ertragslage der Zeitungsverlage und auch aufgrund der kostenlosen Informationsbereitstellung des Internets weitere Konsolidierungen bei den Grenzanbietern unter den Agenturen folgen. Teilabonnements dagegen können wiederum die Gesamtkosten einer Agentur nicht decken.

Vor diesem Hintergrund ist es aus unserer Sicht entscheidend, dass es den Nachrichtenagenturen gelingt, neue Erlösquellen zu erschließen, die über die klassischen Finanzierungskonzepte – Regierungsstellen, Zeitungen, Zeitschriften oder Newsrooms – hinausgehen. So könnten Agenturen auch privatwirtschaftliche Unternehmen mit Meldungen oder Bildern über aktuelle Ereignisse beliefern, die anschließend von diesen publiziert werden. Zu denken wäre etwa an Online-Plattformen, Telekommunikationsunternehmen oder Hersteller der Unterhaltungselektronik. Gleichzeitig darf bei gleichbleibender Qualität die Kostenbasis nicht weiter ausgeweitet werden. Dies erscheint durchaus möglich z. B. durch vermehrte internationale Kooperationen an Stelle von eigenbetriebenen Insellösungen oder durch die Erschließung von Synergien durch Mehrländerstrategien. Schließlich muss der Gefahr begegnet werden, dass Agenturen durch eine zu starke nationale Ausrichtung unterkritisch werden und in der Folge crossborder-Umsätze ausbleiben oder international agierende Kunden nicht bedient werden können.

Massiver Umsatz- und Ertragsrückgang bei der dpa

Vor diesem Hintergrund muss die Ertragslage des Marktführers dpa Besorgnis erregen. So sind im Zeitraum von 2006 bis 2010 die Umsätze um durchschnittlich -2,1% pro Jahr zurückgegangen. Diese Umsatzrückgänge lassen sich u. E. in erster Linie auf den vorherrschenden Preisdruck, aber auch auf das Preismodell der dpa zurückführen: Denn die laufenden Auflagenrückgänge der Tageszeitungen, die im Schnitt bei jährlich 3% liegen, haben gleich laufende Einnahmeausfälle bei der Agentur zur Folge. Dementsprechend hat dpa weitere Umsatzrückgänge über die genannten Großkundenverluste hinaus – die WAZ-Gruppe war mit einem Umsatzvolumen von ca. EUR 3 Mio. einer der größten Kunden – für 2011 bereits angekündigt.

Dass im gleichen Zeitraum das operative Ergebnis von EUR 0,7 Mio. auf EUR -10,1 Mio. und das Nachsteuerergebnis von EUR 6,3 Mio. auf einen Verlust von EUR -5,2 Mio. eingebrochen ist, hat gleichfalls mehrere Ursachen: Zum einen hat die dpa deutlich steigende Abschreibungen aus der Entwicklung eines neuen Redaktionssystems und auf den Beteiligungswert einer Tochtergesellschaft ausgewiesen, zum anderen mussten für die Neuausrichtung der redaktionellen Strukturen im Ausland Rückstellungen gebildet werden, und auch die

Anhaltende Marktkonsolidierung durch Ausscheiden der Grenzanbieter

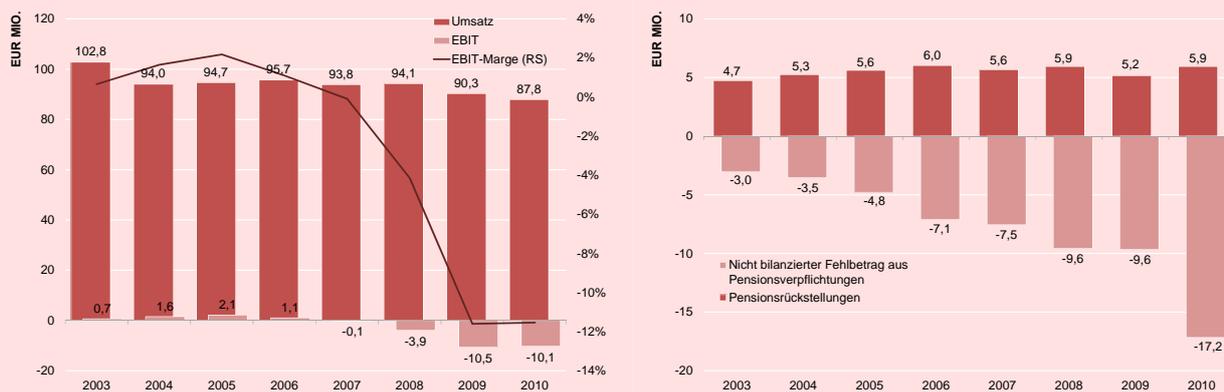
Die dpa ist u. E. von einer im Zeitablauf sukzessive steigenden operativen Ineffizienz gekennzeichnet. Der Wegfall eines Großkunden kann schwerlich kompensiert werden, da der wichtigste Kostenblock, die Personalaufwendungen, aufgrund der Bindung an Tarifverträge trotz Redaktionszusammenführungen und Restrukturierungen nicht entscheidend an die veränderte Erlössituation angepasst werden kann.

allgemeinen operativen Kosten aus dem Roll-Out diverser Redaktionsmodule und aus der Verbreiterung der Produktpalette dürften die Ertragslage des Unternehmens nachhaltig und stark belastet haben. Schließlich ist die dpa an bestehende Tarifverträge gebunden, was es bei einem derart personalintensiven Geschäftsmodell schwierig macht, die operativen Kosten mit der nötigen Geschwindigkeit an die veränderte Ertragslage anzupassen.

