



## mediantis AG

### Basisstudie

### Einschätzung:

**Neutral**

**Fairer Wert:  
13,60 Euro**

Schlusskurs (5. Februar):  
12,55 Euro (Frankfurt)

Hoch/Tief 12 Monate:  
20,50 Euro/9,60 Euro

WKN A0SLQ3  
ISIN DE000A0SLQ35

Aktienzahl: 406.917  
Marktkapitalisierung:  
5,11 Mill. Euro

Umsatz: 4,62 Mio. Euro\*  
Eigenkapital: 6,52 Mio. Euro\*  
\*Stand: 30.9.2008

Rechnungslegung: HGB  
Geschäftsjahr:  
1. Oktober bis 30. September

Mitarbeiter: 24

Analyst:  
Matthias Rieger  
(Investmentanalyst/DVFA)

Freitag, 6. Februar 2009

## Unternehmensprofil

Die mediantis AG betreibt unter der Marke „ZVAB“ (Zentrales Verzeichnis Antiquarischer Bücher) das weltweit größte Online-Antiquariat für antiquarische, vergriffene und gebrauchte Bücher in deutscher Sprache. Das Internetantiquariat wurde im Jahr 2004 im englischsprachigen Bereich wesentlich erweitert und wird dort unter der erworbenen Marke ChooseBooks (CB) betrieben. Das ZVAB und ChooseBooks richten sich ausschließlich an gewerblich tätige Antiquariate. Die Anzahl der bei ZVAB/CB registrierten Antiquare bzw. Händler liegt bei weit über 4000. Diese bieten auf der Internetplattform über 29 Millionen antiquarische Bücher und verwandte Produkte wie Noten, Grafiken, Landkarten, Postkarten, Zeitschriften, „alte Aktien“ und Schallplatten zum Kauf an.

### „Antiquaria“ bindet stationäre Buchhändler ein

Zwischen 8 bis 10 Prozent der Umsätze erwirtschaftet mediantis über das Programm „Antiquaria“. Mit diesem Programm können stationäre Buchhändler beim ZVAB antiquarische und gebrauchte Bücher für ihre Kunden bestellen. An „Antiquaria“ sind über 3000 stationäre Buchhandlungen aus Deutschland und Österreich angeschlossen.

### Einnahmen aus dem Verkauf von Paketmarken

Zudem generiert mediantis Einnahmen aus dem Verkauf von Post- bzw. Paketmarken. Dabei werden nur den deutschen Mitglieds-Antiquaren Paketmarken für Deutschland sowie für die EU angeboten. Diese werden vorab von der mediantis AG erworben, an die Antiquare verschickt und dann monatlich in Rechnung gestellt. Ferner betreibt mediantis seit Ende 2007 ein kleines eigenes Antiquariat, um Marktdaten über Kunden, Antiquare und Wettbewerber zu gewinnen. Die Umsatz- und Ertragswirkung dieses Antiquariates ist jedoch vernachlässigbar gering.

### Verwaltung des eigenen Vermögens

Die Gesellschaft verwaltet zudem das im Verhältnis zum operativen Geschäft umfangreiche eigene Vermögen. Signifikante Teile dieses Vermögens sind in Wertpapieren ausschließlich in Euro, insbesondere Unternehmensanleihen investiert. Bei der Anlage des eigenen Vermögens investiert mediantis nicht allein die eigenen freien liquiden Mittel sondern hebt den Anlagebetrag durch die Aufnahme von kurzfristigen Krediten. Davon verspricht sich das Management, von der positiven Differenz der mit hohen Zins-Coupons versehenen Anleihen und den niedrigeren Geldmarktzinsen zu profitieren. Ferner bestehen noch Beteiligungen an Medi-Globe und Netlinx, wobei diese Positionen bereits seit einigen Jahren wertberichtigt sind.

