

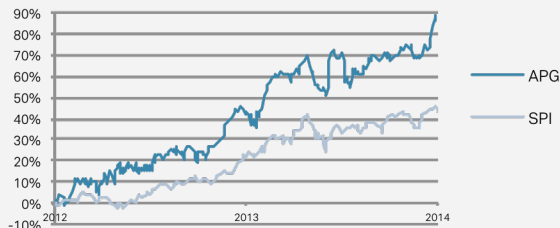


27.1.2014  
Hans Tagmann  
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 268.00  
52 Wochen Hoch: CHF 270.00  
52 Wochen Tief: CHF 190.00

3 000 000 Na. à CHF 2.60 nom.  
Symbol: APGN  
Valor: 1 910 702

Börsenwert: CHF 789.0 Mio  
Grösster Aktionär: JCDécaux (30.0%)  
Streubesitz: 27.8%



## APG|SGA: Value-Aktie fürs Dividenden-Portfolio

### Teures Lehrgeld im Ausland bezahlt

Getrieben vom gesättigten Schweizer Werbemarkt und CHF 95.5 Mio Netto Cash in der Kriegskasse lancierte APG 2005 eine Akquisitionsoffensive in Zentral- und Osteuropa. Bis 2008 flossen CHF 234.5 Mio für den Kauf von Plakatfirmen nach Griechenland, Rumänien, Serbien, Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Italien, Montenegro und Ungarn. Dadurch stieg der Umsatz um 42.7% auf CHF 428.7 Mio, 70.0% davon akquisitionsbedingt. Wegen fehlender M&A-Erfahrung sowie eklatanten Managementfehlern mündete die Expansionsstrategie schon in der Aufbauphase in ein Debakel. Mit der Einführung eines Tabakwerbverbots in Griechenland und der zur Schadensbegrenzung eingeleiteten Exit-Strategie brach der Ausländerlös 2009 um 26.6% und 2010 um weitere 49.8% ein. Auf Konzernebene verursachten hauptsächlich Impairments auf den Auslandsbeteiligungen von CHF 82.6 Mio (2010: CHF 70.8 Mio) einen Verlust von CHF 59.1 Mio (CHF 52.3 Mio). Jean-François Décaux zog nach der Wahl zum VR-Präsidenten die Reissleine. Er halbierte den Verwaltungsrat und wechselte die Geschäftsleitung komplett aus.

### Turnaround zügig abgeschlossen

Erstaunlich rasch ist es dem neuen CEO Daniel Hofer gelungen das Auslandsportfolio zu bereinigen und mit Refokussierung auf die Schweiz die Profitabilität zu verbessern. Der Rückbau der Auslandaktivitäten ist, der schwarze Zahlen schreibende Markt Serbien ausgenommen, heute abgeschlossen. Die Eliminierung der Verlustquellen sowie ein Umsatzwachstum von 8.3% in der Schweiz bewirkten 2011 eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 16.9% auf 23.4%, sodass zusammen mit dem Wegfall der Impairments ein Gewinn von CHF 41.8 Mio resultierte. Auch die Bilanz hat an Solidität gewonnen: Die Eigenkapitalquote stieg auf 40.6% und dank starker Cashflow-Generierung wandelte sich die Nettoverschuldung des Vorjahres in eine Netto Cash Position von CHF 62.5 Mio. Dies erlaubte APG nach zwei Verlustjahren die Dividendenausschüttung mit CHF 7 je Aktie wieder aufzunehmen.

### Starke Marktposition – hohe Eintrittshürden

Die Out of Home Medien haben 2012 auf dem stagnierenden

Schweizer Werbemarkt (CHF 4.82 Mrd/-0.1%) mit einem Wachstum von 9.2% auf CHF 0.51 Mrd das dritte Jahr in Folge an Marktanteilen zugelegt (Quelle: Media Fokus). Nach Ansicht von APG verschafft die zunehmende Marktfragmentierung durch Online-medien dem klassischen Plakat dort, wo grosse Zielgruppen kosteneffizient zu erreichen sind, zunehmend Wettbewerbsvorteile. APG ist mit ihrem Marktanteil von 74% bei der analogen und 67% bei der digitalen Aussenwerbung der klare Marktführer vor Clear Channel (25%/23%). Sie bewirtschaftet ein Portfolio von rund 63 000 Plakatstellen in 8 500 Aufstellverträgen, vorwiegend mit Städten, Grundstückbesitzern und Verkehrsbetrieben. Vertragliche Laufzeiten von bis zu 25 Jahren stellen eine hohe Eintrittsbarriere für neue Wettbewerber dar.

