

Tomorrow Focus

Im Mittelpunkt steht seit 2010 verstärkt die Profitabilität

Kritiker haben der Tomorrow Focus AG immer wieder vorgehalten, sich zu wenig um die Gewinnentwicklung zu kümmern und stattdessen zu stark auf den Umsatz zu achten. Damit soll nun Schluss sein. Für 2010 soll es sogar eine kleine Anlaufdividende geben. Die Aktie ist daher nach dem jüngsten Kursrutsch allemal einen Blick wert.

Internetunternehmen wie die Medienholding Tomorrow Focus anhand der gängigen Kennziffern KGV und KBV zu bewerten, greift zu kurz. Der Grund liegt auf der Hand: Diese Unternehmen zeichnen sich durch rasantes Umsatzwachstum aus, das auch nötig ist, um frühzeitig lukrative Nischen zu besetzen und Wettbewerber abzuhängen. Dafür sind in der Regel hohe Investitionen in Technik und Marketing erforderlich, die zunächst zu Lasten des Gewinns gehen. Kurz gesagt: Unter dem Strich kommt zunächst wenig heraus, hebt eine Kennziffer wie das KGV in die Höhe und signalisiert eine zu hohe Bewertung. Anleger sollten sich davon jedoch nicht blenden lassen, denn Marketingausgaben ließen sich auf Kosten des Wachstums von jetzt auf gleich herunterfahren.

Das macht in der aktuellen Unternehmensentwicklung nur wenig Sinn, wie sich auch beim Internetzooändler Zooplus bestätigte, dem wir in NJ 7/10 eine Titelgeschichte widmeten. Dazu als Beispiel ein kleiner Exkurs: Zum Redaktionsschluss am 17.06.2010 kostete das Papier € 37.75, am 24.09.2010 müssen Anleger bereits € 44.50 bezahlen – mithin ein Kursplus von stolzen 17.9 % in nur drei Monaten. Wohlgemerkt, trotz eines KGV 2010e von 47. Dabei könnte Zooplus schon heute

eine höhere Profitabilität aufweisen, doch die Marketingkosten verschlingen etwa 9 % des Umsatzes. „Wir könnten dies sicher auf einen Wert von 5 bis 6 % reduzieren, das aber ginge zu Lasten unseres Wachstums,“ erklärte Zooplus-CFO Florian Seubert gegenüber dem Nebenwerte-Journal im Juni. Daher werde zum jetzigen Zeitpunkt bewusst darauf verzichtet. Sollte sich das Wachstum ungeplant abschwächen, könnte Zooplus diese Kostenreserve immer noch ziehen und bliebe handlungsfähig.

Ähnliches gilt für Tomorrow Focus, hier hat der Kurs in den vergangenen Wochen stark nachgegeben. Von der Spitze bei € 4.44 sank er um ein Viertel auf € 3.31, obwohl sich an den günstigen Perspektiven nichts verändert hat. Grund genug für uns, mit Tomorrow Focus das zweite Internet-Unternehmen aus der Burda-Gruppe (an Zooplus hält Burda Digital Ventures 21.4 %) im Jahr 2010 auf den Titel zu heben.

Anlaufdividende geplant

Es gibt noch weitere Punkte, die aktuell für ein Investment sprechen. Wie der Vorstandsvorsitzende Stefan Winners im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal ausführte, sei für das Geschäftsjahr 2010 die Zahlung einer Anlaufdividende vorgesehen. Nachdem das erste Unternehmensziel, den Umsatz auf mehr als € 100 Mio. sowie das EBIT auf mehr als € 10 Mio. zu steigern, im Jahr 2010 erreicht werde, rücke nun die Profitabilität verstärkt in den Mittelpunkt der Betrachtung, teilte Winners mit. Diese Leistung ist durchaus beachtlich, denn das ursprüngliche Geschäft steuert heute nur noch € 28 Mio. zum

Umsatz bei, der große Rest entfällt auf Zukäufe und organisches Wachstum. Bis 2015 peilt Winners nun Erlöse von € 250 Mio. sowie ein EBIT von € 35 Mio. an. Laufen die Geschäfte weiter so gut wie bisher, sollte der Manager dieses Ziel erreichen können. Dann stünde ein Jahresüberschuss von etwa € 20 Mio. bzw. € 0.35 bis 0.40 je Aktie zu Buche, wodurch das KGV rechnerisch in den einstelligen Bereich sinkt. Dafür muss Winners seinen Ankündigungen aber auch Taten folgen lassen. Für langfristig denkende Investoren lohnt auch ein Blick auf den Wert der Einzelteile, der deutlich über dem Börsenwert von € 175.5 Mio. liegen dürfte.

