

## Freenet AG (TECDAX)

# „MOBILE INSTINCT“ – MEHR ALS NUR EIN SCHMERZMITTEL GEGEN KURSSTURZ

In unserem vorigen ausführlichen Artikel im NJ 4/18 bei einem Kurs von € 25.36 hatte die Aktie gegenüber ihrem historischen Höchststand von € 32.99 im Januar 2018 bereits 28.5 % verloren. Nicht zuletzt auf Grund der in den vergangenen Jahren zuverlässig gezahlten, hohen Dividenden sahen wir den Rückgang als übertrieben an und hielten auf dieser Basis Neungenagements für renditeaffine Investoren für interessant.

Im Geschäftsjahr 2017 war ein außerordentlicher Ertrag von € 102 Mio. aus dem Verkauf der Beteiligung an der Sunrise Tower an deren Muttergesellschaft Sunrise Communication Group verbucht worden. Daher schien es schon zum damaligen Zeitpunkt wenig wahrscheinlich, dass der 2017 erwirtschaftete Gewinn je Aktie von € 2.24 (1.78) im Folgejahr wiederholt werden könnte. Da sich jedoch der für die Dividende maßgebliche Free Cashflow 2017 mit € 343 (342) Mio. auf seinem bisherigem Niveau hielt, konnte sogar eine auf € 1.65 (1.60) leicht erhöhte Dividende gezahlt werden, für die € 211 (205) Mio. benötigt wurden. Die sich damals daraus ergebende Rendite von 6.5 % lag deutlich über dem Marktdurchschnitt und bildete somit die Grundlage für unsere positive Einstellung gegenüber der Freenet-Aktie.

### Massiver Kursrückgang

Nach Vorlage der Zahlen für die ersten neun Monate dieses Jahres geriet die Aktie dann aber in einen Abwärtsstrudel, in dem sie bei einem sehr hohen Umsatzvolumen von täglich mehreren Millionen Stücken um nochmals 32 % auf aktuell € 17.25 verlor. Gegenüber dem Höchstkurs beträgt der Verlust satte

52.3 %. Da tröstet der Sprung der Dividenrendite auf 9.5 % wenig. Die anhaltende negative Entwicklung haben wir im NJ-Extra Nr. 594 vom 31.10. bereits kurz kommentiert und erneut den Kursrückgang als überzogen bezeichnet. Die Analyse der Daten und Fakten veranlasste uns nunmehr, der Freenet AG eine Titelgeschichte zu widmen.

### Vor dem 5G-Mobilfunknetz

In der Tat enthält der Zwischenbericht einige negative Entwicklungen im bisherigen Jahresverlauf, die den Kurssturz zumindest teilweise erklären könnten. Dazu gehört die derzeit viel diskutierte und für 2019 vorgesehene Versteigerung der 5G-Mobilfunklizenzen. Freenet besitzt kein eigenes Netz und nutzt das der drei aktuellen Betreiber Deutsche Telekom, Vodafone und Telefonica. Nunmehr ist damit zu rechnen, dass sich mit United Internet ein weiterer Bewerber an der Auktion beteiligt. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist noch unklar, wie künftig gegenüber den übrigen Nutzern der Netze verfahren wird.

### Bei Ceconomy Daumen gesenkt

Als weiterer belastender Punkt ist der zu einem unglücklichen Zeitpunkt eingegangene Einstieg bei der aus dem Metro-Konzern abgespaltenen Ceconomy AG zu nennen, die die Elektronikmärkte Media Markt und Saturn betreibt. Mit diesem Unternehmen pflegt Freenet eine bereits seit einem Vierteljahrhundert bestehende Kooperation mit einem Exklusivangebot. Der Vertrag läuft noch bis zum Jahr 2022. Der Erwerb im Juli 2018 von 9.1 % des Aktienkapitals erfolgte zum Kurs von € 8.50 je Aktie. Der Kursrückgang auf aktuell € 4.01 nach zwei Gewinnwarnungen und einem darauffolgenden Wechsel im Ma-

nagement führte dazu, dass im 9M-Zwischenabschluss die Erstbewertung der Beteiligung um € 47 Mio. nach unten korrigiert werden musste. Das Engagement wurde von Freenet mit dem Interesse an einer Intensivierung der gegenseitigen Beziehungen begründet, das sich, zumindest vorläufig, als recht kostspielig herausgestellt hat.

