

Tomorrow Focus

# Dank der Digital-, Mobil- und Social-Welle: Umsatz-Verdreifachung bis 2018

Internetunternehmen können erfolgreiche Geschäftsmodelle aufsetzen, das ist nicht erst seit Google, Ebay oder Amazon bekannt. Auch hier zu Lande gibt es sehr erfolgreiche Player. Exemplarisch ist an dieser Stelle 1&1 zu nennen. Weniger bekannt, und daher deutlich günstiger bewertet, ist die Münchner Tomorrow Focus AG.

Die Gesellschaft gehört zu den führenden Internet-Holdings in Deutschland und ist in den Segmenten Online-Reisebuchung, Online-Partnervermittlung und im Portalgeschäft aktiv. Die Aktivitäten gliedern sich in die Segmente Transactions, Online Advertising und Technologies. Im Bereich Online-Reisevermittlung betreibt die Gesellschaft mit dem Reisebuchungs- und Reisebewertungsportal Holiday Check die führende Internetseite im deutschsprachigen Raum. Die Wettbewerbsqualität beruht auf der großen Hotelbewertungs-Datenbank, der Marke Holiday Check und der Kombination aus von Nutzern erstellten Inhalten und dem Vermittlungsgeschäft. Wachstumstreiber für den Bereich Online-Reisen sind der anhaltende Wechsel von der Offline- zur Online-Buchung von Pauschalreisen – etwa 30 % werden über das Internet gebucht, Tendenz steigend –, Marktanteilsgewinne, ein wachsender Reisevermittlungsmarkt und die internationale Expansion, die durch Akquisitionen unterstützt wird. Im Geschäftsjahr 2012 erwarben die Münchner drei Unternehmen in den Niederlanden und in Frankreich, um die Marktpositionierung zu festigen und führten zur Finanzierung im Februar 2013 eine Kapitalerhöhung um € 5.04 Mio. Aktien zum Preis von € 3.80 durch, die binnen weniger Stun-

den platziert war. Am 19.06.2013 notierte die Aktie mit € 4.- nur knapp darüber.

### Vergleichsweise niedrige Bewertung

Internetunternehmen anhand der gängigen Kennziffern KGV und KBV zu bewerten, greift häufig zu kurz. Diese Unternehmen zeichnen sich in der Regel 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 gingen. Kurz gesagt: Unter dem Strich kommt wenig heraus, das eine Kennziffer wie das KGV in die Höhe hebt und eine zu hohe Bewertung signalisiert. Nicht so bei Tomorrow Focus. Mit einem KGV 2013e von 13.5 sowie einem KBV von 1.86 per 31.03.2013 können sich die Münchner bewertungstechnisch mit vielen Unternehmen aus klassischen Branchen wie dem Maschinenbau messen.

Im Vergleich zu anderen Online-Reisevermarktern fällt die Bewertung deutlich ab. Während Konkurrenten wie Tripadvisor (KGV 2013e 20) und Expedia (KGV 2013e 27) deutlich über 20 auf die Börsenwaage bringen, liegt das KGV bei Tomorrow Focus weitaus niedriger. Angenommen, Tripadvisor und Expedia wären zu hoch bewertet und ein KGV zwischen 15 und 20 wäre angemessen, dann hätte die Aktie immer noch deutliches Aufwärtspotenzial. Und noch ein Faktor spricht für die moderate Bewertung von Tomorrow Focus: Die Preise, die für vergleichbare Unternehmen bei Übernahmen tatsächlich gezahlt wurden. So hat Expedia die Reisesuchmaschine Trivago im Dezember 2012 für das 25-fache des

EBITDA für 2013e bzw. zum 4.5-fachen des Umsatzes für 2013e übernommen. Price-line hat Kajak (Meta-Suchmaschine für Reisen) für USD 1.9 Mrd. gekauft, das entsprach dem 19-fachen EBITDA. Würden die Bayern mit ähnlichen Parametern bewertet, würde allein die Tochter Holiday Check den Börsenwert des gesamten Konzerns von € 233.3 Mio. abdecken. Die Segmente Partnervermittlung, Aktivitäten im Bereich Online-Werbung und Internetportale wären mit Null bewertet. Angesichts dieser Relationen haben wir uns entschlossen, dem Unternehmen nach NJ 10/10 erneut eine Titelgeschichte zu widmen.