Verschmelzung zur Internetholding

Das Unternehmen startete im Jahr 1999 zunächst als Online-Division des Offenburger Großverlags Hubert Burda. Mit der Verschmelzung auf die defizitäre, aber börsennotierte Tomorrow Internet AG im Jahr 2001 erfolgte der indirekte Börsengang. Daraus resultieren entsprechende Verlustvorträge, die nun genutzt werden können und z. B. die Ausschüttung einer für Privatanleger in der Regel steuerfreien Anlaufdividende ermöglichen. Heute ist Tomorrow Focus eine Internetholding mit drei Geschäftszweigen, die im Portalgeschäft neben den Burda-Eigenmarken auch eine Reihe von großen Fremdmarken vermarktet und mit Playboy, Holiday Check und Elitepartner über ein Standbein im E-Commerce verfügt. Die Sparte Technologies spielt eine immer bedeutendere Rolle, denn das Geschäft mit den Applikationen für iPad oder iPhone gewinnt zunehmend an Bedeutung.

Tomorrow Focus AG, München
Internet: www.tomorrow-focus.de
ISIN DE0005495329,
 53.012 Mio. Inhaberaktien, AK € 53.012 Mio.
Börsenwert: € 175.5 Mio.
Aktionäre: Burda GmbH 23.9 %, Burda Digital Ventures 22.2 %, Hubert Burda Media Holding 16.3 %, Management 6.4 %, Focus Magazin Verlag 0.6 %, Verlagsgruppe Milchstraße 0.4 %, Streubesitz 30.2 %

Kennzahlen	H1 2010	H1 2009
Umsatz	59.2 Mio.	40.8 Mio.
EBIT	4.3 Mio.	4 Mio.
Periodenüberschuss	1.7 Mio.	0 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.03	0.00
EK-Quote	54.8 %	47.2 %

Kurs am 24.09.2010:
 € 3.31 (Xetra), 4.44 H / 2.70 T
KGV 2010e 25, KBV 2.03 (6/10)



Die € 4-Marke wurde zuletzt im März 2010 durchbrochen.

FAZIT: Der Weg der Tomorrow Focus AG ist klar vorgezeichnet: Nach einer Phase starken Umsatzwachstums legen die Münchner nun den Fokus auch auf nachhaltige Profitabilität. Für 2010 eine Anlaufdividende zahlen zu wollen, ist ein deutliches Signal. Sollte das Unternehmen seine neue Langfristplanung, bis 2015 einen Umsatz von € 250 Mio. sowie ein EBIT von € 35 Mio. umsetzen, wovon wir ausgehen, hätte der Kurs noch Luft nach oben. Hinzu kommt eine Prise Übernahmefantasie durch die Burda-Gruppe, die 62.4 % der Anteile hält. Wir sehen die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau gut nach unten abgesichert. Die Chancen auf Kurszuwachs sind aus unserer Sicht deutlich größer als die Risiken. **CS**

Bestes H1 der Firmengeschichte

Abzulesen ist dies nicht zuletzt an den starken Zahlen für H1 2010 im kleinsten der insgesamt drei Segmente. Der Umsatz des Techniksegments verbesserte sich dank einer erfreulichen Geschäftsentwicklung des Mobile-Dienstleisters Cellular um 45.5 % auf € 4.2 (2.3) Mio. Insbesondere der Verkaufstart des iPad von Apple schlug sich positiv nieder. So kreierte die Mobile-Spezialisten in Q2 2010 drei Applikationen, kurz Apps, für Focus Online, N24 und Stern.de für das iPad sowie zwei neue Apps für das iPhone.

Der Halbjahresumsatz des E-Commerce-Segments verbesserte sich um 40.5 % auf € 41.4 (24.6) Mio. Maßgeblich waren hier jeweils deutlich zweistellige Umsatzzuwächse beim Reisebewerter Holiday Check sowie der Partnerbörse Elitepartner. Der Umsatz des Portalsegments verbesserte sich um 59.8 % auf € 13.6 (5.5) Mio. Der Anstieg des Umsatzes ist u. a. auf ein verbessertes Geschäft mit externen Vermarktungskunden im Bereich der Premiumvermarktung zurückzuführen. Ferner wurde die Beteiligung Adjug im Vorjahreshalbjahr noch nicht konsolidiert. In toto summierten sich die Erlöse auf € 59.2 (40.8) Mio.