Für Verunsicherung sorgte zudem das Ausscheiden des Finanzvorstands Joachim Preisig nach mehr als zehn Jahren, der jedoch zügig von Ingo Arnold, seit 2001 im Hause, ersetzt wurde.

### Kerngeschäft stabil –

### positive Entwicklung bei TV und Medien

Über mehr als 500 eigene Filialen, die flächendeckend in Deutschland betrieben werden, die Ketten von Media Markt und Saturn sowie Online bietet Freenet unter ihrem Markennamen Mobilcom Debitel ein vielfältig gestaltetes Angebot an Mobilfunkverträgen und ist mit einem Marktanteil von ca. 12 % der größte netzunabhängige Anbieter in Deutschland. Der Fokus ist darauf gerichtet, den Anteil der werthaltigen Vertragsverhältnisse kontinuierlich auszuweiten, und das ist erneut gelungen. In der im Jahresvergleich leicht auf 11.57 (11.88) Mio. gesunkenen Kundenzahl vergrößerte sich die Anzahl der Post-paid-Kunden auf 6.87 (6.65) Mio. Dagegen reduzierten sich die No-Frills-Kunden (ohne „Schnickschnack“) und diejenigen, die Pre-paid gewählt haben, jeweils auf 2.62 (2.95) bzw. 2.08 (2.28) Mio. Die Post-paid-Kunden setzten € 21.60 (21.40) pro Monat um, während es bei No-Frills und Pre-paid nur € 3.50 bzw. 3.40 waren. Die Teilnehmerzahl bei Freenet-TV hat sich in den vergangenen zwölf Monaten deutlich auf 1.004

**Freenet AG, Büdelsdorf**

**Telefon:** 040/513 06 970

**Internet:** [www.freenet-group.de](http://www.freenet-group.de)

**Branche:** Mobilfunk, TV, Medien

**ISIN DE000A0Z2ZZ5,**

128.06 Mio. Stückaktien, AK € 128.06 Mio.

**Aktionäre:** Flossbach von Storch Invest AG

10.08 %, Allianz Glob. Inv. GmbH 4.966 %, BlackRock Inc. 5.05 %, Dt. Asset & Wealth Mgmt. 3.05 %, eig. Aktien 0.4 % Streubesitz 76.46 %

**Kennzahlen** **9M 2018** **9M 2017**

**Umsatz** 2.67 Mrd. 2.56 Mrd.

**EBIT** 245.8 Mio. 303.2 Mio.

**Periodenergebnis** 148.1 Mio. 249 Mio.

**Ergebnis je Aktie** 1.22 2.01

**EK-Quote** 27.4 % 33.4 %

### Kurs am 22.11.2018:

€ 17.25 (Xetra), 32.99 H / 17.25 T

**KGV** 2018e 10, 2019e 9, **KBV** 1.73 (9/18)

**Börsenwert:** € 2.21 Mio.



*In diesem Jahr kennt der Kurs nur die Richtung gen Süden – wie lange noch?*

**FAZIT:** Auf dem Hamburger Börsentag am 03.11.2018, der wenige Tage vor der Präsentation der 9M-Zahlen stattfand, sagte CEO Christoph Vilanek vor mehreren hundert Zuhörern, dass die **Freenet AG** beabsichtigt, auch für 2018 ihre bisherige Dividende von € 1.65 zu zahlen, so dass sich die direkte Rendite auf exotische 9.5 % stellt und die für Privatanleger zunächst steuerfrei gezahlt wird; der vorhandene steuerliche Verlustvortrag reiche noch acht bis zehn Jahre aus. Die Frage ist, ob alle Risiken im Kurs enthalten sind und ob sich alle Ängste bewahrheiten. Vergessen werden zurzeit alle positiven Aspekte, die nach unserer Einschätzung überwiegen. Der Mut zu Engagements wird belohnt mit einer direkten Rendite, die höher ausfällt als das KGV 2019e.