Im Zeitablauf steigende Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen

Unabhängig davon überrascht uns die im Zeitablauf sukzessive steigende Unterdeckung der außerbilanziellen Pensionsrückstellungen der dpa (vgl. hierzu auch nachstehende Abbildung 40). Würden die Verpflichtungen aus der betrieblichen Altersversorgung eingefordert werden, könnte dies aus unserer Sicht potenzielle Liquiditätsschwierigkeiten zur Folge haben, zumal sich die Liquidität im Beobachtungszeitraum 2003 bis 2010 ohnehin von EUR 13,0 Mio. auf EUR 9,8 Mio. verringerte. Auch für 2011 ist von anhaltend negativen Cashflows auszugehen. Insofern halten wir es für wahrscheinlich, dass die Gesellschafter der dpa mittelfristig zu einer Deckung der entstandenen Liquiditätslücken herangezogen werden müssen. Unter Berücksichtigung der Deckungslücke bei den Pensionsrückstellungen, anhaltenden operativen negativen Cash-Flows und voraussichtlich notwendigen Restrukturierungskosten zur Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit sind aus unserer Sicht Kapitalmittel im mittleren zweistelligen Millionenbereich realistisch.

ABBILDUNG 40: DPA UMSATZ- UND ERTRAGSLAGE (LS), UNTERDECKUNG DER PENSIONS-RÜCKSTELLUNGEN (RS)



QUELLE: DPA, SPHENE CAPITAL

Börsennotierte Nebenwerte

Im Gegensatz zu den eingangs genannten ausländischen Nachrichtenagenturen ist in Deutschland seit dem Verkauf der ddp keine Nachrichtenagentur mehr börsennotiert. Allerdings gibt es drei börsennotierte Unternehmen, die zumindest im weitesten Sinn zur Kategorie der Agenturen gezählt werden können:

- ✦ Mit über 7.000 Kunden ist Equity Story einer der führenden Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation im deutschsprachigen Raum. Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit sind die Bereiche Investor Relations und Corporate Communications, in denen verschiedene Kommunikationslösungen zum Beispiel zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten und Unternehmensmitteilungen außerhalb der Veröffentlichungspflichten angeboten, Finanzportale und Webseiten entwickelt, Audio- und Video-Übertragungen durchgeführt und Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichte erstellt werden. Die 100%ige Tochtergesellschaft Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH (DGAP) ist klarer Marktführer bei der Erfüllung der gesetzlich vorgeschriebenen Ad hoc-Regelpublizität börsennotierter Gesellschaften. Insgesamt beschäftigt die Equity Story-Gruppe an den Standorten München, Kiel, Hamburg, Zürich, Moskau und Budapest rund 150 Mitarbeiter und erwirtschaftete im vergangenen Jahr bei Umsätzen von EUR 13,0 Mio. ein operatives Ergebnis von EUR 3,2 Mio. (+14,3% YoY).

Equity Story: Not Rated

vwd group: Not Rated

Action Press Holding: Not Rated

- ✦ Die vwd Group ist einer der führenden Anbieter von Informations-, Kommunikations- und Technologielösungen in Europa. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit sind Dienstleistungen für das Wertpapiergeschäft mit Fokus auf Asset Management, Retail und Private Banking sowie Wealth Management. 440 Mitarbeiter an 16 europäischen Standorten betreuen derzeit rund 3.200 Firmen- und 12.500 Privatkunden. Das Geschäftsmodell besteht zu vier Fünftel aus wiederkehrenden Erlösen wie Abonnementgebühren oder durchlaufenden Börsengebühren und zu etwa einem Fünftel aus Einmalerlösen wie Lizenzgebühren oder Implementierungserlöse.
- ✦ Die Action Press Holding ist die Konzernmutter zweier eigenständiger Tochtergesellschaften: dem infas Institut für angewandte Sozialwissenschaft, einem Anbieter von Forschungs- und Beratungsdienstleistungen für Unternehmen, die Wissenschaft und die Politik, sowie der action press GmbH, einer etablierten Pressebildagentur mit Fokus auf „Yellow“ und „Celebrity“.

Filmproduktion und -vertrieb

Der Kinomarkt war im vergangenen Jahr erneut von Fortsetzungen und Neuauflagen bereits bekannter Marken dominiert. Unter den 15 weltweit erfolgreichsten Filmen befand sich lediglich ein Originalstoff. Einmal mehr war die Komödie das vorherrschende Genre. 3D, in den USA aufgrund schlecht konvertierter Filme bereits in der Kritik, wird hierzulande nach wie vor stark nachgefragt.

Die Besucherzahlen im Kino haben sich stabilisiert

Die deutsche und die europäische Kinolandschaft wurden in den vergangenen 20 Jahren von massiven Konzentrationsprozessen geprägt. Nachdem Hollywood-Blockbuster das Filmangebot in Europa bereits seit Jahrzehnten dominiert hatten, wurden zu Beginn der 1990er Jahre auch die Filmtheater selbst internationalisiert und die ersten modernen Multiplex-Kinos eröffnet. In den folgenden Jahren haben Multiplexe die gesamte deutsche Kinolandschaft erobert. Dennoch konnte die Professionalisierung des Kinos nicht verhindern, dass die durch den Verleih und Verkauf von Videos, DVDs und Blu-Rays erzielten Umsätze in Deutschland das Kinoeinspielergebnis deutlich überstiegen.

