

ARBOmedia AG



Vermarktungsspezialist mit Osteuropa-Fantasie

**Mit KGV von 10
attraktiv bewertet**

Executive Summary

Führender konzernunabhängiger Vermarkter von Werbezeiten. Die Münchner ARBOmedia AG ist der führende konzernunabhängige Vermarkter von Werbezeiten im Mediensektor auf dem europäischen Markt und derzeit in 7 europäischen Ländern – Deutschland, Polen, Tschechien, Rumänien, Slowakei, Türkei und Spanien – und operativ vor allem in der historisch gewachsenen Kernkompetenz der Vermarktung elektronischer Medien aktiv. Hierunter fallen TV- und Hörfunk/Radio sowie der anhaltend wachstumsstarke Internetsektor.

Internationaler Werbemarkt vor tiefgreifendem Umbruch. Getrieben wird diese Entwicklung von der zunehmenden Bedeutung des Mediums Internet sowie der voranschreitenden Digitalisierung der gesamten Medienbranche. Zugleich bescheinigt eine Studie von PwC dem weltweiten Mediengeschäft bis 2010 eine jährliche Wachstumsrate von 7 Prozent. Profitieren hiervon werden jedoch vor allem Medienkategorien und Anbieter, die sich den veränderten Gewohnheiten der Nutzer anpassen. Wichtigster Punkt ist die zunehmende Entkoppelung von der vorgegebenen Programmstruktur des Fernsehens. Durch das Internet und technologische Fortschritte wie DVD/Festplattenrecorder können Konsumenten Inhalte zu jedem von ihnen gewünschten Zeitpunkt und auch ohne die in der Vergangenheit kaum zu umgehenden Werbeunterbrechungen anschauen.

Breite Aufstellung bei Mediengattungen als Wettbewerbsvorteil. Ein wichtiger Wettbewerbsvorteil von ARBOmedia ist aus unserer Sicht die Fähigkeit des Unternehmens, durch sinnvolle Vernetzung der verschiedenen Mediengattungen Synergien zu erzielen und diese für die werbetreibende Industrie zu attraktiven Angebotspaketen zusammenzufassen. Seinen Kunden bietet ARBOmedia ein umfassendes Leistungspaket an, dessen Zielsetzung es ist, durch einen intelligenten „Media-Mix“ eine möglichst zielgruppen-orientierte Lösung mit weitgehend minimierten „Streuverlusten“ anzubieten und dadurch ein möglichst optimales Kosten-/Nutzenverhältnis zu erreichen.

Medienmanagementlösungen als zweites Geschäftsfeld. Über die Tochtergesellschaft ARBOvision sind die Münchner ihren Kunden auf der operativen Seite, bei der Beschaffung von Content oder der Bereitstellung von internationalen Marktanalysen behilflich. Weitere Dienstleistungsangebote sind die Sektoren Event-Management & Promotion sowie die Bereitstellung von entsprechender Fachliteratur, so dass die ARBOmedia-Gruppe ihren Kunden im Ergebnis ein „Full-Service“-Paket anbieten kann. Mit einem Anteil von 5,4 Prozent am Konzernbruttogewinn in 2005 spielte dieser Bereich bisher kaum eine Rolle, 2009 sollen jedoch bereits 20 Prozent der Gewinne aus diesem Segment kommen.

Niedrige Bewertung bietet erhebliche Kurs-Chancen. Auf Basis der von uns erwarteten Ergebnisse ist die ARBOmedia-Aktie beim aktuellen Kursniveau von rund 5,10 Euro ausgesprochen attraktiv bewertet. So beträgt das KGV bezogen auf unsere Gewinnschätzung von 0,51 Euro je Aktie im laufenden Jahr lediglich 10 und wird sich – sofern sich die positive Geschäftsentwicklung wie von uns erwartet auch im Geschäftsjahr 2007 fortsetzt – im kommenden Jahr auf nur noch 5,9 reduzieren. Getrieben wird die positive Entwicklung dabei vor allem durch die weitere Verbesserung der Margen, die Ausweitung des margenstarken Geschäfts mit den TV-Spartensendern, die Fortführung der Printstrategie in Rumänien und die gezielte Ausweitung der Aktivitäten der Tochter ARBOvision.

Kurs 15.11.2006
5,10 Euro

ISIN
DE0005489306

Symbol
RBX

Handelsplätze
Frankfurt, Xetra, Hamburg, Bremen, Berlin, Düsseldorf, Stuttgart, München

Börsensegment
Geregelter Markt/
Prime Standard

Marktkapitalisierung
19,97 Mio. Euro

Aktienzahl
3.915.851 Stückaktien

Aktionärsstruktur
45,0% Streubesitz
24,3% AMCO GmbH
23,3% BOCO AG
6,1% Lena Beteil. AG
1,3% Organe

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Alexander Langhorst

Kontakt:
info@gsc-research.de

1.) Marktumfeld



Tiefgreifender Umbruch im internationalen Werbemarkt durch zunehmende Bedeutung von Internet und Digitalisierung

Nach einer aktuellen Erhebung von PriceWaterhouseCoopers belief sich das weltweite Umsatzvolumen der Medienwirtschaft im Jahr 2005 auf 1,3 Billionen Euro und soll in den kommenden Jahren weiter wachsen. Dabei erwarten die Marktbeobachter von PwC eine durchschnittliche jährliche Zuwachsrate um etwa 7 Prozent und für das Jahr 2010 ein Marktvolumen in einer Größenordnung von bis zu 1,8 Billionen Euro.

Derzeit findet man bei der Verteilung des Geschäftsvolumens auf die verschiedenen Bereiche der Medienwirtschaft ein altbekanntes Bild: Schwerpunkt bildet der Bereich TV mit einem Anteil von 41 Prozent, gefolgt von Zeitungen mit 31, Zeitschriften mit 17 sowie Radio- und Hörfunkanbieter mit 10 Prozent. Hingegen entfallen lediglich 0,7 Prozent der Umsatzvolumina auf die Medienwebsites, wie MediaPerspektiven für das vergangene Jahr ermittelt hat.

Zeitlicher Umfang des Medienkonsums legt weiter zu

Ausweislich einer aktuellen Studie des Instituts der Deutschen Wirtschaft (IW) hat der Konsum von „Medien“ durch den Verbraucher von 2000 bis 2005 deutlich zugenommen und ist pro Tag um 98 (!) Minuten angestiegen. Einziger stagnierender Sektor waren die Tageszeitungen mit einer Verminderung des durchschnittlichen Konsums um 2 Minuten pro Tag, alle übrigen Sektoren legten stark zu. Treiber dieser Entwicklung waren Fernsehen/TV mit plus 35 Minuten, Internet mit plus 31 Minuten sowie Radio mit plus 15 Minuten.

Da die beiden Bereiche Fernsehen und Radio seit Jahrzehnten bei den Konsumenten etabliert sind, ging die Steigerung auf eine tägliche Nutzung von derzeit rund 225 Minuten – also volle 3 3/4 Stunden – von einer hohen Ausgangsbasis aus. Den prozentual gesehen stärksten Zuwachs weist das im Vergleich noch recht junge Medium Internet mit dem bereits genannten Anstieg um 31 auf jetzt 44 Minuten auf. Bezogen auf alle Medien geht ein Drittel des Zuwachses der letzten 5 Jahre auf diesen Bereich zurück. Dieser Anteil dürfte aufgrund der erst in den letzten Jahren zustande gekommenen hohen Verbreitung künftig sogar noch höher werden.

Bei der Ausweitung des täglichen Medienkonsums, die dem Betrachter auf den ersten Blick übertrieben dynamisch vorkommen kann, ist zu beachten, dass sich die Nutzungsgewohnheiten der Konsumenten bei den Medien deutlich verändert haben. Im Gegensatz zu vor vielleicht 10 oder 15 Jahren ist ein erheblicher Teil der Zuschauer nicht mehr gewillt, „still und artig“ vor dem Fernseher zu verweilen, sondern beschäftigt sich zeitgleich mit anderen Aktivitäten wie dem Surfen im Internet, Tätigkeiten im Haushalt usw.. Ein derartiges Nutzungsverhalten der Konsumenten war in der Vergangenheit allenfalls vom Medium Radio bekannt, das bereits seit Jahrzehnten als klassisches Medium gilt, das neben anderen Tätigkeiten konsumiert wird – beispielsweise während der Autofahrt, neben der (Haus-)Arbeit oder bei anderen Aktivitäten (z.B. Sport usw.).