(0.874) Mio. erhöht, bei waipu.tv mit dem Empfang von ca. 70 Fernsehprogrammen über Handy auf 202 000 (174 000) Abo-Kunden.

Neben dem Apple-Händler Gravis, der voll im Besitz von Freenet ist und über den Smartphones, Tablets und Notebooks einschließlich Zubehör vertrieben werden, bestehen noch namhafte Beteiligungen an der Sunrise Communications Group (24.36 %) und der Exaring AG (50.01 %). Von der Media Broadcast-Gruppe (UKW) hat sich Freenet dagegen getrennt.

### Umsatz wiederum moderat erhöht

Der Mobilfunkmarkt ist dadurch gekennzeichnet, dass die Zahl der verkauften Geräte mittlerweile die der Einwohner übertrifft. Dementsprechend hart ist der Wettbewerb unter den zahlreichen Anbietern, mit der Folge eines intensiven Preiskampfs. Dennoch bietet der Markt durch innovative Anwendungen wie Home Innovation, Home Security, Gesundheit und Datensicherheit weiterhin Chancen. Der Konzernumsatz (noch ohne Effekte aus der Neudeinition von IFRS 15) ist um 4.4 % auf € 2.67 (2.56) Mrd. gestiegen. Die Umsatzstruktur wird auch weiterhin vom Mobilfunkgeschäft geprägt, das mit € 2.46 (2.52) Mrd. (+5.8 %) den weitaus größten Beitrag lieferte. Das Segment TV und Medien nimmt sich dagegen mit einem Umsatz von € 211 (219) Mio. noch relativ bescheiden aus.

### Ertragslage sowohl stark von Sonderfaktoren geprägt

Während der Rückgang beim Rohertrag auf € 668.6 (698.1) Mio. mit 4.2 % in engen Grenzen gehalten werden konnte, drückte die notwendige Korrektur des Wertansatzes der Ceconomy-Beteiligung das EBITDA nach 9M 2018 um 5.5 % auf € 357.5 (423) Mio. Das EBIT reduzierte sich sogar um 19 % auf

*Mit einem Wisch ist alles weg: Stabiles Kerngeschäft und Innovationen – Pessimisten streichen das Aktienkurspotenzial einfach beiseite. Die Optimisten treten wohl erst mit dem nächsten Upload wieder auf den Plan.*



€ 245.8 (303.2) Mio. Allerdings war im Vorjahr ein einmaliger Ertrag aus dem Verkauf der Beteiligung an Sunrise Tower angefallen, der die operative Ertragskraft damit überzeichnete hatte. Das Nettoergebnis ist somit relativ stark auf € 148.1 (249) Mio. bzw. € 1.22 (2.01) je Aktie gesunken. Da jedoch mit € 33.7 (43.6) Mio. geringere Nettoinvestitionen anfielen, blieb bei Abschreibungen und Wertberichtigungen von € 97.3 (104.2) Mio. der Free Cashflow mit € 253.6 (268.4) Mio. stabil, so dass eine unveränderte Dividende wahrscheinlich ist (s. Interview). Aus der laufenden Geschäftstätigkeit wurde ein Cashflow von € 287.2 (312) Mio. erzielt.

