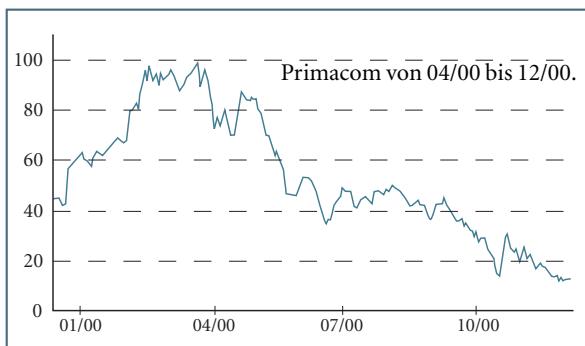


ANALYSE Telekommunikation

Primacon

Kein Kabelsalat

Deutschland ist der größte Markt für Kabelfernsehen in Europa und nach den USA der zweitgrößte der Welt - und der Kabelmarkt gewinnt immer mehr an Bedeutung. Video-on-Demand, Pay-TV, digitales Fernsehen, schnelle Internetzugänge und andere interaktive Dienste erfordern moderne, breitbandige Kabelnetze. Das Zusammenwachsen von Fernsehen, Internet und Telefonie ist im Zuge der Digitalisierung keine Zukunftsmusik mehr. Märkte mit enormen Wachstumspotential werden am ehesten zu einem besonders attraktiven und hart umkämpften Wirtschaftszweig. Primacon ist zwölf Jahre nach Beginn des Kabelfernsehens in Deutschland als Konkurrent des größten Kabelnetzbetreibers, der Deutschen Telekom, zum Ende deren Monopols dabei eigene leistungsfähige Kabelnetze für das ständig wachsende Angebot aufzubauen.



Die Höchststände von über 90 Euro liegen derzeit für die Primacon-Aktie in weiter Ferne.

Die Entwicklung

Am 30. Dezember 1998 entstand aus dem Zusammenschluß der Firmen Kabelmedia Holding, Eschborn, und SÜWEDA Kabelmedia, der mittlerweile mit rund 1,8 Mio. angeschlossenen Haushalten und zur Zeit 1,23 Mio. Kunden der drittgrößte private Kabelnetzbetreiber in Deutschland. Schon kurze Zeit später, am 22. Februar 1999, ging die Firma unter dem neuen Namen Primacon zeitgleich an den Neuen Markt in Frankfurt und an die Nasdaq in New York. Maßgeblich geprägt wurde Primacon durch ihren Vorstandsvorsitzenden Jacques Hackenberg, der jedoch am 18. Oktober 2000 aus persönlichen Gründen sein Vorstandamt niederlegte. Die Vorstandsmitglieder Paul Thomason (seit 1996 zuständig für Finanzen) und Hans Wolfert (seit 1999 zuständig für die Unternehmensentwicklung), beide mit langjähriger Erfahrung im Bereich der Kommu-

nikations- und Medienbranche, übernahmen die Aufgaben von Herrn Hackenberg. Im Jahr 1999 wurden diverse Akquisitionen zur Auffüllung der Kernregionen getätigt und die regionalen Kabelnetze ausgebaut. Die Firma verfügt mittlerweile über Kabelnetze in kleinen und mittelgroßen Gemeinden in Sachsen, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Berlin, Rheinland-Pfalz, Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen mit rund 1,8 Mio. angeschlossenen Haushalten. Besonderes Augenmerk legt die Firma dabei auf Highspeed-Zugänge wie Glasfaser oder Hybrid-Fiber-Coax (HFC) sowie interaktive digitale Dienste für z.B. digitales Fernsehen, Video-on-Demand und Internet-Telefonie.