Bedeutung des Internets ist weiter auf dem Vormarsch...

Der deutliche Anstieg des Konsums von Medien-Seiten und Angeboten im Internet verwundert wenig, wird dieser doch getrieben von der zunehmend steigenden Anzahl von Internetnutzern sowohl in den entwickelten Industriestaaten wie auch den Schwellenländern, der Verbesserung der technologischen Vorausset-

zungen wie etwa Breitbandinternetzugänge, tendenziell abnehmenden Kosten für die Internetnutzung durch preisattraktive Flatrates sowie der Ausweitung der Nutzergruppen auf immer weitere Teile der Bevölkerung.



Nach einer aktuellen Schätzung von DB Research wird die Zahl der Internetnutzer in den kommenden 5 Jahren weiter signifikant zunehmen. Lag deren Anteil in den USA in 2005 beispielsweise noch bei etwa 65 Prozent, wird bis 2010 ein Anstieg in Richtung 85 Prozent erwartet. In Westeuropa wird sich die Quote von knapp unter 50 auf dann 65 Prozent erhöhen; ein ähnlicher Endwert wird auch für Japan im Jahre 2010 erwartet.

...und zwingt Medienunternehmen, sich diesem Wandel anzupassen

Insbesondere das Segment der Zeitungsverlage leidet unter der zunehmenden Digitalisierung der Medienlandschaft, wie sich ja bereits an der rückläufigen zeitlichen Beschäftigung der Konsumenten im vergangenen Fünf-Jahreszeitraum ablesen lässt. Hinter der unscheinbaren Zahl von 2 Minuten verbirgt sich eine aus Sicht der Zeitungsverlage bedrohliche Entwicklung, die sich in Form von rückläufigen Verkaufszahlen, daraus resultierend sinkenden Anzeigenpreisen sowie einer ebenfalls durch die geringere Reichweite ausgelösten Abwanderung von Werbeschaltungen in Stellenmärkten sowie dem übrigen Anzeigengeschäft schon heute empfindlich bemerkbar macht.

Viele Anbieter haben bereits in den letzten Jahren auf diese Marktentwicklung reagiert und bieten neben der klassischen „Print-Ausgabe“ für ihre Leser eine ergänzende Internetseite und teilweise auch so genannte „Podcasts“ an. Bei letzteren handelt es sich um die Bereitstellung von (ergänzenden) Mediendateien im Audio- und/oder Video-Format zu einem entsprechenden Thema oder Ereignis. Vereinfacht gesagt handelt es sich dabei um einen Radio- oder Fernsehbeitrag, der jedoch nicht mehr zu einer bestimmten Zeit im Rahmen des vorgegebenen Programmschemas konsumiert werden muss, sondern individuell zu jedem Zeitpunkt als Dateiabrufes via Internet genutzt werden kann.

Weitere im Markt zu beobachtende Strategien sind Angebote, bei denen Inhalte zuerst auf der Internetseite erscheinen und später in der entsprechenden Druckausgabe der Zeitung (z.B. „Times“). Auch kommt es vor, dass ein Internetangebot einer Zeitung als zentrales Info- und Nachrichtenportal einer Zeitungsgruppe fungiert, wie seit diesem Jahr die Webseite www.welt.de des Axel Springer Verlages mit seiner Vielzahl an Printpublikationen.

Auch das TV-Geschäft ist von Veränderungen betroffen

Einen nicht zu unterschätzenden Wandel bedeutet der immer weiter voranschreitende Vormarsch des Internet auch für den TV-Markt, derzeit noch immer mit Abstand der umsatzstärkste Sektor im Mediengeschäft. Besondere Bedeutung für die Player in diesem Markt gewinnt die durch die Internettechnologie mögliche Entkopplung der Bereitstellung einer Sendung oder eines Filmes von dem im Fernsehen klar vorgegebenen zeitlichen Korsett der Programmstruktur.

Inzwischen gehen immer mehr Fernsehsender dazu über, ihre gesendeten Beiträge und Sendungen auch im Internet bereitzustellen und hier dem Nutzer entweder eine Alternative zum zeitgleichen Konsum via Fernsehen oder aber auch die Nutzung zu einem späteren Zeitpunkt zu ermöglichen.

Jüngst kündigten beispielsweise die öffentlich-rechtlichen deutschen Fernsehanstalten ARD und ZDF an, zukünftig sämtliche gesendeten Sendungen und Beiträge im Internet archivieren und dem Nutzer einen späteren Abruf ermöglichen zu wollen. Ein weiteres Indiz, das für die wachsende Bedeutung dieses Kanals spricht, ist die Diskussion über die Einbindung von internetfähigen PCs in die Erhebung der allgemeinen Rundfunkgebühren.

Neue Vertriebskanäle für TV-Stationen



Zudem bietet das Internet TV-Stationen und Sendern attraktive Möglichkeiten, ihr Angebot abseits der klassischen Verbreitung via TV auf zusätzlichen Vertriebswegen an den Nutzer zu bringen. Neben den auch in diesem Sektor immer umfassender gestalteten Internetpräsenzen sehen Marktbeobachter vor allem beim mobilen TV und bei IPTV-Anwendungen erhebliches Wachstumspotenzial. Gartner Resarch rechnet in einer aktuellen Studie damit, dass die Zahl der Haushalte in Westeuropa mit einem IPTV-Abonnement bis 2010 mit durchschnittlich 50 Prozent pro Jahr von aktuell 3 auf dann annähernd 17 Mio. wachsen wird.

Bei IPTV handelt es sich per Definition im Grundsatz um eine breitbandige IP-Verbindung zum Endgerät (durchaus auch ein klassisches Fernsehgerät), bei dem die Inhalte und angebotenen Dienste über eine Schnittstelle wie beispielsweise die Fernbedienung vom Nutzer ausgewählt werden können. Über einen entsprechenden Rückkanal wird die Interaktivität dieses Angebots ermöglicht. Technisch ist es möglich, über eine solche IPTV-Plattform neben Video- und Audiosignalen auch weitere Anwendungen wie beispielsweise eCommerce oder Multi-User- und Online-Spiele anzubieten.

Besonders interessant ist dies für Anbieter aus dem Bereich Lotto und Wetten, wenngleich hier bis zur Klärung der rechtlichen Rahmenbedingungen in einer Reihe von großen europäischen Märkten wohl eher mit einer noch verhaltenen Entwicklung zu rechnen sein dürfte. Weitere Möglichkeiten ergeben sich im Bereich kostenpflichtiger Programme (PayTV), wenngleich dieser Sektor bereits seit Jahren mit zum Teil erheblichen Akzeptanzproblemen bei den Konsumenten zu kämpfen hat. Daher ist hier zunächst einmal kein explosives Wachstum zu erwarten, zumal die „Umsonst“-Mentalität unter den Nutzern im Internet ja immer noch weit verbreitet ist.

Digitalisierung führt zu grundlegendem Wandel im Werbebereich

Vor dem beschriebenen Umfeld ist in den kommenden Jahren mit einer grundlegenden Veränderung der Werbelandschaft im Mediensektor zu rechnen. Wurde diese bisher klassischerweise durch Werbeblöcke, vorzugsweise in der so genannten „Prime Time“ oder große Printkampagnen bestimmt, ist seit einiger Zeit zu beobachten, dass die mit diesen Strategien erzielbaren Werbeeinnahmen bei TV-Stationen und Zeitungshäusern zunehmend unter Druck geraten und eine Veränderung der Anforderungen des Marktes aufzeigen.

So haben sich auf dem deutschen Markt ausweislich einer Erhebung bei den Fernsehstationen die Werbeeinnahmen zwischen 2001 und 2004 um rund 20 Prozent auf 3,86 (4,71) Mrd. Euro vermindert – was sicher nicht allein auf das in diesem Zeitraum wechselhafte konjunkturelle Umfeld zurückzuführen ist.

Zuschauer entscheidet stärker selbst über seinen Werbekonsum...