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>Unternehmensprofil</b>	<b>1</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>3</b>
<b>Historische Entwicklung</b>	<b>4</b>
<b>Markt</b>	<b>4</b>
<b>Management</b>	<b>7</b>
<b>Aktien &amp; Aktionärsstruktur</b>	<b>7</b>
<b>Operative Entwicklung</b>	<b>8</b>
<b>Prognose</b>	<b>8</b>
<b>Bilanzstruktur</b>	<b>9</b>
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>10</b>
<b>Stärken- und Schwächenprofil</b>	<b>11</b>
<b>Bewertung</b>	<b>11</b>
<b>Ermittlung des Substanzwertes</b>	<b>12</b>
<b>Ermittlung des Ertragswertes</b>	<b>15</b>
<b>Fazit</b>	<b>16</b>
<b>Disclaimer und Risikohinweis</b>	<b>17</b>

---

**Diese Studie wurde im Auftrag der Firma mediantis AG erstellt von:**

Dipl.- Kaufmann Matthias Rieger, Investmentanalyst/DFVA  
Verantwortliches Unternehmen: Hanseatischer Wirtschaftsdienst AG,  
Grasweg 70, 22303 Hamburg, Tel.: 040-790 60 84, Email aboservice@hwd-ag.de.

**Bitte beachten Sie den Risikohinweis am Ende der Studie!**

## Geschäftsmodell

Die Kerntätigkeit des Internetantiquariats liegt in der Vermittlung von Angebot und Nachfrage zwischen Antiquaren und den Endkunden. Die mediantis AG konzentriert sich auf die Gewinnung und Betreuung von Antiquariaten sowie auf die Gestaltung und Verwaltung der technischen Infrastruktur der Plattformen. Die gelisteten Artikel werden von den Mitgliedsantiquariaten/Händlern angeboten, von diesen bei Bestellung verschickt und in Rechnung gestellt. Die Gesellschaft verwaltet daher, mit Ausnahme des eigenen kleinen Antiquariates und bis auf Post- bzw. Paketmarken sowie einige Sonderprodukte zur Restaurierung alter Bücher, keine eigenen Produkte. Somit trägt das Unternehmen kein signifikantes Lagerisiko beziehungsweise kein Inkassorisiko gegenüber den Endkunden.

Die mediantis AG erhält für die über ZVAB/CB generierten Verkäufe eine Verkaufsprovision und profitiert zudem von fixen Gebühren, die die Antiquariate für die Nutzung der Internet-Plattform zahlen müssen. Im Detail bietet das ZVAB drei Gebührenmodelle an. Sie setzen sich zusammen aus einer Mitgliedsgebühr (derzeit 24,00 Euro monatlich), aus fixen Listungsgebühren entsprechend der Anzahl gelisteter Titel (beides gilt nur für europäische Mitglieds-Antiquariate) und aus variablen Verkaufsprovisionen, deren Höhe je nach dem gewählten Preismodell 6, 9 oder 12 Prozent beträgt (siehe Tabelle).

<b>Gebührenmodell des ZVAB</b>			
<b>Preismodell</b>	<b>monatlicher Grundpreis</b>	<b>Preis je 1.000 Titel</b>	<b>Verkaufsprovision</b>
A	24,00 Euro	10,00 Euro	6 %
B	24,00 Euro	4,00 Euro	9 %
C	24,00 Euro	1,50 Euro	12 %

Die Verkaufsprovision ergibt sich aus dem angegebenen Verkaufspreis des einzelnen Titels, wobei die Provision jedoch mindestens 0,40 Euro beträgt und nach oben auf 30 Euro je verkauftem Titel begrenzt ist.

### Anbindung ausschließlich professioneller Händler

Eine Besonderheit des Geschäftsmodells im Vergleich zu der Mehrzahl der Wettbewerber ist die Anbindung ausschließlich professioneller antiquarischer Händler an das ZVAB. Dies sichert einerseits ein höheres Qualitätsangebot, was sich beispielsweise laut eigenen Recherchen des ZVAB in einem überdurchschnittlich hohen Durchschnittsverkaufspreis pro Buch widerspiegelt. Zudem wird die Geschäftsbeziehung zwischen dem ZVAB und den angeschlossenen Händlern/Antiquaren erleichtert, die im Gegensatz zu privaten Verkäufern wesentlich geschäftsorientierter agieren.