Insgesamt gingen im vergangenen Jahr 129,6 Mio. Menschen ins Kino. Dass die Besucherzahlen nicht höher waren, lag in erster Linie am regenärmsten Herbst aller Zeiten, einer Jahreszeit, die – schlechtwetterbedingt – normalerweise von hohen Besucherzahlen geprägt ist. Im europäischen Vergleich schneidet Deutschland damit deutlich schlechter ab als Kinonationen wie beispielsweise Frankreich oder Großbritannien, die deutlich höhere Kinobesucher je Kopf der Bevölkerung aufweisen.

Erfolgreichster Film des letzten Jahres war mit 6,4 Mio. Besuchern und einem Box Office von fast EUR 57 Mio. erwartungsgemäß „Harry Potter und die Heiligtümer des Todes“.

TABELLE 14: KINOBESUCHE IM EUROPÄISCHEN VERGLEICH (MIO.)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2010/11
GER	127,3	136,7	125,4	129,4	146,3	126,6	129,6	2,4%
AUT	15,7	17,3	15,7	14,8	18,1	16,5	15,8	-4,2%
BEL	22,1	23,9	22,7	21,8	22,6	23,7	22,5	-5,1%
BUL	2,4	2,4	2,5	2,8	3,2	4,0	4,7	19,2%
CZE	9,5	11,5	12,8	12,9	12,5	13,5	10,8	-20,3%
DEN	12,2	12,6	12,1	13,2	14,1	13,0	12,1	-6,6%
ESP	127,7	121,7	116,9	107,8	110,0	101,7	94,4	-7,2%
EST	1,1	1,6	1,6	1,6	1,8	2,1	2,5	16,0%
FIN	6,1	6,7	6,5	6,9	6,8	7,6	7,1	-6,1%
FRA	175,5	188,8	177,7	189,7	201,4	206,8	215,6	4,2%
GBR	164,7	156,6	162,4	164,2	173,5	169,2	171,6	1,4%
GRE	12,7	12,8	13,8	11,8	12,3	11,7	10,9	-6,5%
IRE	16,4	17,9	18,4	18,2	17,7	16,5	16,4	-0,8%
ITA	105,6	106,1	116,4	111,6	111,2	120,6	111,1	-7,9%
LIT	1,2	2,4	3,2	3,3	2,7	2,6	3,0	13,4%
NED	20,6	23,4	23,1	23,5	27,3	2,1	2,1	-2,4%
POL	23,6	32,0	32,7	33,8	39,2	28,2	30,4	7,9%
POR	15,7	16,4	16,3	16,0	15,7	37,5	38,7	3,3%
RUM	2,8	2,8	2,9	3,8	5,3	16,6	15,7	-5,5%
SLK	2,2	3,4	2,8	3,4	4,1	3,9	3,5	-10,5%
SLO	2,4	2,7	2,4	2,4	2,7	15,8	16,4	3,7%
SWE	14,6	15,3	14,9	15,3	17,4	6,5	7,5	15,2%

Jeder Deutsche geht etwa 1,6mal pro Jahr ins Kino. In traditionellen Kinonationen wie Frankreich (3,3) oder Großbritannien (2,6) liegt diese Zahl deutlich höher. Darüber hinaus ist die Neigung der Deutschen, ins Kino zu gehen, stärker als in vielen anderen Ländern davon abhängig, ob ein deutscher Film in den Bestenlisten rangiert.

QUELLE: EUROPÄISCHE AUDIOVISUELLE FILMSTELLE, SPHENE CAPITAL

Zahl der Kinos und Leinwände geht weiter zurück

Die Zahl der Kinos ist im vergangenen Jahr auf 1.671 von 1.714 im Jahr 2010 (-2,5%) zurückgegangen. Seit 2002 hat sich die Zahl der Kinos damit um 9,4% verringert. Die Anzahl der Leinwände war mit 4.640 in 2011 gegenüber 4.699 in 2010 ebenfalls leicht rückläufig.

ABBILDUNG 41: ANZAHL KINOS UND BESUCHER



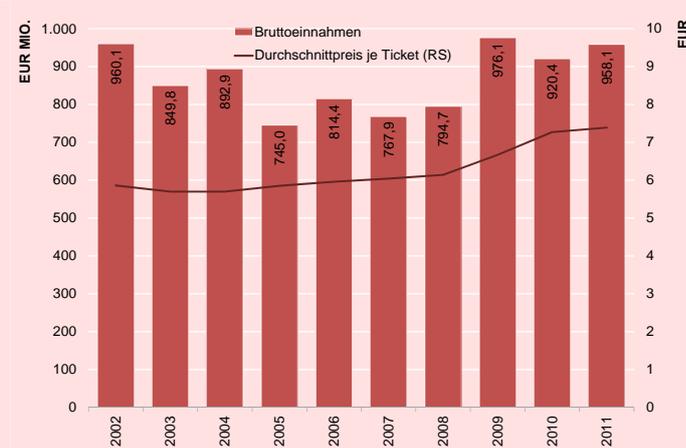
Das Kinosterben geht weiter. 2011 ging die Zahl der Kinos um 2,5% auf 1.671 zurück, den niedrigsten jemals gemessenen Wert.

QUELLE: SPIO, FFA, SPHENE CAPITAL

Anstieg des durchschnittlichen Ticketpreises durch 3D getrieben

Die Bruttoeinnahmen der Filmtheater stiegen dagegen auf EUR 958,1 Mio. von EUR 920,4 Mio. (+4,0% YoY) im Vorjahr an. Insgesamt haben die Box Office-Einnahmen der Lichtspielhäuser in den vergangenen neun Jahren stagniert. Ganz im Gegensatz zu den Preisen je Kinokarte: Sie stiegen um durchschnittlich 2,6% pro Jahr an. Im vergangenen Jahr lagen die Durchschnittspreise einer Kinokarte mit EUR 7,39 um EUR 0,10 über den Durchschnittspreisen des Vorjahres und um EUR 1,53 über den Durchschnittspreisen des Jahres 2002. Verantwortlich für den weiteren Anstieg der durchschnittlichen Ticketpreise ist insbesondere der sukzessiv steigende Anteil an 3D-Filmen, für die Aufschläge gegenüber den traditionellen 2D-Filmen von bis zu 50% beobachtet werden können.