Neben der bereits beschriebenen Wandlung der Konsumgewohnheiten von Medien setzt sich beim Konsumenten immer stärker der Wunsch durch, zugleich sein eigener Programmdirektor zu sein. So ist es heute problemlos möglich, mit DVD-Recordern und darin enthaltenen Festplatten die gewünschten Programme aufzuzeichnen und gemäß der persönlichen eigenen Planung zu konsumieren.

Überdies ist es auch möglich, über derartige Geräte das aktuell laufende Programm um einige Minuten zeitversetzt abzuspielen, so dass der Zuschauer beim „Hinterherschauen“ etwaige Werbeblöcke gezielt überspringen kann. Die Relevanz dieser Entwicklung belegt eine Studie aus Großbritannien, in welcher das Fernsehverhalten von Kunden des Senders Sky Digital untersucht wurde, die über einen entsprechenden DVD-/Festplattenrecorder verfügen. Laut Ergebnis

der Studie haben diese bis zu einem Drittel weniger Werbung konsumiert als der Durchschnitt der britischen TV-Zuschauer.



...und wird auf neuen Wegen mit Werbebotschaften „versorgt“

Künftig werden daher neue Formen der Werbung sowie die Nutzung neuer technischer Möglichkeiten an Bedeutung gewinnen. Beispielhaft zu nennen ist hier die Aufteilung des Bildschirms in verschiedene Bereiche, wodurch es ermöglicht wird, verschiedene Bilder oder Handlungen parallel zu zeigen („Split-Screen“). Besonderer Beliebtheit erfreut sich diese technologische Errungenschaft des Split-Screen in jüngerer Vergangenheit bei Live-Übertragungen im Sportbereich: Während in einer Ecke des Bildschirms die Sportübertragung läuft, werden im übrigen Bildschirmbereich Werbefilme abgespielt.

Ähnlich funktioniert auch der so genannte Crawl. Hierbei werden Werbebotschaften zwischen Nachrichten und Börsenkursen im Laufband am unteren Bildschirmrand integriert und erreichen den Zuschauer daher im laufenden Programm deutlich besser als eine Botschaft in einer Werbepause. Sowohl Split-Screen als auch Crawl haben in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen; nach Angabe des RTL-Werbevermarkters IP Deutschland entfielen darauf 2005 bereits 10 Prozent der gesamten Werbeeinnahmen bei zweistelligen Zuwachsraten. Zunehmend an Bedeutung gewinnt auch der Verweis in einer Fernsehsendung, dem Videotext oder dem Laufband auf Websites, die ihrerseits neben Inhalten zum behandelten Thema mit Werbebotschaften versehen sind.

Nicht unumstritten in seiner Auswirkung ist das so genannte „Branded Entertainment“, bei dem das Ziel verfolgt wird, eine Marke oder ein Produkt (Brand) in einen redaktionellen Inhalt bzw. eine Serie (Entertainment) einzubinden. So gab es im Jahr 2004 einen Skandal, als aufkam, dass bei einer ARD-Vorabendserie regelmäßig ins Drehbuch geschriebene Werbebotschaften enthalten sind. Der deutsche Gesetzgeber bezeichnet derartige Aktivitäten als „Schleichwerbung“, was hierzulande verboten ist. Nicht in Konflikte mit Justizia kommt eine Marke jedoch, wenn diese für eine Sendung eine Art Titelpatronat übernimmt. Ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit: die von McDonald's gesponserte McChart Show, die auf dem Sender Pro7 gelaufen ist.

Interaktive Werbung ist noch Zukunftsmusik

Weitgehend Zukunftsmusik für den deutschen und viele andere Märkte stellt das Thema „interaktive Werbung“ dar. Hierbei spielt derzeit Großbritannien eine Vorreiterrolle. Dort ist es bereits heute technisch möglich und bei den Zuschauern durchaus populär, sich bei Betrachtung eines angebotenen Produktes per Fernbedienung ein weiteres Bildschirmfenster aufzurufen. Sieht der Betrachter etwa gerade einen Spot über die neue S-Klasse aus dem Hause Daimler-Benz, kann er sich in diesem Zusatzfenster seine Wunschkarosse zusammensustellen, zugleich ausrechnen, wie viel Geld er bis zur Anschaffung noch ansparen muss und bei Interesse auch gleich einen Termin für eine Probefahrt vereinbaren.

Vorraussetzung für interaktive Werbung sind jedoch Empfangsboxen, wie diese bei Pay-TV Angeboten bzw. für das digitale Fernsehen erforderlich sind – beides Angebote, die sich zumindest in Deutschland und einer ganzen Reihe weiterer Staaten im Gegensatz zu Großbritannien noch keiner sonderlich hohen Verbreitung erfreuen.

2.) Das Unternehmen: ARBOmedia AG



Führender und konzernunabhängiger Europäischer Vermarkter von Werbezeiten im Mediensektor

Die ARBOmedia AG ist mit ihren Tochtergesellschaften als unabhängiger Vermarkter von Werbezeiten tätig und nimmt auf den europäischen Werbemärkten eine führende Position ein. Die Kernkompetenz der Münchener liegt dabei in der Vermarktung elektronischer Medien, also Fernsehen, Radio und Internet.

Starke Expansion vor allem in Osteuropa

Die Unternehmenshistorie reicht bis in das Jahr 1987 mit der Gründung der damaligen ARBO München durch die Herren Dr. Harald Albrecht und Dr. Georg Bogner zurück. 1990 erfolgte zusammen mit der IP S.A., einem Konzernunternehmen der Havas Gruppe, der Aufbau des Gemeinschaftsunternehmens IP ARBO mit der Gründung von ersten Tochterfirmen in Lettland und Tschechien. In den Folgejahren wurde das Niederlassungsnetz in Mittel- und Osteuropa kontinuierlich weiter ausgebaut: 1992 folgte der Eintritt in Ungarn und Weißrussland, 1993 in Litauen sowie 1994 in Rumänien.

Nach der Veräußerung der IP S.A. von der Havas-Gruppe an die zum Bertelsmannkonzern gehörende CLT/UFA in 1998 erfolgte ein Management-Buy-Out durch die Gründungsgesellschafter der ARBO München sowie die Gründung einer eigenen Tochter in Deutschland. Im Jahre 2000 wurde durch den Anteils-erwerb von 50 Prozent der Anteile des Online-Vermarkters adMaster network der Einstieg in die Internetwerbung vollzogen. Ferner erfolgte im Jahre 2000 die Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft und der Börsengang an den Neuen Markt. Mit Wirkung zum 1. Januar 2001 übernahm ARBOmedia die übrigen Geschäftsanteile von adMaster network, daneben wurden weitere Tochtergesellschaften in Europa gegründet.

New Economy Krise bremst Wachstum nur vorübergehend

Aufgrund des sich in den Jahren 2001 und 2002 zunehmend verschlechternden Umfeldes im Medien- und Werbesektor sowie des so genannten „Dot-Com-Crash“ trennte sich ARBOmedia bereits 2001 von der Schweizer adMaster-Tochter. 2002 wurden auch die Tochtergesellschaften in Frankreich, Griechenland, den Niederlanden und Österreich geschlossen, da die hier angestrebten Geschäfts- und Ertragsvolumina nicht erreicht werden konnten.

Auf der anderen Seite erfolgte die Neugründung einer Tochter in Spanien sowie die Übernahme einer 60-Prozent-Beteiligung am dortigen TV- und Hörfunkvermarkter RMB DI-VERSUS. Ebenfalls ausgebaut wurde die Stellung auf dem polnischen Markt mit der Übernahme eines 51-prozentigen Mehrheitsanteils am dortigen TV-Vermarkter IMS. In den Folgejahren konzentrierte sich ARBOmedia auf das organische Wachstum und trieb ab 2003 den in der Tochtergesellschaft ARBOvision gebündelten Bereich Medien-Management-Lösungen voran, deren Aktivitäten während der Marktkrise auf ein Minimum reduziert worden waren.

Europaweit führender und unabhängiger Vermarkter von Werbezeiten

Heute ist ARBOmedia in insgesamt 7 europäischen Ländern – Deutschland, Polen, Tschechien, Rumänien, Slowakei, Türkei und Spanien – einer der führenden und konzern-unabhängigen Vermarkter von Werbezeiten. Hierbei liegt der Hauptfokus sowie die historisch gewachsene Kernkompetenz auf der Vermark-

tung elektronischer Medien, gemeint sind damit neben dem Fernsehen sowie dem Hörfunk/Radio auch das nach wie vor sehr wachstumsstarke Internet.



