

GfK (SDAX)

Die Perspektiven für den Marktforscher sind längst nicht so trübe wie es der Aktienkurs ausdrückt

Das Tauziehen um den britischen Marktforscher Taylor Nelson Sofres (TNS) lastete 2008 auf dem Aktienkurs. Außerdem war nicht klar, welche tiefen Spuren die Finanz- und Wirtschaftskrise wohl in die Bilanz des Nürnberger Marktforschers reißen würde. Die Börse hat die GfK-Aktie kräftig abgestraft – zu stark, wie wir meinen.

Antizyklisches Handeln erwies sich an der Börse schon häufig als Schlüssel zum Erfolg. Vorausgesetzt, das operative Geschäft zeichnet sich durch Solidität aus. Das ist beim Nürnberger Marktforscher GfK eindeutig der Fall; ein Blick lohnt sich; denn die Aktie notiert sehr nahe an ihrem Tiefpunkt. Mit Blick auf den Zehnjahreschart lag das historische Tief im Jahr 2003 bei Kursen um € 10. Bei Betrachtung des Fünfjahreszeitraums markiert der aktuelle Kurs von € 15.50 das niedrigste Niveau.

Und noch ein Punkt springt bei Betrachtung des Kursverlaufs ins Auge: Sowohl im Oktober 2008 als auch im März 2009 war die GfK-Aktie ähnlich günstig zu bekommen wie aktuell. Jedes Mal kam es im Anschluss zu einer kräftigen Kurs-erholung, die bis in Kursregionen oberhalb von € 20 führte. Einen triftigen Grund, warum sich dieses Szenario nicht wiederholen sollte, sehen wir derzeit nicht.

Neue Rekorde im Jahr 2008

GfK steigerte 2008 den Umsatz um € 58.4 Mio. auf € 1.22 (1.16) Mrd. Das organische Wachstum lag mit 5.5 % erneut über dem Branchendurchschnitt.

Im Jahr 2008 fielen mehrere Einmal-effekte mit UBM, dem Verkäufer der NOP-World, aus an. So enthielten die Sonstigen betrieblichen Erträge € 10.2 Mio. Die Sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen um € 0.5 Mio. niedriger, die Sonstigen Finanzaufwendungen waren um € 2.1 Mio. erhöht. Der Gesamteffekt auf das Konzernergebnis im Jahr 2008 betrug € 12.5 Mio.

Bereinigt um diese Effekte stellte sich das EBITDA auf € 192 (188.4) Mio. Die EBITDA-Marge erreichte 15.7 (16.2) %. Das EBIT kletterte auf € 132.8 (128.7) Mio. Die Steuerquote lag bei 27.4 (24.3) %, so dass für 2008 ein Jahresüberschuss von € 82 (78.9) Mio. bzw. € 2.04 (1.98) je Aktie in der Erfolgsrechnung stand. Die Dividende wurde mit Blick auf das anstehende Übergangsjahr 2009 nur sehr moderat auf € 0.46 (0.45) je Aktie angehoben, wie der Vorstandsvorsitzende Prof. Dr. Klaus L. Wübbenhorst im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal erläuterte.

Breites Produktportfolio zahlte sich aus

Völlig unterschiedlich entwickelten sich die einzelnen Segmente. Während die Gewinne im größten Bereich Custom Research vor allem unter der Schwäche der Automobilindustrie litten, ließen Anlaufkosten in Produktions- und Auswertungssoftware den Gewinn im Bereich Media sinken. Dagegen verzeichnete der Bereich Retail und Technology einen Gewinnprung. Der Umsatz legte in allen Bereichen zu. So kletterten die Erlöse im



Die Testhaushalte erfassen mit Hilfe der Scancard ihre Einkäufe für das GfK-Verbraucherpanel.