Die neuen Möglichkeiten in TV-Kabelnetzen

Bislang galten TV-Kabel (abgeschirmte Koaxialkabel) nur als Empfangsmedium für den Endverbraucher. Eine Rückmeldung wie z.B. eine Anforderung des Kunden oder ein Hand-Shake-Verfahren war in Deutschland bisher nicht möglich und beim Aufbau der Kabelnetze nicht erwogen und somit auch nicht technisch realisiert worden. Für die heutigen gewünschten Anwendungen wie z.B. interaktives Fernsehen, Bild-Telefonie, Highspeed-Internet und Fernwartung von Haushaltsgeräten sind sehr hohe Datenraten und damit auch eine sehr hohe Bandbreite erforderlich. In Deutschland werden die Kabelnetze in fünf verschiedene Netzebenen eingeteilt. Primacon versorgt ca. 7,5% ihrer Kunden im Rahmen von Ebene 4 Netzen (Hausverteilnetze vom Übergabepunkt zum Endgerät) bzw. 18% B-1 Vereinbarungen in dieser Ebene mit Lizenzabgaben an die Deutschen Telekom. In Ebene 3 Netzen (Straßenverteilnetze von der Kopfstation bis an das Haus) werden ca. 34% und in Ebene 2 (Betrieb der Kopfstation für die Einspeisung von Radio- und TV-Signalen) ca. 38% der Kabel-TV-Kunden versorgt. In Ebene 5 (Endgeräte) und Ebene 1 (Programmproduktion) betreibt Primacon keine Netze. Die TV-Breitbandkabelnetze von Primacon von der Kopfstation bis zum Übergabepunkt zum Endgerät werden derzeit mittels neuer Hybrid-Fiber-Coax-Technik (HFC) aufgerüstet. Die Bandbreite des Netzes wird von 450 MHz auf 862 MHz erweitert und das Netz rückkanalfähig gemacht. Probleme dabei sind die freien Zugänge zu den Netzebenen 2 bis 4,



G Eine Analyse zu Nokia
finden Sie unter:
<http://www.performaxx.de/analyse>

um Produkte und Dienste in die Netze einspeisen zu können. Durch die noch immer sehr starke Monopolstellung der Deutschen Telekom geht daher der technische Ausbau der Kabelnetze nur sehr schleppend voran. So ist ein rückkanalfähiges Breitbandkabelnetz auch weiterhin für viele Kunden nur Zukunftsmusik.

Was bekommt der Kunde für sein Geld?

Primacom bietet über die eigenen Netze mehrere Dienste und Produkte an. Der Highspeed-Internet-Zugang mit bis zu 16facher ISDN-Geschwindigkeit und eigenem Primacom-Portal über Breitbandkabelnetz ist zunächst nur in der Hightech-verkabelten Stadt Leipzig erhältlich. Dabei reicht das Angebot von Flatrates für Normalsurfer, Vielsurfer, Kleinunternehmen und Mittelstandsumunternehmen. Beim Kabel-TV werden bis zu 32 TV-Kanäle und umfassende Rundfunk-Sender der jeweiligen Regionen analog im Basis- oder Standardpaket in über 400 Standorten Deutschlands angeboten. Bis zu 80 TV-Programme kann der Kunde beim Digital-TV über einen eigens entwickelten digitalen Decoder mit Fernbedienung in verschiedenen Programmpaketen erhalten: primaTV Basispaket; primaEASY, primaFAMILY; primaLIFE (seit dem 08. November 2000 wird hier exklusiv von Big Brother berichtet); primaINFO und ein MTV-Paket. Start des interaktiven Fernsehprogrammes wird voraussichtlich Ende 2000 zunächst in Leipzig sein. Mit Movies & More, einem Interactive Pay-per-View-Angebot, können dann auch Filme und Events abgerufen werden.

Der hart umkämpfte Markt

Das Kabelfernseh- und Breitbandkabelgeschäft in Deutschland ist ein hart umkämpfter Markt. Primacoms Geschäftstätigkeit liegt in der Projektierung, Errichtung, Betrieb, Verwaltung und Vermarktung von Breitbandkabelnetzen und interaktiven Multi-Media-Diensten. Dabei legt Primacom den Schwerpunkt ihrer Aktivitäten derzeit auf Kernregionen (Aufrüstungsmaßnahmen auf Breitbandkabelnetze werden in diesen Regionen vorrangig vorangetrieben) wie Deutschland Mitte (Sachsen, Sachsen-Anhalt, Thüringen), Rhein-Main-Gebiet und den Niederlanden (Multikabel). In Deutschland unterhält die Firma in fast allen Bundesländern Kunden-