ABBILDUNG 42: BRUTTOEINNAHMEN UND DURCHSCHNITTSPREIS JE TICKET

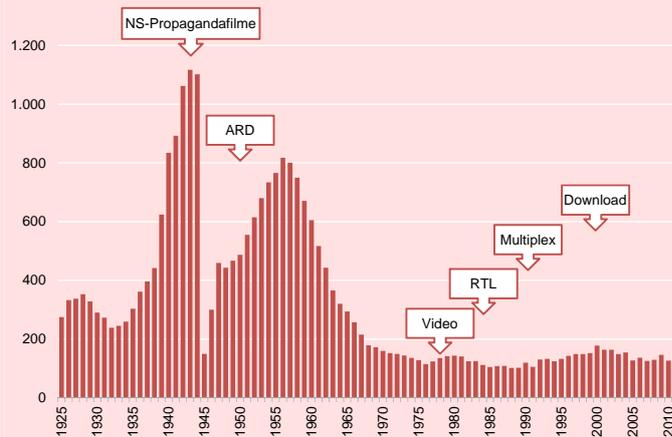


Angesichts stabiler Zuschauerzahlen können die Bruttoeinnahmen der Kinos nur durch einen höheren Anteil der Gastronomieeinnahmen oder durch eine sukzessive Anhebung der Ticketpreise gesteigert werden.

QUELLE: SPIO, FFA, SPHENE CAPITAL

Maßgeblich für diese Entwicklung ist unbestritten der Erfolg des 3D-Kinos: 29,5 Mio. Kinobesuche – mit 22,8% mehr als jedes fünfte Ticket – entfielen im Vorjahr auf 3D-Produktionen. Insgesamt stieg die Gesamtzahl der 3D-Besucher im Vergleich zum Vorjahr um 443%. Damit hat das 3D-Kino wesentlich dazu beigetragen, den rückläufigen Besuchertrend aufzuhalten.

ABBILDUNG 43: KINOBESUCHER IN DEUTSCHLAND



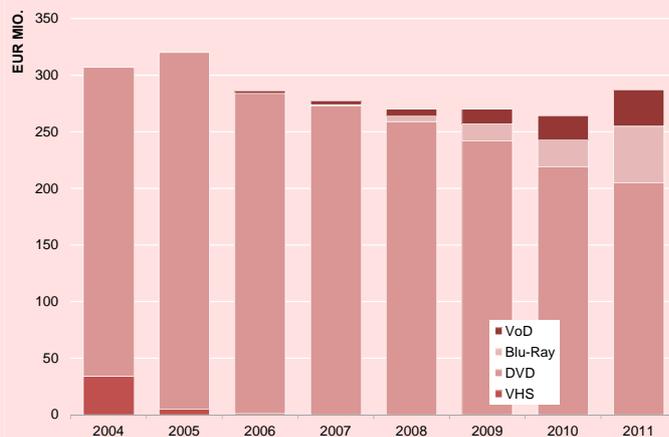
Die Zahl der Kinobesucher hat sich in den vergangenen Jahren auf niedrigem Niveau stabilisiert – trotz einer anhaltend rückläufigen Zahl an Kinos und an Leinwänden.

QUELLE: SPIO, SPHENE CAPITAL

Getrieben von der Einführung von Blu-Ray hat sich das Videosegment (Verkauf und Verleih) inzwischen stabilisiert

Die Gesamtumsätze im Videomarkt betragen im Jahr 2010 knapp EUR 1,7 Mrd. (+1,1% YoY). Diese unterteilen sich in den Verkauf und den Verleih von Video, DVD und Blu-Ray: EUR 1,4 Mrd. (+1,7%) wurden durch den Verkauf erwirtschaftet. Dies entspricht einem Durchschnittspreis pro Bildträger von EUR 11,88 (2009: EUR 12,17). Mit 107,8 Mio. Verleih-Transaktionen wurde in Deutschland ein Umsatz von EUR 264 Mio. (-1,9% YoY) erwirtschaftet. Wie nachstehende Abbildung 44 zeigt, konnte damit 2011 erstmals seit sechs Jahren der unaufhaltsam scheinende Niedergang des Verleihgeschäfts gestoppt und positive Wachstumsraten erzielt werden.

ABBILDUNG 44: DVD/VIDEO/BLU-RAY VERLEIH

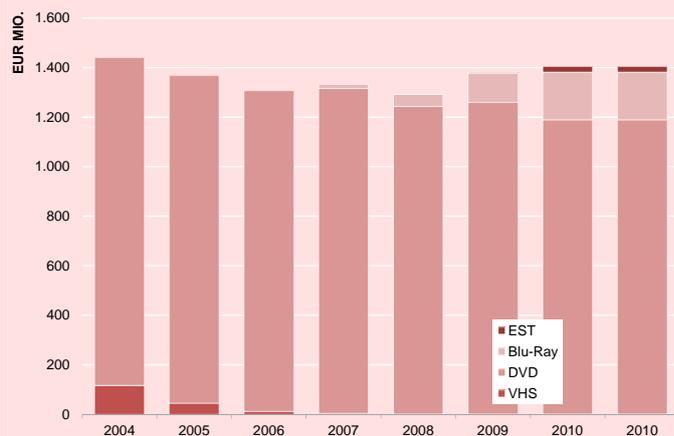


QUELLE: SPIO, FFA, SPHENE CAPITAL

Auch im Verkauf spielen Blu-Rays bereits eine bedeutende Rolle: Im vergangenen Jahre konnten durch den Verkauf von Blu-Rays Erlöse in Höhe von EUR 193 Mio. generiert werden (+62,2% YoY).