## Historische Entwicklung

- 1996 Gründung des ZVAB von drei Berliner Studenten
- 1997 Verleger Richard von Rheinbaben schaltet Online-Buchhandlung (www.buecher.de) auf der Frankfurter Buchmesse frei
- 1998 Umwandlung von buecher.de in eine Aktiengesellschaft
- 1999 Börsengang der buecher.de AG am Neuen Markt
- 1999 Übernahme des ZVAB durch buecher.de, die heutige mediantis AG
- 1999 Übernahme des Schweizer Online Buchhändlers buch.ch
- 1999 Übernahme des Internet-Musikshops Alphamusic
- 2000 Umfirmierung von buecher.de in mediantis AG
- 2001 mediantis weist für das Geschäftsjahr 2000 einen Verlust von über 25 Mill. DM aus
- 2001 Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre fordert Selbstauflösung der mediantis AG
- 2001 mediantis kündigt an, das Kerngeschäft Online-Buchhandel in Deutschland zu verkaufen
- 2001 Hauptversammlung beschließt Auflösung und die Liquidation der Gesellschaft
- 2001 Veräußerung der operativen Bereiche buecher.de, buch.de und Stilllegung von alphamusic
- 2003 Abschluss der Liquidation gestaltet sich schwierig, Verkauf des ZVAB nach Einschätzung des Managements zu „vertretbaren Konditionen“ nicht möglich
- 2004 Hauptversammlung beschließt Fortsetzung der bisher in Liquidation befindlichen Gesellschaft
- 2004 Internationalisierung durch Übernahme der US-Plattform ChooseBooks
- 2006 Umzug des ZVAB von Berlin nach Tutzing bei München

## Markt

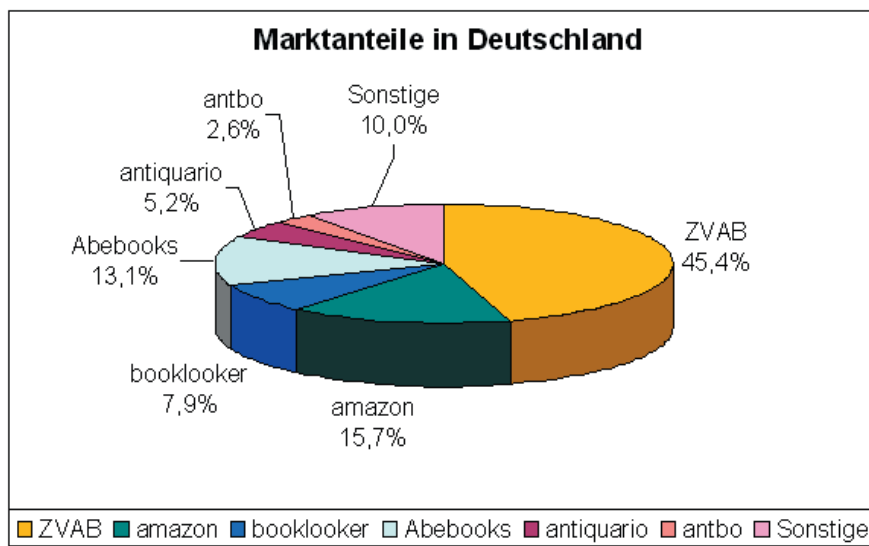
Der Markt für antiquarische und vergriffene Bücher ist ein Nischenmarkt innerhalb des Buchhandels für den keine genauen Zahlen vorliegen. In seiner „Studie über den Online-Buchhandel mit antiquarischen Büchern in Deutschland“ (3. aktualisierte Fassung, Oktober 2007) schätzt der Autor der Studie, Dr. Michael Jean Gschrei, die Größe des Marktes für antiquarische Bücher in Deutschland als Untergrenze auf rund 300 Mio. Euro Umsatz pro Jahr. Dabei geht Dr. Gschrei davon aus, dass rund 20 Prozent des Umsatzes online abgewickelt werden. Damit würde der über das Internet abgewickelte Verkauf von antiquarischen Büchern in Deutschland bei rund 60 Mio. Euro jährlich liegen. Allerdings gibt es für die Bezeichnung „antiquarisches Buch“ bislang keine trennscharfe und allgemeingültige Definition. In seiner Studie definierte Dr. Gschrei Bücher als antiquarisch, die mindestens 20 Jahre alt sind. Hinzu kommen vergriffene Titel, die beispielsweise aus wirtschaftlichen Gründen nicht mehr aufgelegt werden. Nach seiner Schätzung gelten 98% aller Bücher als vergriffen.