### Kooperation mit der Huffington Post

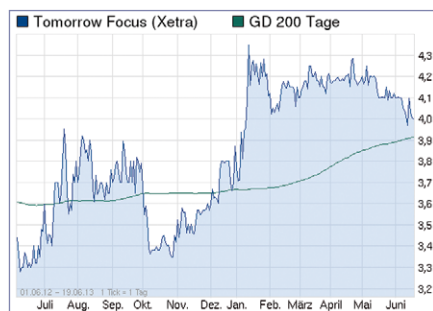
Von der Kooperation mit der Online-Zeitung Huffington Post versprechen sich die Münchner viel. In den USA hat sich die Huffington Post bereits einen Namen gemacht. Die Mischung aus Blog, Nachrichtenplattform und Online-Zeitung wurde im Jahr 2011 für USD 315 Mio. an AOL verkauft. Bereits seit geraumer Zeit versucht die Huffington Post in anderen Ländern, und vor allem in Europa, Fuß zu fassen. Weitere Redaktionen gibt es bereits in Kanada, Großbritannien, Frankreich, Italien und Spanien. Nun soll die deutschsprachige Ausgabe der Huffington Post von der Tomorrow Focus Media verantwortet werden. Die Website soll im Herbst 2013 neben Deutschland auch in der Schweiz und Österreich online gehen. Mit der Huffington Post, die als erstes kommerzielles Zeitungsformat im Internet den renommierten Pulitzer-Preis erhielt, will Tomorrow Focus innerhalb von zwei Jahren Geld verdienen und nach drei bis fünf Jahren in die Top 5 der Nachrichtenangebote vor-

**Tomorrow Focus AG, München**  
**Telefon:** 089/9250-1256  
**Internet:** www.tomorrow-focus.de  
**ISIN DE0005495329,**  
 58.314 Mio. Inhaberaktien, AK € 58.314 Mio.  
**KGV 2013e 13.5, KBV 1.86 (3/13)**  
**Börsenwert:** € 233.3 Mio.  
**Aktionäre:** Burda Digital GmbH 58.8 %, Management und AR 0.9 %, Streubesitz 40.3 %

Kennzahlen	2012	2011
Umsatz	149.1 Mio.	135.9 Mio.
EBIT	20 Mio.	16.8 Mio.
Jahresergebnis	14.7 Mio.	11.2 Mio.
Ergebnis je Aktie*	0.25	0.19
EK-Quote	41.5 %	52.4 %

\*auf Basis von 58.314 Mio. Aktien

**Kurs am 19.06.2013:**  
 € 4.- (Xetra), 4.38 H / 3.32 T



**Charttechnisch ideal wäre ein Einstieg in der Nähe des 52 Wochen-Tiefs bei € 3.32.**

**FAZIT:** Das Langfristziel, den Umsatz bis 2018 auf € 500 Mio. zu steigern, nimmt sich auf den ersten Blick äußerst ambitioniert aus. Selbst das Zwischenziel 2015 mit Erlösen von € 250 Mio. entspricht einer Steigerung um zwei Drittel. Die Chance, dass dies gelingt, stufen wir dennoch als plausibel ein, denn der Tomorrow Focus AG kommen diverse Megatrends zugute. Der wichtigste davon ist die Verlagerung von immer mehr Geschäft in die Online-Welt. Von diesem Kuchen wollen sich die Münchner ein großes Stück abschneiden. Damit ist klar, dass Aktionäre einen langfristigen Investitionshorizont bis zum Zwischenziel im Jahr 2015 benötigen. Diese lange Wartezeit wird zumindest mit kleinen Dividendenzahlungen versüßt. **CS**

stoßen. Hier befindet sich bereits mit Focus Online ein weiteres Format von Tomorrow Focus. Huffington Post verdient ausschließlich durch Werbeeinnahmen.

### Umsatz- und Gewinnplus im Jahr 2012

Im Jahr 2012 stieg der Konzernumsatz um 9.7 % auf € 149.1 (135.9) Mio. Bereinigt um die im August 2011 veräußerte Ad Jug-Gruppe kletterte der Umsatz sogar um 16.2 %. Maßgeblich hierfür ist die Geschäftsentwicklung im Segment Transactions. Der Umsatz dieser Sparte verbesserte sich im Jahresvergleich um € 19.2 auf 109.3 (90.1) Mio. Neben der Holiday Check AG konnte auch die Elite Medianet GmbH, die Partnervermittlung anbietet, zur erfreulichen Umsatzentwicklung beitragen. Die im Laufe des Geschäftsjahres 2012 erst-konsolidierten Gesellschaften RPC Voyages, Tomorrow Travel und Webassets trugen in Summe € 10.5 Mio. zum Konzern- und Segmentumsatz bei. Bereinigt um die veräußerte Ad Jug-Gruppe konnte der Umsatz im Advertising-Segment um 9 % auf € 27.3 (25) Mio. verbessert werden. Zu dieser positiven Entwicklung trugen die im Advertising-Segment konsolidierten Gesellschaften Tomorrow Focus Media GmbH und Finanzen100 GmbH gleichermaßen bei. Der Umsatz des Segments Technologies reduzierte sich leicht um € 0.7 auf 12.5 (13.2) Mio. Maßgeblich hierfür sind u. a. Auftragsverschiebungen in das Geschäftsjahr 2013. Das EBITDA verbesserte sich im Geschäftsjahr 2012 um 31.3 % auf € 28.1 (21.4) Mio. Das EBIT legte auf Grund höherer Abschreibungen, bedingt durch die Zukäufe, unterproportional um 18.8 % auf € 20 (16.8) Mio. zu. Das Jahresergebnis kam hingegen um 30.1 % auf € 14.7 (11.2) Mio. bzw. € 0.28 (0.21) je Aktie voran. Bezogen auf das erhöhte Grundka-