beziehungen. Primacom ist an drei Lokal-TV-Sendern beteiligt (MDF1; RFH Regionalfernsehen Harz; TV Halle). Darüber hinaus gehören mehr als 35 Kabelbetriebsgesellschaften im Inland zu Primacom. In Leipzig probt das Unternehmen derzeit die digitale Zukunft - hier besitzt Primacom ein gut ausgebautes Glasfaserkabel. Die Kunden sind geteilter Meinung, denn die Firma liefert die neuen digitalen Pakete nur gegen Extrabezahlung und Decoder. Aber die Zukunft des digitalen Fernsehens wird nur über Werbung und Bezahlung des Wunschprogramms gehen. Die Programme erhält Primacom von den Programmanbietern direkt über die Kopfstationen oder über die Kabel der Telekom durch bestehende Signallieferungsverträge. Für den Erwerb digitaler Fernsehprogramme, Pay-TV und Sprachdienste, die über das eigene aufzubauende Breitbandkabelnetz gegen eine Gebühr vertrieben werden, plant die Firma mit anderen Programmanbietern Verträge abzuschließen. Die letzte Meile, vom Rechner des Benutzers bis zum Verteilerpunkt des Netzes, ist nach wie vor der Flaschenhals, der die Geschwindigkeit der gesamten Übertragungskette bestimmt. Dabei gibt es vier konkurrierende Systeme, mit denen verschiedene Anbieter versuchen, sich durchzusetzen.

ADSL über die schon vorhandene Telefonleitung erlaubt eine Übertragung mit bis zu 1,5 Mbit/s. Ob allerdings dünne, vor Jahrzehnten verlegte Kupferdrähte die in Zukunft zu erwartenden Datenraten verkraften können, mag bezweifelt werden. Das Powerline-Konzept, also die Datenübertragung über die Netze von Energieversorgern, ist schon erfolgversprechender. Die ebenfalls schon vorhandenen Netze erlauben Datenraten von bis zu 8 Mbit/s, allerdings gibt es noch viele ungelöste Probleme durch Störquellen wie Schalter oder Transformatoren, die die Signalintegrität beeinflussen. Erste Feldversuche werden Mitte des nächsten Jahres abgeschlossen sein.

Die Idee von z.B. skyDSL von Teles, die Übertragung per Satellit zu gewährleisten, ist in der Datenrate mit bis zu 100 Mbit/s unschlagbar - selbst der terrestrische Mobilfunkstandard UMTS wird nur einen Daten durchsatz von zwei Mbit/s besitzen. Das Problem



G Eine Analyse zu Teldafax
finden Sie unter:
<http://www.performaxx.de/analyse>

hierbei ist, neben den Kosten, das Rücksenden der Signale zum Satelliten, welches für interaktive Anwendungen zwingend notwendig ist. Satelliten sind darauf ausgelegt, als Punktquelle viele Empfänger zu erreichen - aber nicht umgekehrt. Terrestrische analoge Signale kommen immer noch in hohem Maße über Antennen zum Endverbraucher, und dieser scheint auch bisher noch mit der Qualität dieser Übertragung zufrieden zu sein. Zudem sind Satellitenempfangsanlagen schon für Preise eines Videorekorders erhältlich. Allerdings scheuen sicherlich manche Hauseigentümer vor der Installation einer unansehnlichen Satellitenschüssel (oder dürfen dies aufgrund von Bebauungsplänen gar nicht) und würden eher im Erdreich verborgene Kabelnetze vorziehen.



Paul Thomason, Vorstandssprecher von Primacom, sieht sich mit seinem Unternehmen harter Konkurrenz ausgesetzt.

In den USA schon sehr stark verbreitet ist die Übertragung von Daten über das Breitbandkabel. Synergieeffekte von Fernsehen und Computer können so ausgenutzt werden, allerdings ist derzeit die Übertragungsrate mit 1.024 Kbit/s noch sehr gering. Stärkster Konkurrent von Primacom beim Anbieten digitaler Fernsehprogramme ist Premiere, das lang-