## Marktstellung

Die Antiquariate bieten ihre Bestände oftmals nicht allein über eine einzige Online-Plattform an, sondern nutzen parallel verschiedene Plattformen. Entscheidend für den Erfolg ist somit die Fähigkeit, eine möglichst hohe Anzahl an Büchern über die eigene Internet-Plattform zu verkaufen. Dies verdeutlicht die Bedeutung einer starken Marktstellung bzw. eines hohen Bekanntheitsgrades. Das ZVAB verfügt über die führende Stellung im deutschsprachigen Raum im Markt für antiquarische, vergriffene und gebrauchte Titel. Täglich werden durchschnittlich rund zwischen 4000 und 5000 Artikel über das ZVAB/CB bestellt. Der Wert der über das ZVAB vermittelten Umsätze liegt in einer Größenordnung von rund 25 bis 32 Mio. Euro jährlich.

## Marktanteil von 45%

Laut einer eigenen Untersuchung über den Zeitraum Januar bis Mai 2007 kann das ZVAB für sich einen Marktanteil von 45% beanspruchen. Die wichtigsten Wettbewerber sind demnach amazon (16% Marktanteil), AbeBooks (13%), booklooker (8%), antiquario (5%) sowie antbo (3%). Zu den wichtigsten Wettbewerbern des ZVAB ist neben den oben genannten Spezialisten auch die weltweit aktive Versteigerungsplattform Ebay zu zählen. Auch wenn die Zahlen dieser Erhebung aufgrund des kurzen Zeitraumes mit gewisser Vorsicht bewertet werden sollten, besteht kein Zweifel an der sehr starken Marktposition des ZVAB im deutschsprachigen Raum.



Marktanteile in Deutschland, Stand 2007, Quelle: ZVAB

## **Mögliche Verschärfung der Konkurrenzsituation**

Seit Anfang 2007 hat sich eine bedeutende Änderung auf dem Markt der Internet-Antiquariate ergeben. Im Dezember 2008 hat der US-Internetgigant amazon die Übernahme von AbeBooks vollzogen. Damit haben sich zwei der stärksten Wettbewerber des ZVAB zusammengeschlossen. In wie weit sich die Wettbewerbssituation mit diesem Zusammenschluss verändern wird, ist derzeit noch nicht klar abzusehen. Der Geschäftsführer von AbeBooks Europe, Ulrich Brandt, hielt sich uns gegenüber auf Anfrage hinsichtlich der zukünftigen Strategie von AbeBooks unter dem Dach von amazon bedeckt. AbeBooks soll zwar als eigenständiges Unternehmen weitergeführt werden, wie Brandt jedoch andeutete, werden Synergiemöglichkeiten zwischen amazon und AbeBooks ausgelotet.

## **ZVAB ist in der Nische stark**

Unsere Einschätzung: Dieser Zusammenschluss von amazon und AbeBooks könnte die Konkurrenzsituation für das ZVAB verschärfen und stellt aus unserer Sicht für die weitere Entwicklung des ZVAB ein gewisses Risiko dar. Allerdings gilt es hier zu differenzieren. Das ZVAB ist besonders in der Nische der antiquarisch wertvollen Bücher stark und auch gut positioniert, während sich amazon und AbeBooks eher auf das Massengeschäft des Onlineverkaufs gebrauchter und vergriffener Bücher konzentrieren werden.

## **Übernahme von ChooseBooks hat Erwartungen nicht erfüllt**

Im Gegensatz zu den Erfolgen auf dem deutschen Markt hat die Übernahme von ChooseBooks nicht die erwarteten Erfolge gebracht. Im Vergleich zu den deutschsprachigen Märkten ist die Marktposition auf den Auslandsmärkten bisher unbefriedigend. Die deutlich schwächere Marktposition zeigt sich auch daran, dass für die US-Antiquariate im Gegensatz zu den europäischen Antiquariaten nur eine Verkaufsprovision jedoch keine Mitgliedsgebühr oder fixe Listungsgebühr erhoben wird.

## **Relativ hohe Markteintrittshürden**

Die Markteintrittshürden für neue Online-Antiquariate schätzen wir als relativ hoch ein. Diese Einschätzung teilt das mediantis-Management mit dem Geschäftsführer der AbeBooks Europe GmbH, Ulrich Brandt, wie wir auf Nachfrage erfahren haben. Wir halten diese Einschätzungen für plausibel. Neue Wettbewerber müssten massiv in technische Infrastruktur und Marketing investieren, ohne dass ersichtlich wäre, wie gegenüber den führenden Portalen ein deutlicher Mehrwert für die Antiquariate geboten werden könnte. Neuen Wettbewerbern dürfte es besonders schwer fallen, bei den Kunden zu vertretbaren Kosten einen ausreichenden Bekanntheitsgrad zu erreichen.

