



17.3.2015
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 362.00
52 Wochen Hoch: CHF 370.00
52 Wochen Tief: CHF 269.00

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

Börsenwert: CHF 1 067.2 Mio
Grösster Aktionär: JCDécaux (30.0%)
Streubesitz: 37.2%



APG|SGA: Doppelte Dividende beflügelt

Gut auf Kurs

Die Aussenwerbegruppe APG hat für das Geschäftsjahr 2014 ein solides Kennzahlenset vorgelegt, das die erfolgreiche Bereinigung des Auslandportfolios bestätigt. Die Umsatzzunahme Schweiz (Umsatzanteil 96%) um 3.2% auf CHF 298.4 Mio ist angesichts des stagnierenden Werbemarkts (+1.4%, Quelle: Mediafocus) ein gutes Ergebnis. Dabei hat sich das Wachstum im 2. Halbjahr mit +7.7% gegenüber den ersten 6 Monaten (-1.3%) beschleunigt. Wichtige Treiber waren dank Modernisierung des Produktportfolios das Segment Bahnhofswerbung sowie die Integration der zugekauften Firmen Impacta und Ecofer. Positiv entwickelten sich auch die digitalen Werbeträger in Shopping-Centern, Bahnhöfen und dem Hallenstadion Zürich. Der einzige verbliebene Auslandmarkt Serbien steigerte den Umsatz um 5.5% auf CHF 12.7 Mio. Der Rückzug aus Rumänien und ein straffes Kostenmanagement sorgten für eine Reduktion des Betriebsaufwands um 5.7%. Dagegen wirkten geringere Sonderträge von CHF 3.1 Mio (4.4 Mio) belastend. Hieraus resultierte ein EBIT von CHF 66.3 Mio (+7.1%) bei einer Marge von 21.0% (+110 Basispunkte). Der Gewinn wuchs dank geringeren Minderheiten überproportional um 8.4% auf CHF 51.7 Mio.

Kapitalrückführung an Aktionäre

Der operative Cashflow stieg um CHF 16.0 Mio auf CHF 71.1 Mio. Damit konnten die Investitionen in Sachanlagen von CHF 9 Mio (VJ 6.7 Mio) problemlos aus eigener Kraft finanziert werden. Als Folge kletterte das Finanzvermögen um CHF 28.9 Mio auf einen Höchststand von CHF 147.9 Mio. Das Unternehmen plant im Sinne einer aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik nicht betriebsnotwendige Liquidität an die Aktionäre zurückzuführen. Vorgesehen ist, die ordentliche Dividende (Payout Ratio mind. 60%) für die Jahre 2014 bis 2016 durch eine Zusatzdividende in gleicher Höhe zu verdoppeln. Im Anschluss daran soll die Ausschüttung mindestens 70% des Gewinns betragen. Für 2014 wird eine markante Erhöhung der Dividende von CHF 10 auf CHF 22 beantragt. Zum heutigen Kurs ergibt dies eine Rendite von 6.1%. Grob geschätzt führt die Kapitalrückführung bis Ende 2017 zu einem Abbau des

Nettofinanzvermögens um gut CHF 40 Mio und einer Verringerung der EK-Quote auf 45%. Das heisst: APG wird weder an unternehmerischem Freiraum noch an Solidität der Bilanz einbüssen.