Segment Custom Research um 1.3 % auf € 782.8 (773) Mio., das operative Ergebnis sank hingegen um 15.3 % auf € 56.1 (66.2) Mio., was einen Rückgang der Marge auf 7.2 (8.6) % bedeutete. Retail und Technology stand 2008 für Erlöse von € 304.1 (260.8) Mio. bei einem operativen Ergebnis von € 82.6 (67.3) Mio. Die Marge kletterte weiter auf sehr gute 27.2 (25.8) %. Die Umsätze im Segment Media zogen um 4.5 % auf € 130.1 (124.5) Mio.

UNTERNEHMENS DATEN

GfK SE

Nordwestring 101, 90419 Nürnberg, Telefon 0911/395-2012

Internet: www.gfk.com

ISIN DE0005875306,

35.95 Mio. Stückaktien, AK € 35.95 Mio.

KGV 2009e 8.9

Börsenwert: € 557.2 Mio.

Kurs am 21.05.2009:

€ 15.50 (Xetra), 21.86 H / 14.98 T

Aktionäre:

GfK Nürnberg e.V. 57 %, Streubesitz 43 %

Kennzahlen	2008	2007
Umsatz	1.22 Mrd.	1.16 Mrd.
EBITDA	192 Mio.	188.4 Mio.
Jahresüberschuss	82 Mio.	78.9 Mio.
Gewinn je Aktie	2.04	1.98
Dividende je Aktie	0.46	0.45



Folgt nach dem dritten Test der Marke € 15 ein neuerlicher Aufschwung?

GfK

„Wenn wir 2009 unsere operative Marge verteidigen können, wären wir schon zufrieden“

2009 wird ein Übergangsjahr, betonte der Vorstandsvorsitzende Prof. Dr. Klaus L. Wübbenhorst im Interview mit dem Nebenwerte-Journal. Die langfristigen Perspektiven, insbesondere in den asiatischen Wachstumsregionen, seien weiterhin intakt.

NJ: Der GfK ging es im Jahr 2008 wie so vielen Unternehmen: Gut gestartet, in Q4 dann stark nachgelassen. Lässt sich dieser Trend für 2009 fortschreiben, sehen Sie im laufenden Jahr das berühmte Licht am Ende des Tunnels oder sollten Anleger schon jetzt auf 2010 blicken?

Wübbenhorst: Die Börse denkt klassischerweise in Quartalen. Somit verlieren kurzfristig agierende Anleger schnell den Überblick, wohin die Reise geht. Es ist kein Geheimnis, dass 2009 ein Übergangsjahr für uns wird. Unsere Kunden aus dem Automobilbereich halten sich beispielsweise derzeit mit Aufträgen zurück. Das gilt mindestens für Europa. Diese Rückgänge können wir nur zum Teil durch Wachstumsraten in Asien und Lateinamerika, die zusammen rund 10 % unseres Umsatzes ausmachen, kompensieren. Wichtig ist, den Blick auf die langfristigen Perspektiven nicht zu verlieren. Ein schlechtes Quartal bedeutet nicht automatisch den Weltuntergang, auch wenn mancher Börsianer das sicher anders sieht.

NJ: Stichwort langfristige Perspektive: Was verstehen Sie darunter?

Wübbenhorst: Wir wollen weiter organisch und durch Akquisitionen profitabel wachsen und unseren Kunden in die Wachstumsregionen folgen. Wobei wir anstreben, mit unseren Angeboten frühzeitig vor Ort zu sein. Denken Sie z. B. an den indischen Autobauer Tata, der jetzt auch die Rechte an der Marke Jaguar besitzt. Nun geht es darum, Tata Vorteile und Nutzen unserer Dienstleistungen aufzuzeigen und ins Geschäft zu kommen. Diese Strategie kostet am Anfang Geld, hat sich bisher nach unserer Erfahrung stets ausgezahlt, weil wir nicht warten, bis uns ein Kunde von sich aus einen Auftrag erteilt.

