

**Kaufen** Ersteinschätzung

**Kursziel EUR 6,00** (alt: n.a.)

**Kurs** EUR 3,71  
**Bloomberg** AYD GR  
**Reuters** AYDG  
**Branche** Internetdienstleistungen

**Weltweit bedeutendste Online-Plattform für Kunst**



Aktien Daten: 21.09.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 20,9 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 18,9 Mio  
**Buchwert:** EUR 3,5 Mio  
**Aktienanzahl:** 5,6 Mio

**Aktionäre:**  
 Freefloat 41,0 %  
 Galerie Neuendorf 26,0 %  
 Schaeffer Immobilien 10,7 %  
 Artis Capital 10,4 %  
 Robert de Rothschild 7,3 %  
 Oliver Schmidt 4,6 %  
**Termine:**  
 Zahlen Q3 30.10.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	12,0	-	13,9	-	16,1	-
<b>EBIT</b>	-0,8	-	1,1	-	2,8	-
<b>EPS</b>	-0,15	-	0,18	-	0,46	-

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 23.09.2009  
 Analyst: Tim Kruse  
 +49 (0)40-309537-180  
 Kruse@ses.de

**ARTtraktives Investment**

artnet ist Betreiber der weltweit bedeutendsten Online-Plattform für Kunst und bietet im Wesentlichen drei Dienstleistungen an: 1) eine Preisdatenbank für Auktionsergebnisse, 2) ein Galerie-Netzwerk, in dem Galerien ihre Werke online ausstellen können und 3) seit 2008 auch Online-Auktionen.

Das Unternehmen generiert Umsätze aus Abonnement- und Mitgliedsbeiträgen, Provisionen sowie Einnahmen durch die Werbung auf der Website.

Der weltweite Kunstmarkt, mit einem Transaktionsvolumen von insgesamt ca. EUR 40 Mrd. in 2008, ist durch eine eklatante Marktineffizienz gekennzeichnet, die auf der Informationsasymmetrie, hohen Transaktionskosten und einer geringen Liquidität beruht.

Die Produkte von arnet adressieren diese Problematik durch eine...

- ...Erhöhung der Preis- und Informationstransparenz
- ...Senkung der Transaktionskosten...
- ...und Steigerung der Liquidität

Obwohl der von arnet angebotene Service in seiner Kombination auf einer Plattform einzigartig ist und den Kunden damit einen Mehrwert bietet, hat das Unternehmen in den einzelnen Segmenten durchaus Wettbewerber. Die Differenzierung beruht hier im Wesentlichen auf...

- ...Preis, Geschwindigkeit und Fokus (Online Auctions),
- ...Breite und Integrität der Informationen (Price Database)
- ...Reichweite und Marketingvorteilen (Gallery Network).

Das Umsatzwachstum (CAGR von 9%) sollte vor allem durch die neuen Produkte angetrieben werden, deren Entwicklungskosten gekoppelt mit der gesamtwirtschaftlichen Lage die Ertragskraft zuletzt beeinträchtigt hat.

Der hohe Fixkostenblock von ca. EUR 7,5 Mio. und die starke Skalierbarkeit des internetbasierten Geschäftsmodells sollten eine deutlich überproportionale Steigerung der Erträge ermöglichen.

Der niedrige Kapitalbedarf gestützt durch ein negatives Working Capital dürfte außerordentliche Kapitalrenditen von > 30% ermöglichen. Dabei sollte die Nachhaltigkeit der Erträge durch die Investitionen in die Produkte, die ausgezeichneten Kontakte innerhalb der Branche, die Einzigartigkeit des Service-Portfolios und den breiten Kundenstamm von > 2.000 institutionellen und etwa der gleichen Anzahl von Galerikunden, abgesichert sein.

Mit einem Aufwärtspotenzial von 50% zum DCF basierten Kursziel von EUR 6 gestützt durch Free Cash Flow und Peer Group Bewertung, wird das Coverage mit einer Kaufempfehlung aufgenommen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	6,5	8,4	11,0	12,3	12,0	13,9	16,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	28,5 %	29,3 %	30,7 %	11,9 %	-2,9 %	15,9 %	16,3 %
<b>Bruttoergebnis</b>	5,1	6,7	7,5	7,3	6,7	8,4	10,5
<i>Bruttomarge</i>	77,8 %	79,6 %	68,1 %	59,3 %	56,0 %	61,0 %	65,0 %
<b>EBITDA</b>	1,2	2,0	2,1	0,5	-0,1	1,9	3,6
<i>EBITDA-Marge</i>	18,8 %	23,6 %	19,4 %	4,3 %	-1,1 %	13,8 %	22,6 %
<b>EBIT</b>	1,1	1,8	1,9	0,1	-0,8	1,1	2,8
<i>EBIT-Marge</i>	17,0 %	21,8 %	17,4 %	1,2 %	-6,8 %	8,0 %	17,4 %
<b>Jahresüberschuss</b>	1,2	2,5	2,3	-0,5	-0,9	1,0	2,6
<b>EPS</b>	0,21	0,45	0,41	-0,09	-0,15	0,18	0,46
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,17	0,32	0,27	-0,13	-0,14	0,23	0,48
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	2,8	2,2	1,6	1,5	1,6	1,3	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	14,8	9,1	8,5	34,1	-149,9	9,2	4,1
<b>EV/EBIT</b>	16,4	9,9	9,4	123,2	-23,4	16,0	5,3
<b>KGV</b>	17,7	8,2	9,0	-41,2	-24,7	20,6	8,1
<b>ROCE</b>	-813,9 %	131,1 %	54,5 %	3,3 %	-20,4 %	27,4 %	49,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	6,4 %	10,6 %	11,3 %	2,4 %	-1,2 %	10,2 %	23,7 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 3,71

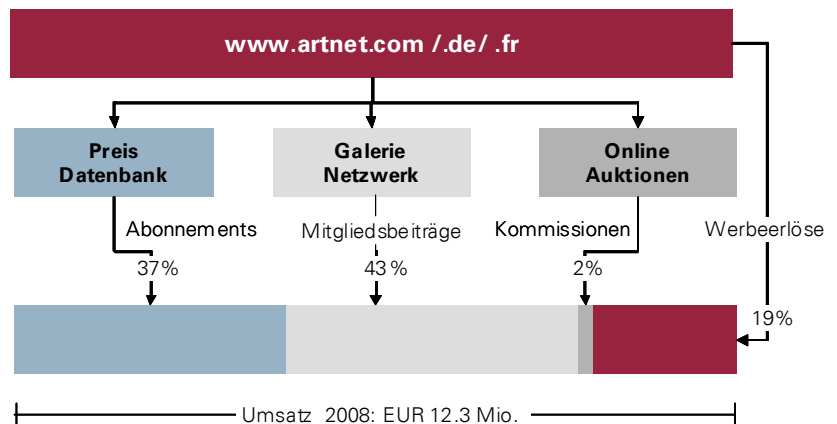
<b>Equity Story</b>	<b>3</b>
Einzigartiges Produktportfolio sichert Wettbewerbsvorteil	3
Finanzen – Wachstum durch neue Produkte	4
Bewertung – Upside von 50%	5
Newsflow sollte den Investment Case unterstützen	5
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>6</b>
Der Kunstmarkt	6
artnet Online Auctions	7
artnet Price Database	8
artnet Gallery Network	9
<b>Finanzen</b>	<b>11</b>
Jüngste Entwicklung	11
Umsatzwachstum	11
Ergebniswachstum – hoher operativer Leverage	13
GuV im Überblick	14
Wechselkurseffekte – starker USD von Vorteil	15
Bilanz –geringer Kapitalbedarf ermöglicht hohen ROCE	16
Kapitalflussrechnung	17
<b>Bewertung</b>	<b>18</b>
Free Cash Flow Yield	18
DCF-Modell	19
Peer Group Vergleich	20
<b>Newsflow</b>	<b>21</b>
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>22</b>
Unternehmenshintergrund	22
Produkte	22
Segmente	24
Aktionärsstruktur	24
Unternehmensstruktur	25
<b>Kennzahlen</b>	<b>26</b>

www.artnet.com ist eine Informationsplattform für den internationalen Kunstmarkt mit Produkten und Dienstleistungen für institutionelle Kunden wie Auktionshäuser, Versicherungen oder Banken sowie private Kunstsammler. Die drei wichtigsten Produkte sind:

- **Price Database:** Das umfassendste bebilderte Archiv an historischen Auktionsresultaten mit mehr als 4 Mio. Einträgen. Gegen eine Abonnementgebühr können sowohl private, als auch institutionelle Kunden nach Auktionsresultaten suchen, um ihnen im intransparenten Kunstmarkt eine bessere Preistransparenz zu ermöglichen.
- **Gallery Network:** Das größte Netzwerk seiner Art ermöglicht Galerien eine Auswahl der ausgestellten Kunstwerke auf der artnet Plattform zu präsentieren. Insgesamt können Besucher Werke von 40.000 Künstlern in über 2.000 Galerien betrachten und Informationen zu den Kunstwerken und Galerien abrufen.
- **Online Auctions:** Sie bieten gewerbsmäßigen und privaten Sammlern die Möglichkeit, Kunstwerke in einer höchst zuverlässigen Umgebung über das Internet zu kaufen, wobei die Transaktionskosten im Vergleich zu traditionellen Auktionshäusern erheblich geringer und der Zeitrahmen kürzer ist.

Ein beträchtlicher Anteil vom Umsatz wird zudem durch Werbung an die mehr als 1,7 Mio. Besucher der Website (Unique Users per Month) generiert. Ein nicht unwesentlicher Teil der Besucher kommt dabei über das artnet Online Magazin auf die Seite, das von unternehmenseigenen Redakteuren sowie bekannten Autoren geschrieben wird und ein Schlüssel zur respektierten professionellen Kompetenz von artnet im Kunstmarkt darstellt.

**artnet Geschäftsmodell**



Quelle: SES Research

Die Mehrheit des operativen Geschäfts von artnet wird in USD abgerechnet, wobei die regionale Umsatzverteilung sich wie folgt darstellt: 55% in den USA, 36% in Europa und 9% in ROW.

Bedingt durch die Berichterstattung in EUR ist artnet Wechselkurseffekten des EUR gegenüber USD sowie GBP ausgesetzt.

**Einzigartiges Produktportfolio sichert Wettbewerbsvorteil**

Der **40 Mrd. EUR umfassende Kunstmarkt zeichnet sich durch eine erhebliche Marktineffizienz aus**, die sich in einer starken Informationsasymmetrie, hohen Transaktionskosten und einer geringen Liquidität widerspiegelt.

**Die Produkte von artnet sind exakt auf dieses Problem zugeschnitten indem sie...**

- ...**die Transaktionskosten verringern**
- ...**die Preistransparenz erhöhen**
- ...**die Liquidität steigern**

Die Kombination ihrer Produkte auf einer Plattform als **One-Stop-Shop Angebot schafft** nicht nur **Mehrwert für die Kunden**, sondern ermöglicht auch Cross-Selling.

Obwohl **kein anderes Unternehmen eine vergleichbare Produktkombination bietet**, hat artnet in den verschiedenen Produktsegmenten Konkurrenten. Die **Differenzierung basiert hier auf...**

- ...**Geschwindigkeit, Preis und Transparenz von artnets Online-Auktionen** im Vergleich zu traditionellen Live-Auktionshäusern wie z.B. Sotheby's oder Christie's
- ...**Breite, Tiefe und Verlässlichkeit der Preisdaten** verglichen mit Wettbewerbern wie z.B. askart.com, artprice.com oder artvalue.com
- ...**Reichweite und ein besseres Suchmaschinen Ranking (SEO)** des Galerie-Netzwerks im Gegensatz zu anderen Netzwerken, wie z.B. bebilderten Mitglieder-verzeichnissen von Galerieverbänden.

## Finanzen – Wachstum durch neue Produkte

Das **Umsatzwachstum von 9% CAGR bis 2011** beruht im Wesentlichen auf...

- ...den **Umsatzbeiträgen der kürzlich eingeführten Produkte** wie z.B. die Online Auctions sowie die Price Database for Decorative Art, die weiter an Dynamik gewinnen
- ...dem **neuen artnet Market Analyst Produkt**, dessen Einführung für November dieses Jahres geplant ist
- ...dem **starken Wachstumspotenzial des Gallery Network**, bei dem die Marktpenetration des Unternehmens bisher nur bei ca. 15% liegt und die zu bietenden Vorteile bezwingend sind.

...**gestützt von vorteilhaften makroökonomischen Bedingungen** durch eine ...