Aktuell umfasst das betreute Kundenportfolio 20 TV-Sender, 16 Radiostationen, mehr als 300 Websites, über 50 Print-Titel sowie eine wachsende Zahl von so genannten Out-of-Home-Medien – darunter versteht man Werbung außerhalb der eigenen vier Wände des Konsumenten, wie beispielsweise klassische Plakate im Außenbereich, aber auch zunehmend „Infoscreens“, die in U-Bahnhöfen oder in Fahrzeugen von öffentlichen Verkehrsmitteln zu finden sind. Regionale Schwerpunktmärkte des Unternehmens bilden dabei Deutschland sowie Osteuropa und hierbei vor allem die Länder Tschechien, Rumänien sowie die Türkei.

Angebot sämtlicher Mediengattungen als Wettbewerbsvorteil

Im operativen Geschäft agiert ARBOmedia als Vermarkter als eine Art Vermittler zwischen den betreuten Medien auf der einen und dem Werbemarkt auf der anderen Seite. Bei der Ansprache der werbetreibenden Industrie erweist sich die breite Aufstellung des Kundenportfolios von ARBOmedia als sehr vorteilhaft, da man der potenziellen Kundschaft sämtliche Mediengattungen anbieten kann, die für Werbezwecke relevant sind. Hierbei handelt es sich neben den klassischen Medien vor allem um das Internet, Telekommunikation sowie Werbung im Geschäft selbst, das so genannte „Point-of-Sale TV“ (kurz: P.O.S. TV).

Ein wichtiger Wettbewerbsvorteil von ARBOmedia ist die Fähigkeit, durch sinnvolle Vernetzung der verschiedenen Gattungen Synergien zu erzielen und diese für die werbetreibende Industrie zu attraktiven Angebotspaketen zusammenzufassen. Eine Pionierstellung – zumindest in Europa – kommt der ARBOmedia-Gruppe auch bei der Vernetzung sowie der Vermarktung der sich zunehmend segmentierenden elektronischen Medien zu.

Hierbei werden neben dem Klassiker Internet auch zunehmend die sich etablierenden Spartenangebote wie Digital-TV, Community-TV, elektronische Standortwerbung sowie Werbeleitsysteme und die Werbetelefonie mit in die angebotenen Lösungspakete einbezogen. Durch diesen neuartigen „Media-Mix“ wird die bisher in der Branche vorherrschende strikte Trennung zwischen „Above-the-Line“-Aktivitäten – darunter fallen klassische Medien wie TV, Hörfunk oder Print – sowie den „Below-the-Line“-Aktivitäten weitgehend aufgehoben. Zur letzteren Rubrik zählen z.B. Direktmail, POS-Promotion, Ambient-Medien usw.

Für die Kunden aus der werbetreibenden Industrie bieten derartige innovative Paketlösungen den großen Vorteil einer stark zielgruppenorientierten Verfahrensweise, was unnötige und vor allem kostspielige Streuverluste minimiert und eine sehr effiziente Lösung darstellt. Neben der Zielgruppenschärfe der Angebote bieten diese durch den zuvor beschriebenen „Media-Mix“ auch die Möglichkeit, den Verbraucher dort mit der Werbebotschaft zu erreichen, wo dieser eine solche am wenigsten erwartet und so die Werbewirksamkeit deutlich zu erhöhen.

Serviceleistungen runden Angebotspalette ab

Neben der reinen Unterstützung der Medienunternehmen bei der Vermarktung ihrer Werbezeiten liefert ARBOmedia diesen auch detailliertes Datenmaterial und Auswertungen in Bezug auf Zuschauerreichweiten, Einschaltquoten, Marktanteile in den jeweiligen Altersgruppen sowie relevantes Datenmaterial zu makroökonomischen Sachverhalten. Dieser Service wird sowohl für die Medienunternehmen erbracht, welche von ARBOmedia ihre Werbezeiten vermarkten lassen, wie auch für die werbetreibende Industrie.

Insbesondere für die letztgenannte Gruppe stellen diese Daten einen interessanten Zusatznutzen („Added Value“) in Bezug auf die optimale Strukturierung

ihrer jeweiligen Werbebemühungen und der hierfür genutzten Verbreitungskanäle dar. Umgekehrt werden den Medienunternehmen entsprechende Informationen über die verfügbaren Werbebudgets, aktuell nachgefragte oder künftig zu erwartende Werbestrategien sowie die gewünschten Zuschauerzielgruppen zur Verfügung gestellt.



Zweites Geschäftsfeld Medienmanagement-Lösungen...

Das zweite operative Standbein der ARBOmedia Gruppe ist der seit 2003 wieder verstärkt ausgebaut Bereich der so genannten „Medien-Management-Lösungen“, der in der Tochterfirma ARBOvision GmbH gebündelt ist. Bereits bis zum Jahr 2001 war man in diesem Sektor sehr aktiv, hat die Aktivitäten in Folge der sich deutlich eintrübenden Rahmenbedingungen aber zeitweise auf ein Minimum reduziert.

Die ARBOvision GmbH agiert am Markt als international tätige Marketing- und Beratungsgesellschaft der AG und bietet sämtliche Dienstleistungen rund um die Medienvermarktung als Hauptgeschäft der Unternehmensgruppe an. Auch bei ARBOvision liegt der Schwerpunkt bei der Kundenzielgruppe auf dem TV-Sektor. Den Kunden ist das Unternehmen dabei auf der operativen Seite, bei der Beschaffung von Content oder der Bereitstellung von internationalen Marktanalysen behilflich.

Weitere Dienstleistungsangebote sind die Sektoren Event-Management & Promotion sowie die Bereitstellung von entsprechender Fachliteratur, so dass die ARBOmedia Gruppe ihren Kunden im Ergebnis ein „Full-Service“-Paket anbieten kann. Mit einem Anteil von lediglich 5,4 Prozent am Konzernbruttogewinn im Jahr 2005 hat dieser Bereich derzeit noch eine stark untergeordnete Bedeutung; binnen drei Jahren soll dieser Anteil aber bereits auf 20 Prozent steigen.

...ermöglichen den Kunden deutlich effizientere Strukturen und Prozesse

Die ARBOvision GmbH bietet zwei verschiedene Medienmanagement-Systeme an: AdLounge und ProLogue. Beide Systeme können nach Unternehmensangabe individuell an die Bedürfnisse von Fernseh- und/oder Rundfunksendern, Verlage oder sonstigen Medien angepasst werden.

Das Produkt AdLounge organisiert und strukturiert beim Kunden den komplexen Vermarktungsprozess von Werbeplätzen in den jeweils adressierten Segmenten des Mediensektors. Hierbei beschränkt sich die ganzheitlich angelegte Lösung nicht allein auf die klassischen Elemente wie TV-, Hörfunk oder Print, sondern bezieht auch Angebote wie Teletext und Teleshopping mit ein. Im Ergebnis wird der Kunde durch AdLounge bei seinen Bestrebungen unterstützt, die erzielbaren Werbeeinnahmen zu maximieren.

Bei ProLogue handelt es sich um eine Anwendung, welche ein effizientes Management der Arbeitsabläufe im Programmbereich eines TV-Senders ermöglicht und unterstützt. Dabei erstreckt sich der Einsatz von ProLogue auf die gesamte Ablauforganisation von der Programmplanung über die Programmakquise und -lizenzierung, sendereigene Produktionen, erforderliche Synchronisationen bis hin zur Produktion von Untertiteln. Die auf diese Weise erreichte Standardisierung der Arbeitsabläufe führt beim Anwender, also dem TV-Sender, zu einer effizienteren Nutzung der vorhandenen Ressourcen und trägt damit zur weiteren Optimierung der Kostenstrukturen eines solchen Unternehmens bei.

3.) Wettbewerber



Mögliche Peer-Group-Kandidaten eher bei kleineren Firmen

Das Geschäftsmodell von ARBOmedia überschneidet sich mit dem Angebots- und Aktivitätsspektrum einer ganzen Reihe von Unternehmen. Hierbei handelt es sich unter anderem jedoch um wenig vergleichbar erscheinende Gesellschaften wie die britische **WPP Group plc** mit einer Marktkapitalisierung von über 12 Milliarden Euro oder die französische **Publicis Groupe S.A.** mit einem Börsenwert von rund 6 Milliarden Euro.