### Eigenkapitalquote gesunken

Beim Vergleich der Bilanzen ist zu beachten, dass eine Anpassung an IFRS 15 vorzunehmen war. Die Bilanzsumme des Konzerns stellte sich zum 30.9.2018 auf € 4.47 (4.31) Mrd. und war mit Eigenmitteln von € 1.32 (1.44) Mrd. unterlegt, die 27.4 (33.4) % des Gesamtkapitals bzw. einem Buchwert je Aktie von € 10.27 (11.26) entsprachen. Die langfristigen Verbindlichkeiten sind auf € 2.5 (2.11) Mrd. gewachsen, von denen € 1.95 (1.68) Mrd. auf Finanzschulden entfielen. Hinzu kommen kurzfristige Fälligkeiten von

€ 946 (745) Mio. Die pro-forma Nettoverschuldung wird mit € 1.64 (1.41) Mrd. angegeben. Die langfristige Mittelbindung von € 3.72 (3.45) Mrd. enthält Immaterielle Werte und Goodwill von € 1.92 (1.91) Mrd. Nach der Equity-Methode einbezogene Unternehmen sind mit € 793 (809) Mio. bewertet, Sachanlagen mit € 415 (467) Mio. Das kurzfristige Vermögen ging leicht auf € 749 (771) Mio. zurück, die liquiden Mittel betrugen € 246 (334) Mio.

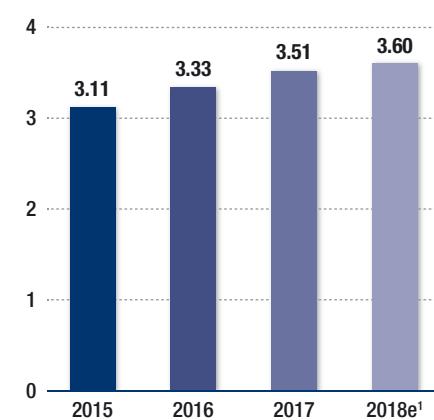
### Stabiles Ergebnis erwartet

Die Ergebnisrechnung wird sich zum Ende des laufenden Geschäftsjahres verändert darstellen, weil die Netzbetreiber-Provision nach IFRS 15 nicht mehr im Materialaufwand erfasst wird. Der Effekt dürfte beim ausgewiesenen Umsatz etwa € 700 Mio. ausmachen. Ansonsten enthält der Ausblick keine negativen Überraschungen, da das EBITDA in einer Bandbreite von € 410 bis 430 (521 inklusive Sondereffekte) Mio. prognostiziert wird. Der Free Cashflow einschließlich Sunrise wird zwar wahrscheinlich mit € 290 bis 310 (343) Mio. geringer und damit ausreichend ausfallen, um eine unveränderte Dividende zu zahlen.

**Claus Müller,  
Finanzanalyst DVFA**

## BESTÄNDIGKEIT IST EIN NICHT ZU UNTERSCHÄTZENDER ERFOLGSFAKTOR

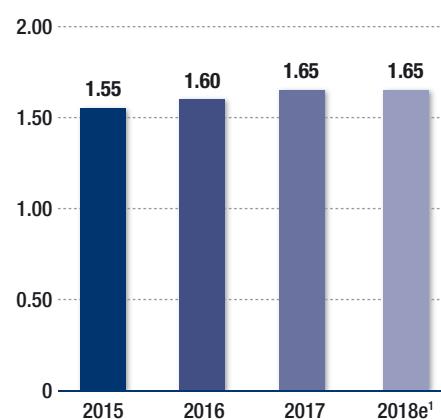
### Umsatz in Mrd. €



### Free Cashflow in Mio. €



### Dividende je Aktie in €



Freenet

## INTERNET-TV ALS BÖRSEN-WUNDERWAFFE

**D**ie Aktie der Freenet AG wird momentan an der Börse abgestraft. Zu Unrecht, ist sich der Vorstandsvorsitzende Christoph Vilanek sicher. Seine Argumente erläuterte er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

**NJ:** Herr Vilanek, die Mobilfunkbranche ist seit Jahren durch Preiskämpfe gekennzeichnet. Aktuell überbieten sich Drillisch und Telefonica mit Rabatten. Welche Auswirkungen hat dies auf Ihr Geschäft?