fristige Exklusivverträge mit großen Filmgesellschaften, Produzenten und Franchiseunternehmen besitzt und Exklusivrechte an vielen publikumswirksamen Sportveranstaltungen hält. Primacom versucht Premiere mit dem Einkauf von weiteren Programmen entgegenzutreten und möchte diese zu weitaus günstigeren Konditionen an den Endverbraucher abgeben. Die kostenlose Bereitstellung von Set-Top-Boxen soll das Digitalpaket zudem attraktiver für den Kunden machen. Mit Kampfpreisen (am 6. November 2000 senkte Primacom in Leipzig den Preis für den Highspeed-Internet-Zugang deutlich) versucht die Firma im derzeit sehr attraktiven Internetmarkt Kunden für den sehr schnellen Internetzugang zu gewinnen. Dabei sind die Wettbewerber bei der Internet-Telefonie wohl nicht einzuholen: Anbieter lokaler Telefondienste und Mobilfunkanbieter verfügen über ganz andere Finanzvolumen als Primacom. Im Bereich der Kommunikationsmedien sind die Konkurrenten Anbieter von ADSL, ISDN oder Teles skyDSL, im derzeitigen Markt haben jedoch alle diese Systeme ihre Berechtigung neben einander zu existieren. Auch der Softwareriese Microsoft will in diesem Markt Fuß fassen: zusammen mit Thomson entwickelt die Firma ein interaktives TV-Angebot, welches über die analoge Telefonleitung zu empfangen sein soll. Primacom wird weiter versuchen, durch Akquisitionen zusätzliche Kabelkunden zu gewinnen. Kleinere Kabelnetzbetreiber werden aufgekauft (zuletzt Anfang November in Sachsen die Televis GmbH und Komco und in Mecklenburg-Vorpommern die Kutz-Kabel Service GmbH) und neue Kunden gewonnen (in diesem Fall ca. 50.000 - immerhin fast 5% der Gesamtkunden von Primacom). Durch den Kauf der N.V. Kabeltelevisie Kop-Noord-Holland (Multikabel) kommt Primacom dem Ziel sich zu einem Multi-Service Kommunikationsunternehmen zu entwickeln wieder ein Stück näher. Multikabel verfügt über ein vollständig aufgerüstetes Kabelnetz in den Niederlanden. Wettbewerber in diesem Markt sind die mit großen finanziellen Ressourcen ausgestattete Firmen wie Bosch, Deutsche Telekom und Tele Columbus. Falls einer dieser Wettbewerber seine Aktivitäten in diesem Sektor deutlich ausweitet, kann dies zu großen Problemen für Primacom beim Erwerb anderer Kabelnetze führen.



Ein Analyse zu Pandatel
finden Sie unter:
<http://www.performaxx.de/analyse>

Wie wird Geld verdient ?

Den wesentlichen Anteil an den Umsatzerlösen sind die Einnahmen aus Teilnehmerentgelten, also die Gebühren jedes Kunden an die Firma. Dabei beträgt derzeit der durchschnittliche Umsatz je Teilnehmer ca. 20 DM (1998: 22 DM). Nur durch intensive Kundengewinnung nicht nur durch Firmenakquisitionen können zukünftig die Umsatzerlöse gesteigert werden. Primacom prognostiziert für das Jahr 2000 eine Kundenzahl von ca. 1,2 Mio. - eine Steigerung von 30% gegenüber 1999. Nur bei weiterhin solch hohen Zuwachsraten an Kunden kann der in naher Zukunft erwartete Turnaround geschafft werden. Die Nutzungsentgelte aus dem Highspeed-Internetzugang tragen derzeit nur zu einem äußerst geringen Teil zu den Umsatzerlösen bei. Akquisitionen werden wohl auch in Zukunft auf die Rendite drücken. Dem Risiko der Akzeptanz der Kabelnetztechnologie tragen wir mit einem Diskontierungszinssatz von 14% Rechung.

Durch den kapitalintensiven Ausbau und die Aufrüstung der Breitbandnetze sowie durch Einführungs-kosten für neue Produkte und Dienste wird das EBITDA für dieses und das kommende Jahr deutlich geringer als in den letzten Jahren ausfallen (1999: 103 Mio. DM, 1998: 101 Mio. DM, 1997: 88 Mio. DM). Erst wenn die Kundenzahlen und damit auch die Umsatzerlöse aus den über die Breitbandkabel angebotenen Mehrwertdienste in den nächsten Jahren steigen werden, wird auch das EBITDA wieder ansteigen. Wir rechnen in diesem Jahr mit einem deutlichen Verlust, der auch 2001 noch nicht vollständig kompensiert werden kann. Wenn das ehrgeizige Ziel von Primacom erreicht wird und im Jahr 2002 der zweimillionste Kunde begrüßt werden kann, erwarten wir wieder ein positives Ergebnis der Geschäftstätigkeit. Die Eigenkapitalquote liegt mit 52% (1999: 56%, 1998: 33%) immer noch im grünen Bereich. Erwartungsgemäß hoch ist die Anlage-

quote mit 91% (1999: 90%, 1998: 89%). Der Dekungsgrad, also die langfristige Finanzierung des Anlagevermögens, ist ebenfalls mit 109% akzeptabel (1999: 111%, 1998: 112%).