NJ: Bleiben wir noch einen Moment beim Thema Wachstum: In Q1 2009 ist Ihnen das auf der Umsatzseite gelungen, die Gewinne

sind allerdings kräftig rückläufig. Hat die GfK ein Kostenproblem?

Wübbenhorst: Zunächst schreiben wir weiterhin schwarze Zahlen und sind deutlich weniger geschrumpft als unsere Wettbewerber. Diese Sichtweise gerät beim Blick auf die nackten Zahlen leicht außer Acht. Dies vorab geschickt, hatten wir aus mehreren Gründen sinkende Gewinne zu verkraften. Erstens fielen Kosten für unser Effizienzprogramm BISS an und zweitens ist Q1 seit jeher ein Kostenquartal. Denken Sie nur an unsere durchlaufenden Panels: Die Kosten für die Erhebung haben wir im Buch, der Ertrag kommt erst mit der Fakturierung im Laufe des Jahres. Und drittens kommen noch Einmalzahlungen wie Abfindungen hinzu, deren Entlastungseffekt erst in den kommenden Quartalen sichtbar wird. Außerdem macht sich viertens durchaus ein gewisser Preisdruck bemerkbar. Insgesamt sind wir für 2009 vorsichtig optimistisch.

NJ: Wir stark sind die Währungseffekte auf ihr Geschäft?

Wübbenhorst: Konzernweit reden wir über einen Einfluss von 1.3 % auf unseren Umsatz.

NJ: Dieser Tage schauen Anleger verstärkt auf die Verschuldung eines Unternehmens. Dort stehen per 31.03.2009 € 548 (481.5) Mio. zu Buche. Wie wollen Sie diesen Berg abtragen und werden 2009 größere Tranchen fällig?

Wübbenhorst: Der Großteil der Verschuldung ist auf den Kauf der NOP World im Jahr 2005 zurückzuführen. Die dafür benötigten Fremdmittel haben wir in verschiedenen Währungen aufgenommen. Die Idee, die dahinter steht, lautet vereinfacht, die Schulden in US-Dollar aus dem Cashflow der US-Gesellschaften zurückzuzahlen, die Schulden in Euro entsprechend aus dem Cashflow unseres Stammgeschäfts. Schließlich betreibt die GfK weltweit Geschäfte. Gestiegen ist die Verschuldung durch die Ausgabe eines zweiten Schuld-scheindarlebens über € 58.5 Mio. mit einer Laufzeit bis 2012. Die Mittel haben wir benötigt, um zwei kleinere Akquisitionen zu finanzieren. Größere Tranchen werden 2009 nicht fällig, wir planen im Moment keinerlei Kapitalmaßnahmen und zahlen die Zinslast von ca. € 20 Mio. aus dem Cashflow.



Das Jahr 2009 sieht der GfK-Vorstandsvorsitzende Prof. Dr. Klaus L. Wübbenhorst schon jetzt als Übergangsjahr.

NJ: Wie sieht ihre Cashflow-Planung aus?

Wübbenhorst: Zum einen haben wir in der Vergangenheit unseren Schuldendienst größtenteils aus dem Cashflow bestritten. Zum anderen finanzieren wir Investitionen, kleinere Akquisitionen und auch die Tilgung aus dem Cashflow. Zu guter Letzt ist diese Kennziffer auch wichtig, wenn es um die Dividende geht, die für 2008 immerhin zum neunten Mal in Folge auf € 0.46 (0.45) je Aktie stieg. Die Planung in diesem Jahr sieht eine Optimierung unseres Working Capital vor, wir werden Kostensenkungsmaßnahmen durchführen und uns bei Investitionen und Akquisitionen eher beschränken.

NJ: Zum Schluss bitte noch eine Aussage zum Thema Änderungen am Datenschutzgesetz, Stichwort „Abgrenzung von Telefonbefragung und -werbung“: Hat das Auswirkungen auf ihr Geschäft?