Diese beiden beispielhaft genannten Wettbewerber sind im Gegensatz zur stark fokussierten ARBOmedia AG breit aufgestellte Medien- und Kommunikationskonzerne. Daher besteht neben Überschneidungen im Angebotspektrum eine Vielzahl weiterer Aktivitäten, so dass eine auch nur ansatzweise Vergleichbarkeit aus Gründen der Unternehmensgröße sowie einer vollständig anders ausgerichteten Unternehmensstruktur nicht gegeben ist.

Ähnliches gilt auch für die **Pro7Sat1 Media AG**, die eher zu den potenziellen Kunden von ARBOmedia denn zu ihren Wettbewerbern oder Vergleichsunternehmen zählen dürfte. Mit den vier Sendern Sat.1, ProSieben, Kabel 1 und N24 ist die Gruppe Deutschlands größtes Fernsehunternehmen und erwirtschaftet über 95 Prozent der Umsatzerlöse im Kerngeschäftsfeld Fernsehen, so dass eine vertiefende Betrachtung an dieser Stelle nach unserer Einschätzung wenig zusätzlichen Erkenntnisgewinn verspricht.

Unter Vergleichbarkeitsgesichtspunkten wesentlich besser geeignet erscheinen hingegen eine Reihe von kleineren und ebenfalls an der Börse notierten Gesellschaften. Zu nennen ist hier **ad pepper** als international aufgestellte Verkaufs- und Vermarktungsorganisation für elektronische Werbung und die aus der Verschmelzung der Focus Digital AG mit der Tomorrow Internet AG entstandene Gesellschaft **Tomorrow Focus**, einem Publizisten von verschiedenen reichweitenstarken Internet-Portalen.

ad pepper: Als Online-Vermarkter noch am ehesten vergleichbar

Bei der **ad pepper media N.V.**, die ebenfalls im Prime Standard der Deutschen Börse gehandelt wird, handelt es sich um eine international ausgerichtete Vermarktungsgesellschaft für elektronische Werbung. Auf der Kundenseite bedient ad pepper sowohl die werbetreibende Industrie direkt wie auch indirekt über Werbeagenturen. Derzeit ist ad pepper in neun europäischen Ländern mit insgesamt 13 Niederlassungen vertreten und vermarktet über die 650 betreuten Websites mehr als 1,2 Mrd. Werbekontakte pro Monat.

Im Markt hat sich das Unternehmen als Komplettanbieter etabliert. Das heißt, dass ad pepper seinen Kunden ein komplettes Servicepaket anbietet, welches sowohl die technologische Seite abdeckt als auch eine breite Palette an innovativen Marketinglösungen und Werbeformen beinhaltet. Zu den Kunden von ad pepper zählen unter anderem die Webseiten „Gelbe Seiten“ und „Das Telefonbuch“ hierzulande, Marktplats in den Niederlanden, Krak in Dänemark, Interhotel in Spanien sowie themenspezifische Sites wie Monster und weitere.

Im Geschäftsjahr 2005 realisierte die Gesellschaft einen Umsatzanstieg um 32 Prozent auf 29,4 (Vj. 22,2) Mio. Euro und übertraf damit erneut das Branchenwachstum. Das Konzernergebnis reduzierte sich in Folge der Investitionen in die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten und des Erwerbs der mediasquares GmbH leicht von 3,95 auf 3,39 Mio. Euro, was einem Ergebnis von 0,32 (0,35) Euro je Aktie entsprach.

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres kletterten die Umsätze im Jahresvergleich um 63 Prozent auf 30,2 (18,5) Mio. Euro. Bei einem EBIT von 7,16 (-0,27) Mio. Euro konnte ein Periodenergebnis von 7,1 (0,3) Mio. Euro erzielt werden. Damit liegt der Gewinn je Aktie mit 0,63 Euro bereits nach den ersten neun Monaten fast doppelt so hoch wie im Gesamtjahr 2005.



Für das Gesamtjahr rechnet ad pepper ist mit einer Fortschreibung der positiven Entwicklung. Beim aktuellen Börsenkurs von 12,20 Euro beträgt das geschätzte KGV für das laufende Jahr etwa 14.

Tomorrow Focus: Mehr Medienanbieter als Vermarkter

Deutlich eingeschränkter erscheint uns die Vergleichbarkeit mit der Tomorrow Focus AG, die aus der Fusion von Focus Digital und der Tomorrow Internet AG hervorging. Die 59-prozentige Tochter der Hubert Burda Media Holding zählt auf dem deutschen Markt zu den führenden Anbietern im Segment der Internet- und Printprodukte und betreibt unter anderem die Portale FOCUS Online, TV Spielfilm Online, TOMORROW Online, MAX Online und die Internetseite des PLAYBOY.

Mit dem erzeugten Traffic von deutlich über 700 Millionen Seitenabrufen im Monat zählt Tomorrow Focus zu den bedeutendsten Anbietern auf dem deutschen Markt für die Onlinevermarktung und weist an diesem Punkt eine Überschneidung mit dem Geschäftsfeld von ARBOmedia auf. Ein weiteres Unternehmensstandbein liegt bei mobilen Anwendungen und Content Management Systemen.

Im Gesamtjahr 2005 erzielte Tomorrow Focus einen Umsatz von 53,3 (48,8) Mio. Euro, ein Plus von 9,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Auf der Ergebnisseite wurde mit einem EBITDA von 2,4 (-0,6) Mio. Euro sowie einem Vorsteuerergebnis von 1,1 (-2,5) Mio. Euro die operative Gewinnzone erreicht. Das Jahresergebnis lag mit minus 1,9 (-3,0) Mio. Euro bzw. -0,04 (-0,07) Euro je Aktie erneut im negativen Bereich.

Im ersten Halbjahr 2006 hat sich der Aufwärtstrend im operativen Geschäft fortgesetzt und dem Unternehmen einem Umsatzzuwachs um 19,6 Prozent auf 28,7 (24,0) Mio. Euro beschert. Besonders dynamisch entwickelten sich die Geschäfte im klassischen Online-Geschäft mit einem Zuwachs um 41,9 Prozent auf 17,2 (12,3) Mio. Euro. Das EBITDA beläuft sich im ersten Halbjahr 2006 auf 1,7 (0,6) Mio. Euro, das Vorsteuerergebnis erreichte 1,1 (0,1) Mio. Euro.

Für das Gesamtjahr rechnet der Vorstand auch auf Basis des Jahresüberschusses mit der Rückkehr in die Gewinnzone; Marktbeobachter erwarten hier eine Größenordnung von gut 3 Mio. Euro oder etwa 0,07 Euro je Anteilsschein. Bezogen auf den aktuellen Börsenkurs von 2,16 Euro ist Tomorrow Focus damit mit einem 2006er KGV von etwa 30 bewertet.

„Peer Group“ zur Bewertung nur eingeschränkt geeignet

Sowohl ad pepper als auch Tomorrow Focus weisen nur in Teilen überschneidende Geschäftstätigkeiten mit ARBOmedia auf; insbesondere beschränken die beiden Firmen sich ausschließlich auf den Internetsektor, ferner ist Tomorrow Focus überwiegend in Deutschland aktiv. ARBOmedia ist dagegen auch in der TV- und Radio-Vermarktung vertreten und damit deutlich breiter aufgestellt.

Damit sind die Risiken gegenüber ad pepper und Tomorrow Focus als geringer einzuschätzen; umgekehrt profitieren die beiden Firmen von den derzeit starken Wachstumsraten im Online-Geschäft, das bei ARBOmedia nur einen kleineren Teil der Erlöse ausmacht. Vor diesem Hintergrund lässt sich unserer Ansicht nach keine sinnvolle Peer Group Bewertung durchführen, zumal die Kennzahlen alles andere als homogen sind.