### Digitalisierung als Wachstumstreiber

APG hat im 1. Halbjahr 2013 mit einem Umsatzwachstum von 2% auf einem um 3-5% rückläufigen Gesamtmarkt ihren Marktanteil erneut vergrössert. Eine starke EBITDA-Marge von 22.0% (21.2%) sowie positive Finanzerträge führten zu einer kräftigen Zunahme des Gewinns um 20.7% auf CHF 21.2 Mio. Wegen dem volatilen Marktumfeld gab das Management keine Guidance zum Jahresergebnis ab. Für weiteres Wachstum will APG verstärkt in digitale Werbeträger investieren. In England, führend im internationalen Vergleich, weisen digitale Werbeträger bereits einen Marktanteil von 30% aus. In der Schweiz, welche digitale Werbung im Aussenbereich verbietet, beträgt der Anteil 6%. Zur Überprüfung der bestehenden Bewilligungspraxis hat das Management u.a. mit der Stadt Zürich ein Pilotprojekt am Bellevue zur Messung der Akzeptanz digitaler Plakate lanciert. Bei positivem Ausgang ist APG in der Lage, dank hoher freier Cashflows und Nettoliquidität auch Investitionsprojekte in dreistelliger Millionenhöhe selbst zu finanzieren.

### Kursrückschläge zum Einstieg nutzen

APG ist mit ihrem nachhaltigen Geschäftsmodell und Payout-Ratios von gegen 70% gut unterwegs um sich als Dividendenperle zu etablieren. Allerdings belastete die jüngste Kursentwicklung die Dividendenrendite und liess das P/E 14e auf stolze 17.7x klettern.

Kennzahlen in CHF Mio	2012	2013e	2014e
Umsatz	317.6	305.4	309.9
Veränderung	1.9%	-3.8%	1.5%
EBIT	76.4	57.8	58.9
Marge	24.1%	18.9%	19.0%
Gewinn	50.1	46.6	44.5
Veränderung	19.8%	-6.9%	-4.5%
Eigenkapital	107.1	124.2	136.4
EK-Quote	37.2%	42.8%	46.7%
Nettoliquidität	86.5	97.1	108.3

je Aktie / Bewertung	2012	2013e	2014e
Buchwert (in CHF)	29.4	33.0	36.8
Gewinn (in CHF)	17.0	15.8	15.1
Dividende (in CHF)	10.0	11.0	11.0
Payout Ratio	58.7%	69.4%	72.7%
P/B	6.9x	6.0x	5.9x
P/E	14.3x	15.7x	17.7x
EV/EBITDA	5.6x	9.3x	9.8x
Dividendenrendite	4.1%	--	--
Total Return	86.8%	--	--