Nur noch profitable Zukäufe

Durch geringe Werbepreise konnte die E-Commerce-Sparte (Holiday Check und Elitepartner) beim Ergebnis am stärksten profitieren. Durch eine höhere Werbefrequenz wuchsen die Zahl der Nutzer und die Umsätze. Das Segment-EBITDA kletterte um 35.1 % auf € 10.5 (6.8) Mio. In der Portalsparte fiel hingegen ein negatives EBITDA von € -1.3 (-0.8) Mio. an, das auf Anlaufverluste bei Adjug, Finanzen100, Jameda und Nachrichten.de zurückzuführen ist. Im Geschäftsfeld Technik war mit € 0.2 (0.7) Mio. ein rückläufiges EBITDA zu verkraften, das schwächeren Geschäften bei der Tochter Tomorrow Focus Technologies geschuldet ist. Insgesamt stellte sich das EBITDA in H1 2010 auf € 9.4 (6.7) Mio. Das EBIT kam auf € 4.3 (4) Mio. voran. Hier machen sich die zwingenden Ab-

Der Reisebewerter Holiday-Check erzielte in H1 2010 ein deutlich zweistelliges Umsatzplus.



schreibungen auf die defizitären Zukäufe der Vergangenheit bemerkbar. Deshalb will Winners bei Akquisitionen nun den Fokus auf Unternehmen legen, die bereits eine kritische Größe haben, d. h. ein EBITDA von mindestens € 1 bis 3 Mio. ausweisen und somit profitabel arbeiten, so dass sich Abschreibungen mit Gewinnen verrechnen lassen und die Gewinn- und Verlustrechnung nicht weiter belasten, wie es bei Übernahmen in der Vergangenheit der Fall war. Der Periodenüberschuss stellte sich auf € 1.7 (0) Mio. bzw. € 0.03 (0) je Aktie.

Solide Bilanz

Ungeachtet des rasanten Wachstums verfügt das Unternehmen über solide Bilanzrelationen. Auf der Aktivseite dominieren die Immateriellen Vermögenswerte, die per 30.06.2010 € 90.4 (75.6) Mio. und damit 76 % der gesamten langfristigen Vermögenswerte von € 119 (106.8) Mio. ausmachen. Kurzfristige Vermögenswerte summierten sich auf € 38.5 (27.1) Mio., davon € 9.4 (6.8) Mio. in Form liquider Mittel.

Auf der Passivseite sticht die hohe EK-Quote von 54.8 (47.2) % ins Auge. Das Eigenkapital macht € 86.4 (63.2) Mio. bzw. € 1.63 (1.19) je Aktie aus. Die langfristigen Schulden sanken auf € 32.1 (39.2) Mio. Da die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Gegenzug auf € 39.2 (31.5) Mio. kletterten,

blieben die Schulden unter dem Strich mit € 71.3 (70.7) Mio. nahezu konstant.