Wübbenhorst: Marktforschung ist grundsätzlich von unerwünschter Werbung abzugrenzen, um deren Vermeidung es im Kern der aktuellen politischen Diskussion geht. Diesen Unterschied haben wir den Politikern erklärt und erreicht, dass die Passagen vom Ursprungsentwurf, die unsere tägliche Arbeit massiv erschwert hätten, vom Tisch sind.

NJ: Ich danke Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.

an. Das operative Ergebnis war mit € 23.8 (25.7) Mio. rückläufig, die Marge sank entsprechend auf 18.3 (20.6) %.

Hohe Verschuldung resultiert aus dem NOP-Kauf

Die Nettoverschuldung, der Saldo aus Zahlungsmitteln und kurzfristigen Wertpapierbeständen abzüglich der verzinslichen Verbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen, stieg per 31.12.2008 leicht um € 8.6 Mio. auf € 481.5 (472.9) Mio. und ist auf die Übernahme der NOP World im Jahr 2005 zurückzuführen. 2008 investierte GfK € 101.5 (73.7) Mio., davon € 50.5 Mio. in Software und andere Sachanlagen sowie € 49 Mio. in Zukäufe. Dennoch stellte sich der Free Cashflow auf € 95.3 (118.9) Mio., obwohl die im Jahr 2008 getätigten Akquisitionen komplett aus eigener Kraft finanziert wurden – ein Beleg für die Finanzkraft des Marktforschers aus Nürnberg. Der Saldo aus Zinserträgen von € 16 (7.9) Mio. und einem Zinsaufwand von € 35.8 (30.3) Mio. belief sich auf € -19.8 (-22.4) Mio. und konnte ebenfalls aus dem freien Cashflow gezahlt werden. Gleiches galt für die Dividendenzahlung, die € 16.5 (16.1) Mio. ausmachte.

Weitere Übernahmen in Q1 2009

In Q1 2009 folgten drei weitere Akquisitionen. Zunächst übernahm das Unternehmen Anfang Januar 2009 eine Mehrheitsbeteiligung am US-Marktforscher Etilize. Am 01.02.2009 stockte die GfK dann ihre Anteile am britischen Marktforschungsinstitut Dmrkynetec um weitere 49 % auf und hält jetzt insgesamt 75 %. Im März übernahm GfK alle Anteile am französischen Marktforscher IFR. Zur Finanzierung gaben die Nürnberger im März 2009 ein zweites Schuldscheindarlehen über € 58.5 Mio. aus, das bis 2012 läuft. Im Zuge der Ausgabe kletterte die Nettoverschuldung per 31.03.2009 auf € 548 (481.5) Mio.

Verhaltener Start ins neue Geschäftsjahr

Die GfK-Gruppe wies für die ersten drei Monate des laufenden Jahres einen stabilen Umsatz von € 264.7 (268.1) Mio. aus. Rein organisch sanken die Erlöse um 4.6 %. Akquisitionen und Währungseinflüsse aus dem schwachen US-Dollar bewirkten den gegenteiligen Effekt, so dass unter dem Strich noch ein Erlösminus von 1.3 % verblieb. Das bereinigte operative Ergebnis schrumpfte um 35.6 % auf € 14.8 (23) Mio. Die Marge betrug 5.6 (8.6) %. Da sich traditionell aus den ersten drei Monaten noch keine Schlussfolgerung auf die Geschäftsentwicklung für das gesamte Geschäftsjahr ziehen lässt und außerdem Kosten des Effizienzverbesserungsprogramms BISS verbucht wurden, das bis 2012 jährlich Kosteneinsparungen von € 30 Mio. bringen soll, ist das Jahresziel einer konstanten Marge wohl noch knapp erreichbar. Im Gesamtjahr 2008 betrug die Marge 13 %.