Vielversprechende Wachstumstreiber

Vom Management wurde, begründet mit dem kurzfristigen Auftragsseingang und hohen monatlichen Volatilitäten, kein konkreter Ausblick abgegeben. Das Unternehmen ist laut CEO Markus Ehrle gut ins neue Jahr gestartet. In der Prognose 2015 rechnen wir, getrieben von Flächengewinnen im zweiten Halbjahr 2014, mit einem Wachstum von 3.5%. Dazu gehören 78 Leuchtplakate für die Verkehrsbetriebe Glattal AG in der Stadt und Agglomeration Zürich, 25 neue Standorte im Zentrum Bern und 66 zusätzliche Shoppingpanels in neun Einkaufszentren der Migros Aare. Von den National- und Ständeratswahlen im Herbst 2015 erwarten wir einen hohen einstelligen Millionenumsatz. Zudem hat APG im Oktober 2014 als Premiere in Winterthur die ersten digitalen Plakate auf Schweizer Strassen in Betrieb genommen – bisher war digitale Werbung auf öffentlichem Grund verboten. Ebenso gewann die Gruppe vor wenigen Tagen eine Ausschreibung der Stadt Lausanne für 1 980 analoge und digitale Werbeflächen. Trotz Rekurs des unterlegenen Mitbewerbers Clear Channel gibt sich das Management zuversichtlich, dass die Umsetzung nach Entscheidung des Tribunal Cantonal rasch erfolgen werde.

Attraktive Dividendenperle

Mit einem Marktanteil von zwei Dritteln verfügt APG über eine starke Position in einem relativ konjunkturresistenten Marktsegment. Das Portfolio von gut 7 500 Verträgen mit privaten Partnern und der öffentlichen Hand für über 160 000 Aufstellplätze bildet eine hohe Eintrittshürde für potenzielle Wettbewerber. Die Börse hat auf die Ankündigung der Dividendenverdoppelung mit einem Kursschub von gut 17% reagiert. In unserer Bewertung relativiert die hohe Dividendenrendite von 6.1% das um die Nettoliquidität bereinigte (stolze) P/E 15e von 17.3x.

Kennzahlen in CHF Mio	2014	2015e	2016e
Verkaufserlös	311.1	322.1	326.7
Veränderung	2.2%	3.5%	1.4%
EBIT	66.3	68.6	70.1
Marge	21.0%	21.1%	21.3%
Gewinn	51.7	54.6	56.2
Veränderung	8.4%	5.5%	3.1%
Eigenkapital	152.1	141.0	125.7
EK-Quote	53.0%	51.5%	49.0%
Nettofinanzvermögen	147.9	138.4	125.8

je Aktie / Bewertung	2014	2015e	2016e
Buchwert (in CHF)	51.0	46.4	42.2
Gewinn (in CHF)	17.3	18.3	18.8
Dividende (in CHF)	22.0	24.0	26.0
Payout Ratio	126.9%	131.2%	137.9%
P/B	5.7x	7.7x	8.6x
P/E	16.7x	19.8x	19.2x
EV/EBITDA	9.3x	11.8x	11.6x
Dividendenrendite	7.6%	--	--
Total Return	25.3%	--	--