**Die Tomorrow Focus-Mannschaft dürfte immer mehr vom Megatrend „Digital“ profitieren: Bürogang im Standort Neumarkterstraße.**

pital von 58.314 Mio. Stückaktien lag diese Kennziffer bei € 0.22 (0.19) je Aktie.

### Guter Jahresstart

Auch Q1 2013 verlief für Tomorrow Focus vielversprechend. Die Konzern Erlöse kletterten um 26.9 % auf € 46.2 (36.4) Mio. und führten zum besten Quartal in der Firmenhistorie. Das EBIT reduzierte sich auf Grund von geplanten Abschreibungen für Übernahmen aus 2012 leicht auf € 2.8 (2.9) Mio. Vor den Abschreibungen stieg das EBITDA auf € 4.8 (4.2) Mio. Ein deutliches Umsatzplus von 39 % auf € 38.3 (27.6) Mio. verzeichnete Tomorrow Focus im Segment Transactions. Auch die Advertising-Sparte dürfte in diesem Jahr wieder auf Kurs kommen, nachdem im Jahr 2012 die FAZ sowie Meine Stadt.de als Kunden verloren gingen. Diese sollen 2013 durch die neuen Partner Apple iAD und Huffington Post ersetzt werden. Nur eine Reihe von Sondereffekten

führte in den ersten drei Monaten zu einem negativen Nettoergebnis von € -0.5 (0.4) Mio. Diese Effekte sollten sich im Laufe des Jahres wieder ausgleichen, so dass die Prognose des Managements, dass Umsatz und EBITDA im Jahr 2013 jeweils zweistellig zulegen sollen, plausibel erscheint. Ein Umsatz von etwa € 170 Mio. sowie ein EBITDA von mehr als € 30 Mio. sollten erreichbar sein.