Völlig überzogener Preis

Dass die im Jahr 2008 beabsichtigte Übernahme des britischen Marktforschers TNS letztlich an überzogenen Preisvorstellungen gescheitert ist, erweist sich nun für die GfK fast als Glückfall (s. NJ 8/08). Wären die Nürnberger vor einem Jahr zum Zug gekommen, stünde eine vielfach höhere Verschuldung in den Büchern. CEO Wübbenhorst sagte dazu: „Ob WPP mit dieser Entscheidung glücklich ist, vermag ich nicht zu beurteilen. Es

Wir beraten. Sie entscheiden. Individuell und kompetent.



Unser Angebot für den Mittelstand:

- IPOs, Börsengänge, Kapitalerhöhungen
- Anleihen und Genussscheine
- Börsenzulassungsverfahren in allen Marktsegmenten
- Designated Sponsoring
- Entry Standard Betreuung
- Mergers & Acquisitions
- Kapitalmarktberatung

Kapitalmarkt
Betreuung

Asset
Management

Corporate Finance
Beratung



F.I.B. Frankfurter
Investmentbank

F.I.B. Frankfurter Investmentbank AG

Beethovenstraße 12–16
60325 Frankfurt am Main
Tel.: +49 (69) 247028-0
Fax: +49 (69) 247028-50
info@fib.ag · www.fib.ag



Mit Meinung gewachsen: GfK ist weltweit die Nummer vier der Marktforscher.

dürfte intern sofort Diskussionsbedarf entstehen. Ob der Kunde das riskiert oder nicht gleich einen dritten Marktforscher beauftragt, bleibt abzuwarten.

Marge dürfte sinken

Das Jahr 2009 stellt die Marktforschungsbranche vor zwei Herausforderungen. Neben den noch nicht klar abzuschätzenden Folgen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ist mit einer Verschärfung des Preisdrucks durch die Kunden zu rechnen. Vor dem Hintergrund des aktuellen wirtschaftlichen Umfelds und der anhaltenden Verschlechterung der Rahmenbedingungen strebt die GfK Gruppe für das Geschäftsjahr 2009 ein leichtes organisches Umsatzplus sowie eine Marge auf Vorjahresniveau von 13 % an. Wir nehmen jedoch einen Sicherheitsabschlag vor und rechnen für 2009 mit 10 %. Als Indikator für unsere Vorsicht kann der Auftragseingang dienen. Das Auftragsbuch deckte per Ende Februar 2009 insgesamt 39.4 (42.2) % des zu erwartenden Jahresumsatzes ab.

2009 wird ein Übergangsjahr

Einen konstanten Umsatz von € 1.2 Mrd. unterstellt, läge das bereinigte operative Ergebnis in der Größenordnung um € 120 Mio. Abzüglich € 20 Mio. Nettofinanzaufwand dürfte das Vorsteuerergebnis bei etwa € 100 (113) Mio. landen. Da die GfK mit einer Steuerquote von 30 % rechnet, müsste der Jahresüberschuss demnach ungefähr bei € 70 Mio. bzw. € 2.- je Aktie vor Minderheiten landen. Nach Minderheiten sollte es dann auf € 62 Mio. bzw. € 1.75 je Aktie hinauslaufen, woraus sich ein KGV 2009e von 8.9 herleiten lässt. Der Buchwert je Aktie beläuft sich auf € 14.17 (13.92) und deckt den aktuellen Kurs von € 15.50 nahezu vollständig ab. Aus fundamentaler Sicht ist die GfK-Aktie damit keinesfalls zu teuer.

Carsten Stern

FAZIT

Aller guten Dinge sind drei: Erstens ist die Aktie der GfK SE aus fundamentaler Sicht mit einem KGV 2009e von 8.9 sowie einem KBV 2008 von 1 keinesfalls überbewertet. Zweitens kommt eine günstige charttechnische Situation hinzu: Bereits zweimal hatte die Aktie das Kursniveau von € 15 getestet und danach jeweils einen Zwischenspurts hingelegt. Drittens rechnen wir mit einer konstanten Dividende nach neun Erhöhungen in Folge für 2009. Bei einer Rendite von 3 % bleibt zumindest ein Inflationschutz.