**Vilanek:** Diese Rabattschlacht scheint mir ein Sonderfall zu sein. Wie bekannt ist, nutzt Drillisch das Netz von Telefonica. Und für Drillisch gilt: Je mehr Kunden, desto günstiger werden die Konditionen. Wir halten uns da raus, denn Kunden über einen Preis zu gewinnen, bei dem man wenig oder nichts mehr verdient, ist ein zweischneidiges Schwert. Denn ein Großteil dieser in der Regel sehr preisaffinen Kunden wechselt nach Auslaufen des Rabatts zu einem neuen Anbieter, der ihnen den wiederum höchsten Rabatt einräumt, oder bei einer Verlängerung verlangen sie erneut die nicht rentablen Preise.

**NJ:** Sie sprechen von der klassischen Schnäppchenjäger-Mentalität?

**Vilanek:** Genauso ist es. Wir konzentrieren uns bei Klarmobile und mobilcom-debitel darauf, den Umsatz je Kunde, den ARPU, möglichst konstant zu halten. Das gelingt uns bisher recht ordentlich, deshalb verdienen wir in unserem Stammgeschäft auch gutes Geld.

**NJ:** Inwieweit ist die Diskussion um den neuen Mobilfunkstandard 5G eine Bedrohung?

**Vilanek:** Danke, auf diese Frage habe ich gewartet. Die Auktionsbedingungen zu 5G enthalten das Service-Provider-Privileg, also eine Diensteanbieterverpflichtung und ein Diskriminierungsverbot. Um es klar zu sagen: Das ist mehr, als wir heute in der 4G-Welt haben – und die Zusammenarbeit mit den Netzbetreibern funktioniert heute weitgehend reibungslos. Heißt im Umkehrschluss, 5G bereitet mir keine schlaflosen Nächte, weil wir mehr an verankerten Rechten haben werden als eben heute.

**NJ:** Anderes Thema: Stimmt es, dass der Kurssturz der Cecconomy-Aktie Ihren Q3-Gewinn nur einmalig belastet hat und Sie künftig die Kursverluste gegen das Eigenkapital verrechnen?

**Vilanek:** Ja, der Unterschied zwischen dem Kaufpreis und dem Tageskurs am Kauftag geht einmalig in das Q3-Ergebnis ein. Ab dann wird der Wert des Anteils über das Eigenkapital abgebildet, so dass die Kursschwankungen nicht quartalsweise die Ergebnisse beeinflussen.

**NJ:** Unterstellt, der Verkauf Ihrer Schweizer Beteiligung Sunrise Communications Group glückt, welche Verwendung hätten Sie für die frei werdenden Mittel – Schuldentilgung, Sonderdividende oder auch Ausweitung des Marketings?

**Vilanek:** Zunächst würde damit die Verschuldung sehr deutlich sinken. Die Mittelverwendung müssen wir uns dann final überlegen und sie wird von den zu dem Zeitpunkt gültigen Rahmenbedingungen abhängig sein. Beim heutigen Kursniveau würden wir u. a. über einen Aktienrückkauf nachdenken, definitiv würden wir aber auch die Schulden senken wollen. Marketing und Vermarktung könnte auch ohne diese Mittel in größerem Umfang als budgetiert aus dem Geschäft finanziert werden. Unsere Dividendenrendite ist bereits heute rekordverdächtig und der Markt honoriert das nicht in dem Maße, wie wir es für richtig hielten. Daher sehen wir keinen Bedarf für eine Sonderdividende. Aber weniger Dividende wollen wir für 2018 und 2019 auch nicht zahlen – die € 1.65 steuerfrei pro Aktie stehen als Vorschlag an die Hauptversammlung fest.