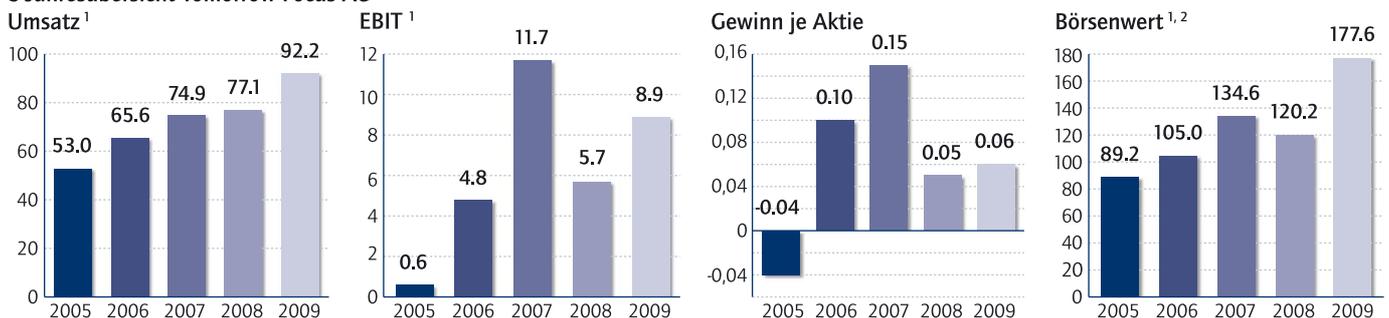
Zweitgrößter deutscher Onlinevermarkter

Focus Media bleibt mit über 60 % Reichweite im durchschnittlichen Monat und zwölf Angeboten Deutschlands zweitgrößter Online-Vermarkter. Das Vermarktungsnetzwerk erzielt in der Studie „Internet Facts 2010-II“ der AGOF eine Netto-Reichweite von 30.03 Mio. Nutzern im durchschnittlichen Monat. Dabei liegen die Bayern nur 1.5 Mio. Nutzer hinter dem größten Vermarkter Interactive Media. Das sollte das weitere geplante Unternehmenswachstum unterstützen. Wie bereits erwähnt, soll dabei die Profitabilität eine größere Bedeutung erlangen. Entsprechend haben die Analysten der Lampebank gerechnet und kommen für 2010 auf einen Gewinn je Aktie von € 0.13, der 2011 auf € 0.18 und 2012 auf € 0.22 klettern soll. Deutlich optimistischer kalkuliert SES Research, die für 2010 bereits einen Gewinn je Aktie von € 0.15, für 2011 € 0.29 und für 2012 € 0.38 erwarten. Bei beiden Analysehäusern ist der Wachstumstrend klar vorgezeichnet. Diese Meinung teilen wir uneingeschränkt. Ein erstes Indiz, ob die Rechnung aufgeht, dürfte der 9M-Bericht liefern, der am 12.11.2010 veröffentlicht werden soll. Wir erwarten sehr ordentliche Zahlen.

Carsten Stern

Starkes Umsatzwachstum, aber schwankende Gewinne

5-Jahresübersicht Tomorrow Focus AG



¹ Angaben in Mio. €; ² Angaben zum Jahresende; Quelle: Tomorrow Focus AG

Tomorrow Focus

„Bis 2015 sollen die Umsätze auf € 250 Mio. und das EBIT auf € 35 Mio. klettern“

Als eines der wenigen Internetunternehmen kauft die Tomorrow Focus AG weiter zu, was die liquiden Münchner bequem aus dem Cashflow zahlen können. Auf Grund planmäßiger Investitionen in die Werbung fällt der Jahresüberschuss momentan noch mager aus. Warum sich das in absehbarer Zeit ändern wird, erläuterte der Vorstandsvorsitzende Stefan Winners im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Winners, ein Blick in den Halbjahresbericht zeigt Wachstum in allen Segmenten. Auffällig ist die Entwicklung in der Sparte Technologie, die ursprünglich zur Disposition stand. Überdenken Sie angesichts der Zahlen diese Entscheidung?

Winners: Wir hatten 2007 unsere Technologie-Tochter Cellular verkaufen wollen, konnten seinerzeit unsere Preisvorstellungen nicht durchsetzen. Zum Glück, sage ich heute, denn das damalige Angebot haben wir an Gewinnen schon wieder zurück und haben Cellular immer noch. Das Geschäft mit Applikationen, kurz Apps, für das iPad oder das iPhone läuft hervorragend und wird dieses Jahr um 50 % wachsen. Ich gebe nur zu bedenken, dass H1 2009 insgesamt sehr schwach war, wodurch wir jetzt diese hohen Wachstumsraten sehen. Das lässt sich auf die Dauer sicher nicht aufrechterhalten.

NJ: In den H1-Zahlen ist die Beteiligung an Adjug nicht enthalten. Wie wäre das Zahlenwerk ausgefallen, wenn Sie diese Gesellschaft schon hätten konsolidieren können?

Winners: Addieren Sie € 2 Mio. Umsatz hinzu, soviel hat Adjug im ersten Quartal umgesetzt.

NJ: Bei einem Blick in Ihre Bilanz fällt auf, dass Sie sukzessive die Verbindlichkeiten reduzieren. Planen sie einen weiteren Abbau?

Winners: Angesichts unseres hohen Cashflow sind wir in der komfortablen Lage, unsere Verbindlichkeiten weiter reduzieren zu können. Per 31.08.2010 konnten wir weitere € 8,2 Mio. Verbindlichkeiten tilgen. Bis zum 31.12.2010 werden wir € 13 Mio. Bank- und Gesellschafterverbindlichkeiten zurückgeführt haben, ohne neue Bankmittel aufgenommen zu haben. Damit sinkt unsere Verschuldung zum Ende des Jahres unter den Faktor ein Mal EBITDA. Unsere interne Linie lautet: Die Verschuldung darf maximal zwei Mal EBITDA betragen. Danach hätten wir noch € 30 Mio. Luft für weiteres Wachstum.

NJ: Was machen Sie dann mit den liquiden Mitteln?