## Management

### Alleinvorstand

Rolf Frhr. von Rheinbaben, Dipl.-Chem.-Ing., wohnhaft in Mexiko, ist seit 1999 mediantis-Vorstand und fungiert seit März 2002 als einzelvertretungsberechtigter Alleinvorstand der mediantis AG. Rolf Frhr. von Rheinbaben ist der Bruder des Aufsichtsratsvorsitzenden Richard Frhr. von Rheinbaben. Die Familie von Rheinbaben ist Mehrheitsaktionärin der mediantis AG.

### Aufsichtsrat

Richard Frhr. von Rheinbaben ist Gründer und ehemaliger Vorstandssprecher der buecher.de AG, aus der die mediantis AG im Oktober 2000 hervorgegangen ist. Seit dem 1. Januar 2001 ist von Rheinbaben Aufsichtsratsvorsitzender der mediantis AG. Auf seine Initiative wurde 2005 der mit 25.000 Euro dotierte Kunstpreis ZVAB-Phönix zur Förderung von Nachwuchskünstlern ins Leben gerufen.

Die weiteren Mitglieder des Aufsichtsrates sind Knuth Blumenstiel, Rechtsanwalt, München (Stellvertretender Vorsitzender) und Hans-Herrmann Rahlmeyer, Geschäftsführer, Höfen.

## Aktien/Aktionärsstruktur

### Aktionärsstruktur

Rolf R. Frhr. von Rheinbaben, Alleinvorstand der Gesellschaft und Richard K. Frhr. von Rheinbaben, Vorsitzender des Aufsichtsrats der Gesellschaft, halten insgesamt unmittelbar und mittelbar 59,20% der umlaufenden Aktien der Gesellschaft (Stand 30. September 2008). Nach dem Einzug von 13.083 Aktien Mitte Dezember 2008 hat sich nach unseren Berechnungen der Anteil der Familie von Rheinbaben auf 61,1% erhöht. Der Streubesitz liegt somit bei 38,9%.

### Aktien

Die mediantis AG teilte gemäß § 26a WpHG mit, dass sich die Gesamtzahl der Stückaktien und Stimmrechte der Gesellschaft am 15. Dezember 2008 durch die Einziehung um insgesamt 13.083 Stückaktien vermindert hat und sich nunmehr auf 406.917 beläuft.

Sämtliche Aktien der mediantis AG sind seit 17.11.2008 im regulierten Markt sowie im Freiverkehrs-Segment M:Access der Börse München notiert. Auf Antrag der mediantis AG wurde die Zulassung der Aktien im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit Ablauf des 10.12.2008 widerrufen. Die Aktie soll anschließend weiterhin im Freiverkehr gehandelt werden. Die Entscheidung zum Rückzug der Gesellschaft aus dem regulierten Markt erfolgt vor dem Hintergrund der zunehmenden gesetzlichen Regulierung der an einem organisierten Markt notierten Unternehmen und der damit verbundenen Compliance-Kosten, die für ein kleines Unternehmen

wie die mediantis AG einen unverhältnismäßig hohen Aufwand erfordern. Die bisherige Notierung im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wurde im Dezember 2008 eingestellt.

### **Geplanter Aktienrückkauf**

In einer gemeinsamen Sitzung am 19. Januar 2009 haben Vorstand und Aufsichtsrat beschlossen, der kommenden ordentlichen Hauptversammlung der mediantis AG am 6. März 2009 einen Aktienrückkauf in Höhe von bis zu rund 51 % des Grundkapitals zur Beschlussfassung vorzuschlagen. Der Aktienrückkauf soll im Rahmen einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln mit anschließender ordentlicher Kapitalherabsetzung durch Einziehung der von der Gesellschaft zu erwerbenden Aktien erfolgen. Er soll nach Ablauf der nach den Bestimmungen für die ordentliche Kapitalherabsetzung einzuhaltenden gesetzlichen Wartefrist von sechs Monaten zu Marktpreisen über die Börse oder im Wege eines an alle Aktionäre gerichteten öffentlichen Kaufangebots durchgeführt werden. Als maximaler Ankaufspreis, der beim Rückkauf nicht überschritten werden darf, ist dabei jeweils ein Betrag von 13,00 Euro je Aktie vorgesehen.