**NJ:** Bezahlt haben Sie für Sunrise gut € 700 Mio. – CHF 72.95 je Aktie, korrekt?

**Vilanek:** Da wir seinerzeit kurz vor dem Dividendenstichtag eingestiegen sind, flossen CHF 3.- je Aktie an uns zurück.

**NJ:** Aktuell ist Ihr Paket an der Börse etwa € 900 Mio. wert, Freenet wiegt € 2.3 Mrd., macht demzufolge einen durchaus signifikanten Anteil aus. Gibt es einen Zeitraum für den möglichen Verkauf?

**Vilanek:** Nein – es gibt keinen konkreten Plan. Ich wurde kürzlich gefragt, was ich bei einem Kurs von CHF 100 machen würde, und da habe ich geantwortet – wahrscheinlich verkaufen. Aktuell liegt der Kurs um die CHF 90, es steht eine attraktive Dividende CHF 4.24 je Aktie an und das Geschäft von Sunrise läuft gut und kommt immer besser in Schwung. Wir sind in einer sehr komfortablen Situation.

**NJ:** Stichwort Internet-TV: Hier tummeln sich viele Unternehmen, u. a. die Deutsche Telekom. Stufen Sie die Bonner als Konkurrenten oder als Türöffner ein?

**Vilanek:** Das Potenzial für Internet-TV liegt bei den Sat-Nutzern, die viele moderne Angebote schlecht oder gar nicht nutzen (HD, UHD, Aufnahme etc.) und bei den Kabelnutzern, die sehr hohe Preise bezahlen, ohne sich dessen bewusst zu sein. Ein Vergleich: Für € 14.99 kann das Freenet-Angebot waipu.tv über Handy und auf bis zu vier TV Geräten zu Hause genutzt werden. Außerdem bekommt man Zugang zu diversen Medi-



**Christoph Vilanek:** „Wir wollen in den kommenden zwei Jahren die Dividende konstant halten.“

atheken, dem besten Programmguide, den es in Deutschland gibt und HD auf den Privatsendern. Ein digitaler Anschluss für ein Gerät allein kostet via Kabel € 25. Und wir freuen uns, dass seit neuestem die Aktivitäten der Telekom und vieler anderer den Konsumenten bewusst machen, dass es einen besseren und billigeren Weg für das Fernsehbild in den Haushalt gibt – nämlich das Internet. Davon werden wir profitieren.

**NJ:** Welche Erwartungen haben Sie mittel- bis langfristig an das Internet-TV Geschäft?

**Vilanek:** Das Antennengeschäft wird in einen stabilen Zustand kommen und sehr einträglich regelmäßige Umsätze liefern. Bei Satellit (freenet.tv) kommt der Tag, an dem die Kunden auf HD umschalten müssen. Das nachhaltige Wachstum kommt aus dem Bereich Internet-TV und damit von waipu.tv. Hier haben wir im Jahr 2018 investiert (rund € 13 Mio. negatives Ergebnis) und werden auch 2019 mit einem deutlich negativen Ergebnis in Wachstum investieren.

**NJ:** Anleger goutieren diesen Kurs bisher nicht, die Aktie ist im Sinkflug. Was halten Sie ihren Kritikern entgegen?

**Vilanek:** Wir haben mit dem Mobilfunk ein vernünftiges Brot- und Buttergeschäft, wir wachsen bei waipu.tv und werden die Marke 250 000 zahlende Kunde zum Jahresende 2018 knacken. Ergo, operativ sind wir in der Spur. Nur können wir damit den aktuell negativen Börsentrend, so stehen etwa Tech-Aktien unter Abgabedruck, unseren kritisch betrachteten Einstieg bei Cecconomy, nicht übercompensieren. Da reicht auch offenkundig nicht die Perspektive, dass wir in den kommenden zwei Jahren die Dividende konstant halten. Ich mag nur allen Kritikern zurufen: Abgerechnet wird zum Schluss.

**NJ:** Danke für das Gespräch.

**Das Interview führte Carsten Stern**