Winners: Neben Axel Springer und Burda zählen wir zu den wenigen Internetunternehmen, die sich aktiv nach Zukäufen umschauen. Unsere Akquisitions-Pipeline ist voll. Bei dem Zinsniveau macht eine Fremdkapitalfinanzierung durchaus Sinn. Dafür wollen wir uns die entsprechende Luft verschaffen. Und um Ihre nächste Frage gleich vorwegzunehmen – eine Kapitalerhöhung steht in den kommenden beiden Jahren nicht auf der Agenda.

NJ: An welche Branchen denken Sie bei den erwähnten Zukäufen?

Winners: Wir schauen uns aktuell etwas im werbefinanzierten Reisebereich an, was gut zu unserer Beteiligung Holiday Check passen würde. Interessant ist grundsätzlich alles mit einem Umsatz über € 5 Mio. sowie einem EBITDA von mindestens € 2 Mio. Da sich viele Akquisitionen der Jahre 2006 bis 2008 auf Grund überzogener Preise nicht gerechnet haben, haben sich die Preisvorstellungen der Verkäufer ein Stück weit normalisiert, so dass Sie heute gute Internetunternehmen zu vertretbaren Konditionen erwerben können. Wurde im Jahr 2006 noch 15 Mal EBITDA gezahlt, so sind es heute eher fünf bis zehn. Das Internet wird jetzt in Deutschland eine ganz normale Industrie – mit langsameren Wachstumsraten und normalen Bewertungen.

NJ: Das hört sich fast so an, als ob Sie überwiegend auf anorganisches Wachstum setzen, ist dem so?

Winners (lächelt): Sie wollen mich aus der Reserve locken, oder? Wir sind bei Holiday Check allein im August organisch um 70 % gegenüber dem Vorjahr gewachsen. In H1 lag das organische Wachstum der gesamten Gruppe bei über 40 %. Das spricht eine klare Sprache. Und bitte bedenken Sie, dass das traditionell starke zweite Halbjahr erst noch kommt.

NJ: Was macht das Sorgenkind Playboy?

Winners: Unsere Unternehmensstrategie sieht eine Konzentration auf reine Internetaktivitäten vor. Daher haben wir uns entschlossen, das Angebot der Focus Magazin Verlag GmbH anzunehmen und haben die Playboy-Aktivitäten für € 6,2 Mio. verkauft. € 5,5 Mio. Einmalertrag werden wir aus dieser Transaktion in Q4 2010 ausweisen. Die Onlinevermarktung von playboy.de läuft weiter über uns.

NJ: Wie haben sich Ihre neuen Portale Jameda, Finanzen 100 und Nachrichten.de entwickelt?



Stefan Winners, der Vorstandsvorsitzende von Tomorrow Focus, will das EBIT bis 2015 mehr als verdoppeln.

Winners: Das Ärztebewertungsportal Jameda sowie das Finanzportal Finanzen100 laufen richtig gut. Mehr als 1 Mio. Seitenaufrufe lassen sich früher oder später monetarisieren. Nachrichten.de hinkt dieser Entwicklung noch ein bisschen hinterher.

NJ: Kaufen Sie Ihre Werbeblöcke dank der anziehenden Konjunktur nun teurer bei den TV-Sendern ein?

Winners: Nein, die Preise sind unverändert attraktiv. Wir erhöhen in diesem Jahr unser Werbebudget von € 18 auf ca. 30 Mio. – je zur Hälfte online und TV. Deshalb profitieren wir von höheren Rabatten.

NJ: Damit verzichten Sie bewusst auf einen höheren Jahresüberschuss?

Winners: Nein, überhaupt nicht. Wir haben im ersten Halbjahr sehr viel Werbung für Elitepartner gemacht. Die Marketingkosten gehen nach IFRS sofort in den Aufwand, während die Erträge aus einem Abo 8 bis 10 Monate lang verbucht werden und somit nachlaufen. Ähnliches gilt für Holiday Check. Im zweiten Halbjahr sind wir geschäftsmodellbedingt besonders ergebnisstark. Mit den Analystenschätzungen eines Gewinns je Aktie von € 0,12 für 2010 fühlen wir uns im Übrigen wohl, und das wäre eine Verdoppelung des EPS von 2009 mit 6 Cent.

NJ: Wie lauten Ihre Langfristziele?

Winners: Unsere 2005 kommunizierte Langfristplanung von € 100 Mio. Umsatz und einem EBIT von € 10 Mio. für 2010 schaffen wir. Unser neues Ziel bis 2015 lautet: Wir wollen unsere Erlöse auf € 250 Mio. und das EBIT auf € 35 Mio. steigern. Wir sehen schon heute, dass die EBIT-Marge ansteigt, insofern ist dieses Ziel zwar sportlich, aber erreichbar.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.