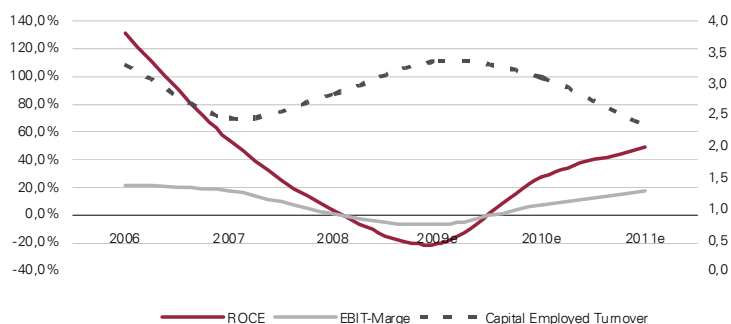
- ...**steigende Nachfrage in Schwellenländern** wie China und Russland, durch wachsenden Wohlstand und der Bedeutung von Statussymbolen.
- ...**wachsende Affinität zu Internettransaktionen** in der Kunstindustrie verursacht durch den Generationswechsel
- ...**absehbare Inflationsentwicklung** in den nächsten Jahren, die zu einer zunehmenden Nachfrage nach Sachgütern wie z.B. Kunstwerken führt dürfte.

**Das operative Ergebnis sollte aufgrund der Fixkostendegression** sowie des stark skalierbaren **Online Auktions-Geschäftsmodells** und der wachsenden Anzahl von Produkten, aus dem Bereich der Preisdatenbank, **überproportional zunehmen**. Dabei haben die Preisdatenbank Produkte das höchste Operating Leverage, denn die Kundenanzahl kann nahezu ohne zusätzliche direkte Kosten erhöht werden.

Hohen Investitionen in das Produktportfolio sowie den Markenaufbau (Verlustvortrag > EUR 50 Mio.), die einzigartige One-Stop-Shop Kombination der Produkte, die starke Wettbewerbsposition durch die hohe Anzahl von institutionellen Blue Chip Kunden sowie Galerien sichern die Nachhaltigkeit der Erträge, obwohl die technischen und formellen Eintrittsbarrieren in den Markt vergleichsweise niedrig sind.

**Die geringe Kapitalintensität des internetbasierten Geschäftsmodells verspricht dabei außerordentliche Kapitalrenditen mit einem ROCE von > 30%.**

## ROCE Entwicklung - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Bewertung – Upside von 50%

Das Rating KAUFEN mit einem Kursziel von EUR 6 wird durch alle drei Bewertungsmethoden gestützt.

- Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von EUR 6,04 je Aktie.
- FCFY indiziert einen fairen Wert von EUR 3,77 für 2010e und EUR 7,31 für 2011e.
- Die Peer Group deutet auf ein Aufwärtspotenzial von 30%-45%, ist jedoch wenig aussagekräftig.

## Newsflow sollte den Investment Case unterstützen

Das wichtigste Event in diesem Jahr sollte die für November geplante **Einführung des artnet Market Analyst Produkts** sein. Damit können Kunden die Preisperformance von anfänglich 150 Künstlern in Form von Indizes verfolgen. Obwohl es im Markt bereits andere Kunstindizes gibt, sollte das Produkt aufgrund einer neuen Methodik und der großen Datenbank mit über 4 Mio. historischen Transaktionen einen Mehrwert bieten.

Zudem wird artnet **weitere Themenverkäufe bei den Online Auctions** veranstalten, die sowohl die Aufmerksamkeit von Käufern als auch von Verkäufern erhöhen und somit das Transaktionsvolumen steigern dürften.

Darüber hinaus plant das Unternehmen eine **Verbesserung des Abrechnungssystems sowie den Re-Launch von Teilen seiner Internetseite**, um die Nutzerfreundlichkeit im Hinblick auf das ausgeweitete Produktangebot zu verbessern.

- **Transaktionsvolumen des Kunstmarktes in 2008 insgesamt ca. EUR 40 Mrd.**
- **Der Kunstmarkt ist äußerst ineffizient → Treiber für die Produkte von artnet**
- **Wettbewerbsvorteil durch die einzigartige Kombination der Dienstleistungen**
- **Differenzierung vom Wettbewerb in den einzelnen Produktbereichen durch**
- **...Geschwindigkeit, Preis und Transparenz (Online Auctions)**
- **...Breite, Tiefe und Integrität (Price Database)**
- **...Reichweite und Suchmaschinenoptimierung (Gallery Network)**

## Der Kunstmarkt

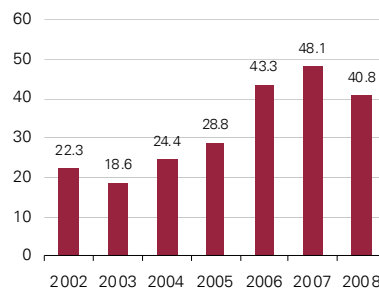
### Volumen

Aufgrund der wachsenden Nachfrage aus Schwellenländern wie China und Russland sowie einem signifikanten Liquiditätsüberhang durch die Finanzmärkte, der 2007 mit einem Transaktionsvolumen von EUR 48 Mrd. seinen Höhepunkt erreichte, hat der Gesamtumsatz des Kunstmarktes in den letzten Jahren erheblich zugenommen.

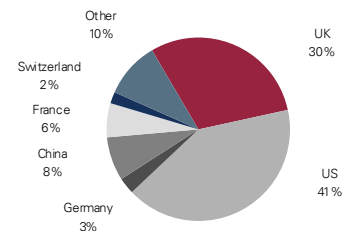
Obwohl eine Anzahl von Publikationen darauf hinweisen, dass Kunstwerke kaum oder sogar negativ mit anderen Anlageklassen wie Wertpapieren oder Immobilien korrelieren, war auch der Kunstmarkt – wie alle anderen Bereiche – im Jahr 2008 von der Finanzkrise betroffen und dürfte 2009 weiter abfallen.

### Globaler Kunstmarkt

Transaktionsvolumen in Mrd. EUR



Regionale Verteilung



Quelle: TEFAF, Artseconomics, SES Research

### Struktur

Auktionshäuser dürften für ca. 50% des gesamten Transaktionsvolumens am Kunstmarkt verantwortlich sein. Der Rest entfällt auf Händler und Galerien sowie andere wichtige Marktteilnehmer wie Museen, Privatsammler, Gutachter und sonstige Dienstleister.

Der Kunstmarkt zeichnet sich im Allgemeinen durch eine hohe Informationsasymmetrie, geringe Liquidität, niedrige formale Eintrittsbarrieren, hohe Transaktionskosten, wachsende Nachfrage und ein begrenztes Angebot aus.

### Saisonalität

Der überwiegende Anteil aller Präsenzauctionen findet im Frühjahr und im Herbst statt, sodass das zweite und vierte Quartal traditionell die höchste Aktivität in der Branche

aufweisen. Aufgrund des starken Umsatzwachstums der letzten Jahre, waren bei artnet keine merklichen saisonalen Effekte erkennbar. Es ist jedoch anzunehmen, dass Produkte wie die Price Database sowie Werbeerböse im Allgemeinen durch die höhere Marktaktivität in diesen Quartalen positiv beeinflusst werden dürften.

## Wettbewerbsqualität basiert auf einzigartigem Angebot

Durch die Kombination der Online-Auktionen mit einer der umfangreichsten Preisdatabank und dem größten Gallery Netzwerk auf einer Plattform sowie aktueller Informationen zum Kunstmarkt bietet artnet den Kunden einen einzigartigen One-Stop-Shop-Service.

Durch die **Kombination dieser Dienstleistungen** schafft artnet nicht nur einen **Mehrwert für die Kunden**, sondern verfügt auch über ein hohes Cross-Selling-Potenzial. Ein Indiz hierfür ist, dass ein Großteil der artnet Kunden mehr als ein Produkt nutzen.

Obwohl kein anderes Unternehmen ein vergleichbares Produktportfolio anbietet, gibt es in den einzelnen Geschäftsbereichen durchaus Mitbewerber.

## artnet Online Auctions

Im Bereich der Online-Auktionen sieht sich das Unternehmen im Wesentlichen von zwei Seiten einem Wettbewerb ausgesetzt.

- **Präsenz-Auktionen;** vor allem von den unbestrittenen Marktführern Sotheby's und Christie's, aber auch von kleineren, eher regionalen oder spezialisierten Auktionshäusern wie Bonhams, Dorotheum oder Tajan.
- **Online-Auktionen;** vornehmlich von eBay (Ressort Kunst & Antiquitäten) sowie einigen wenigen auf Kunst spezialisierten Auktions-Seiten wie heffel.com, fine-art-auction.com und freebid.de

## Im Vergleich zu Präsenz Auktionen, sind die artnet Online Auctions schlicht und einfach...

### ...günstiger

Die Transaktionskosten machen einen erheblichen Anteil vom Gesamtumsatz im Kunstmarkt aus. Für den gesamten Auktionsprozess berechnen traditionelle Häuser wie Sotheby's und Christie's für den Auktionsprozess eine Kommission von bis zu 30% - 40% auf den Auktionspreis, der zum überwiegenden Teil vom Käufer getragen wird.

<b>Transaktionskosten*</b>				
Zahlen in EUR Mio.		Sotheby's		artnet
<b>Premium Preis</b>		<b>6.250</b>		<b>5.500</b>
Käufer Prämie	25%	1.250	10,0%	500
<b>Auktionspreis</b>		<b>5.000</b>		<b>5.000</b>
Verkäufer Kommission			10,0%	500
Einlagerung und Versicherung / Listing	10,0% **	500		25
<b>Transaktionskosten</b>	<b>35,0%</b>	<b>1.750</b>	<b>20,5%</b>	<b>1.025</b>

\*einkl. Transportkosten, \*\*Schätzung

Quelle: SES Research, Sotheby's

artnet verfügt über eine einfache und transparente Kostenstruktur für Auktionen und berechnet sowohl dem Käufer, als auch dem Verkäufer 10% vom Hammerpreis, unabhängig davon, wie hoch oder niedrig der Preis ist. Insbesondere im fokussierten Bereich mit Werken im Preissegment von EUR 500 bis 50.000 bietet dieser Ansatz einen Kostenvorteil gegenüber traditionellen Auktionshäusern, die im niedrigen Preissegment einerseits höhere Kommissionen ansetzen und andererseits durch die Einlagerung,

Versicherung und den Versand zum Auktionshaus Mehrkosten verursachen (Sotheby's berechnet z.B. 25% für die ersten USD 50 Tsd. des Hammerpreises, 20% auf die nächsten USD 950 Tsd. und 12% auf den Erlös über USD 1 Mio. – Hinzu kommen noch Kosten für die Einlagerung und Versicherung die sich auf 10-15% vom Transaktionswert belaufen können).

#### **...schneller**

Der gesamte Verkaufsprozess bei einem klassischen Auktionshaus wie Sotheby's oder Christie's kann zwischen 4 und 8 Monate in Anspruch nehmen. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass ein Großteil der Auktionen nur im Herbst und Frühjahr stattfinden und die Werke im Voraus bei den Auktionshäusern eingelagert werden müssen.

Die Auktionen von artnet finden rund um die Uhr statt. Zudem entfällt die Abwicklung über das Auktionshaus, sodass sich die durchschnittliche Bearbeitungszeit auf weniger als einen Monat reduziert und so die Liquidität deutlich erhöht.

#### **...transparenter**

Einer der Hauptgründe für die Ineffizienz des Kunstmarktes ist die fehlende Preistransparenz. artnet bietet sowohl Käufern als auch Verkäufern die Möglichkeit, die weltgrößte Online-Preisdatenbank zu durchsuchen und damit historische Preise miteinander zu vergleichen.

### **Verglichen mit anderen Online-Auktionen wie z.B. eBay differenziert sich artnet durch...**

#### **...Fokus**

Der Fokus der artnet Online Auctions konzentriert sich auf zeitgenössische Kunst im Preissegment von USD 500 bis 50.000. Damit differenziert sich artnet sowohl inhaltlich als auch preislich von der Mehrheit der bei eBay erhältlichen Werke.

#### **...Zugang zu Werken**

Die Attraktivität jeder Auktion steht und fällt mit der Attraktivität der zum Verkauf angebotenen Stücke. Das Verkaufsmandat für interessante Werke ist damit der Schlüssel zum Erfolg im Auktionsgeschäft. Mit mehr als 2.000 Galerien als Kunden im artnet Gallery Network, hat das Unternehmen Zugriff auf ein breites Angebot an potenziellen Werken aus der ganzen Welt.

#### **...Integrität der Verkäufer**

Die Echtheit der Kunstwerke ist naturgemäß von größter Bedeutung. Aus diesem Grund prüft artnet sowohl Käufer, als auch die zum Verkauf stehenden Werke, um die Authentizität der Werke zu gewährleisten. In etlichen Fällen sind die Verkäufer dem Unternehmen ohnehin bekannt, da eine Vielzahl Mitglieder des Galerie Netzwerkes sind.

#### **...Cross-Selling**

Kunden der artnet Online Auctions profitieren nicht nur von den niedrigeren Transaktionskosten, sondern können ergänzend eine Vielzahl anderer Produkte wie die Preisdatenbank und den artnet Market Alert nutzen und zudem über die Magazine Hintergrundinformationen zum Kunstmarkt im Allgemeinen und zu Künstlern im Speziellen erhalten.