4.) Finanzen & Bewertung



Weist nach erfolgreichem Turnaround in 2004 trotz stetigem Wachstumskurs nur ein KGV von 10 auf

Ein Blick in die Vergangenheit der ARBOmedia AG auf der Zahlen- und Bilanzseite zeigt die Abhängigkeit des Geschäfts sowohl von den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen als auch der Bereitschaft der werbetreibenden Industrie, gezielt in Marketing- und Werbung zu investieren. Dass diese Bereitschaft in den Jahren des „dot-com“-Crash, nach dem 11. September 2001 und schließlich dem im März 2003 gestarteten Irak-Krieg nur gering war, korreliert mit der Konsumzurückhaltung der Verbraucher insbesondere auf dem deutschen Markt und Kostensenkungsmaßnahmen in der Industrie, denen auch das ein oder andere Werbebudget ganz oder teilweise zum Opfer fiel.

Seit Mitte 2003, dem bereits dritten Jahr der Rezession, ist eine Bodenbildung erkennbar geworden, die sich in der Folgezeit durch wieder leicht steigende Werbebudgets und zunehmende Nachfrage nach entsprechenden Werbezeiten verstetigt hat. Von dieser Entwicklung konnte naturgemäß auch ARBOmedia als eines der führenden unabhängigen Vermarktungshäuser am Markt profitieren und für das Jahr 2004 die Rückkehr in die Gewinnzone vollziehen. Die wesentlichen finanziellen Eckdaten der Geschäftsjahre 2003 bis 2005 sind der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen.

	2003	2004	2005
Gesamterlöse	79,9 Mio. €	70,5 Mio. €	78,2 Mio. €
Ergebnis der gew. Gesch.	- 551 TEUR	469 TEUR	1,7 Mio. €
Jahresüberschuss	- 221 TEUR	50 TEUR	1,0 Mio. €
Ergebnis je Aktie in EUR	- 0,07 €	0,01 €	0,28 €

Quelle: Geschäftsberichte der ARBOmedia AG

Deutlicher Ergebniszuwachs in 2005

Im Geschäftsjahr 2005 hat sich der bereits im Vorjahr erfolgreich vollzogene Turn-Around eindrucksvoll bestätigt, wie sich am verbesserten Jahresergebnis von 1 Mio. Euro nach einem Vorjahresüberschuss von gerade einmal 50 TEUR, einer „schwarzen Null“ sozusagen ablesen lässt. Bezogen auf das Ergebnis je Aktie entspricht dies einer Verbesserung von 0,01 auf 0,28 Euro.

Die vollzogene Ergebnisverbesserung ist aus unserer Sicht umso bemerkenswerter, als das wirtschaftliche Umfeld im Geschäftsjahr 2005 von zum Teil sehr wechselhaften Rahmenbedingungen geprägt war. Die insbesondere im dritten und vierten Quartal 2005 zu beobachtende Konjunkturerholung ist dabei schwächer als im Vorjahr verlaufen. Wesentlicher Grund für die anhaltend positive Geschäftsentwicklung waren erneut die Aktivitäten in den weiterhin sehr dynamischen Märkten Zentral- und Osteuropas. In den von ARBOmedia adressierten Märkten in Tschechien, Polen, Rumänien, Slowakei und der Türkei waren deutlich höhere Steigerungsraten beim Bruttoinlandsprodukt (kurz: BIP) zu verzeichnen als im deutschen Heimatmarkt.

Ein Blick auf die Entwicklung der einzelnen Werbemärkte belegt dies deutlich. Erhöhten sich die Werbevolumina in Deutschland im Jahre 2005 auf Netto-Basis um gerade einmal 1,4 Prozent, konnte im wachstumsstärksten Markt Rumänien

eine Steigerungsrate von immerhin 12,1 Prozent realisiert werden. Zusammen mit der dynamischen Entwicklung in den übrigen Märkten konnte ARBOmedia im Vergleich zum Vorjahr die Umsatzerlöse um 10,9 Prozent auf 78,2 (Vj.: 70,5) Mio. Euro ausweiten.



Wesentliche Wachstumstreiber waren in 2005 neben der überdurchschnittlichen Erlösentwicklung bei den TV-Spartensendern der Ausbau des Printnetzwerkes in Rumänien, zusätzliche Erlösquellen mit der Tochtergesellschaft ARBOvision sowie die Optimierung der Brutto-Gewinnanteile der verschiedenen Mediengattungen.

TV-Spartensender bieten aktuell beste Bruttomarge

Besonders vorteilhaft wirkt sich das gestiegene Geschäftsvolumen mit den TV-Spartensendern auf der Ergebnisseite der ARBOmedia aus. Grund hierfür ist die im Vergleich zu den übrigen Sektoren weit überdurchschnittliche erzielte Bruttomarge, die dort im Geschäftsjahr 2005 bei 27,3 Prozent lag, verglichen mit 14,1 Prozent auf Ebene des Gesamtunternehmens. Vor diesem Hintergrund ist eine Ausweitung der Aktivitäten in dieser Kundenzielgruppe geplant.

Auf der diesjährigen Hauptversammlung berichtete der Vorstand in diesem Kontext darüber, dass der Anteil der Spartenkanäle am gesamten Bruttogewinn von 4,4 Prozent in 2004 auf 5,1 Prozent im Jahre 2005 gestiegen ist und in der Zukunft weiter wachsen soll. Für das laufende Jahr wurde eine Größenordnung von 6,2 Prozent und für 2007 von rund 7 Prozent in Aussicht gestellt. Hieraus dürfte eine überproportionale Ergebnissteigerung resultieren.

Positiver Geschäftsverlauf und Ergebnisanstieg setzt sich fort

Die bereits im Geschäftsjahr 2005 zu beobachtende positive Geschäfts- und vor allem Ergebnisentwicklung der ARBOmedia AG hat sich auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres weiter fortgesetzt. So konnte ARBOmedia die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2006 um 8,7 Prozent auf 39,9 (36,7) Mio. Euro steigern und hat damit auch die interne Planvorgabe von 36,5 Mio. Euro deutlich übertroffen.

Auf der Ergebnisseite setzte sich die Tendenz der Vorjahre mit einem erneuten überproportionalen Anstieg fort. So verbesserte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 0,5 auf 0,8 Mio. Euro, ein Zuwachs um über 50 Prozent. Der Periodenüberschuss hat sich mit 451 (216) TEUR sogar mehr als verdoppelt. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 0,11 Euro nach zuvor 0,05 Euro in der Vorjahresperiode.

	1. Hj. 2005	1. Hj. 2006
Gesamterlöse	36,7 Mio. €	39,9 Mio. €
Ergebnis der gew. Gesch.	519 TEUR	806 TEUR
Periodenergebnis	216 TEUR	451 TEUR
Ergebnis je Aktie in EUR	0,05 €	0,11 €

Quelle: Halbjahresbericht der ARBOmedia AG

Neukunden im Bereich Spartenkanäle sorgen für Wachstum

Auch für das Gesamtjahr ist mit einer Fortsetzung der positiven Umsatz- und Ergebnisentwicklung aus dem ersten Halbjahr zu rechnen. Neben den bereits bestehenden Geschäftsbeziehungen wird aus jüngst gewonnenen Neukunden weiteres Wachstum entstehen.

Besonders aussichtsreich erscheint uns hierbei die erfolgreiche Erweiterung der Kundenbeziehungen bei den Spartenkanälen. Hier konnte die rumänische Tochtergesellschaft mit Hallmark Channel einen zusätzlichen Kunden gewinnen, der ab September in die Vermarktung geht. Neu hinzugekommen sind auch der Lifestyle-sender TV Deko und der Kochsender TV Paprika, beides Spartenkanäle aus der Slowakei.



Erreichen der Jahresziele hängt von saisonal starkem viertem Quartal ab

Insgesamt halten wir die Prognose der Verwaltung, bei einem Umsatzvolumen von rund 86 Mio. Euro ein Jahresergebnis im Bereich von rund 2 Mio. Euro zu erzielen, für durchaus erreichbar. Es ist jedoch zu beachten, dass das dritte Quartal eines Geschäftsjahres saisonbedingt die schwächste Jahreszeit in der Vermarktung von Werbezeiten darstellt.

Im laufenden Jahr kommt hinzu, dass nach der Fußball-WM insbesondere in den Monaten Juli und August ein Rückgang der Werbeausgaben zu verzeichnen war. Dennoch waren für das dritte Quartal 2006 zum 30.6. bereits Aufträge im Volumen von 14 Mio. Euro vertraglich gesichert; insgesamt rechnet das Unternehmen mit einem Volumen von 16 Mio. Euro und damit einer Größenordnung in etwa auf dem Niveau des Vorjahres.