## **Operative Entwicklung**

Im Geschäftsjahr 2007/08 hat die mediantis AG den Umsatz um 12% auf 4,62 Mio. Euro gesteigert. Aufgrund von Wertberichtigungen auf Wertpapiere in Höhe von 1,55 Mio. Euro ist ein Jahresfehlbetrag von 1,09 Mio. Euro angefallen. Aus der laufenden Geschäftstätigkeit und der Verwaltung der Wertpapiere resultierte ein positiver Cash Flow in Höhe von 0,67 (Vorjahr 1,47) Mio. Euro. Für das laufende und das folgende Geschäftsjahr stellte das Management jüngst ein zumindest ausgeglichenes Ergebnis in Aussicht, das allerdings je nach Entwicklung der Finanzmärkte starken Schwankungen unterworfen sein kann. Die erzielten Erlöse werden im Wesentlichen durch die Online-Plattform ZVAB erwirtschaftet. Auf ChooseBooks entfällt lediglich ein Umsatzanteil im niedrigen einstelligen Bereich. Die Bilanzrelationen sind angesichts einer Nettoliquidität in Höhe von 4,39 Mio. Euro und einer Eigenkapital-Quote von 58,4% als sehr gesund zu bezeichnen.

## **Prognose**

Im laufenden Geschäftsjahr 2008/09 erwarten wir nach drei Jahren mit deutlichen Umsatzsteigerungen aufgrund der allgemeinen konjunkturellen Eintrübung eine Stagnation und somit eine Umsatzhöhe rund auf Vorjahresniveau. Die Höhe der Abschreibungen auf Wertpapiere ist schwer zu kalkulieren. Nach aktuellem Stand gehen wir besonders mit Blick auf die Entwicklung der General Motors-Anleihe nach dem Geschäftsjahresende (30. September 2008) von einem weiteren Abschreibungsbedarf in Höhe von rund einer halben Million Euro aus. Damit würde sich für das Geschäftsjahr 2008/09 ein Jahresfehlbetrag in Höhe von 0,25 Mio. Euro ergeben. Bei einem Ausbleiben von weiteren Abschreibungen sehen wir den Jahresüberschuss für das Geschäftsjahr 2009/10 im Bereich um 0,25 Mio. Euro.

## Bilanzstruktur

<b>Bilanzstruktur mediantis AG</b>				
<i>Angaben in Millionen Euro</i>	<b>2004/05</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/07</b>	<b>2007/08</b>
Anlagevermögen	0,475	0,492	0,485	0,384
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,281	0,217	0,155	0,088
Sachanlagen	0,186	0,266	0,321	0,286
Finanzanlagen	0,009	0,009	0,009	0,009
Umlaufvermögen	13,665	13,323	12,522	10,661
Vorräte	0,069	0,045	0,028	0,239
Forderungen und sonstige Vermögensgeg.	0,958	1,799	2,144	2,099
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,434	0,482	0,562	0,647
2. Forderungen gegen verbundene Unternehmen	0,200	0,171	0,078	0,074
3. Sonstige Vermögensgegenstände	0,324	1,146	1,504	1,378
Wertpapiere	11,900	11,169	10,042	7,614
Kassenbestand	0,738	0,310	0,308	0,709
Rechnungsabgrenzungsposten	0,096	0,133	0,127	0,117
<b>SUMME Aktiva</b>	<b>14,236</b>	<b>13,948</b>	<b>13,134</b>	<b>11,162</b>
Eigenkapital	8,647	8,900	8,667	6,519
Rückstellungen	0,570	0,487	0,262	0,335
Verbindlichkeiten (Vbk.)	5,019	4,562	4,205	4,308
1. Vbk. gegenüber Kreditinstituten	4,739	4,512	4,095	3,936
2. Vbk. aus Lieferungen und Leistungen	0,157	0,023	0,082	0,300
3. Sonstige Vbk.	0,124	0,027	0,027	0,072
<b>SUMME Passiva</b>	<b>14,236</b>	<b>13,948</b>	<b>13,134</b>	<b>11,162</b>