### **artnet Price Database**

Die Hauptwettbewerber in diesem Segment sind andere kostenpflichtige Preisdatenbanken wie z.B. artifact.com, artprice.com oder askart.com sowie kostenlose Angebote wie artvalue.com oder artinfo.com. Hier unterscheidet sich artnet im Wesentlichen durch...

#### **...Breite und Tiefe**

Mit ca. 4 Mio. historischen Auktionsresultaten von mehr als 182.000 internationalen

Künstlern und Designern umfasst die Fine Art Database von artnet mehr Werke der 4.000 meistgekauften Künstler als jede andere Kunstdatenbank, sodass den Kunden der ausführlichste Überblick historischer Preise für dieses Kunstsegment geboten wird. Unterstützt wird dies durch die Tatsache, dass die Datenbank auch Drucke, Fotografien und Skulpturen enthält, wodurch sich artnet zusätzlich von seinen Wettbewerbern differenziert.

Treffer je Künstler						
Künstler	artnet.com	artifact.com	artprice.com	askart.com	artvalue.com	artinfo.com
Koons	729	516	654	384	540	240
Hirst	1690	1558	486	598	1417	680
Warhol	17089	9248	2662	2400	8441	7566
Gebühr	USD 29.95 / m	USD 35 / m	USD 160 / y	USD 29.50 / m	Kostenlos	Kostenlos

Quelle: artnet, artifact, artprice, askart, artvalue, artinfo

**...Genauigkeit und Integrität**

Statt die Daten der Auktionshäuser ungefiltert in die Datenbank zu übertragen, werden die Datensätze von artnet überprüft und um zusätzliche Informationen aufbereitet. Ferner führt artnet Integritätsprüfungen durch und versieht die Daten mit Tags, sodass Querverweisungen innerhalb des Portals und externe Anfragen durch Suchmaschinen ermöglicht werden können. Zwar erhöhen sich damit die Inputkosten für das Produkt, im Gegenzug sichert sich artnet so einen wichtigen Wettbewerbsvorteil in einem Markt mit niedrigen technischen Eintrittsbarrieren.

Ein guter Indikator dafür, dass die **Qualität dieses Angebotes von den Kunden wahrgenommen und geschätzt** wird, ist die hohe Anzahl von institutionellen Blue-Chip-Kunden innerhalb und außerhalb des Kunstmarktes, die sich in ihrer täglichen Arbeit auf die artnet Datenbank verlassen und etwa 70% der Erlöse dieses Produkts ausmachen.

**Referenzen**



Quelle: artnet

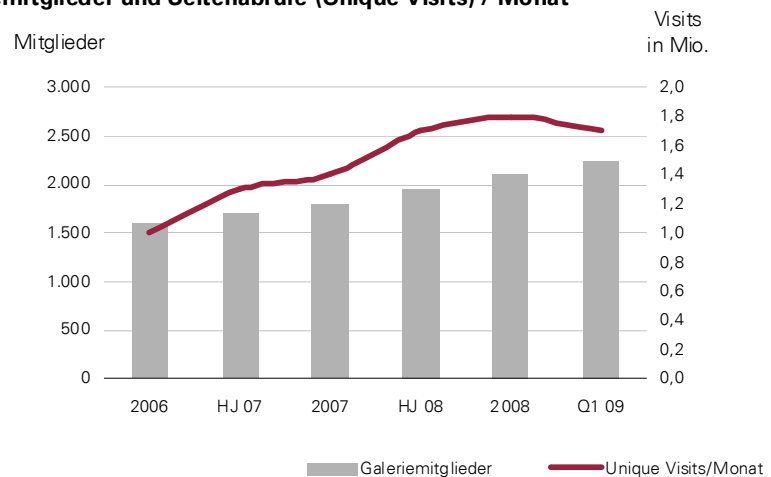
**artnet Gallery Network**

Mit mehr als 2.000 angemeldeten Galerien verfügt artnet über das umfassendste Netzwerk an Galerien im Internet. Obwohl einige regionale Galerie Verbände bebilderte Mitgliederverzeichnisse anbieten, differenziert sich artnet eindeutig durch...

**...Reichweite**

Mit ca. 1,7 Mio. Unique Visits pro Monat bietet artnet seinen Galeriekunden eine stark fokussierte und konstant wachsende Nutzerschaft und somit eine hohe Reichweite mit geringen Streuverlusten für die Galeriekunden. Besucher der Seite können im Gegenzug auf ein wachsendes Netzwerk mit derzeit mehr als 2.000 Galerien weltweit zurückgreifen. Das Resultat ist ein **klassischer Netzwerkeffekt**, bei dem jeder zusätzliche Nutzer und jede neu angemeldete Galerie den gesamten Wert der Plattform erhöht.

**Galeriemitglieder und Seitenabrufe (Unique Visits) / Monat**



Quelle: Artnet

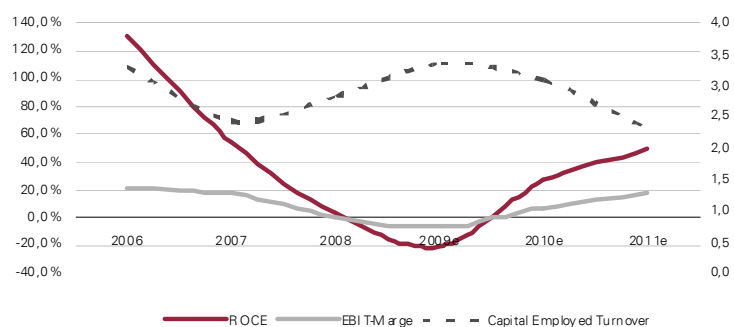
**...Suchmaschinenoptimierung (SEO)**

Aufgrund der hohen Reichweite und der Referenzierung von den Galerien auf das Netzwerk sind die Galeriekunden in der Lage ihre Suchmaschinenplatzierung erheblich zu verbessern. Je nach Popularität des Künstlers, nach dem gesucht wird, ist artnet üblicherweise unter den ersten fünf Ergebnissen und kann so das Suchmaschinenranking und damit auch die Medienpräsenz der Galerien signifikant verbessern.

Nachdem in den vergangenen zwei Jahren in eine Vielzahl an neuen Produkten investiert wurde, **sollten sich die Renditen im Zuge der Umsatzausweitung durch die Neuprodukte signifikant erhöhen.**

Die **hohe Skalierbarkeit und niedrige Kapitalbindung** des internetbasierten Geschäftsmodells **ermöglichen außerordentliche ROCE von über 30%**, sodass die Wettbewerbsqualität in solide Geschäftsqualität umgewandelt werden dürfte.

**ROCE Entwicklung - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die **einzigartige Kombination der Produkte**, die **starke Wettbewerbsposition** aufgrund der hohen Anzahl an institutionellen Kunden, die **anerkannte Marke** und die **hohe mediale Reichweite, sichern die Nachhaltigkeit der Renditen.**

Obwohl die technischen und formellen Eintrittsbarrieren vergleichsweise gering sein dürften, hat artnet beträchtliche Investitionen (Verlustvortrag > EUR 50 Mio.) in seine Produkte sowie das Netzwerk an Kontakten innerhalb der Industrie vorgenommen, was auf erhebliche finanzielle Eintrittsbarrieren deutet.

- **Wachstum von 9% CAGR<sub>2011</sub> angetrieben durch...**
- **...vorteilhafte makroökonomische Bedingungen**
- **...neue Produkte**
- **...Online-Auktionen**
- **Skalierbares Geschäftsmodell mit geringem Kapitalbedarf...**
- **...ermöglicht überproportionales Ertragswachstum mit ROCE > 30%**

## Jüngste Entwicklung

Aufgrund der widrigen Marktbedingungen in der ersten Hälfte, ist das Gesamtumsatzvolumen auf USD-Basis leicht um -4,5% gesunken, hat jedoch auf EUR Basis durch den im Vergleich zum Vorjahreszeitraum stärkeren USD von EUR 5,8 Mio. auf EUR 6,4 Mio. zugelegt.

Der operative Gewinn lag mit EUR -0,1 Mio. im ersten Halbjahr auf einem niedrigeren Niveau als in 2008, was vor allem auf die Aufstockung von Mitarbeitern für die neuen Produkte sowie externe Anlaufkosten für das Produkt Market Analyst zurückzuführen ist. Ferner wurde das 2. Quartal durch eine außerordentliche Erhöhung der Rückstellungen für unsichere Forderungen in Höhe von ca. EUR 0,1 Mio. belastet.

## Umsatzwachstum

Obwohl der Kunstmarkt in 2008 einen Rückschlag erlitten hat und auch in 2009 rückläufig sein dürfte, gibt es fundamentale makroökonomische Trends, die das Wachstum des Kunstmarkts und von artnet nachhaltig unterstützten sollten.

- **Wachsende Nachfrage – begrenztes Angebot:** Insbesondere durch den zunehmenden Wohlstand in Schwellenländern und der Bedeutung von Statussymbolen, hat die Nachfrage nach Kunst in den letzten Jahren konstant zugenommen und liegt deutlich über dem zusätzlichen Angebot durch neue Künstler.
- **Kunst als Inflationsschutz:** Wie auch andere Sachgüter, bieten Kunstwerke einen Schutz gegen negative Inflationseffekte. Angesichts des Umfangs an weltweiten Maßnahmen zur Geldmarktpolitik ist es nur eine Frage der Zeit, bis sich die Inflation einstellt und sich die Nachfrage nach Sachgütern erhöht.
- Durch eine **höhere Affinität zum Internet durch den Generationswechsel bei den Sammlern**, sollte sich ein zunehmender Anteil an Transaktionen von traditionellen Auktionshäusern und Galerien in das Internet verlagern.

### artnet AG - Umsatzaufteilung nach Produkten

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz Gallery Network</b>	3,0	3,8	4,5	5,3	5,0	5,6	6,5
yoy	26,6%	26,8%	20,8%	16,1%	-5,4%	12,0%	15,6%
<b>Umsatz Price Database</b>	2,6	3,3	4,3	4,5	4,3	5,1	5,9
yoy	24,4%	28,9%	28,8%	4,4%	-3,7%	18,8%	15,6%
<b>Umsatz Werbung</b>	0,9	1,1	1,8	1,9	1,6	1,8	2,0
yoy	36,1%	24,8%	69,5%	5,5%	-15,8%	8,0%	12,0%
<b>Umsatz Online Auktionen</b>	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	1,0	1,3
yoy	-	-	-	-	167,0%	40,7%	35,4%
<b>Umsatz Andere Produkte</b>	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
yoy	-	179,0%	38,1%	7,4%	-5,5%	25,0%	9,1%
<b>Umsatz</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>
yoy	28,5%	29,3%	30,7%	11,8%	-2,9%	15,9%	16,3%

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Gallery Network – beeinträchtigt durch die Rezession, aber mit hohem Wachstumspotenzial

Im Einklang mit der belasteten Konjunktorentwicklung ist der Umsatz im Segment Gallery Network um ca. 10% gegenüber dem Höchstwert in Q3/08 gefallen. Dennoch dürften Kündigungen in Anbetracht der hohen Kosten-Nutzen-Relation dieses Produktes – die oftmals höher ist als die der eigenen Webseite – die Ausnahme bleiben.

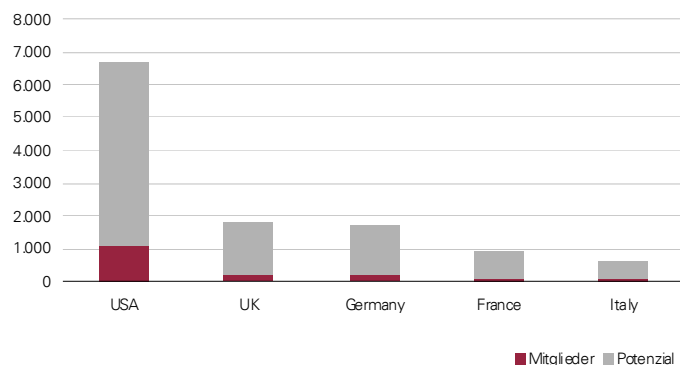
Wie in anderen Bereichen der Wirtschaft ist die Visibilität am Kunstmarkt nach wie vor gering, obwohl die letzten Auktionsergebnisse Anlass zur Hoffnung geben und die fundamentalen Wachstumstreiber nach wie vor intakt sind.

Insgesamt sollten die Umsätze im laufenden Jahr auf USD-Basis ca. 10% unter den Werten des Vorjahres liegen. Aufgrund des im Jahresvergleich stärkeren USD sollten die EUR Umsätze lediglich ca. 5,4% zurückgehen.

