

# Unternehmen aktuell

Reuters: PSMG\_p.F · Bloomberg: PSM GR · ISIN: DE0007771172

15. November 2006

## ProSieben Sat. 1 Media

### Anlageurteil

Die Zahlen für das dritte Quartal lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Das Unternehmen hat die kürzlich auf 3% angehobene Prognose bzgl. des Wachstums des TV-Werbemarktes bestätigt und wie erwartet die Zielspanne für das Umsatzwachstum auf Konzernebene auf 5-6% angehoben. Wir lassen unsere Schätzungen, die ohnehin oberhalb der neu kommunizierten Zielspanne liegen, unverändert. Bei einem eventuell zustande kommenden Verkauf des 51%igen Anteils des Hauptgesellschafters German Media Partners können die Vorzugsaktionäre mit einem Mindestpreis auf Höhe des Durchschnittskurses der letzten drei Monate rechnen (aktuell ca. 21,71 Euro). Wir bestätigen unsere Anlageempfehlung „Halten“.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2004	2005	2006e	2007e
Umsatz	1.835	1.990	2.129	2.190
gg. Vj. (%)	+1,5	+8,4	+7,0	+2,9
EBIT	286	384	455	484
gg. Vj. (%)	+118,8	+34,1	+18,5	+6,4
EBIT-Marge (%)	15,6	19,3	21,4	22,1
Nettoergebnis	134	222	256	278
gg. Vj. (%)	+239,3	+65,8	+15,6	+8,5
Nettomarge (%)	7,3	11,1	12,0	12,7
EK-Quote (%)	48,7	59,0	60,4	61,7
ROE (%)	16,7	20,2	20,9	21,4
Cashflow	175	256	292	313

Daten je Aktie (in EUR)	2004	2005	2006e	2007e
Ergebnis	0,63	1,01	1,17	1,27
Cashflow	0,80	1,17	1,34	1,43
Dividende	0,30	0,84	0,94	1,02
Buchwert	4,58	5,44	5,77	6,10

### Unternehmensportrait

Die ProSiebenSat.1 Media AG ist mit einem Zuschauermarktanteil von 30,3% (2005) Deutschlands führender Betreiber von kostenlos empfangbaren, werbefinanzierten Fernsehsendern. Zum Konzern zählen die Sender ProSieben, Sat.1, Kabel 1 und N24 sowie seit Juni 2005 auch 9Live. Rund 91% der Erlöse waren im GJ 05 werbeabhängig.

## Aktienanalyse

### Titelanschätzung

**Halten**

(zuvor Halten)

### Brancheneinschätzung

Medien  
Verhaltene Perspektiven

### Fairer Wert

22,88 EUR  
Margin of Safety 0,3%

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 14.11.2006 (EUR)	22,81
Anzahl der Aktien (Mio.)	218,8
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	4.991
Freefloat (%)	75,00

### Bewertungskennzahlen

	2006e	2007e
KGV	19,5	18,0
EV/Umsatz	2,4	2,3
EV/EBITDA	10,5	9,7
EV/EBIT	11,3	10,4
Dividendenrendite (%)	4,1	4,5
KCFV	17,1	15,9
KBV	4,0	3,7

### Termine

20.02.2007 Zahlen GJ 2006

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	24,00/14,70		
absolut (%)	1M	3M	12M
	0,3	14,6	51,3
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
MDAX	-2,2	3,3	24,4
DJ STOXX Media	-1,9	5,6	40,5



Christoph Gmeinwieser, CIAA  
Senior Analyst  
+49 89 2171 27053  
Christoph.Gmeinwieser@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