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Gewinn- und Verlustrechnung mediantis AG</b>						
<i>Angaben in Millionen Euro</i>	<b>2003/04</b>	<b>2004/05</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/07</b>	<b>2007/08</b>	<b>2008/09e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	3,84	3,24	3,68	4,12	4,62	4,62
<b>Erhöhung/Verminderung des Warenbestandes</b>	0,25	-0,22	-0,02	-0,02	0,19	-0,20
<b>Sonstige betr. Erträge</b>	0,44	1,37	0,47	0,54	0,42	0,42
<b>Materialaufwand</b>	-1,34	-0,45	-0,99	-1,21	-1,56	-1,36
<b>Personalaufwand</b>	-0,92	-0,96	-1,20	-1,33	-1,41	-1,41
<b>Abschreibungen</b>	-0,06	-0,13	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16
<b>Sonstige betr. Aufwendungen</b>	-1,89	-2,62	-1,86	-2,02	-2,10	-2,10
<b>Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge</b>	0,92	0,82	0,91	0,70	0,67	0,61
<b>Abschreibungen auf Wertpapiere (UV)</b>	0	-0,17	-0,43	-0,23	-1,55	-0,50
<b>Zinsen und ähnl. Aufwendungen</b>	0	-0,06	-0,15	-0,16	-0,20	-0,17
<b>Ergebnis der gewöhl. Geschäftstätigkeit</b>	1,23	0,82	0,25	0,23	-1,09	-0,25
<b>Steuern</b>	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	1,23	0,82	0,25	0,23	-1,09	-0,25

*e = erwartet*

## Stärken-/ Schwächenprofil

### Stärken/Chancen

- Aktie notiert deutlich unterhalb des Substanzwertes
- Unternehmen verfügt über hohe freie liquide Mittel und gesunde Bilanzrelationen
- umfangreiches Aktienrückkaufprogramm geplant
- Geschäftsmodell sollte sich als relativ krisenresistent erweisen
- ZVAB verfügt über starke Marktposition im deutschsprachigen Raum, zeigte in den vergangenen Jahren stabiles Wachstum und arbeitet profitabel
- ChooseBooks hat Gewinnschwelle erreicht
- strategischer Wert für ZVAB/CB bei einer Übernahme dürfte aufgrund starker Marktstellung im deutschsprachigem Raum weit über dem von uns angesetzten Wert liegen
- hohe freie liquide Mittel bieten die Option einer Sonderausschüttung

### Schwächen/Risiken

- Zusammenschluss von amazon.com und AbeBooks könnte Wettbewerb verschärfen
- sehr geringes Handelsvolumen der Aktie
- ZVAB scheint im deutschsprachigen Markt an gewisse Wachstumsgrenzen zu stoßen
- ChooseBooks hat Erwartungen nach Übernahme nicht erfüllt
- relativ riskante Anlage der liquiden Mittel unter Inanspruchnahme von Krediten
- kaum Einflussmöglichkeiten der Streubesitzaktionäre, Brüder Richard und Rolf von Rheinbaben haben Aufsichtsrats- und Vorstandsvorsitz sowie Aktienmehrheit inne
- bedeutendes Darlehen an „Mitglieder des Aufsichtsrats“ zu recht moderaten Zinssätzen ausgereicht

## Bewertung

Aufgrund der sehr unregelmäßigen Erträge in den vergangenen Jahren und aufgrund der seriös nicht ausreichend zuverlässig zu prognostizierenden Cash Flows in den kommenden Jahren erscheint uns eine Ermittlung des Fairen Wertes der mediantis AG durch ein Discounted Cash Flow-Verfahren derzeit nicht sinnvoll. Dieser Bewertungsansatz wäre erst bei einer Verstetigung der Ertragsentwicklung einsetzbar. Leider fehlt es auch an börsennotierten Gesellschaften mit einem wirklich vergleichbaren Geschäftsmodell. Nach unseren Informationen ist weltweit kein

anderes Online-Antiquariat börsennotiert. Somit erscheint auch die Bewertung nach dem Peer-Group-Verfahren nicht sinnvoll.

Angesichts dieser Ausgangsbasis gewinnt die Ermittlung des Substanzwertes besondere Bedeutung. Hierbei gilt es zunächst, den Wert der Nettoliquidität sowie der weiteren Vermögenswerte zu ermitteln und dann den Wert des operativen Geschäftes (ZVAB/CB) abzuschätzen. Zur Vereinfachung verwenden wir als Ausgangspunkt dieser Berechnung die Bilanzdaten mit Abschluss des Geschäftsjahres 2007/08 (Stichtag 30. September) und der zu diesem Zeitpunkt bestehenden Aktienzahl in Höhe von 420.000 und nehmen dann im Anschluss die nötigen Bereinigungen vor.