Die mittelfristigen Wachstumsaussichten für dieses Segment bleiben weiterhin äußerst attraktiv. Obwohl das Unternehmen mit seinem Produkt bereits über eine gute Präsenz verfügt, liegt die Marktpenetration in allen bedeutenden Regionen bei gerade einmal 10%-15%. Durch den kostengünstigen Marketingeffekt des Galerie-Netzwerks dürfte artnet einen zunehmenden Anteil der weltweit mehr als 10.000 potenziellen Galeriekunden vereinnahmen können.

Aufgrund der Tatsache, dass Nicht-Mitglieder die Kontaktinformationen ihrer Galerien kostenlos in das Netzwerk einstellen können, verfügt artnet nicht nur über die Kontaktdaten der 10.000 potenzielle Neukunden, sondern erhält jeden Monat neue Einträge von neuen Galerien mit der Folge von Kosten und Zeitersparnissen bei der Kundengewinnung.

Galeriemitglieder nach Land und Potenzial



Quelle: [www.artnet.com](http://www.artnet.com)

## Price Database – Wachstum durch neue Produkte

Wie beim Gallery Network sank auch der Umsatz bei der artnet Price Database im ersten Halbjahr aufgrund der geringeren Aktivität am Kunstmarkt und einer folglich niedrigeren Nachfrage nach Preisinformationen.

Diese Entwicklung sollte auf Sicht des Gesamtjahres teilweise durch den Umsatzeffekt der neuen Produkte Price Database Decorative Art und dem Market Analyst kompensiert werden.

Letzteres soll in den kommenden Wochen eingeführt werden und es Kunden ermöglichen die Preisentwicklung von 150 Künstlern und deren Kunstwerken in Form von Indizes verfolgen zu können und so eine zusätzliche Kundengruppe anziehen, die selbsterklärende grafische Preisinformationen erhalten wollen.

Obwohl es im Markt bereits einige Indizes gibt, sind diese in ihrer Aussagekraft und Handhabbarkeit eingeschränkt. In beiderlei Hinsicht verspricht die neu entwickelte Methodik in Kombination mit der umfangreichen Datenbank von mehr als 4 Mio.

Datensätzen Überlegenheit im Vergleich zu den bereits am Markt erhältlichen Indizes. Vor allem bei Investoren und Privatanlegern, die Kunst insbesondere als Anlageklasse sehen, dürfte dieses Produkt von großem Interesse sein.

**Online Auctions – Geschwindigkeit nimmt zu, Potenzial ist enorm**

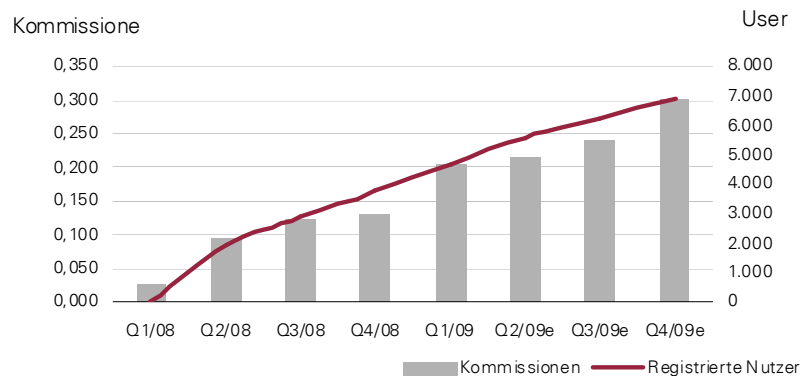
Seit der Einführung der artnet Online-Auktionen sind der Umsatz sowie die Anzahl der kommissionierten Kunstwerke auf der Plattform stetig angestiegen. Da artnet auf alle Transaktionen eine Provision von 20% erhält und in der Regel USD 25 für jedes Listing eines Kunstwerks berechnet, profitiert das Unternehmen sowohl vom Verkaufsvolumen, als auch von der Anzahl der zur Auktion gestellten Kunstwerke.

Aufgrund des Wettbewerbsvorteils in Hinblick auf...

- ...Transaktionskosten und...
  - ...Abwicklungsdauer...
  - ...verbunden mit dem...
  - ...exzellenten Zugang zu potenziellen Objekten über das Galerie Netzwerk...
  - ...und einer stetig zunehmenden Anzahl an registrierten Käufern und Verkäufern...
- ...sollte der Auktionsumsatz weiter ansteigen und es artnet ermöglichen einen zunehmenden Anteil des Multi-Milliarden USD Auktionsmarktes zu vereinnahmen.

**Entwicklung der Kommissionen und registrierten Nutzer**

in Mio. USD



Quelle: artnet AG (historische Daten), SES Research (Prognosen)

**Online-Werbung und andere Produkte**

Im Einklang mit der allgemeinen Marktentwicklung für Online-Display-Werbung, sollten die Werbeerlöse im Gesamtjahr um ca. 15% zurückgehen. Diese Entwicklung dürfte sich jedoch im Zuge der weiter anhaltenden konjunkturellen Erholung verbessern. Zudem plant artnet die Einführung neuer Abrechnungsmodelle, die eine verbesserte Preisdiskriminierung ermöglichen werden.

Der Umsatz im Bereich der anderen Produkte wie beispielsweise die bilderlose Suche oder den artnet Market Alert sollten zusammen mit den Leitprodukten leicht sinken. Diese Entwicklung dürfte jedoch durch das neue Market Analyst Produkt kompensiert werden, das im November eingeführt wird.

## Ergebniswachstum – hoher operativer Leverage

Durch Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte sowie eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik durch den globalen Wirtschaftsabschwung, war die Ertragsentwicklung von artnet in 2008 gedämpft und sollte sich 2009 auf einem vergleichbar niedrigen Niveau befinden.

Dieses Bild dürfte sich in den kommenden Quartalen jedoch umkehren, da die erst kürzlich eingeführten neuen Produkte das Umsatzwachstum ankurbeln sollten und bedingt durch die hohe Skalierbarkeit des internetbasierten Geschäftsmodells zu einem überproportionalen Ergebniswachstum führen sollten.

### Ertragsentwicklung

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5</b>
Marge	77,8%	79,6%	68,1%	59,3%	56,0%	61,0%	65,0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>
Marge	18,8%	23,6%	19,4%	4,3%	-1,1%	13,8%	22,6%
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>
Marge	17,0%	21,8%	17,4%	1,2%	-6,8%	8,0%	17,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>
Marge	17,7%	29,6%	20,5%	-4,0%	-7,1%	7,1%	15,8%

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die **Produkte der Price Database haben das höchste Leverage-Potenzial**, da die Kostenbasis nahezu unabhängig von der Anzahl der auf die Daten zugreifenden Kunden ist. Da fast alle Neuprodukte Derivate der Price Database sind, dürfte sich die Bruttomarge im Einklang mit dem wachsenden Umsatzbeitrag dieser Produkte erhöhen.

Die Fixkosten der Online-Auktionen betragen ca. USD 1,2 Mio. und stehen vorwiegend in Zusammenhang mit Personalaufwendungen für Kunstspezialisten sowie das mit diesem Produkt verbundene Vertriebsteam. Da für dieses Produkt nahezu keine variablen Kosten anfallen, dürfte der **Break Even der Online-Auktionen in 2010** erreicht werden und ab 2010 zu einem positiven Ergebnisbeitrag führen.

Die Bruttomarge des Segments Gallery Network dürfte bei ca. 75% liegen und nur begrenztes Leverage-Potenzial bieten, da sich die Kosten für die mit dem Gallery Network verbundenen Dienstleistungen proportional zur Anzahl der Mitgliedsgalerien erhöhen dürften.

Insgesamt sollten die **Fixkosten bei ca. EUR 7,5-8 Mio.** liegen (60-65% der Gesamtkosten 2008) und durch die zu erwartenden Umsatzsteigerung eine **erhebliche Fixkostendegression** ermöglichen.

## GuV im Überblick

### Umsatzkosten

Die Umsatzkosten enthalten die direkt den Produkten zurechenbaren Kosten. Dies betrifft vor allem die Personalkosten (52% der Umsatzkosten 2008), Abschreibungen für materielle und immaterielle Vermögensgegenstände sowie Kosten für externe Berater.

Die Umsatzkosten sollten in 2009 und 2010 auf absoluter Basis vor allem durch die erhöhte Abschreibung auf aktivierte Entwicklungskosten der Neuprodukte ansteigen, jedoch auf relativer Basis durch den steigenden Deckungsbeitrag der Neuprodukte sinken.

## F&E-Kosten

Diese Position der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt alle Aufwendungen, die mit der laufenden Unterstützung und Verbesserung der Internetseite und den damit verbundenen Produkten, sind sowie Entwicklungskosten für neue Produkte, die nicht gemäß IFRS aktiviert werden können.

Mit der wachsenden Produktpalette sollten sich die F&E-Kosten in den nächsten Jahren leicht erhöhen. Dennoch sollte der Anstieg vergleichsweise gering sein, da die Kapazitäten bereits in 2008 in Erwartung einer höheren Geschäftstätigkeit angehoben wurden.

## Vertriebskosten

Durch die Einführung der neuen Price Database for Decorative art im Frühjahr sowie des artnet Market Analyst im November, dürften die Vertriebskosten leicht ansteigen. Im Vergleich zu den Vorjahren dürfte artnet jedoch von den geringeren Kosten für Werbeplatzierungen profitieren, die einen kompensierenden Effekt haben sollten.

## Verwaltungskosten

Die Verwaltungskosten enthalten alle administrativen Personalkosten, Mieten und Leasingverpflichtungen, externe Gebühren für die Rechnungsprüfung und Steuerberatung sowie Notierungskosten und sonstige administrative Aufwendungen.

Durch die moderate Verknüpfung mit dem operativen Geschäft sollten die Verwaltungskosten nach dem Anstieg in 2008, welche durch die Neugründung der französischen Niederlassung beeinflusst waren, auf einem vergleichbaren Niveau verharren.

## Gewinn- und Verlustrechnung artnet AG

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>
Herstellungskosten	1,4	1,7	3,5	5,0	5,3	5,4	5,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5</b>
Forschung und Entwicklung	0,3	0,6	1,2	1,9	2,1	1,8	1,9
Vertriebskosten	0,9	1,3	1,8	2,2	2,3	2,5	2,7
Verwaltungskosten	2,7	3,0	2,5	3,0	3,2	3,0	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>3,4</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>
Steuern gesamt	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Wechselkurseffekte – starker USD von Vorteil

Aufgrund der Tatsache, dass artnet die Mehrzahl der Transaktionen in USD durchführt, aber in EUR berichtet sowie operative Kosten in EUR und GBP anfallen, ist das Unternehmen von Wechselkursdifferenzen betroffen. Ein stärkerer USD ist im Allgemeinen förderlich für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung des Unternehmens.

Für die Jahre 2008 und 2007 ergibt sich die folgende Sensitivität gegenüber einer Erhöhung oder Verringerung von 10% des USD zu EUR oder GBP in Bezug auf alle zum Berichtszeitpunkt ausstehenden Fremdwährungspositionen.

Wechselkursanfälligkeit				
USD /	EUR 12/31/2008 TEUR	EUR 12/31/2007 TEUR	GBP 12/31/2008 TEUR	GBP 12/31/2007 TEUR
<b>+10%</b>				
GuV	-69	-21	-33	-19
Eigenkapital	-5	-1	-1	0
<b>-10%</b>				
GuV	84	26	41	23
Eigenkapital	6	2	1	0

Quelle: artnet

Gewinne und Verluste aus Fremdwährungstransaktionen werden als Teil des Finanzergebnisses in der Position sonstige Erträge/Aufwendungen ausgewiesen.

## Steuerliche Verlustvorträge reduzieren effektiven Steuersatz

Durch die Investition in den Aufbau der Internetplattform und den damit verbundenen Produkten, dem Kunden- und Mitarbeiternetzwerk des Unternehmens sowie dem Markenaufbau, aber vor allem den hohen Kostenstrukturen nach dem Börsengang 1999, hat artnet einen steuerlichen Verlustvortrag von insgesamt ca. EUR 50 Mio.

Aufgrund der Tatsache, dass artnet World Corp. die einzige operative Gesellschaft ist, die im nennenswerten Umfang Erlöse erwirtschaftet, werden nur diese steuerlichen Verlustvorträge in der Bewertung und Prognose berücksichtigt. Neben einer Mindeststeuer von etwa EUR 50-80, dürfte die effektive Steuerquote bei ca. 5% liegen. Die Verlustvorträge von Artnet World Corp. sind bis 2018 im vollen Umfang nutzbar und verfallen dann sukzessive.

## Bilanz – geringer Kapitalbedarf ermöglicht hohen ROCE

Die Finanzlage von artnet ist äußerst solide und weist, abgesehen von einer finanziellen Leasingverpflichtung von USD 0,1 Mio. für Server, keine langfristigen Finanzverbindlichkeiten auf. Die Nettoliquidität lag zum Jahresende 2008 bei ca. EUR 2,8 Mio. oder EUR 0,49 je Aktie.