Fazit

Primacom investiert derzeit Millionen in Akquisitionen und den Aufbau von Highspeed-Breitbandkabelnetzen. Dies ist mit einem hohen Risiko verbunden, denn die Konkurrenz ist groß und mächtig. Der Finanzierungsbedarf wird sich in den kommenden drei Jahren allerdings abschwächen. Bereits im nächsten Jahr werden alle in Deutschland tätigen Kabelnetzbetreiber massiv damit beginnen, ihre Netze auf Digitaltechnik aufzurüsten. Fast alle Sender bieten ihre Programme bereits auch digital an. Durch die Aufrüstung der Primacom Kabel in Leipzig ist die Stadt zum technologischen Spitzenreiter in der deutschen Kabelfernsehlandschaft und ein Aushängeschild, aber auch ein Testbetrieb, für Primacom geworden. Die Firma wird dann eines der modernsten Kabelnetze in Deutschland besitzen und auch von neu angebotenen Premium-Programmen und Dienstleistungen profitieren, die eine sehr hohe Datenrate erfordern. Sollten die Kunden diese Services annehmen, wird dies zu einer wesentlichen Erhöhung der Umsätze je Teilnehmer führen. Genau dort liegt aber ebenso das Problem: Primacom ist ungemein abhängig vom Trend-Denken der Kunden. Wird sich in ein paar Jahren herausstellen, daß nur noch die drahtlose Übertragung z.B. durch UMTS, eine Zukunft besitzt, werden die Kunden den Kabelnetzen den Rücken kehren und die optimistischen Kundenzahlen könnten nicht erreicht werden. Allerdings ist derzeit nicht damit zu rechnen, daß die drahtlose Datenübertragung schon in wenigen Jahren so weit fortgeschritten ist, daß sie die gleichen Dienstleistungen wie die Kabelnetz-Übertragung bieten kann. Problematisch sind auch die Abhängigkeiten

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Rente
Umsatz (in Mio.)	117,60	135,24	175,81	263,71	395,57	514,24	617,09	709,65	
Rendite	-34%	-5%	3%	5%	7%	10%	10%	10%	
EpS	-2,03	-0,34	0,27	0,67	1,40	2,61	3,13	3,60	32,70

Fairer Wert bei Abzinsung der Gewinne mit 14%: 16,09 Euro

Der Ertragswert von Primacom. Angaben in Euro.

© Eine Analyse zu Mobilcom
finden Sie unter:
<http://www.performaxx.de/analyse>

durch Lizenzgebühren an die Deutsche Telekom. Alle Firmen, die zumindest zum Teil Netze der Telekom nutzen, werden sich immer wieder Forderungen und Gebühren des Ex-Monopolisten gegenübersehen. Sollte im Jahr 2002 die Talsohle durchschritten sein und die Akquisitionen der Firma ein wenig nachlassen, steht Primacom vor einer rosigen Zukunft als modernes leistungsfähiges Telekommunikationsunternehmen das Gewinne erwirtschaftet. Aber bis dahin ist es ein steiniger Weg. Wir raten nur hoch spekulativ und langfristig orientierten Anlegern zur Investition in die Aktie. Auf Basis unserer Ertragswertberechnung stufen wir die Aktie aufgrund des hohen Risikos mit marktneutral ein.

Dieter Treytnar

Hier können Sie Ihre Anfragen und Anregungen an uns senden:

© <http://www.performaxx.de/feedback>

Primacon auf einen Blick		
Wertpapierkennnummer 625910		
Stärken		Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Fortschrittliche Technologie • Hohe Anlagequote 		<ul style="list-style-type: none"> • Starke Abhängigkeit durch Lizenzverträge • Sehr hohe risikoreiche Investitionen • Geringe Eigenkapitalquote • Starke Konkurrenz
Marktkapitalisierung	282,1 Mio. Euro	
Letzter Kurs (08.12.00)	14,30 Euro	
Internet	www.primacom.com	
KGV 00	k.A.	GAGR 02-04
KGV 01	k.A.	PEG-Ratio 01
KUV 00	2,4	Fairer Wert nach PEG
KUV 01	2,1	Fairer Wert nach Ertragswert
Unser Urteil		untergewichteten