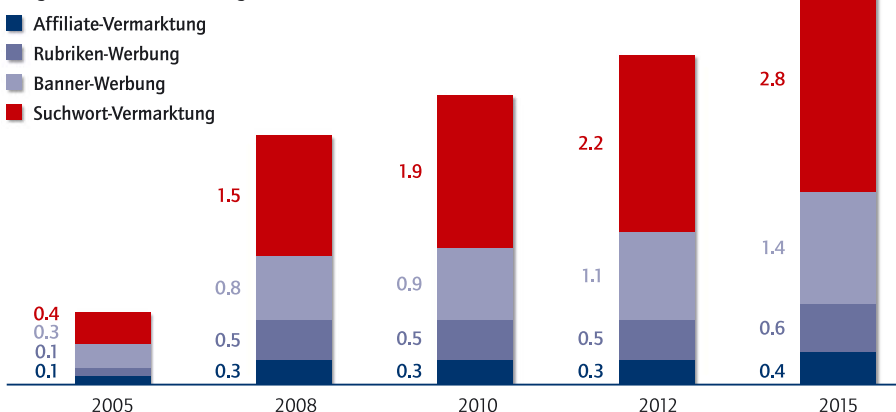
### € 500 Mio. Umsatz bis 2018

Nach wie vor hält Tomorrow Focus am Ziel fest, bis 2015 den Umsatz auf € 250 Mio. zu steigern. Die EBITDA-Marge soll bei 15 % liegen. Bis 2018 streben die Münchner an, die Erlöse nochmals auf dann € 500 Mio. zu verdoppeln sowie die EBITDA-Marge auf 20 % zu steigern. Wie sie das schaffen wollen, legen sie jüngst in einem Strategiepapier dar. Dazu wurden eine Reihe von Trends aufgelistet, die allesamt das geplante Wachstum erläutern sollen. Da ist erstens der Trend zu nennen, dass sich immer mehr Geschäft von der analogen in die digitale Welt, sprich ins Internet, verlagert. Und zweitens wird der Zugang zum Internet verstärkt über mobile Endgeräte erfolgen. Im Internet wird drittens und viertens das Thema Social Media und damit einhergehend eine Spezialisierung eine immer stärkere Rolle spielen, die anderer Werbeformen bedarf, um daraus Kapital zu schlagen. Zu guter Letzt gehen die Bayern davon aus, dass Anbieter von Inhalten gegenüber reinen Plattformen die Nase im Wettbewerb vorn haben werden. Auf alles hat sich Tomorrow Focus nach eigenen Angaben entsprechend vorbereitet. Unabhängig davon, ob alles genauso eintrifft, bleibt festzuhalten, dass die Langfristperspektive passt, die der Aktie nutzen sollte und damit auch der Dividendenhöhe. **Carsten Stern**

## Für Banner-Werbung wird ein überdurchschnittliches Wachstum erwartet

Online-Werbung zeigt seit einigen Jahren ein stetiges Wachstum. Das Wachstum der traditionellen Display-Werbung übertrifft dabei das der Suchwort- und Affiliatevermarktung.

Ausgaben für Online-Werbung in Deutschland 2005 bis 2015\*



\* in Mrd. €; Quelle: AGOF, ZAW, OVK, PWC, PDMM, OWM Media Map, Experteninterviews / Expertenschätzungen, McKinsey

## Tomorrow Focus

## „Wer nur auf schnelle Kursgewinne aus ist, ist bei uns an der falschen Adresse“

Der Finanzvorstand Dr. Dirk Schmelzer gibt sich überzeugt, dass die Tomorrow Focus AG gut für die Zukunft gerüstet ist. Welche Chancen sich daraus für Anleger ergeben, erläutert er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

**NJ:** Herr Dr. Schmelzer, Tomorrow Focus hat erst im Februar brutto € 19.2 Mio. via Kapitalerhöhung eingeworben. Warum diese Maßnahme? Ihre liquiden Mittel lagen per 31.01.2012 doch bei auskömmlichen € 19 Mio.

**D. Schmelzer:** Wir wollen bei einigen Töchtern die Minderheitenanteile erwerben. Die wichtigste Tochter, bei der wir den Gewinn mit den Minderheitengesellschaften teilen müssen, ist unser erfolgreiches Reisebuchungs- und Reisebewertungsportal Holiday Check. Und ein bisschen Geld zur Finanzierung unseres Geschäfts benötigen wir auch noch, denn Q1 bis Mitte Q3 ist in der Regel ein Zeitraum mit wenig Cash für uns. Das Gros unserer liquiden Mittel generieren wir von Mitte August bis zum Jahresende. Außerdem haben wir unseren Anteilseignern versprochen, dass wir nach dieser Kapitalspritze in der Lage sein werden, die weitere geschäftliche Entwicklung aus dem Cashflow bezahlen zu können. Das heißt konkret: Es sind für die nähere Zukunft keine weiteren Kapitalmaßnahmen mehr geplant, was der Aktie aus unserer Sicht nur guttun kann.

**NJ:** Und sind die Minderheiten erfreut, dass Sie Ihnen die letzten Anteile abkaufen oder tun sie sich eher schwer?

**D. Schmelzer:** Letzteres ist eher der Fall. Insbesondere Holiday Check entwickelt sich gut, das gilt aber auch für viele unserer anderen Beteiligungen. Da ist umso größere Überzeugungsarbeit zu leisten, warum auf künftige Dividenden und einen möglichen Wertzuwachs verzichtet werden soll.

**NJ:** Sie haben mir in Ihrer ersten Antwort ein gutes Stichwort gegeben – die Aktie. Es fällt auf, dass Ihr Papier im Vergleich zu anderen Internetunternehmen eher moderat bewertet erscheint. Worauf führen Sie das zurück?

**D. Schmelzer:** Da gibt es aus unserer Sicht mehrere Gründe. Zum einen stammen Vergleichsunternehmen aus dem anglo-amerikanischen Raum. Dort sind die Bewertungen typischerweise höher als bei uns. Außerdem schauen viele Aktionäre auf unsere Passivseite und sehen dort hohe Verpflichtungen, die aus den Optionsverträgen mit Minderheiten kommen. Dann haben wir einen starken Großaktionär, der knapp 60 % des Aktienkapitals hält, und somit einen geringen Streu-

besitz und auch ein geringes Handelsvolumen. Das macht uns für internet- und technologieaffine Anleger, die häufig an schnellen Kursgewinnen interessiert sind, weniger interessant. Dafür schwankt unser Papier deutlich weniger als so manche andere Internet-Aktie.