Neben den liquiden Mitteln sind die materiellen Vermögenswerte – im Wesentlichen Computer-Hardware – und aktivierte Entwicklungskosten für neue Produkte die wichtigsten Aktiva. Durch die noch in diesem Jahr aktivierten Entwicklungskosten der in diesem Jahr gestarteten Produkte, sollte das immaterielle Vermögen in 2009 leicht ansteigen.

Aufgrund des internetbasierten Geschäftsmodells, ist der Kapitalbedarf des Unternehmens gering. Das negative Working Capital resultiert aus der Tatsache, dass einige Kunden von artnet auf Jahresbasis im Voraus bezahlen und somit ca. 12% des Jahresumsatzes abgegrenzt wird.

Das Zahlungsziel liegt aufgrund der monatlichen Abrechnung bei ca. 30 Tagen, dürfte jedoch leicht sinken, da Kommissionen der Online-Auktionen zeitnaher abgerechnet werden und einen zunehmenden Umsatz ausmachen sollten.

**Bilanz artnet AG**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,6	1,0	1,1	0,8	0,6
davon übrige imm. VG	0,1	0,2	0,6	1,0	1,1	0,8	0,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,2	0,3	0,9	0,9	0,9	1,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,7	0,7	1,0	0,9	1,0	1,1
Sonstige Vermögensgegenstände	0,4	1,2	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Liquide Mittel	1,0	2,4	3,6	2,9	2,1	3,3	6,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	50,2	50,2	50,3	50,4	50,4	50,4	50,4
Gewinnrücklagen	-56,6	-55,5	-53,0	-50,7	-51,6	-50,6	-48,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,1	2,3	1,7	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>7,0</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>7,0</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten	1,5	1,8	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,4</b>

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung**

Im Einklang mit der Umsatzverbesserung durch den Wettbewerbsvorteil von artnets Produkt und der überdurchschnittlichen Ertragsverbesserung, sollten die Cash Flows deutlich zulegen, denn...

- ...der CAPEX-Zyklus fällt zugunsten des Investors aus, da die Investitionen für eine erweiterte Produktpalette vollzogen sind
- ...das Working Capital ist aufgrund der jährlichen Vorauszahlungen einiger Kunden negativ
- ...Abschreibungen sollten durch die Amortisation aktivierter Entwicklungskosten für die neuen Produkte mittelfristig ansteigen.

**Kapitalflussrechnung artnet AG**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1,2	2,5	2,3	-0,5	-0,8	1,0	2,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	-0,6	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>
Veränderung Working Capital	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>
CAPEX	-0,2	-0,2	-0,9	-1,2	-0,8	-0,5	-0,6
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Veränderung liquide Mittel	0,7	1,6	1,4	-0,8	-0,8	1,2	2,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- **Empfehlung: KAUFEN mit einem Kursziel von EUR 6; gestützt durch...**
- **...einen FCFY 2011e, der zu einem Kursziel von EUR 7,33 führt**
- **...ein DCF-Modell mit einem fairen Wert von EUR 6,04 pro Aktie**
- **Der Peer-Group-Vergleich deutet auf ein Aufwärtspotenzial von 30%-45%, ist jedoch wenig aussagekräftig**

## Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)\*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten übersteigt. Diese wurden vereinfacht mit 10% angesetzt.

Die Umsätze sollten sich aufgrund der Neuprodukte (Online Auctions, Decorative Art PD und Market Analyst), des soliden Wachstumspotenzials des Galerie Netzwerkes und der vorteilhaften makroökonomischen Rahmenbedingungen positiv entwickeln.

Der Jahresüberschuss dürfte aufgrund der hohen Skalierbarkeit des internetbasierten Geschäftsmodells überproportional ansteigen.

Als Folge dessen dürfte der bereinigte Free Cash Flow bis 2011 konstant zulegen.

Der FCFY deutet auf ein Kursziel von EUR 3,77 bzw. EUR 7,33 hin.

### Free Cash Flow Yield - artnet AG

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	1,2	2,5	2,3	-0,5	-0,8	1,0	2,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1
+ Steuern	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,3
- Erhaltungsinvestitionen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,226</b>	<b>1,8</b>	<b>3,5</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,4%	10,6%	11,3%	2,4%	-1,2%	10,2%	23,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,9</b>	<b>17,6</b>	<b>14,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>11,6</b>	<b>19,2</b>	<b>20,5</b>	<b>4,4</b>	-	<b>18,0</b>	<b>35,3</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,0	-3,3	-6,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>14,4</b>	<b>21,9</b>	<b>23,3</b>	<b>7,2</b>	-	<b>21,2</b>	<b>41,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>2,56</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>1,28</b>	-	<b>3,77</b>	<b>7,33</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-31,0%	5,1%	11,5%	-65,6%	-	1,7%	97,5%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	2,08	3,11	3,30	1,10	-	3,04	5,88
	12,0%	2,22	3,33	3,53	1,15	-	3,24	6,28
Fairer	11,0%	2,37	3,59	3,81	1,21	-	3,48	6,76
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>2,56</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>1,28</b>	-	<b>3,77</b>	<b>7,33</b>
Yield	9,0%	2,79	4,28	4,54	1,36	-	4,13	8,03
	8,0%	3,08	4,75	5,05	1,47	-	4,57	8,90
	7,0%	3,45	5,36	5,70	1,61	-	5,14	10,01

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## DCF-Modell

Der Umsatz dürfte gestützt von neuen Produkten sowie günstigen gesamtwirtschaftlichen Fundamentalwerten bis 2011 um durchschnittlich 9% wachsen. Ab 2010 wird von einem konstanten Rückgang der Wachstumsraten ausgegangen, die ewige Wachstumsrate beträgt 2%.

Die EBIT-Marge sollte aufgrund der Fixkostendegression und des skalierbaren Geschäftsmodells bis 2012 überproportional ansteigen. Obwohl die Renditen aufgrund der hervorragenden Wettbewerbsposition nachhaltig sein sollten, wird langfristig ein sukzessiver Rückgang der EBIT-Marge bis auf 16% modelliert.

Der effektive Steuersatz dürfte aufgrund der steuerlichen Verlustvorträge von ca. EUR 23 Mio. bei Artnet Corp bis 2020 unter einen Wert von 10% bleiben, sodass der Steuervorteil zu einem beträchtlichen Bewertungseffekt von ca. EUR 1,50 pro Aktie führt. artnet AG hat weitere steuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 28,8 Mio., die derzeit unter dem deutschen Steuerrecht aufgrund der aktuellen Organisationsstruktur der Gruppe nicht genutzt werden können und daher nicht in der Bewertung berücksichtigt werden.

Die rückläufige Steuerquote ergibt sich aus dem Mindeststeuersatz von ca. EUR 50-60 Tsd. sowie einer effektiven Steuerquote von ca. 5%. Der ewige Steuersatz von 42% ergibt sich anhand des Körperschaftssteuersatzes in New York, dem Sitz von Artnet Worldwide Corp.

**Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von EUR 6,04 pro Aktie.**

### DCF Modell - artnet AG

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	12,0	13,9	16,1	18,0	20,0	21,8	23,4	24,8	26,0	27,0	27,8	28,4	29,0	29,6
Veränderung	-2,9%	15,9%	16,3%	12,0%	11,0%	9,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	-0,8	1,1	2,8	4,0	4,2	4,4	4,4	4,5	4,4	4,6	4,5	4,5	4,6	4,7
EBIT-Marge	-6,8%	8,0%	17,4%	22,0%	21,0%	20,0%	19,0%	18,0%	17,0%	17,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Steuerquote	-7,6%	12,1%	7,8%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,7%	6,7%	42,0%	42,0%
NOPAT	-0,9	1,0	2,6	3,7	3,9	4,1	4,1	4,2	4,1	4,3	4,2	4,2	2,7	2,7
Abschreibungen	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
in % vom Umsatz	5,7%	5,8%	5,2%	5,0%	4,5%	4,0%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	6,7%	3,6%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,9	1,3	2,7	4,1	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,3	4,2	4,3	2,7	2,8

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	23,2		
Terminal Value	8,8		
Verbindlichkeiten	-0,1		
Liquide Mittel	2,2	Aktienzahl (Mio.)	5,63
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>34,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,04</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum	WACC							Delta EBIT-Marge							
	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,50%	5,39	5,42	5,45	5,48	5,52	5,55	5,59	11,50%	5,01	5,17	5,33	5,48	5,64	5,80	5,96
11,00%	5,64	5,67	5,71	5,75	5,79	5,83	5,87	11,00%	5,25	5,41	5,58	5,75	5,91	6,08	6,25
10,75%	5,77	5,81	5,85	5,89	5,93	5,98	6,03	10,75%	5,37	5,55	5,72	5,89	6,06	6,23	6,40
<b>10,50%</b>	5,91	5,95	5,99	<b>6,04</b>	6,08	6,13	6,19	<b>10,50%</b>	5,51	5,69	5,86	<b>6,04</b>	6,21	6,39	6,56
10,25%	6,06	6,10	6,15	6,19	6,25	6,30	6,36	10,25%	5,65	5,83	6,01	6,19	6,37	6,55	6,74
10,00%	6,21	6,26	6,31	6,36	6,42	6,48	6,54	10,00%	5,80	5,99	6,17	6,36	6,55	6,73	6,92
9,50%	6,54	6,60	6,66	6,72	6,79	6,86	6,94	9,50%	6,13	6,33	6,53	6,72	6,92	7,11	7,31

Quelle: SES Research

## Peer Group-Vergleich

Der Peer Group-Vergleich ist aufgrund der folgenden Sachverhalte für die Bewertung von eher nachrangiger Bedeutung und dient lediglich als Plausibilisierung der anderen Bewertungsmethoden.

- Starke Größenunterschiede der Vergleichsunternehmen
- Begrenzte Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle
- Geringe Anzahl der Vergleichsunternehmen
- Unvollständige Schätzwerte

### eBay

Als weltgrößte Internetseite für Online-Auktionen mit einem Transaktionsvolumen von ca. USD 60 Mrd. in 2008, ist eBay nicht nur die Benchmark für alle Online-Auktionen, sondern sollte sich auch für den größten Teil der Online-Transaktionen im Kunst- und Antiquitätenmarkt verantwortlich zeichnen.

### Sotheby's

Sotheby's ist neben Christie's mit Sicherheit das wichtigste Live-Auktionshaus und das einzige börsennotierte traditionelle Auktionshaus weltweit. Obwohl sich die Geschäftsmodelle stark unterscheiden, unterliegen die Unternehmen sicherlich den gleichen makroökonomischen Rahmenbedingungen.

### Artprice

Artprice bietet Kunden historische Auktionsresultate über das Internet, auf CD oder als Druckversion an. Ferner stellt das Unternehmen Indizes sowie andere Preisinformationen aus dem Kunstmarkt zur Verfügung. In 2008 lag der Umsatz von Artprice bei EUR 6 Mio. ( $\Delta+6\%$ ) bei einem EBIT von EUR 0,9 ( $\Delta-14\%$ ).

#### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA		
					09e	10e	11e	09e	10e	11e	09e	10e	11e
eBay	USD	24,45	31.550,4	28.935,5	1,52	1,63	1,84	8.474,8	9.059,7	10.108,8	2.981,0	3.196,3	3.565,7
Sotheby's	USD	16,94	1.133,2	1.500,6	0,02	0,54	n.a.	459,5	499,0	n.a.	71,8	80,6	n.a.
Artprice.com	EUR	6,93	44,3	43,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>artnet</b>	<b>EUR</b>	<b>3,80</b>	<b>21,4</b>	<b>20,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

#### Peer-Group artnet

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA		
					09e	10e	11e	09e	10e	11e	09e	10e	11e
eBay	USD	24,45	31.550,4	28.935,5	16,12	15,03	13,31	3,41	3,19	2,86	9,71	9,05	8,12
Sotheby's	USD	16,94	1.133,2	1.500,6	847,00	31,37	n.a.	3,27	3,01	n.a.	20,90	18,62	n.a.
Artprice.com	EUR	6,93	44,3	43,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mittelwert					431,56	23,20	13,31	3,34	3,10	2,86	15,30	13,84	8,12
Median					431,56	23,20	13,31	3,34	3,10	2,86	15,30	13,84	8,12
<b>artnet</b>	<b>EUR</b>	<b>3,80</b>	<b>21,4</b>	<b>20,0</b>	<b>neg.</b>	<b>21,11</b>	<b>8,26</b>	<b>1,67</b>	<b>1,44</b>	<b>1,24</b>	<b>n.m.</b>	<b>10,50</b>	<b>5,48</b>
Potenzial zum Mittelwert in %					n.a.	10%	61%	100%	115%	131%	n.m.	32%	48%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					n.a.	4,18	6,12	7,34	7,87	8,44	n.m.	4,93	5,50

Quellen: SES Research, Bloomberg

Die von den Peers abgeleiteten Multiplikatoren deuten auf eine Unterbewertung auf Basis von KGV, EV/Umsatz sowie EV/EBITDA hin und unterstützen so das DCF-basierte Kursziel von EUR 6.