Auch wenn das Halbjahresergebnis ein klares Indiz in Richtung einer deutlichen Gewinnsteigerung ist, wird das Erreichen der Gesamtjahresprognose daher im Wesentlichen vom Geschäftsverlauf im besonders starken, durch das Weihnachtsgeschäft getriebenen vierten Quartal abhängig sein.

Wachstum dürfte sich 2007 noch beschleunigen

Eine Fortsetzung der insgesamt positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den für ARBOmedia relevanten Märkten vorausgesetzt, sollte sich das Umsatz- und Ertragswachstum auch in 2007 weiter fortsetzen. Dabei trauen wir ARBOmedia sogar eine Beschleunigung der Wachstumsgeschwindigkeit zu. Um dies zu erreichen, ist neben der Ausweitung der bestehenden geschäftlichen Aktivitäten in den bereits adressierten Märkten Zentral- und Osteuropas und dem weiteren Ausbau des Geschäfts mit TV-Spartenkanälen jedoch auch die Erschließung weiterer Märkte erforderlich.

Als in diesem Kontext besonders aussichtsreich und für ARBOmedia interessant erscheint uns hier der russische Markt. Die dortige Wirtschaft profitiert dank der großen Rohstoffvorkommen besonders von den in den letzten Jahren deutlich gestiegenen Energie- und Rohölpreisen, wie nicht zuletzt die verstärkten Auslandsinvestitionen russischer Unternehmen belegen. Ebenfalls positiv wirkt sich die gute wirtschaftliche Entwicklung in Russland auf die Binnenkonjunktur und die Konsumbereitschaft der Verbraucher aus.

Damit sind die wichtigsten Voraussetzungen für die werbetreibende Industrie und damit eine erfolgversprechende Aktivität im Bereich der Vermarktung von Werbezeiten gegeben. Derzeit verfügt die ARBOmedia AG noch nicht über eine Niederlassung in Russland, führt jedoch Gespräche mit potenziellen Kunden und Partnern zur Erschließung dieses interessanten Marktes.

Insgesamt rechnen wir im nächsten Jahr mit einem Umsatzanstieg auf etwa 95 Mio. Euro. Gleichzeitig gehen wir durch die überdurchschnittlichen Zuwächse im besonders markenstarken Bereich Spartenkanäle und weiteren Skaleneffekten von einer deutlich überproportionalen Ergebnisentwicklung aus. Im Einzelnen erwarten wir für 2006 und 2007 die folgenden Kennzahlen:



	2005	2006e	2007e
Gesamterlöse	78,2 Mio. €	86 Mio. €	95 Mio. €
Ergebnis der gew. Gesch.	1,7 Mio. €	n.n.	n.n.
Jahresüberschuss	1,0 Mio. €	2,0 Mio. €	3,4 Mio. €
Ergebnis je Aktie in EUR	0,28 €	0,51 €	0,86 €

Quelle: Schätzungen GSC Research

Spartenkanäle und geographische Expansion als Wachstumstreiber

Das künftige Unternehmenswachstum will ARBOmedia durch einen Mix aus organischem Wachstum, den Ausbau von Medienbeteiligungen – insbesondere die Ausweitung der Beteiligungen im Print-Sektor in Rumänien – sowie die Ausweitung der Aktivitäten von ARBOvision erreichen. Im Bereich der organischen Weiterentwicklung des Unternehmens wurde anlässlich der diesjährigen HV bis 2008 eine Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im margenattraktiven Sektor der thematischen und DVB-T TV-Sender mit einem zusätzlichen Umsatzvolumen von 25 Mio. Euro im Vergleich zum Geschäftsjahr 2005 in Aussicht gestellt.

Erreicht werden soll dies über zusätzliche Mandate in weiteren Zielmärkten wie Jetix, MTV oder Spektrum sowie eine Ausweitung der regionalen Präsenz nach Bulgarien, Russland sowie in die Ukraine. Zu den weiteren Mandaten, die überdies ein Umsatzausweitungspotenzial aufweisen gehören auch Hallmark, Discovery, HBO, National Geographic, AXN und Romantica. Besonderes Potenzial besteht bei DVB-T auf dem tschechischen Markt: Nach der Vergabe von insgesamt sechs Lizenzen im Februar 2006 ist für das kommende Frühjahr die Vergabe von drei weiteren Lizenzen angekündigt worden. Allein aus diesem Sektor ist ein Umsatzpotential von bis zu 15 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2008 denkbar.

Marktbeherrschende Position in Rumänien angestrebt

In Verbindung mit dem angestrebten Wachstum auch im Internetsektor, welches vorwiegend durch eine Ausweitung des Geschäftsvolumens in den bereits bearbeiteten Märkten sowie eine Verbesserung der Bruttogewinnmarge erreicht werden soll, strebt ARBOmedia bis 2008 das Erreichen der führenden Marktposition in Polen, Tschechien und Rumänien an.

Auf dem letztgenannten Markt ist mittelfristig ein Ausbau der bestehenden Beteiligungen im Mediensektor und dort schwerpunktmäßig im Segment Print geplant. Die dahinter stehende Strategie sieht vor, ein Netzwerk lokaler Tageszeitungen mit integrierten Dienstleistungen in den Bereichen Druck, Vertrieb, Marketing und Vermarktung zu etablieren. Dies würde erhebliche Synergien bei Inhalt, Produktion und Vertrieb ermöglichen und würde für ARBOmedia zu einer marktbeherrschenden Stellung führen.

Mit der Einführung westeuropäischer Standards auf dem rumänischen Zeitungsmarkt, sowie der Kontrolle der strategischen Vertriebswege soll eine Kontrolle von bis zu 70 Prozent des regionalen Werbebudgets erreicht werden. Dass es sich dabei um ein ebenfalls sehr margenattraktives Geschäftsfeld handelt, zeigt die angestrebte Gewinnmarge von 20 Prozent im eingeschwungenen Zustand.

Mittelfristig ist geplant, das Unternehmenswachstum auch in weiteren Ländern zu unterstützen, hierbei sind nach Unternehmensangaben sowohl Engagements im Print wie auch dem TV-Sektor denkbar. Als mögliche Zielmärkte wurden anlässlich der Hauptversammlung insbesondere Bulgarien, Russland, die Ukraine und Ungarn genannt.



Weitere Internationalisierung von ARBOvision angestrebt

Expansion steht auch im Unternehmensbereich ARBOvision auf der Tagesordnung. In einem ersten Schritt soll das Service- und Beratungsgeschäft sowie das Angebot von Medienmanagement-Systemen in allen bislang adressierten Märkten aufgebaut und im Markt etabliert werden. Hierbei setzt die Unternehmensleitung insbesondere auf langfristig angelegte Partnerschaften.

Nach Umsetzung dieser Schritte ist dann die Ausweitung auf weitere Märkte und die verstärkte Internationalisierung von Kundenprojekten vorgesehen. Bis zum Jahr 2009 soll sich der Beitrag zum Konzernbruttogewinn von 5,4 Prozent im Geschäftsjahr 2005 auf dann 20 Prozent erhöhen.

Aktie bei Planerfüllung attraktiv bewertet

Auf Basis der von uns für möglich erachteten Ergebnisse für die Jahre 2006 und 2007 ist die ARBOmedia-Aktie bei Erreichen dieser Ziele auf dem aktuellen Kursniveau ausgesprochen attraktiv bewertet. So liegt das KGV bezogen auf das Vorjahresergebnis bei 18 und wird sich im laufenden Jahr auf Basis unserer Gewinnschätzung auf nur noch 10 vermindern.

Setzt sich die positive Geschäftsentwicklung wie erwartet auch im Geschäftsjahr 2007 in der von uns prognostizierten Weise fort, sinkt das 2007er-KGV auf den ausgesprochen attraktiven Wert von 5,9. Selbst wenn ARBOmedia diese Ziele nicht erreichen sollte, sehen wir angesichts eines Börsenwert von lediglich 20 Mio. Euro nur ein sehr begrenztes Risiko für die Aktie.