**NJ:** Stimmt, die Aktien von Delticom oder auch Zooplus zeigen deutlichere Ausschläge. Aber das nur am Rande. Freuen Sie sich eigentlich, dass bei Ihnen auch die Veröffentlichung von Quartalszahlen keine großen Kurschwankungen auslöst?

**D. Schmelzer:** Unsere überwiegend langfristig orientierten Investoren kennen unser Geschäftsmodell ganz genau und wissen, dass sie von Q1 keine Wunder erwarten können. Warum sollten sie dann die Aktien verkaufen, nur weil wir im Q1 ein leicht negatives Nettoergebnis aufweisen, lautet die entscheidende Frage. Wir fahren nun einmal den Großteil unseres Gewinns im H2 ein. Insofern bin ich mit dem Verlauf von Q1 durchaus zufrieden.

**NJ:** Könnte die unterdurchschnittliche Kursentwicklung auch damit zusammenhängen, dass Sie nicht offensiv genug die Werbetrommel rühren?

**D. Schmelzer:** Ich bin niemand, der durch die Lande rennt und unsere Aktie mit einem riesigen Zukunftspotenzial anpreist, um einen kurzfristigen Kursschub auszulösen. Ich bin selbst investiert und glaube an die Zukunft von Tomorrow Focus. Aber ich sehe die Perspektiven eher mittel- bis langfristig. Kurzum: Wer nur auf einen schnellen Gewinn mit einer Internet-Aktie aus ist, ist bei uns an der falschen Adresse.

**NJ:** Wozu so etwas führt, hat die Börse bei Delticom gesehen – erst von der Börse in den Himmel gehoben, und dann folgte der böse Absturz.

**D. Schmelzer:** Ich maße mir kein Urteil über das Geschäftsmodell an. Aber auch wir machen unsere Erfahrungen mit zyklischem Kaufverhalten. Daher sind wir froh, nicht alles auf ein einziges Geschäftsmodell oder eine einzelne Region gesetzt zu haben.

**NJ:** Wie wollen Sie in den kommenden Jahren den Unternehmenswert steigern?

**D. Schmelzer:** Ganz simpel: Wir werden unser Portfolio optimieren, ich könnte auch sagen bereinigen, und unseren Aktionären ein vernünftiges Wachstum zeigen. Wenn es uns gelingt, diesen Nachweis über die kommenden Jahre zu erbringen, dann wird auch der Unternehmenswert



*CFO Dr. Dirk Schmelzer betont, dass der Gewinn vor allem jeweils im H2 entsteht.*

nachziehen. Und da es, wie schon gesagt, in näherer Zukunft keine Kapitalerhöhungen mehr geben soll, steigt zwangsläufig auch der Wert je Aktie, wenn wir einen guten Job machen. Davon bin ich felsenfest überzeugt.

**NJ:** Portfolio optimieren, das klingt so technisch. Können Sie mir am konkreten Beispiel netmoms aufzeigen, wie Sie damit Geld verdienen können?

**D. Schmelzer:** Gerne. netmoms ist zwar noch klein, hat uns aber sofortige Synergien beschert. Wir haben für das Elternportal in toto € 3.5 Mio. bezahlt – teils in eigenen Aktien. Das EBIT lag zum Kaufzeitpunkt bei knapp € 200 000. Und bevor Sie gleich einhaken und mir vorrechnen, dass sich eine Akquisition zum 17.5-fachen des EBIT nicht lohnen kann, müssen Sie folgendes wissen. Die Vermarktung des Portals liegt nun bei unserer Tochter Tomorrow Focus Media. Das hat einen sofortigen EBIT-Effekt von etwa € 300 000. Und schon bin ich bei einem EBIT-Multiple von 7 statt 17.5 angelangt. Sie werden mir zugestehen, dass dies eine übliche Größe ist. Nicht berücksichtigt sind weitere Synergien, etwa in der crossmedialen Anzeigenvermarktung. Außerdem befinden wir uns mitten in Gesprächen über Lizenzverträge, die uns weitere Erträge in die Kasse spülen würden. Nach meinem Verständnis macht eine Akquisition dann Sinn, wenn ich die Zielgesellschaft, hier die netmoms, zu einem niedrigeren Multiple erwerben kann als die Gesamtbewertung von Tomorrow Focus. Wir sind zurzeit mit einem EBIT-Multiple von 7.5 bewertet. Wenn ich, wie geschehen, für netmoms weniger als 7 bezahle, schaffe ich einen Mehrwert für den Aktionär.

**NJ:** Das klingt logisch, vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.