APG|SGA

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Verkaufserlös	304.3	311.8	317.6	304.3	311.1	322.1	326.7
Veränderung	-10.5%	2.5%	1.9%	-4.2%	2.2%	3.5%	1.4%
Verkaufserlös Schweiz	259.0	280.6	297.1	289.1	298.4	310.6	315.3
Veränderung	3.6%	8.3%	5.9%	-2.7%	3.2%	4.1%	1.5%
Verkaufserlös International	45.2	31.2	20.5	15.2	12.7	11.5	11.4
Veränderung	-49.7%	-31.0%	-34.3%	-25.7%	-16.3%	-9.8%	-0.9%
Immobilienertag	2.3	2.5	5.0	6.5	5.2	2.2	2.3
Umsatz total	306.6	314.2	322.6	310.8	316.3	324.4	329.0
Veränderung	-10.4%	2.5%	2.7%	-3.7%	1.8%	2.5%	1.4%
Konzessionen und Kommissionen	-141.4	-139.1	-141.5	-137.4	-139.7	-143.5	-145.1
Bruttogewinn	165.2	181.5	181.1	173.4	176.6	180.9	183.8
in % des Umsatzes	53.9%	57.8%	56.1%	55.8%	55.8%	55.8%	55.9%
Personalkosten	-68.3	-66.0	-89.1	-66.0	-66.5	-69.1	-69.5
in % des Umsatzes	-22.3%	-21.0%	-27.6%	-21.2%	-21.0%	-21.3%	-21.1%
Betriebs- und Verwaltungskosten	-45.5	-36.2	-37.3	-34.7	-32.7	-31.9	-31.7
in % des Umsatzes	-14.8%	-11.5%	-11.6%	-11.2%	-10.3%	-9.8%	-9.6%
EBITDA	51.3	73.0	54.7	72.7	77.4	79.9	82.7
in % des Umsatzes	16.7%	23.2%	16.9%	23.4%	24.5%	24.6%	25.1%
Abschreibungen, Amortisationen	-90.4	-16.9	-19.9	-10.8	-11.1	-11.3	-12.5
EBIT	-39.1	56.1	34.8	61.9	66.3	68.6	70.1
in % des Umsatzes	-12.8%	17.9%	10.8%	19.9%	21.0%	21.1%	21.3%
Finanzergebnis	-2.0	-1.0	-0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3
Gewinn vor Steuern	-41.1	55.1	34.4	62.3	66.1	68.9	70.4
Steuern	-11.7	-12.2	-11.1	-12.8	-13.8	-14.3	-14.2
Steuersatz	-28.5%	22.2%	32.3%	20.6%	20.9%	20.8%	20.2%
Minderheitsanteile	-0.4	-1.2	-2.0	-1.8	-0.6	0.0	0.0
Reingewinn	-52.3	41.8	21.3	47.7	51.7	54.6	56.2
Veränderung	-11.5%	-179.9%	-49.0%	123.9%	8.4%	5.5%	3.1%
in % des Umsatzes	-17.1%	13.3%	6.6%	15.3%	16.3%	16.8%	17.1%
RoE	-39.5%	37.4%	44.1%	42.0%	37.5%	37.2%	42.2%

Geldflussrechnung	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Operativer Cashflow	55.7	72.7	45.0	65.1	71.1	73.3	76.2
Capex	-24.3	-10.8	-5.4	-6.7	-9.0	-10.8	-11.7
Operativer FCF	31.4	61.9	39.6	58.4	62.1	62.5	64.5
Ausschüttung	-0.4	-0.6	-21.8	-31.5	-35.9	-65.6	-71.6

Bilanz in Mio CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bilanzsumme	275.1	311.2	242.7	261.7	286.9	273.8	256.4
Eigenkapital	100.9	126.5	109.2	126.5	152.1	141.0	125.7
in % der Bilanzsumme	36.7%	40.6%	45.0%	48.3%	53.0%	51.5%	49.0%
Immaterielles Anlagevermögen	56.4	50.3	8.1	7.0	10.7	10.7	10.7
Nettoverschuldung	4.1	-62.9	-86.5	-119.0	-147.9	-138.4	-125.8

Kennzahlen je Na. in CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Eigenkapital	33.99	42.11	35.93	41.90	50.98	47.27	42.12
Nettofinanzvermögen	-1.4	21.4	29.4	40.5	51.0	46.4	42.2
Gewinn	-17.82	14.23	7.25	16.19	17.34	18.29	18.85
FCF	10.69	21.08	13.48	19.86	20.82	20.94	21.62
Dividende	0.00	7.00	10.00	12.00	22.00	24.00	26.00
Payout Ratio	0.0%	49.2%	137.9%	74.1%	126.9%	131.2%	137.9%
Dividendenrendite	0.0%	5.1%	5.0%	4.8%	7.6%	--	--
Total Return	22.4%	2.2%	37.0%	24.5%	21.7%	--	--

Bewertung	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/B	4.1x	3.2x	5.6x	5.9x	5.7x	7.8x	8.6x
P/E	-7.9x	9.6x	27.6x	15.4x	16.7x	19.8x	19.2x
EV/Sales	1.4x	1.2x	1.7x	2.1x	2.3x	2.9x	2.9xx
EV/EBITDA	8.3x	5.0x	9.9x	9.2x	9.3x	11.8x	11.6x

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.