- 
- **Neue Produkte**
  - **Spezialverkäufe**
  - **Kunst als Anlage sollte immer beliebter werden**
  - **Re-Launch von Teilen der Plattform**
- 

### **Einführung von neuen Produkten**

Im Laufe des Jahres wird artnet ein weiteres Produkt sowie eine Marketingkampagne einführen, die der Umsatzentwicklung weiteren Antrieb verleihen sollte.

- Das **artnet Market Analyst** ist ein Produkt der Price Database mit dessen Hilfe Kunden die Preisentwicklung eines Künstlers in Form von Indizes verfolgen können. Obwohl es am Markt bereits andere Indizes gibt, hat artnet eine Methode entwickelt, die eine genauere und ergiebigere Verfolgung der Preisentwicklung von Kunstwerken verspricht.
- Der **Coupon Code** ist ein neues Marketingelement, das zum Ende dieses Jahres eingeführt werden soll. Es ermöglicht die Vergabe von Probemitgliedschaften im Austausch für einen Code, der in Form eines Coupons auf Messen verteilt, in Zeitschriften beigelegt, oder E-Mails angehängt ist. Zusätzlich wird das Abrechnungssystem verbessert, sodass Kunden durch die Kombination von Produkten Preisnachlässe realisieren können.

### **Sonderauktionen**

Genau wie der Icon Photographs Sale im Juni oder der Urban Art Sale im Juli wird artnet auch weiterhin Sonderauktionen auf der Plattform durchführen und damit sowohl Käufer wie Verkäufer auf die Seite locken.

### **Kunst als Absicherung gegen Inflation**

Aufgrund der Tatsache, dass Kunst genau wie Immobilien oder Gold ein reales Gut darstellt, dürften Kunstwerke einen Schutz gegen Inflation bieten. Außerdem weisen etliche wissenschaftliche Forschungsergebnisse darauf hin, dass Kunst eine niedrige Korrelation mit anderen Vermögensklassen aufweist und damit interessant für eine Portfoliodiversifizierung ist.

Das neue Market Analyst Tool von artnet sollte die Preistransparenz erhöhen und das Performance-Tracking erleichtern – einer der Hauptgründe, warum institutionelle Investments in Kunst bislang eher die Ausnahme sind.

### **Re-Launch von Teilen der Plattform**

artnet plant in den nächsten Monaten ein Re-Launch von Teilen der Plattform, um das erweiterte Produktangebot einzubeziehen und die Nutzerfreundlichkeit sowie Übersichtlichkeit weiter zu verbessern.

## Unternehmenshintergrund

artnet wurde 1989 als Centrox Corporation gegründet und später in Artnet World Corp. umbenannt. 1989 wurde die artnet AG eingegliedert. 1999 erfolgte die Erstnotierung am Neuen Markt der Frankfurter Börse als artnet.com.

Als Reaktion auf die hohen Ineffizienzen im Kunstgeschäft, entwickelte artnet ihr erstes Produkt, die Price Database, zur Verbesserung der Preistransparenz und implementierte sie 1995 im Internet. Im gleichen Jahr wurde auch das zweite Produkt des Unternehmens, das Gallery Network, auf den Markt gebracht, dessen gemeinsame Umsätze auch heute noch ca. 80% vom Umsatz des Unternehmens ausmachen.

2002 änderte die artnet.com AG ihren Namen in artnet AG und lancierte die deutsche Domäne www.artnet.de zusammen mit dem deutschen Online Magazin, das einen unabhängigen und kritischen Überblick über den Kunstmarkt gibt.

2007 wurde das Unternehmen im Prime Standard der Frankfurter Börse zugelassen. Anfang letzten Jahres führte artnet die Online Auctions ein, schaltete die französische Website online und lancierte das französische Online Magazin. Das neueste Produkt, die Price Database Decorative Art, wurde im Februar 2009 eingeführt.

## Produkte

Die Produkte von artnet können in vier Hauptgruppen unterteilt werden:

### artnet Gallery Network

Das Gallery Network ist ein Online-Showroom mit mehr als 2.000 Galerien weltweit. Besucher dieses Netzwerkes können die Galerieseiten kostenlos durchstöbern und haben damit Zugriff auf mehr als 168.000 Werke von über 39.000 Künstlern. Es handelt sich damit um das größte Netzwerk dieser Art.

Interessenten können sich die Kunstwerke nicht nur anschauen, sondern erhalten zudem Information über die Materialien, Ausmaße und in manchen Fällen auch über die Preise. Ferner haben sie die Möglichkeit über E-Mail direkt mit der Galerie Kontakt aufzunehmen.

Für eine monatliche Gebühr von USD 350 (Basismitgliedschaft), können die Galeriemitglieder bis zu 18 verschiedene Bilder ausstellen sowie ohne zusätzliche Kosten drei Veränderungen pro Monat vornehmen lassen.

### Price Database Produkte

Bei der artnet **Price Database Fine Art and Design** handelt es sich um eine bebilderte Online-Datenbank mit etwa 4 Millionen historischen Transaktionen seit 1985, von mehr als 500 der bekanntesten Auktionshäuser weltweit. Auf die Datenbank kann gegen eine monatliche oder jährliche Gebühr zugegriffen werden, wobei die Preise sich nach den zur Verfügung stehenden Suchkontingenten richten.

Die artnet **Price Database Decorative Art** beinhaltet historische Auktionstransaktionen für alle Arten von Antiquitäten und Möbeln über Silber bis hin zu Teppichen und Wandteppichen. Das Produkt wurde im April 2009 auf den Markt gebracht und verfügt über ein vergleichbares Erlösmodell wie das der Fine Art Database.

Mit den artnet **Market Alerts** können Kunden bis zu 30 Künstler ihrer Wahl auf der artnet Plattform im Auge behalten. Sobald eine mit diesem Künstler im Zusammenhang stehende Transaktion auf der Plattform durchgeführt wird (Bild steht in Online-Auktionen zum Verkauf an, Ausstellung in einer Mitgliedsgalerie, Ergänzung der Price Database um das Auktionsresultat) wird der Kunde per E-Mail darüber informiert. Preis: USD 19,95 pro Monat.

Die **Market Performance Reports** geben einen umfassenden Überblick in Hinblick auf die Performance eines bestimmten Künstlers, einer bestimmten Kategorie, eines Genres oder einer Kunstepoche. Die Berichte enthalten Informationen über Transaktionsvolumina, durchschnittliche Preise sowie Abverkaufsquoten (Prozentsatz der Stücke, die in einer Auktion verkauft wurden, im Verhältnis zu Gesamtzahl der zum Verkauf

stehenden Stücke). Der Preis für einen Bericht liegt bei USD 50 mit entsprechenden Preisnachlässen für mehrere Berichte.

### **Artnet Online Auctions**

Die artnet Online Auctions wurden im 1. Quartal 2008 eingeführt. Hier können Kunden ihre Kunstwerke in Form eines Auktionsverfahrens online verkaufen mit dem Vorteil geringerer Gebühren und einer deutlich zügigeren Abwicklung als bei klassischen Präsenz-Auktionen.

Bevor ein Verkäufer zur Auktionsplattform zugelassen wird, führt artnet eine Integritätsprüfung durch, um die Seriosität der Angebote sicherzustellen. Eine große Anzahl der Verkäufer sind bereits Kunden des artnet Gallery Network. Diese können nun nicht nur ihre Kollektion ausstellen, sondern diese auch über die Plattform von artnet verkaufen.

Neben einer Gebühr von USD 25 für jedes zur Auktion zugelassene Werk, berechnet artnet dem Käufer und Verkäufer eine Kommission von jeweils 10% vom Verkaufspreis.

### **Artnet Magazine**

Neben historischen Preisinformationen bietet artnet seinen Kunden detaillierte Hintergrundinformationen, die über die Online Magazine zur Verfügung gestellt werden. Die Redaktionsbüros in New York, Berlin und Paris veröffentlichen die Online Magazine in der jeweiligen Landessprache und stellen täglich Nachrichten, Features und Rezensionen ins Netz. Die anerkannte Expertise des Online Magazins lockt nicht nur interessierte und fachkundige Leser auf die Seite, sondern überträgt sich auch auf die Integrität aller anderen Produkte von artnet und ist daher für das Geschäftsmodell von großer Bedeutung.

Obwohl kein direktes Umsatzmodell an dieses Produkt angeschlossen ist, dürfte ein Teil der Kosten durch die Werbeeinnahmen der artnet-Plattform abgedeckt werden.

### **Management**

CEO Hans Neuendorf ist seit fast 50 Jahren am Kunstmarkt aktiv. Mit seinen Galerien in Hamburg und Frankfurt hat er dazu beigetragen, zeitgenössische Künstler wie z.B. Andy Warhol, Richard Hamilton oder Georg Baselitz zu fördern. Herr Neuendorf trat dem Unternehmen 1990 bei, wurde 1992 zum Vorstandsvorsitzenden ernannt und übernahm im Januar 1995 die Position des CEO.

Bill Fine ist der President von Artnet Worldwide Corp. und verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Vermarktung hochpreisiger Kunst. Bevor er zu artnet kam, hatte er die Position des Executive Vice President und Group Publisher bei Brant Publications, Inc. (The Magazine Antiques, Art in America, Interview) inne und war Herausgeber der Zeitschriften Interior Design und Connoisseur.

Brian McConville ist der Executive Vice President von Artnet Worldwide Corp. und steht an der Spitze des weltweiten Vertriebsteams von artnet. Er kam 2003 zu artnet, nachdem er fast 10 Jahre an der Wall Street für die Bank of New Zealand tätig gewesen war und später den Bereich für festverzinsliche Wertpapiere in der Handelsabteilung der National Australia Bank in New York geleitet hatte. Zudem hatte Mr. McConville leitende Positionen in der Technologiebranche inne, darunter die Position als Chief Financial Officer der Group Intelligence, Inc.

Karin Gardiner ist Vice President Finance und Controller von Artnet Worldwide Corp. und verfügt über eine mehr als 10-jährige Erfahrung im Managementbereich. Bevor sie zu artnet kam, leitete sie Finanztransaktionen bei multi-nationalen Internetgesellschaften und war bei führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften tätig.

### Aufsichtsrat

Vorsitzender des AF ist John D. Hushon, der ehemalige CEO von El Paso Energy und heutiger Manager eines Beratungsunternehmens in Washington. Mr. Hushon ist Firmenanwalt und wurde durch einen ehemaligen Investor an das Unternehmen herangetragen.

Dr. Christian Dohm ist Rechtsanwalt und Partner der Sozietät Sibeth in München. Er ist Experte im deutschen Gesellschaftsrecht und berät artnet in Bezug auf legale Belange.

Hannes von Goesseln ist unabhängiger Kunstberater und Kunsthändler mit langjähriger Berufserfahrung und exzellenten Kontakten im Kunstmarkt.

### Segmente

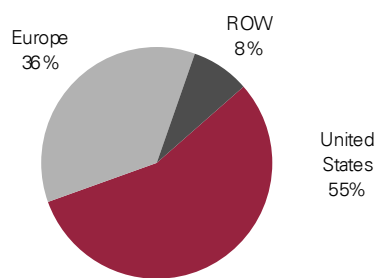
artnet berichtet Umsatz und Ergebnisgrößen nach den folgenden Segmenten:

- Das Online Gallery Network, dessen Umsätze durch Mitgliedsbeiträge erzielt werden
- Das Segment Database umfasst alle Umsätze der Fine Art und Decorative Art Price Database (inkl. der bilderlosen Suche) sowie die Umsätze des artnet Market Alert, der artnet Market Data Reports und dem artnet Artist Catalog.
- Das Segment Werbung umfasst alle Erlöse von den auf der Plattform platzierten Werbemitteln.
- Das Segment Sonstiges umfasst die französischen, deutschen und US-amerikanischen Online-Magazine sowie die Umsätze von den artnet Online Auctions.

Regional betrachtet wird der Großteil der Umsätze in den Vereinigten Staaten erwirtschaftet, gefolgt von Europa mit den Hauptmärkten Deutschland und UK, die jeweils etwa 10% vom Gesamtumsatz ausmachen. Die ROW-Umsätze kommen aus Ländern wie Japan, Indien und China, das mit 3% vom Gesamtumsatz den größten Umsatzanteil dieser Region hält.

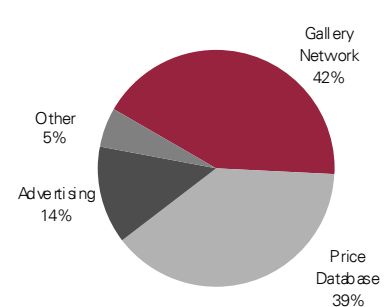
#### Regionaler Umsatzsplit

in EUR Mio. Stand: 2008



#### Segmentumsätze

in EUR Mio. Stand: Q1/09



Quelle: artnet

### Aktionärstruktur

Galerie Neuendorf AG ist ein Unternehmen, das sich im Besitz des Vorstandsvorsitzenden Hans Neuendorf und seiner Familie befindet und ca. 26% der Aktien von artnet AG hält.