Mit diesem Ergebnis erreichte der deutsche Home Entertainment-Markt im vergangenen Jahr das zweitbeste Ergebnis seiner Geschichte. Während das Geschäft mit dem Verkauf und dem Verleih physischer Datenträger (DVD, Blu-Ray, Video) nach wie vor dominierend ist, konnte der digitale Konsum über Video-on-Demand (VoD), Pay-per-View (PpV) oder Electronic-Sell-Through (ETS) deutlich zulegen.

ABBILDUNG 45: DVD/VIDEO/BLU-RAY VERKAUF



QUELLE: SPIO, FFA, SPHENE CAPITAL

Constantin Medien: Not Rated

Constantin Medien: Not Rated

Constantin Medien ist ein wenig überschaubares Medienkonglomerat. Die vom Management inzwischen als „vereinfacht“ titulierte Konzernstruktur besteht unverändert aus zahlreichen Tochtergesellschaften und Minderheitsbeteiligungen und insgesamt fünf Segmenten:

- ✦ Im Segment Sport ist das Unternehmen mit den Sendern Sport1 (Free-TV) und Sport1+ (Pay-TV) sowie über das Onlineportal sport1.de vertreten und produziert über die Tochter Plazamedia u. a. im Auftrag der Deutschen Telekom den Sender LIGA total!
- ✦ Im Segment Film sind die Aktivitäten der Constantin Film, dem bedeutendsten unabhängigen deutschen Hersteller und Verleiher von Kino-, Video/DVD- und Fernsehfilmen, sowie von Highlight Communications, die unter anderem die Home Entertainment-Aktivitäten des Konzerns übernimmt und eine Beteiligung an der Videoverwertungsgesellschaft Rainbow Home Entertainment hält, zusammengefasst.
- ✦ Das Segment Sport- und Event-Marketing (nicht zu verwechseln mit dem oben genannten Segment Sport), das kaum operative Beziehungen zu den anderen Geschäftsfeldern aufweist, besteht aus der Team Holding, einer Agentur für die Vermarktung internationaler Großereignisse, u. a. der UEFA Champions und Europa League sowie des Eurovision Song Contest.

Darüber hinaus werden im Konzern zwei weitere Segmente separat ausgewiesen, die mit den drei genannten Hauptgeschäftsfeldern nur wenig gemeinsam haben:

- ✦ Die Segmente Übrige Geschäftsaktivitäten, in dem der Handel mit Casino-Automaten, die Entwicklung von Geschicklichkeitsautomaten und Social Gaming zusammengefasst sind, und
- ✦ Sonstiges.

Seit Jahren ist die Gesellschaft von Reorganisationen und Umstrukturierungen belastet. Aus unserer Sicht kann dieser Prozess mit der jetzt vorliegenden Gesellschaftsstruktur noch nicht als beendet erklärt werden.

Cinemaxx: Not Rated

Cinemaxx: Not Rated

Mit derzeit 34 Kinocenter, 292 Leinwänden und ca. 78.000 Plätzen zählte die Cinemaxx-Gruppe mit 17,7 Millionen Besuchern zu den führenden Multiplex-Kinobetreibern in Deutschland und Dänemark. Trotz rückläufiger Besucherzahlen (-7,1%) konnte im vergangenen Jahr mit EUR 29,7 Mio. (Vorjahr: EUR 25,9 Mio.) das beste operative Ergebnis der Unternehmensgeschichte erwirtschaftet werden. In diesem sind allerdings Einmaleffekte aus der Anwendbarkeit des ermäßigten Umsatzsteuersatzes für die Abgabe von Gastronomieartikeln – im Wesentlichen Popcorn und Tortilla-Chips – in Höhe von EUR 7,4 Mio. enthalten.

Da diese 2012 wegfallen werden, muss für das laufende Jahr mit einer rückläufigen Ertragsentwicklung gerechnet werden. Positiv zu vermerken ist, dass Cinemaxx eine Nettofinanzposition von EUR 16,7 Mio. (H1/2011) aufweist.

Studio Babelsberg: Not Rated

Mit seiner 100jährigen Unternehmensgeschichte ist Studio Babelsberg das älteste Großatelier-Filmstudio der Welt und zählt zu den führenden Standorten für die Herstellung von Kino- und Fernsehfilmproduktionen in Europa. Der Standort Berlin umfasst 16 Ateliers und Studios sowie diverse Außenkulissen auf über 156.000 qm. Darüber hinaus bietet Studio Babelsberg als Co-Produzent oder Produktionsdienstleister umfassende Dienstleistungen im Bereich Production Services an, u. a. Locations, Drehgenehmigungen, Budgetierung, Accounting oder Förderadministration. Schließlich engagiert sich das Unternehmen zunehmend als Produzent sowie als Filmfinanzierer, u. a. bei „Inglorios Basterds“ oder „Operation Walküre“.