Zusätzliche Phantasie könnte sich auf mittlere Sicht auch aus der Zahlung einer Dividende ergeben. Aktuell scheint dies bei einem Bilanzverlustvortrag von 25,6 Mio. Euro im AG-Abschluss zwar noch in weiter Ferne, eine Verrechnung mit den Kapitalrücklagen von über 33 Mio. Euro würde jedoch die Herstellung einer Dividendenfähigkeit der ARBOmedia AG ermöglichen. Einen solchen Schritt halten wir bei weiterhin positiver Unternehmensentwicklung angesichts der ausgewogenen Bilanzstruktur für durchaus denkbar.

Mit einem Eigenkapital von 12,4 Mio. Euro bewegt sich die Eigenkapitalquote des Unternehmens zum 30. Juni 2006 mit 35,2 Prozent auf einem vernünftigen Level. Auch die Liquiditätsposition ist mit 6,2 Mio. Euro recht komfortabel; dagegen betragen die Finanzschulden lediglich 2,6 Mio. Euro, davon 0,9 Mio. Euro gegenüber Kreditinstituten. Den 19,5 Mio. Euro an Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stehen auf der Aktivseite entsprechende Forderungen im Volumen von 20,2 Mio. Euro gegenüber.

	2005	2006e	2007e
Jahresüberschuss	1,0 Mio. €	2,0 Mio. €	3,4 Mio. €
Ergebnis je Aktie	0,28 €	0,51 €	0,86 €
KGV bei Kurs von 5,10 Euro	18,2	10,0	5,9

Quelle: Schätzungen GSC Research

Aktionärsstruktur derzeit von Beteiligungsgesellschaften dominiert

Durch eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen unter Ausschluss des Bezugsrechts im März 2006 hat sich das Grundkapital der ARBOmedia AG auf 3.915.851 Mio. Euro erhöht und ist eingeteilt in ebenso viele nennwertlose Stückaktien. Im Zuge dieser Transaktion wurden 180.000 Aktien zu einem Ausgabebetrag von 5,90 Euro bei institutionellen Anlegern platziert, woraus ein Mittelzufluss in Höhe von 1,06 Mio. Euro resultierte.

Derzeit halten die dem Management-Umfeld zuzurechnenden Beteiligungsgesellschaften AMCO GmbH und BOCO AG sowie die Organe direkt zusammen knapp 49 Prozent der ARBOmedia-Aktien, weitere 6,1 Prozent befinden sich im Besitz der im Freiverkehr notierten Lena Beteiligungs AG. Die verbleibenden 45 Prozent der Anteile sind im Streubesitz.



Aktienkurs tendiert unter starken Schwankungen per Saldo seitwärts

Da das handelbare Volumen damit recht begrenzt ist – die Aktien im Streubesitz machen lediglich 9 Mio. Euro aus – neigt die ARBOmedia-Aktie zu vergleichsweise starken Schwankungen, wie das unten eingefügte Chartbild zeigt. Lag der Kurs um die Jahreswende noch bei rund 5 Euro, so erreichte er im Frühjahr zeitweise bereits ein Hoch von 8 Euro. Im Zuge des Einbruchs an den Börsen kam die Aktie jedoch wieder zurück und notiert nun erneut auf dem Niveau, das sie schon zum Jahreswechsel aufwies.



Quelle: Marketmaker

5.) Fazit und Anlageempfehlung



Niedrige Bewertung der ARBOmedia-Aktie bietet deutliche Chancen bei begrenzten Risiken

Auf Basis der von uns für möglich erachteten Ergebnisse für die Jahre 2006 und 2007 ist die ARBOmedia-Aktie beim aktuellen Kursniveau von rund 5,30 Euro ausgesprochen attraktiv bewertet. So beträgt das KGV auf Basis unserer Gewinnschätzung von 0,51 Euro je Aktie im laufenden Jahr lediglich knapp 10 und wird sich – sofern sich die positive Geschäftsentwicklung wie von uns erwartet auch im Geschäftsjahr 2007 fortsetzt – im kommenden Jahr auf nur noch 5,9 reduzieren.

Zwar zeigt die Vergangenheit, dass die Ergebnisse von ARBOmedia aufgrund der Abhängigkeit vom Werbemarkt künftig auch wieder einmal niedriger ausfallen können. Der hierdurch durchaus begründbare Risikoabschlag gegenüber üblichen Multiples ist unserer Ansicht nach jedoch deutlich zu groß, da das Unternehmen in seinen Märkten eine führende Position aufweist und selbst in der extrem schwierigen Phase von 2001 bis 2003 operativ nur vergleichsweise geringe Verluste hinnehmen musste.

Ergebnistreiber Osteuropa-Expansion und Spartenkanäle

Zudem sehen wir erhebliche Chancen auf eine Fortsetzung des Wachstums, vor allem durch die weitere Expansion in Osteuropa. Besonders interessant erscheint uns das Engagement im ab 1. Januar 2007 zur EU gehörenden rumänischen Markt. Zu beachten ist allerdings, dass in diesen mit zum Teil noch deutlich zweistelligen Wachstumsraten wachsenden Regionen trotz aller positiven Prognosen immer einmal mit unvorhergesehenen Entwicklungen oder einem Abschwächen der Konjunktur gerechnet werden muss.

Für überproportionale Ergebnissteigerungen sorgen derzeit vor allem die neuen Kunden im markenstarken Bereich der Spartenkanäle; dieser Trend dürfte sich zumindest in 2007 weiter fortsetzen. Zusätzliche Fantasie für die Aktie könnte sich auf mittlere Sicht auch aus der Zahlung einer Dividende ergeben, sofern ARBOmedia den Bilanzverlustvortrag von 25,6 Mio. Euro im AG-Abschluss mit den Kapitalrücklagen von über 33 Mio. Euro verrechnet.

Gute Chancen bei begrenzten Risiken

Insgesamt bietet die ARBOmedia-Aktie damit ein ausgezeichnetes Chance-Risiko-Profil für Anleger, die auf eine Fortsetzung des Branchentrends im Bereich der Werbung setzen und von den Wachstumschancen in Osteuropa profitieren wollen. Mit einem KGV von lediglich 10 für das laufende Jahr sind etwaige Risiken dabei bereits mehr als eingepreist.

Aufgrund der relativ niedrigen Börsenkapitalisierung von lediglich 20 Mio. Euro und des zeitweise begrenzten Handelsvolumens, die zu einer recht hohen Volatilität des Kurses führt, eignet sich die Aktie allerdings trotz der nach unserer Ansicht geringen fundamentalen Risiken nur für eher spekulativ eingestellte Anleger.

Kontaktadresse

ARBOmedia AG
Kaiserstraße 14
D-80801 München

Tel.: +49 (0) 89 / 383 56 - 0
Fax: +49 (0) 89 / 383 56 - 120

E-Mail: info@arbomedia.net
Internet: <http://www.arbomedia.net>



Ansprechpartner Investor Relations

Gregor Battistini

Tel.: +49 (0) 89 / 383 56 - 0
Fax: +49 (0) 89 / 383 56 - 493
E-Mail: ir@arbomedia.net

Quellenverzeichnis

Geschäftsberichte der ARBOmedia AG über die Geschäftsjahre 2000 bis 2005
Zwischen- und Quartalsberichte der ARBOmedia AG 2000 bis 2006
Geschäftsberichte der ad pepper Media N.V. 2001 bis 2005
Zwischen- und Quartalsberichte der ad pepper Media N.V. 2005 und 2006
Geschäftsberichte der Tomorrow Focus AG 2001 bis 2005
Zwischen- und Quartalsberichte der Tomorrow Focus AG 2005 und 2006
Deutsche Bank Research – „Medienwirtschaft vor größtem Umbruch seit Gutenberg“, v. 12.09.2006
Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln – Medienkonsum in Deutschland in 2005
GSC HV-Berichte über die ARBOmedia AG aus 2002 bis 2006
GSC HV-Berichte über die Tomorrow Focus AG 2001 bis 2004

Haftungsausschluss / Disclaimer



Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Von uns genutzte Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag des analysierten Unternehmens erstellt.

Disclosures

Zu Unternehmen, auf die in dieser Studie näher eingegangen wird, können aus den folgenden Faktoren mögliche Interessenkonflikte resultieren:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
ARBOmedia AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.