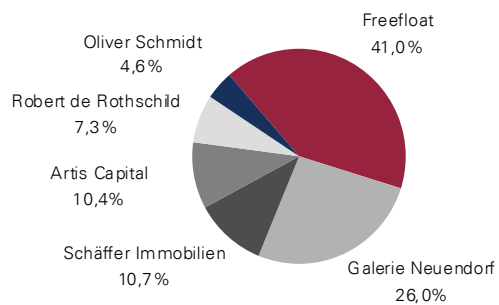
Robert de Rothschild, ein Erbe der Bankierdynastie Rothschild, ist ein in New York lebender Privatier, der ca. 7% der artnet Aktien hält.

Artis Capital ist ein Hedgefonds mit Sitz in San Fransisco, der ca. USD 1 Mrd. verwaltet. Das Unternehmen, das sowohl in private als auch börsennotierte Unternehmen investiert, hält ca. 11% der artnet Aktien.

Klaus-Jochen Schaeffer ist der Eigentümer der Immobilienverwaltungsgesellschaft Schaeffer Immobilien und ein ehemaliges Mitglied des Aufsichtsrates. Herr Schaeffer und sein Unternehmen halten einen Anteil von 10,7% an artnet.

Herr Schmidt ist ein Privatanleger aus Düsseldorf, der im Aufsichtsrat von Tokugawa AG und Foris AG tätig ist und etwa 4,6% der Aktien von artnet hält.

**Aktionärsstruktur**



Quellen: Blommborg

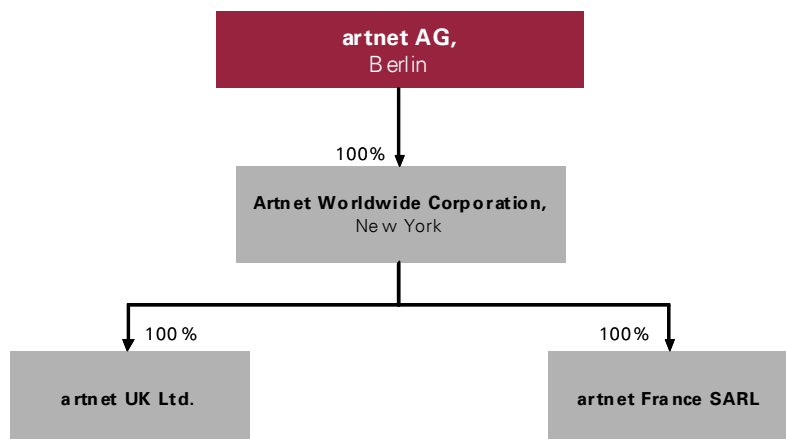
**Unternehmensstruktur**

artnet AG mit Sitz in Berlin ist die Muttergesellschaft des Konzerns und verantwortlich für die europäischen Vertriebs- und Marketingaktivitäten außerhalb von Großbritannien und Frankreich sowie den Kundendienst und nimmt zum Teil Verwaltungstätigkeiten des Konzerns wahr.

Artnet Worldwide Corp. vereinnahmt den größten Teil der operativen Aktivitäten innerhalb des Konzerns. Neben der Durchführung der weltweiten Vertriebsaktivitäten sowie des englischsprachigen Online-Magazins ist Artnet World Corp. für die Entwicklung, Wartung sowie die technische Betreuung der Produkte verantwortlich.

artnet UK und France sind Vertriebsgesellschaften für die verschiedenen artnet Produkte in diesen Ländern mit dem Unterschied, dass artnet France über die eigene Redaktion auch für das französische Online-Magazin verantwortet.

**Konzernstruktur**



Quelle: artnet AG

<b>Gewinn- und Verlustrechnung artnet</b>							
in EUR Mio.							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>
Herstellungskosten	1,4	1,7	3,5	5,0	5,3	5,4	5,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5</b>
Forschung und Entwicklung	0,3	0,6	1,2	1,9	2,1	1,8	1,9
Vertriebskosten	0,9	1,3	1,8	2,2	2,3	2,5	2,7
Verwaltungskosten	2,7	3,0	2,5	3,0	3,2	3,0	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>3,4</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>
Steuern gesamt	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

<b>Gewinn- und Verlustrechnung artnet</b>							
in % vom Umsatz							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	22,2 %	20,4 %	31,9 %	40,7 %	44,0 %	39,0 %	35,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>77,8 %</b>	<b>79,6 %</b>	<b>68,1 %</b>	<b>59,3 %</b>	<b>56,0 %</b>	<b>61,0 %</b>	<b>65,0 %</b>
Forschung und Entwicklung	4,9 %	6,7 %	11,0 %	15,1 %	17,2 %	13,0 %	11,8 %
Vertriebskosten	14,2 %	15,4 %	16,5 %	17,8 %	18,8 %	18,1 %	16,8 %
Verwaltungskosten	41,5 %	35,2 %	23,0 %	24,5 %	26,8 %	22,0 %	19,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2 %	-0,6 %	-0,3 %	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBITDA</b>	<b>18,8 %</b>	<b>23,6 %</b>	<b>19,4 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>-1,1 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>22,7 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,4 %	2,4 %	2,0 %	1,7 %
<b>EBITA</b>	<b>17,7 %</b>	<b>22,6 %</b>	<b>18,4 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-3,5 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>21,0 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,8 %	3,3 %	3,8 %	3,5 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>17,0 %</b>	<b>21,8 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>1,2 %</b>	<b>-6,8 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>17,5 %</b>
Zinserträge	0,0 %	0,5 %	1,0 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,1 %	0,2 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	1,2 %	0,6 %	0,8 %	-1,8 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>18,2 %</b>	<b>22,4 %</b>	<b>18,3 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>-6,6 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>17,8 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>18,2 %</b>	<b>22,4 %</b>	<b>18,3 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>-6,6 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>17,8 %</b>
Steuern gesamt	0,6 %	-7,2 %	-2,2 %	3,4 %	0,5 %	1,1 %	1,9 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>17,7 %</b>	<b>29,6 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>-4,0 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>15,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>17,7 %</b>	<b>29,6 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>-4,0 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>15,8 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>17,7 %</b>	<b>29,6 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>-4,0 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>15,8 %</b>

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz artnet**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,6	1,0	1,1	0,8	0,6
davon übrige imm. VG	0,1	0,2	0,6	1,0	1,1	0,8	0,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,2	0,3	0,9	0,9	0,9	1,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,7	0,7	1,0	0,9	1,0	1,1
Sonstige Vermögensgegenstände	0,4	1,2	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Liquide Mittel	1,0	2,4	3,6	2,9	2,1	3,3	6,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	50,2	50,2	50,3	50,4	50,4	50,4	50,4
Gewinnrücklagen	-56,6	-55,5	-53,0	-50,7	-51,6	-50,6	-48,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,1	2,3	1,7	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Buchwert	0,1	2,4	4,4	4,2	3,5	4,4	7,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>7,0</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten	1,5	1,8	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,4</b>

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz artnet**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,0 %	3,2 %	8,7 %	13,7 %	16,9 %	10,4 %	5,4 %
davon übrige imm. VG	5,0 %	3,2 %	8,7 %	13,7 %	16,9 %	10,4 %	5,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	8,0 %	3,8 %	4,9 %	12,0 %	13,6 %	12,0 %	9,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,1 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>13,6 %</b>	<b>25,7 %</b>	<b>30,4 %</b>	<b>22,4 %</b>	<b>14,7 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,3 %	14,7 %	10,7 %	13,0 %	13,2 %	12,7 %	10,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	18,9 %	26,2 %	23,3 %	23,2 %	26,0 %	22,4 %	17,0 %
Liquide Mittel	43,2 %	51,8 %	52,6 %	38,5 %	31,0 %	42,3 %	57,5 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>85,4 %</b>	<b>92,7 %</b>	<b>86,7 %</b>	<b>74,7 %</b>	<b>70,2 %</b>	<b>77,3 %</b>	<b>85,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	233,3 %	114,2 %	77,8 %	70,6 %	78,9 %	67,9 %	51,6 %
Kapitalrücklage	2182,4 %	1069,0 %	729,6 %	663,7 %	741,8 %	638,5 %	485,0 %
Gewinnrücklagen	-2461,0 %	-1179,8 %	-767,6 %	-667,2 %	-758,2 %	-640,2 %	-461,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	49,8 %	48,4 %	23,9 %	-11,8 %	-11,7 %	-10,1 %	-7,7 %
Buchwert	4,5 %	51,8 %	63,7 %	55,3 %	50,8 %	56,2 %	67,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>4,5 %</b>	<b>51,8 %</b>	<b>63,7 %</b>	<b>55,3 %</b>	<b>50,8 %</b>	<b>56,2 %</b>	<b>67,2 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	6,5 %	2,3 %	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	1,5 %	0,6 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	21,4 %	7,0 %	5,8 %	6,5 %	7,4 %	7,6 %	5,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	65,7 %	38,7 %	29,3 %	36,8 %	41,1 %	35,4 %	26,9 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>93,6 %</b>	<b>47,9 %</b>	<b>36,5 %</b>	<b>45,2 %</b>	<b>49,9 %</b>	<b>43,6 %</b>	<b>32,6 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung artnet**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,2	2,5	2,3	-0,5	-0,8	1,0	2,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	-0,6	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,1	0,1	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>
CAPEX	-0,2	-0,2	-0,9	-1,2	-0,8	-0,5	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Veränderung liquide Mittel	0,7	1,6	1,4	-0,8	-0,8	1,2	2,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen artnet

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	60,8 %	57,8 %	50,7 %	58,1 %	62,8 %	53,0 %	47,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	171.749	164.179	124.283	103.925	106.551	115.066
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	40.535	31.802	5.364	-1.096	14.658	26.057
EBIT-Marge	17,0 %	21,8 %	17,4 %	1,2 %	-6,8 %	8,0 %	17,4 %
EBITDA / Operating Assets	-176,9 %	-356,3 %	-346,5 %	-1001,9 %	94,8 %	-1734,4 %	22413,8 %
ROA	383,5 %	757,1 %	240,4 %	-25,2 %	-40,9 %	55,6 %	166,9 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	35,3	47,2	32,6	13,5	13,0	14,7	16,6
Operating Assets Turnover	-9,4	-15,1	-17,9	-232	-90,0	-126	990
Capital Employed Turnover	25,6	3,3	2,4	2,8	3,4	3,1	2,3
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	-813,9 %	131,1 %	54,5 %	3,3 %	-20,4 %	27,4 %	49,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-899,2 %	142,3 %	60,6 %	12,0 %	-3,2 %	47,4 %	63,6 %
ROE	1105,9 %	102,4 %	51,2 %	-11,7 %	-24,5 %	22,1 %	36,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-245,6 %	196,3 %	66,0 %	-11,4 %	-22,1 %	24,9 %	44,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-245,6 %	196,3 %	66,0 %	-11,4 %	-22,1 %	24,9 %	44,7 %
ROIC	343,5 %	94,5 %	50,3 %	-10,7 %	-22,3 %	20,5 %	35,0 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-1,0	-2,4	-3,6	-2,8	-2,0	-3,3	-6,0
Net Gearing	-953,3 %	-100,1 %	-82,5 %	-66,2 %	-58,2 %	-74,3 %	-85,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.
Current ratio	1,0	2,0	2,5	1,7	1,4	1,8	2,6
Acid Test Ratio	0,9	1,9	2,4	1,7	1,4	1,8	2,6
EBITDA / Zinsaufwand	40,6	266,1	133,2	6,8	0,0	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	36,8	n.a.	n.a.	3,8	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	1,0	1,7	1,5	-0,7	-0,8	1,3	2,7
Free Cash Flow / Umsatz	14,7 %	20,8 %	13,5 %	-6,0 %	-6,5 %	9,3 %	16,7 %
Adj. Free Cash Flow	1,2	1,9	2,1	0,4	-0,2	1,8	3,5
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	16,9 %	29,9 %	20,7 %	-0,4 %	-2,4 %	11,9 %	20,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	83,1 %	70,3 %	66,2 %	150,9 %	91,2 %	130,9 %	105,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	2,6 %	3,6 %	1,2 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	54,2 %	2,5 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	3,4 %	2,6 %	8,2 %	9,6 %	6,7 %	3,6 %	3,7 %
Maint. Capex / Umsatz	0,9 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
CAPEX / Abschreibungen	189,0 %	139,4 %	422,5 %	306,5 %	117,4 %	62,2 %	71,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-11,6 %	-7,3 %	-5,9 %	-6,1 %	-6,7 %	-6,1 %	-4,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	108,8 %	209,6 %	185,7 %	199,6 %	180,0 %	166,7 %	183,3 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Receivables collection period (Tage)	30,0	30,0	24,6	29,3	28,0	27,0	26,0
Payables payment period (Tage)	27,6	14,3	13,2	14,7	14,7	14,7	14,7
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Bewertung</b>							
P/B	200,6	8,6	4,7	5,0	6,0	4,7	3,0
EV/sales	2,8	2,2	1,6	1,5	1,6	1,3	0,9
EV/EBITDA	14,8	9,1	8,5	34,1	-149,9	9,2	4,1
EV/EBIT	16,4	9,9	9,4	123,2	-23,4	16,0	5,3
EV/FCF	18,9	10,4	12,1	-24,4	-24,5	13,7	5,5
P/E	17,7	8,2	9,0	-41,2	-24,7	20,6	8,1
P/CF	16,9	10,4	9,0	195,2	neg.	11,7	6,2