Studio Babelsberg: Not Rated

Your Family Entertainment: Not Rated

Your Family Entertainment, die zuvor als RTV Family Entertainment firmierte und ihren Ursprung in der Ravensburger AG hat, zählt in Deutschland zu den traditionsreichsten Unternehmen in der Produktion und im Lizenzhandel von Unterhaltungsprogrammen für Kinder. Die Programmbibliothek umfasst derzeit rund 3.500 Halbstunden-Programme, die von YFE über alle relevanten Wertschöpfungsstufen (Pay- und Free-TV, DVD, VoD und Merchandising) ausgewertet werden. YFE ist in zwei Geschäftsbereiche unterteilt: Der Geschäftsbereich „License Sales“ umfasst den Lizenzhandel für Free- und Pay-TV, die gesamte Wertschöpfungskette der Nebenrechteverwertung, Ko-Produktionen einzelner Filmtitel und die Herstellung sowie der Eigen- und Fremdvertrieb von DVD- und Audioprodukten. Im Bereich „Productions“ ist YFE in die Bereiche Auftragsproduktionen und sogenannte Repertoire-Produktionen untergliedert. Daneben ist YFE seit Ende 2007 auch mit einem eigenen Pay-TV-Sender, „yourfamily“, positioniert. Die Gesellschaft hat in den letzten Jahren den Turnaround erfolgreich vollzogen und weist inzwischen starke Eigenkapitalrelationen auf.

Your Family Entertainment: Not Rated

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Klassik Radio

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e
Key Data						
Umsatz	kEUR	15.570,0	11.126,9	9.688,6	10.534,7	11.446,5
Rohertrag	kEUR	23.331,0	15.831,9	13.471,6	14.229,5	15.374,4
EBITDA	kEUR	338,0	494,9	1.034,3	1.201,2	1.768,4
EBIT	kEUR	-152,0	109,7	763,7	942,8	1.510,0
EBT	kEUR	-512,0	-168,3	620,7	867,4	1.464,0
Nettoergebnis	kEUR	-588,0	96,1	662,1	904,4	1.252,6
Anzahl Mitarbeiter		87	105	91	98	98
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	9,08	8,90	7,50	5,81	
Kurs Tief	EUR	3,45	6,30	4,80	5,15	
Kurs Durchschnitt	EUR	5,76	7,26	6,25	5,58	
Schlusskurs	EUR	8,35	6,50	5,99	5,59	5,59
EPS	EUR	-0,13	0,02	0,14	0,19	0,26
BVPS	EUR	0,88	1,31	1,39	1,47	1,58
CFPS	EUR	0,12	0,09	0,10	0,24	0,32
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,10	0,15	0,21
Kursziel	EUR					7,80
Performance bis Kursziel	%					39,5%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	2,2%	4,4%	10,7%	11,4%	15,4%
EBIT-Marge	%	-1,0%	1,0%	7,9%	8,9%	13,2%
EBT-Marge	%	-3,3%	n/a	6,4%	8,2%	12,8%
Netto-Marge	%	-3,8%	0,9%	6,8%	8,6%	10,9%
FCF-Marge	%	1,5%	n/a	26,2%	9,7%	12,2%
ROE	%	-14,9%	1,6%	9,9%	12,7%	16,4%
NWC/Umsatz	%	1,9%	6,3%	0,0%	0,1%	0,2%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	179,0	105,8	106,1	107,5	116,8
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-1,7	1,0	8,4	9,6	15,4
Wachstumsraten						
Umsatz	%	4,4%	-28,5%	-12,9%	8,7%	8,7%
Rohertrag	%	7,1%	-32,1%	-14,9%	5,6%	8,0%
EBITDA	%	-70,9%	46,4%	109,0%	16,1%	47,2%
EBIT	%	442,9%	n/a	596,2%	23,5%	60,2%
EBT	%	62,5%	-67,1%	n/a	39,7%	68,8%
Nettoergebnis	%	156,8%	n/a	589,0%	36,6%	38,5%
EPS	%	156,8%	n/a	557,7%	36,6%	38,5%
CFPS	%	-52,5%	-26,7%	12,7%	145,1%	32,6%
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	8.287,0	8.096,0	6.854,0	6.749,6	6.631,2
Umlaufvermögen	kEUR	4.146,0	5.395,3	2.130,7	2.307,2	2.804,6
Eigenkapital	kEUR	3.955,0	6.022,0	6.684,1	7.106,0	7.635,1
Verbindlichkeiten	kEUR	8.478,0	7.469,0	2.301,0	1.951,2	1.801,0
EK-Quote	%	31,8%	44,6%	74,4%	78,5%	80,9%
Gearing	%	54,6%	28,8%	9,9%	5,2%	1,7%
Working Capital	kEUR	300,0	702,0	-3,0	11,6	19,5
Capital Employed	kEUR	1.746,0	1.748,0	635,0	534,2	423,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Klassik Radio (Forts.)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	mn	4,5	4,6	4,8	4,8	4,8
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	40.860,0	40.993,4	36.187,5	28.033,3	
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	15.525,0	29.017,8	23.160,0	24.848,8	
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	25.920,0	33.439,6	30.156,3	26.923,5	
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	37.575,0	29.939,0	28.901,8	26.971,8	26.971,8
Nettoverschuldung	kEUR	4.321,0	2.528,7	188,3	-271,6	-901,6
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	kEUR	45.181,0	43.522,1	36.375,8	27.761,6	
Enterprise Value Tief	kEUR	19.846,0	31.546,5	23.348,3	24.577,1	
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	30.241,0	35.968,3	30.344,6	26.651,9	
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	41.896,0	32.467,7	29.090,1	26.700,1	26.070,2
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	2,90	3,91	3,75	2,64	
EV/Umsatz Tief	x	1,27	2,84	2,41	2,33	
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,94	3,23	3,13	2,53	
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,69	2,92	3,00	2,53	2,28
EV/EBITDA	x	124,0	65,6	28,1	22,2	14,7
EV/EBIT Hoch	x	n/a	396,7	47,6	29,4	
EV/EBIT Tief	x	n/a	287,6	30,6	26,1	
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	327,9	39,7	28,3	
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	296,0	38,1	28,3	17,3
KGV Hoch	x	n/a	426,6	54,7	31,0	
KGV Tief	x	n/a	302,0	35,0	27,5	
KGV Durchschnitt	x	n/a	348,0	45,5	29,8	
KGV Schlusskurs	x	n/a	311,5	43,7	29,8	21,5
KBV	x	9,5	5,0	4,3	3,8	3,5
KCF	x	70,2	74,6	61,0	23,2	17,5
FCF-Yield	%	0,6%	-0,1%	8,8%	3,8%	5,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	1,7%	2,7%	3,7%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	535,0	401,3	473,7	1.160,8	1.539,5
Investiver Cashflow	kEUR	-306,0	-428,0	2.063,0	-143,0	-140,0
Free Cashflow	kEUR	229,0	-26,7	2.536,7	1.017,8	1.399,5
Finanz-Cashflow	kEUR	-600,0	1.139,0	-3.121,0	-942,9	-1.014,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Sky Deutschland