## Highlights

- Q3/06: Konzernumsatz (+3,7% auf 431,3 Mio. Euro) und operatives Ergebnis (EBITDA: -2,0% auf 58,7 Mio. Euro) lagen in etwa im Rahmen der Erwartungen.
- Wie schon in Q2/06 musste ProSieben als einziger Sender einen Ergebnisrückgang (EBITDA: -27,2% gg. Vj.) hinnehmen. Die Umsatzentwicklung konnte dagegen weiter stabilisiert werden.
- Sat.1 verzeichnete weiterhin eine positive Geschäftsentwicklung (Umsatz: + 4,3% gg. Vj., EBITDA: +39,2% gg. Vj.).
- Der Bereich Transaktionsfernsehen hat mit einer zunehmenden Wettbewerbsintensität zu kämpfen und verzeichnete Umsatz (-5,1% gg. Vj.) und Ergebnisrückgänge (EBITDA: -25,4% gg. Vj.).
- Die auf 3% angehobene Prognose bzgl. des Wachstums des TV-Werbemarktes wurde bestätigt und die Zielspanne für das Umsatzwachstum auf Konzernebene wie erwartet auf 5-6% angehoben. Das Ergebnis soll überproportional zulegen.

## Geschäftsentwicklung

ProSiebenSat.1 steigerte den Konzernumsatz in Q3/06 um 3,7% auf 431,3 Mio. Euro und lag damit im Rahmen der Erwartungen. Die operativen Kosten stiegen leicht überproportional um 4,1% auf 385,1 Mio. Euro. Während die Herstellungskosten nur geringfügig über dem Vorjahresniveau lagen (+0,7%), stiegen die Kosten im Vertriebs- (+14,7%) und Verwaltungsbereich (+16,1%), getrieben durch höhere Marketingaufwendungen und Personalkosten, deutlich an. Der im Verhältnis zum Umsatz leicht überproportionale Kostenzuwachs führte zu einem Rückgang des EBITDA um 2,0% auf 58,7 Mio. Euro. Die Konzern-EBITDA-Marge sank von 14,4% im Vorjahresquartal auf 13,6% in Q3/06. Die deutlichen Rückgänge beim Vorsteuerergebnis (-43,6% auf 21,7 Mio. Euro) und beim Nettoergebnis (-44,8% auf 13,1 Mio. Euro) waren maßgeblich auf das stark rückläufige Finanzergebnis (-27,2 Mio. Euro nach -12,0 Mio. Euro im Vorjahr) zurückzuführen, das durch Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit der Rückzahlung einer Anleihe sowie die Ersetzung einer revolvingierenden Kreditfazilität negativ beeinflusst war.

Das Kerngeschäftsfeld Free-TV steigerte den Umsatz (Außenumsatz) um 2,9% auf 377,9 Mio. Euro. Das EBITDA fiel aufgrund höherer Vertriebs- und Verwaltungskosten um 2,2% auf 48,2 Mio. Euro. Betrachtet man die einzelnen Sender, so zeigt sich, dass die zuletzt enttäuschende Umsatzentwicklung bei ProSieben stabilisiert werden konnte (Q3/06: +1,1% gg. Vj., Q2/06: -0,2% gg. Vj., Q1/06: -18,9% gg. Vj.). Die sich in der letzten Zeit wieder deutlich verbesserten Zuschauermarktanteile beginnen sich positiv auf die

Erlössituation des Senders auszuwirken. In der Regel beträgt der „timelag“ zwischen der Verbesserung der Einschaltquoten und der Auswirkung auf die Finanzkennzahlen rund sechs Monate. Das EBITDA verringerte sich insbesondere aufgrund einer Zunahme des Werteverzehrs auf das Programmvermögen von 25,4 Mio. Euro im Vorjahr auf 18,5 Mio. Euro (EBITDA-Marge: 12,4% nach 17,2% in Q3/05). Sat.1 verzeichnete weiterhin eine positive Geschäftsentwicklung. Ein Umsatzanstieg um 4,3% verbunden mit einem straffen Kostenmanagement führten zu einem EBITDA-Anstieg um 39,2% auf 29,5 Mio. Euro. Der Bereich Transaktionsfernsehen (9Live) hatte mit einer zunehmenden Wettbewerbsintensität zu kämpfen und enttäuschte mit einem Umsatzrückgang um 5,1% und einem um 25,4% rückläufigen EBITDA.