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Verkaufserlös	428.7	340.0	304.3	311.8	317.6	305.4	309.9
Veränderung	10.9%	-20.7%	-10.5%	2.5%	1.9%	-3.8%	1.5%
Verkaufserlös Schweiz	305.9	250.1	259.0	280.6	297.1	294.3	299.5
Veränderung	2.9%	-18.2%	3.6%	8.3%	5.9%	-0.9%	1.8%
Verkaufserlös Ausland	122.4	89.9	45.2	31.2	20.5	11.1	10.4
Veränderung	37.4%	-26.6%	-49.7%	-31.0%	-34.3%	-45.9%	-6.3%
Immobilienertag	2.3	2.1	2.3	2.5	2.5	2.3	2.4
Betriebsertrag	454.2	342.2	306.6	314.2	320.1	307.7	312.3
Konzessionen und Kommissionen	-194.7	-164.1	-141.4	-139.1	-141.5	-136.1	-138.5
Bruttogewinn	259.5	178.1	165.2	175.1	178.6	171.6	173.8
in % des Verkaufserlöses	60.5%	52.4%	54.3%	56.2%	56.2%	56.2%	56.1%
Betriebsaufwand	-176.0	-132.5	-113.9	-102.1	-65.5	-103.7	-104.7
in % des Verkaufserlöses	-41.1%	-39.0%	-37.4%	-32.8%	-20.6%	-34.0%	-33.8%
EBITDA	83.5	45.6	51.3	73.024	113.028	67.9	69.1
in % des Verkaufserlöses	19.5%	13.4%	16.9%	23.4%	35.6%	22.2%	22.3%
EBITDA Schweiz	66.8	58.0	68.1	71.8	115.4	67.1	68.3
in % des Verkaufserlöses	21.8%	23.2%	26.3%	25.6%	38.8%	22.8%	22.8%
EBITDA Ausland	18.2	-8.1	-12.6	8.9	4.0	0.8	1.0
in % des Verkaufserlöses	14.9%	-9.0%	-27.9%	28.5%	19.5%	7.2%	9.6%
EBIT	52.7	-65.2	-39.1	56.1	76.4	57.8	58.9
in % des Verkaufserlöses	12.3%	-19.2%	-12.8%	18.0%	24.1%	18.9%	19.0%
Finanzergebnis	-7.4	-7.3	-2.0	-1.0	0.8	0.9	1.0
Gewinn vor Steuern	45.2	-72.5	-41.0	55.2	76.0	62.1	59.9
Steuern	-12.3	31.0	-11.7	-12.2	-23.9	-13.7	-13.5
Steuersatz	27.1%	42.8%	-28.5%	22.2%	31.5%	22.1%	22.5%
Minderheitsanteile	-3.3	-3.3	-0.4	-1.2	-2.0	-1.8	-1.9
Reingewinn	29.7	-59.1	-52.3	41.8	50.1	46.6	44.5
Veränderung	-54.6%	-299.2%	-11.5%	-179.9%	19.8%	-6.9%	-4.5%
in % des Umsatzes	6.9%	-17.4%	-17.2%	13.4%	15.8%	15.3%	14.4%
RoE	11.2%	-30.7%	-39.5%	37.4%	44.1%	41.8%	35.6%
Geldflussrechnung	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Operativer Cashflow	71.9	48.6	55.7	72.7	45.0	36.1	43.5
Capex	-30.6	-13.3	-24.3	-10.8	-5.4	-6.1	-7.2
Freier operativer Cashflow	41.4	35.3	31.4	61.9	39.6	30.0	36.3
Bilanz in Mio CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bilanzsumme	567.2	395.1	275.1	311.2	287.4	290.1	292.1
Eigenkapital	233.3	167.2	100.9	126.5	107.1	124.2	136.4
in % der Bilanzsumme	41.1%	42.3%	36.7%	40.6%	37.2%	42.8%	46.7%
Goodwill	82.6	62.1	18.9	18.9	6.8	6.8	6.8
Immaterielles Anlagevermögen	127.9	69.7	56.4	50.3	35.1	36.1	36.9
Nettoverschuldung	36.8	34.5	4.1	-62.5	-86.5	-97.1	-108.3
Kennzahlen je Na. in CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Eigenkapital	75.16	55.45	33.99	42.11	35.20	41.22	45.64
Netto Cash	-12.54	-11.75	-1.40	21.28	29.42	33.02	36.83
Gewinn	10.11	-19.84	-17.82	14.23	17.03	15.85	15.14
FCF	14.09	12.04	10.69	21.08	13.48	10.20	12.35
Dividende	4.40	0.00	0.00	7.00	10.00	11.00	11.00
Payout Ratio	43.5%	0.0%	0.0%	49.2%	58.7%	69.4%	72.7%
Bewertung	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
P/B	1.9x	2.0	4.1	3.2	6.9	6.0	5.9
P/E	13.8x	-5.5	-7.9	9.6	14.3	15.7	17.7
EV/EBITDA	5.4x	7.8	8.1	4.6	5.6	9.3	9.8
Div. yield	3.1%	0.0%	0.0%	5.1%	4.1%	--	--
Jahresschlusskurs	140.00	108.70	140.00	136.00	244.00	249.00	--
Total Return	-42.7%	-22.4%	28.8%	2.1%	86.8%	--	--

**Disclaimer**

Diese Publikation von nebenwerte.ch/Tagmann & Partner AG dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften oder anderen Anlageinstrumenten dar. Die Informationen stehen unter dem Vorbehalt jederzeitiger Änderung. Sie werden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Deren Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben, wird ausgeschlossen. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Ländern deren Recht eine Nutzung verbietet.