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Key Data										
Umsatz	EUR Mio.	1.074,5	1.055,4	984,5	941,1	902,1	977,8	1.138,7	1.272,4	1.387,5
Bruttoergebnis	EUR Mio.	283,9	166,1	134,7	56,9	-61,6	-41,0	95,6	183,7	181,1
EBITDA	EUR Mio.	104,2	7,6	37,8	-107,3	-639,0	-318,4	-211,6	-79,9	-99,7
EBIT	EUR Mio.	55,9	-40,7	-10,5	-156,2	-687,9	-367,6	-219,9	-81,3	-101,1
EBT	EUR Mio.	34,0	-54,5	-50,5	-215,7	-727,6	-401,0	-273,0	-201,2	-222,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	48,7	-161,5	-51,6	-264,5	-677,3	-407,6	-277,6	-150,9	-167,0
Anzahl Abonnenten	1.000	3.272,0	2.696,0	2.534,0	2.399,0	2.470,0	2.652,6	3.011,6	3.272,3	3.504,7
Anzahl Mitarbeiter		1.147	1.150	1.183	1.200	1.240	1.420	1.716	1.756	1.763
Je Aktie										
Kurs Ende Periode	EUR	14,51	16,47	16,81	3,72	2,26	1,93	1,93	1,93	1,93
EPS	EUR	0,59	-1,97	-0,55	-2,35	-1,79	-0,70	-0,39	-0,19	-0,21
CFPS	EUR	1,00	-0,08	-0,02	-1,48	-1,80	-0,61	-0,37	-0,26	-0,28
BVPS	EUR	9,73	7,76	11,07	6,86	1,22	0,58	0,21	0,19	-0,02
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,50
Performance bis Kursziel	%									-74,1%
Profitabilitätskennzahlen										
EBITDA-Marge	%	9,7%	0,7%	3,8%	-11,4%	-70,8%	-32,6%	-18,6%	-6,3%	-7,2%
EBIT-Marge	%	5,2%	-3,9%	-1,1%	-16,6%	-76,3%	-37,6%	-19,3%	-6,4%	-7,3%
EBT-Marge	%	3,2%	-5,2%	-5,1%	-22,9%	-80,7%	-41,0%	-24,0%	-15,8%	-16,0%
Netto-Marge	%	4,5%	-15,3%	-5,2%	-28,1%	-75,1%	-41,7%	-24,4%	-11,9%	-12,0%
FCF-Marge	%	-2,6%	-11,5%	-5,8%	-12,3%	-23,5%	-37,4%	-16,4%	-13,4%	-15,7%
ROE	%	7,0%	-6,4%	-1,0%	-20,2%	-148,6%	-110,1%	-246,8%	-87,6%	136,3%
ROCE	%	3,6%	-2,6%	-0,6%	-9,1%	-57,8%	-31,5%	-21,5%	-9,9%	-11,7%
CE/Umsatz	%	102,5%	102,1%	133,5%	128,1%	92,3%	83,5%	72,4%	63,8%	57,8%
NWC/Umsatz	%	10,5%	11,1%	14,2%	10,3%	10,1%	9,6%	8,2%	7,6%	7,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR Mio.	0,94	0,92	0,83	0,78	0,73	0,69	0,66	0,72	0,79
Wachstumsraten										
Umsatz	%	9,1%	-1,8%	-6,7%	-4,4%	-4,2%	8,4%	16,5%	11,7%	9,0%
EBITDA	%	128,6%	-92,7%	399,0%	n/a	495,6%	-50,2%	-33,5%	-62,2%	24,7%
EBIT	%	n/a	n/a	-74,2%	n/a	340,5%	-46,6%	-40,2%	-63,0%	24,3%
EBT	%	n/a	n/a	-7,4%	327,0%	237,4%	-44,9%	-31,9%	-26,3%	10,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-68,1%	413,0%	156,1%	-39,8%	-31,9%	-45,6%	10,6%
EPS	%	n/a	n/a	-72,1%	328,6%	-23,8%	-60,8%	-44,3%	-50,6%	10,6%
CFPS	%	n/a	n/a	-68,8%	n/a	21,0%	-66,2%	-38,4%	-31,4%	10,7%
Bilanzkennzahlen										
Sachanlagen	EUR Mio.	1.118,9	1.072,8	1.366,5	1.250,3	834,4	824,5	873,2	866,9	865,2
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	250,7	277,8	401,8	319,2	212,0	212,0	243,7	405,8	277,0
Eigenkapital	EUR Mio.	798,1	636,6	1.040,5	771,7	463,0	333,8	89,1	92,8	-74,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	571,5	714,0	727,8	797,9	583,4	702,7	1.027,8	1.179,9	1.234,5
Anlagenintensität	%	0,9%	0,6%	0,5%	0,5%	1,6%	2,2%	3,0%	2,9%	3,5%
EK-Quote	%	58,3%	47,1%	58,8%	49,2%	44,3%	32,2%	8,0%	7,3%	-6,4%
Gearing	%	13,3%	37,8%	20,1%	45,5%	56,2%	112,4%	689,8%	640,2%	-1031,4%
Working Capital	EUR Mio.	112,9	117,2	140,2	96,6	90,7	93,7	92,9	97,1	104,6
Capital Employed	EUR Mio.	1.101,4	1.077,7	1.314,7	1.205,8	833,1	816,4	824,7	811,5	802,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Sky Deutschland (Forts.)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	82,0	82,0	94,0	112,5	378,0	579,5	708,1	778,9	778,9
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	2.693,7	852,8	1.263,3	1.188,7	1.750,3	1.315,5	2.683,7	1.923,9	
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	750,3	414,9	613,8	117,0	427,2	475,2	970,1	1.121,6	