CS

würde mich aber nicht wundern, wenn der Marktforschungsteil von TNS mit dem Namen Kantar in absehbarer Zukunft wieder auf den Markt kommen würde.“ Zur Erinnerung: Zunächst strebte die GfK eine Fusion unter Gleichen mit der britischen Marktforschungsgruppe TNS an. Das rief den Werbekonzern und Mitbieter WPP auf den Plan, der € 1.35 Mrd. bot und schließlich den Zuschlag erhielt. Angesichts einer EBIT-Marge von 12 %, die TNS erwirtschaftet, war das ein völlig überzogener Preis.

Ziel: Zweitgrößter Marktforscher der Welt

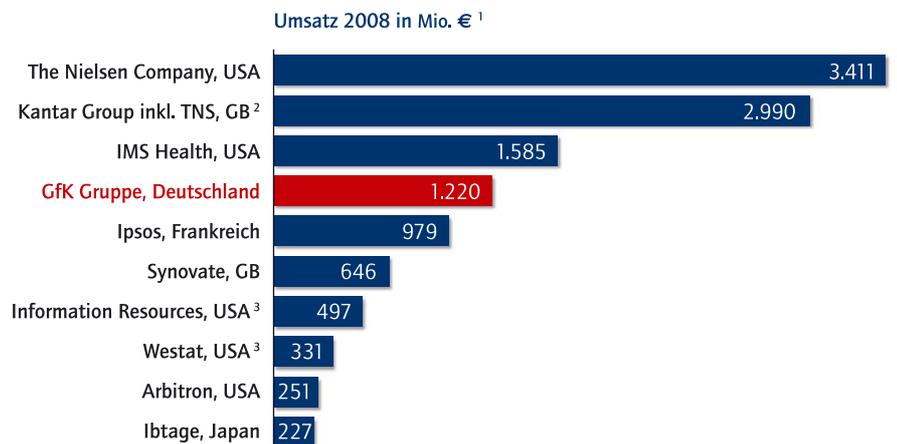
Die Logik hinter der geplanten Fusion unter Gleichen von GfK und TNS war einleuchtend: Am 01.06.2005 hatten die Nürnberger die Marktforschungsgruppe NOP World von der britischen Mediengruppe United Business Media (UBM) übernommen. NOP war seinerzeit etwa halb so groß wie die GfK. Dank der erfolgreichen Übernahme gelang der Umsatzsprung über die Milliardenschwelle. TNS wies für das Jahr 2007 Erlöse von

€ 1.34 Mrd. aus. GfK brachte es auf € 1.16 Mrd. Die Gesamterlöse hätten sich demzufolge auf € 2.5 Mrd. belaufen, wenn die Fusion vollzogen worden wäre. Damit wäre mit GfK nach der Nielsen Gruppe der zweitgrößte Marktforscher der Welt entstanden. Nun bekleidet die Gesellschaft Rang vier.

Passen Werbung und Marktforschung zusammen?

Ob WPP mit TNS auf lange Sicht glücklich wird, ist zumindest mit einem Fragezeichen zu versehen. Zwar leuchtet auf den ersten Blick die Strategie ein, internationalen Kunden sowohl Werbung als auch Marktforschung sozusagen aus einer Hand anzubieten. Ob das auf den zweiten Blick aber immer im Sinne der zahlenden Kundschaft ist, muss sich erst noch zeigen; denn wenn eine Abteilung eines Kunden wie Coca Cola bei WPP Werbung beauftragt und zeitgleich eine andere Abteilung via Marktforschung bei WPP den Erfolg der Werbung messen lässt und zu einem negativen Ergebnis kommen sollte,

TOP 10 DER MARKTFORSCHUNGSBRANCHE



¹ Umrechnung nach Durchschnittskursen 01-12 2008, 1 € = 0,8026 GBP = 1,4695 USD;

² Like-for-like-Rechnung; ³ eigene Berechnung der GfK