## Perspektiven

ProSiebenSat.1 hat die kürzlich auf 3% (vorher: 2%) angehobene Prognose bzgl. des Wachstums des TV-Werbemarktes bestätigt und wie erwartet die Zielspanne für das Umsatzwachstum auf Konzernebene auf 5-6% angehoben. Das Ergebnis soll im Geschäftsjahr 2006 aufgrund einer nur moderat steigenden Kostenbasis überproportional zulegen. Die Gesellschaft geht davon aus, dass die Kostenbasis, bereinigt um 9Live, nicht mehr als zwei Prozent über dem Vorjahreswert liegt. Inklusive 9Live geht der Konzern von einem Wachstum der Kostenbasis gegenüber dem Vorjahr um 3-3,5% aus. Der Zuschauermarktanteil für das Gesamtjahr 2006 soll sich in einer Bandbreite von 29,6% bis 30,0% bewegen. Wir lassen unsere Schätzungen, die ohnehin oberhalb der neu kommunizierten Zielspanne liegen, unverändert. Für das kommende Geschäftsjahr hat das Unternehmen noch keine Prognose bzgl. des Wachstums der Werbeerlöse abgegeben. ProSiebenSat.1 ist weiterhin bestrebt, den Umsatzanteil der nicht von TV-Werbung abhängigen Geschäftsbereiche zu steigern und damit die Abhängigkeit von der Werbekonjunktur zu verringern. Die Gesellschaft geht davon aus, dass sich der Bereich Diversifikation (Internet, Merchandising, Licensing, Musik, Telefonmehrwertdienste, mobile TV) weiterhin überdurchschnittlich entwickelt und der Transaktionssender 9Live das Geschäftsmodell weiter ausbaut. Zudem erschließt ProSiebenSat.1 mit dem Start der Pay-TV-Sender kabel eins Classics und Sat.1 Comedy, mit dem Video-on-Demand-Geschäft („maxdome“) sowie mit den Beteiligungen an den Online-Communities MyVideo und Lokalisten.de neue Absatzmärkte. Bis 2007 soll der Anteil der Erlöse, die nicht aus TV-Werbung stammen, auf 15% steigen (GJ 2005: 9%, GJ 2006e: 11,5-12%). Risiken sehen wir in einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die sich auf das Wachstum der Werbeeinnahmen des Konzerns negativ auswirken würde. Aktuell sind noch rund 89% der Konzernumsätze werbeabhängig. Weitere Risiken bestehen in einem langsamer als erwarteten Ausbau des Geschäftsfeldes Diversifikation, insbesondere aufgrund eines zunehmenden Wettbewerbs in den Bereichen Transaktionsfernsehen sowie Pay-TV und Video-on-Demand. Erste Anzeichen hierfür waren bei 9 Live im dritten Quartal erkennbar.

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 15. November 2006. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt

Der in der vorliegenden Publikation verwendete Schlusskurs wurde an folgendem Börsenplatz festgestellt:

ProSieben Sat. 1 Media                      Frankfurt Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite [www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de) unter Volkswirtschaft / Research.

## Bewertungshinweis

\* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

### Definitionen/Prämissen

**Fairer Wert**                      Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.

**„Margin of Safety“**              Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

### Bedeutung der Empfehlungen

**Kaufen**                      Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.

**Halten**                      Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.

**Verkaufen**                      Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

Das BayernLB Research ist dabei, seine bisherige Empfehlungs-Systematik („Übergewichten“, „Neutral“, „Untergewichten“) auf eine absolute Empfehlungs-Systematik („Kaufen“, „Halten“, „Verkaufen“) umzustellen. Die Umstellung wird sukzessive erfolgen.

## Historische Empfehlungen (über den Zeitraum der letzten 12 Monate)

15.11.2005	Masterliste	Halten
07.04.2006	Unternehmen aktuell	Verkaufen
10.08.2006	Unternehmen aktuell	Halten

## Disclaimer für das Ausland

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 (in der abgeänderten Fassung; the "Financial Promotion Act");
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen;
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank nur an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

**Christoph Gmeinwieser, CIA**  
Senior Analyst  
Einzelhandel  
Medien  
Tel +49 89 2171 27053  
Christoph.Gmeinwieser@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (= Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (= Paketadresse)  
Tel +49 89 2171-21762  
Fax+49 89 2171-21799  
www.bayernlb.de