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	1.609,7	655,2	983,2	809,7	952,6	863,5	1.834,0	1.550,0	
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	1.189,8	1.350,5	1.580,1	418,4	854,4	1.118,5	1.366,6	1.503,3	1.503,3
Nettoverschuldung	EUR Mio.	105,8	240,4	209,4	351,2	260,4	375,3	614,5	594,2	764,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	6,2	6,1	5,1	5,5	0,0	6,4	7,0	6,0	6,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	-58,2	-58,2	-58,2
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	2.805,7	1.099,4	1.477,8	1.545,7	2.010,7	1.697,2	3.246,9	2.465,9	
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	862,3	661,5	828,3	474,0	687,6	856,9	1.533,3	1.663,6	
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	1.721,6	901,7	1.197,7	1.166,7	1.213,1	1.245,1	2.397,2	2.092,0	
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	1.301,8	1.597,1	1.794,6	775,4	1.114,8	1.500,1	1.929,8	2.045,3	2.215,9
Free Float	%	76,6%	83,3%	100,0%	75,0%	60,0%	50,1%	50,1%	50,1%	50,1%
Free Float MarktKap.	EUR Mio.	911,4	1.125,4	1.580,1	313,8	512,6	560,4	684,7	753,2	753,2
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	2,61	1,04	1,50	1,64	2,23	1,74	2,85	1,94	
EV/Umsatz Tief	x	0,80	0,63	0,84	0,50	0,76	0,88	1,35	1,31	
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,60	0,85	1,22	1,24	1,34	1,27	2,11	1,64	
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,21	1,51	1,82	0,82	1,24	1,53	1,69	1,61	1,60
EV/EBITDA	x	12,5	211,0	47,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT	x	23,3	n/a							
EV/Abonnent Hoch	EUR k	857,5	407,8	583,2	644,3	814,1	639,8	1.078,1	753,6	
EV/Abonnent Tief	EUR k	263,5	245,4	326,9	197,6	278,4	323,0	509,1	508,4	
EV/Abonnent Durchschnitt	EUR k	526,2	334,5	472,7	486,3	491,1	469,4	796,0	639,3	
EV/Abonnent Schlusskurs	EUR k	397,9	592,4	708,2	323,2	451,3	565,5	640,8	625,0	632,3
KGV	x	24,4	n/a							
KGV rel. DAX	x	1,9	n/a							
KCF	x	14,5	n/a							
KBV	x	1,5	2,1	1,5	0,5	1,8	3,4	9,3	10,0	n/a
FCF-Yield	%	-2,3%	-9,0%	-3,6%	-27,6%	-24,8%	-32,7%	-13,7%	-11,4%	-14,5%
Ausschüttungsquote	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Economic Value Added										
WACC	%	n/a	6,3%	6,3%	8,0%	9,7%	11,2%	10,0%	10,7%	10,7%
ROCE/WACC	x	n/a	-0,42	-0,09	-1,14	-5,99	-2,81	-2,15	-0,92	-1,09
EV/CE	x	n/a	1,48	1,37	0,64	1,34	1,84	2,34	2,52	2,76
Fairer Wert je Aktie	EUR	n/a								
Cashflow										
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-20,4	-47,7	-34,4	-108,1	-158,4	-276,5	-77,0	-85,9	-108,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-7,2	-73,4	-23,2	-7,3	-53,3	-88,9	-110,2	-85,0	-110,0
Free Cashflow	EUR Mio.	-27,6	-121,1	-57,5	-115,4	-211,6	-365,4	-187,1	-170,9	-218,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-7,7	122,1	145,9	67,6	152,7	410,4	236,9	321,9	77,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch

Sphenecapital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate): Klassik Radio

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
23.04.2012	EUR 7,80	Buy	1; 2; 8
28.03.2012	EUR 7,80	Buy	1; 2; 8
20.02.2012	EUR 7,80	Buy	1; 2; 8
07.02.2012	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
15.12.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
27.10.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
29.09.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8
19.09.2011	EUR 8,20	Buy	1; 2; 8

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate): Sky Deutschland

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
23.04.2012	EUR 0,50	Sell	-

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.