Quellen: artnet (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - artnet AG**

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	1,2	2,5	2,3	-0,5	-0,8	1,0	2,6	
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	
+ Steuern	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,226</b>	<b>1,8</b>	<b>3,5</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,4%	10,6%	11,3%	2,4%	-1,2%	10,2%	23,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,9</b>	<b>17,6</b>	<b>14,9</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>11,6</b>	<b>19,2</b>	<b>20,5</b>	<b>4,4</b>	<b>-</b>	<b>18,0</b>	<b>35,3</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,0	-3,3	-6,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>14,4</b>	<b>21,9</b>	<b>23,3</b>	<b>7,2</b>	<b>-</b>	<b>21,2</b>	<b>41,3</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>2,56</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>1,28</b>	<b>-</b>	<b>3,77</b>	<b>7,33</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-31,0%	5,1%	11,5%	-65,6%	-	1,7%	97,5%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	2,08	3,11	3,30	1,10	-	3,04	5,88
	12,0%	2,22	3,33	3,53	1,15	-	3,24	6,28
Fairer	11,0%	2,37	3,59	3,81	1,21	-	3,48	6,76
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>2,56</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>1,28</b>	<b>-</b>	<b>3,77</b>	<b>7,33</b>
Yield	9,0%	2,79	4,28	4,54	1,36	-	4,13	8,03
	8,0%	3,08	4,75	5,05	1,47	-	4,57	8,90
	7,0%	3,45	5,36	5,70	1,61	-	5,14	10,01

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**DCF Modell - artnet AG**

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	12,0	13,9	16,1	18,0	20,0	21,8	23,4	24,8	26,0	27,0	27,8	28,4	29,0	29,6
Veränderung	-2,9%	15,9%	16,3%	12,0%	11,0%	9,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	-0,8	1,1	2,8	4,0	4,2	4,4	4,4	4,5	4,4	4,6	4,5	4,5	4,6	4,7
EBIT-Marge	-6,8%	8,0%	17,4%	22,0%	21,0%	20,0%	19,0%	18,0%	17,0%	17,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Steuerquote	-7,6%	12,1%	7,8%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,7%	6,7%	42,0%	42,0%
NOPAT	-0,9	1,0	2,6	3,7	3,9	4,1	4,1	4,2	4,1	4,3	4,2	4,2	2,7	2,7
Abschreibungen	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
in % vom Umsatz	5,7%	5,8%	5,2%	5,0%	4,5%	4,0%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	6,7%	3,6%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,9	1,3	2,7	4,1	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,3	4,2	4,3	2,7	2,8

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2022	23,2		
Terminal Value	8,8		
Verbindlichkeiten	-0,1		
Liquide Mittel	2,2	Aktienzahl (Mio.)	5,63
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>34,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,04</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)****Ewiges Wachstum**

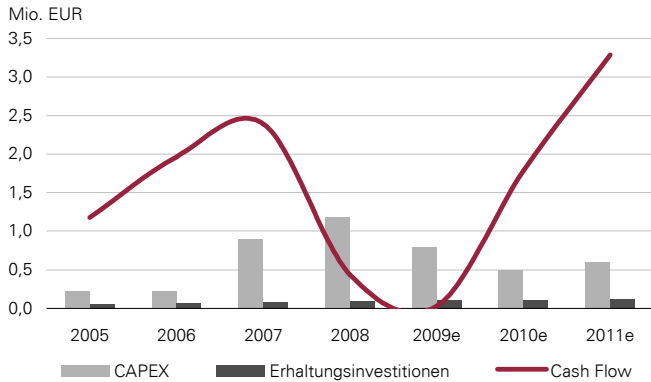
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,50%	5,39	5,42	5,45	5,48	5,52	5,55	5,59
11,00%	5,64	5,67	5,71	5,75	5,79	5,83	5,87
10,75%	5,77	5,81	5,85	5,89	5,93	5,98	6,03
<b>10,50%</b>	5,91	5,95	5,99	<b>6,04</b>	6,08	6,13	6,19
10,25%	6,06	6,10	6,15	6,19	6,25	6,30	6,36
10,00%	6,21	6,26	6,31	6,36	6,42	6,48	6,54
9,50%	6,54	6,60	6,66	6,72	6,79	6,86	6,94

**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,50%	5,01	5,17	5,33	5,48	5,64	5,80	5,96
11,00%	5,25	5,41	5,58	5,75	5,91	6,08	6,25
10,75%	5,37	5,55	5,72	5,89	6,06	6,23	6,40
<b>10,50%</b>	5,51	5,69	5,86	<b>6,04</b>	6,21	6,39	6,56
10,25%	5,65	5,83	6,01	6,19	6,37	6,55	6,74
10,00%	5,80	5,99	6,17	6,36	6,55	6,73	6,92
9,50%	6,13	6,33	6,53	6,72	6,92	7,11	7,31

Quelle: SES Research

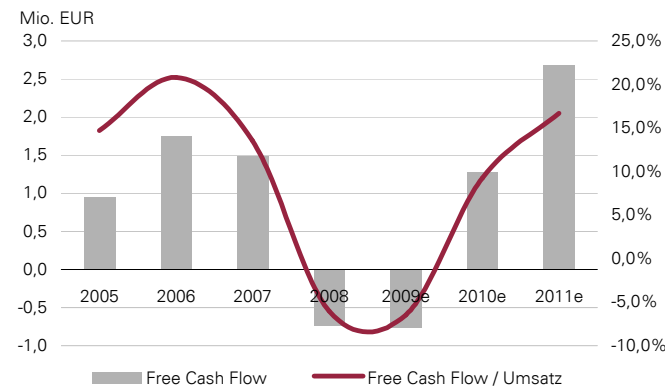
**Investitionen und Cash Flow - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Erhöhte CAPEX in 2008 aufgrund von Investitionen in IT und Produkte
- Normaler Cash Flow ist mehr als ausreichend, um den Kapitalbedarf zu decken

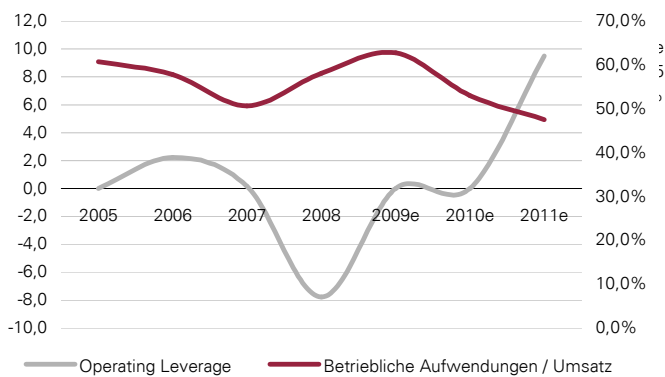
**Free Cash Flow Generation - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Cash Flow in 2008 und 2009 ist durch Produktaufbau und Rezession belastet
- Cash flow dürfte sich mit Umsatzanstieg von neuen Produkten erhöhen

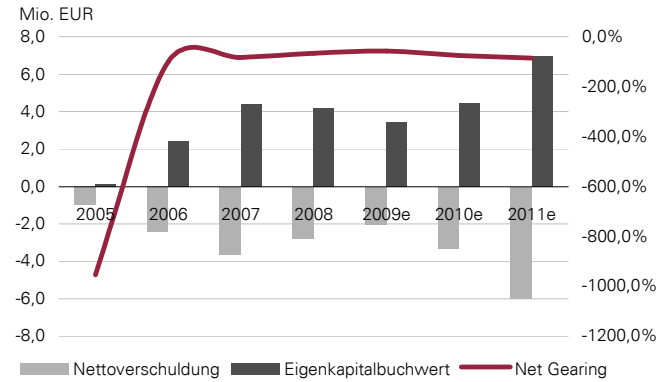
**Operating Leverage - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hohe operative Leverage wg. Skalierbarkeit des internetbasierten Geschäfts.
- Stärkste Leverage von Price Database Produkten
- Fixe Kosten von ca. EUR 7,5 Mio.

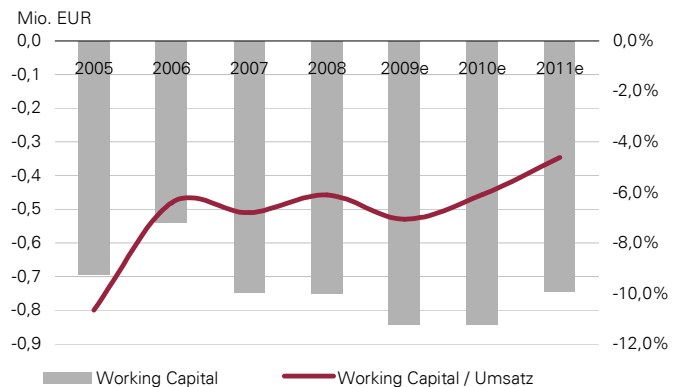
**Bilanzqualität - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Keine finanziellen Verpflichtungen außer EUR 0,1 Mio. für einen Leasing-Vetrag
- Steigerung des EK und der liquiden Mittel im Einklang mit Geschäftsentwicklung

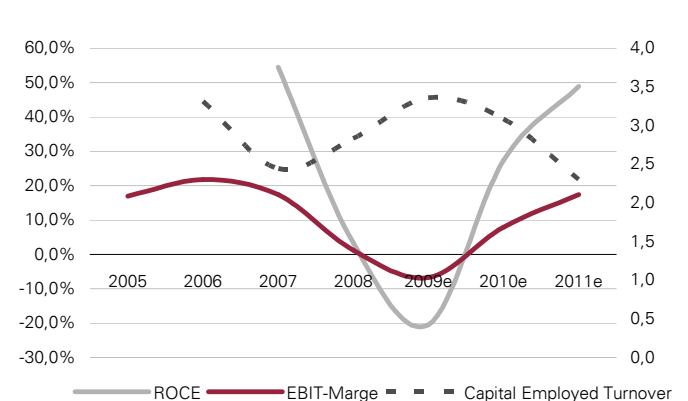
**Working Capital - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- WC aufgrund von Vorab-Abrechnung von jährlichen Produkten negativ
- DSO daher bei durchschnittlich 30 Tagen
- WC dürfte durch schnellere Abrechnung von Auktionen leicht sinken

**ROCE Entwicklung - artnet AG**



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Margen in 2008 und 2009 durch Produktaufbau und Marktentwicklung belastet
- Niedriger Kapitalbedarf und hohe operative Leverage ermöglichen...
- ...außergewöhnliche Renditen mit ROCE > 30%

---

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

---

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

---

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

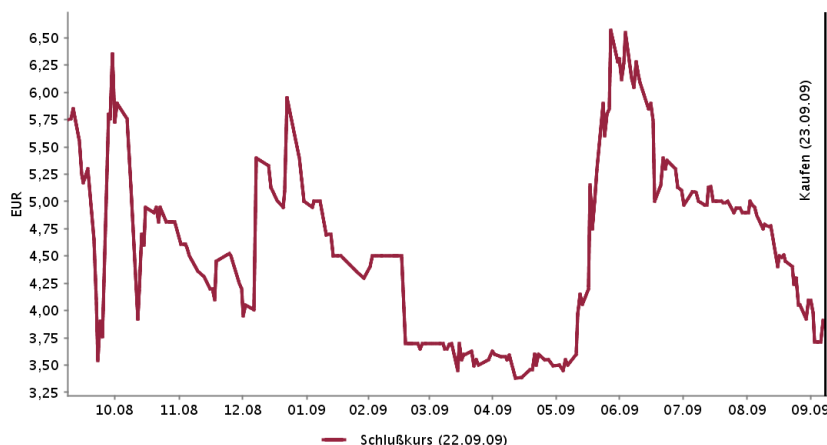
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	53%
Halten	56	28%
Verkaufen	22	11%
Empf. ausgesetzt	17	8%
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	53%
Halten	56	28%
Verkaufen	22	11%
Empf. ausgesetzt	17	8%
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
artnet AG am 23.09.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com	<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com	<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 - 2664 jjackson@mmwarburg.com	<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
<b>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 dmoreau@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		