## Ermittlung des Substanzwertes

	<i>Angaben in Euro</i>
Wertpapiere	7.613.573
Kasse	709.079
<b>Liquidität</b>	<b>8.322.652</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Banken	-3.935.677
Nettoliquidität	4.386.975
Aktien	420.000
<b>Nettoliquidität je Aktie</b>	<b>10,45</b>
Sons. Vermögensgegenstände und Forderungen	2.099.338
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-299.766
Sonstige Verbindlichkeiten	-72.283
Rückstellungen	-335.200
Sonstige Vermögenswerte (netto)	1.392.089
Aktien	420.000
<b>Sonstige Vermögenswerte je Aktie</b>	<b>3,31</b>
Gesamt-Vermögenswert (ohne ZVAB)	5.779.064
<b>Gesamt-Vermögenswert je Aktie</b>	<b>13,76</b>
Risiko- bzw. Liquiditätsabschlag	15,00%
Bereinigter Nettosubstanzwert (ohne ZVAB)	4.912.204
<b>Bereinigter Nettosubstanzwert je Aktie</b>	<b>11,70</b>
Wertansatz ZVAB	<b>2.750.000</b>
	420.000
<b>Wertansatz ZVAB je Aktie</b>	<b>6,55</b>
Substanzwert mediantis	7.662.204
<b>Substanzwert je Aktie</b>	<b>18,24</b>

### **Nettoliiquidität in Höhe von 10,45 Euro je Aktie**

Zum Ende des Geschäftsjahres 2007/08 hat mediantis liquide und liquiditätsnahe Mittel (Wertpapiere zuzüglich Kasse) in Höhe von 8,32 Mio. Euro ausgewiesen. Zieht man hiervon die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (3,94 Mio. Euro) ab, errechnet sich eine Nettoliiquidität in Höhe von 4,39 Mio. Euro bzw. 10,45 Euro je Aktie. Die sonstigen Vermögensgegenstände und Forderungen werden in der Bilanz mit 2,10 Mio. Euro ausgewiesen. Zieht man von dieser Position die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sonstigen Verbindlichkeiten und die gesamten Rückstellungen ab, erhält man einen Nettobetrag der sonstigen Vermögenswerte in Höhe von 1,39 Mio. Euro bzw. 3,31 Euro je Aktie. Damit ergeben sich per 30. September Gesamt-Vermögenswerte nach Abzug sämtlicher Verbindlichkeiten und noch vor Bewertung des operativen Geschäftes (ZVAB/ChooseBooks) in Höhe von 5,78 Mio. Euro bzw. 13,76 Euro je Aktie.

### **Bereinigungen nach dem Stichtag**

Zum aktuellen Zeitpunkt liegt der zu veranschlagende Substanzwert (Faire Wert) jedoch unterhalb des oben errechneten Niveaus. So ist ein Bestandteil der Wertpapieranlagen eine Euro-Anleihe auf General Motors im Nominalwert von 2 Mio. Euro. Der Kurs dieser Anleihe hat sich seit dem Stichtag der Bilanzerstellung (30. September) deutlich ermäßigt. Auch bei anderen Anleihen dürften noch gewisse Abschläge zu veranschlagen sein. Wir rechnen mit einem weiteren Abschreibungsbedarf in Höhe von 0,5 Mio. Euro. Aufgrund der eingeschränkten Liquidität ist auch bei den sonstigen Vermögensgegenständen ebenso wie bei den Forderungen ein gewisser Abschlag vorzunehmen. Insgesamt erscheint uns ein Abschlag des errechneten Nettovermögenswertes um 15% und damit 0,87 Mio. Euro gerechtfertigt. Auf dieser Basis würde sich ein bereinigter Substanzwert in Höhe von 4,91 Mio. Euro (11,70 Euro je Aktie) ergeben.

### **Wert des operativen Geschäftes (ZVAB)**

Um den vollständigen Substanzwert der mediantis AG zu ermitteln muss noch der bisher unberücksichtigt gebliebene Wert des operativen Geschäftes (ZVAB/CB) hinzugerechnet werden. Die Wertermittlung für das ZVAB gestaltet sich schwierig, da für diesen Geschäftsbereich keine regelmäßigen Daten für Gewinn oder Umsatz veröffentlicht werden. Wir müssen diese Daten somit aus dem Gesamtzahlenwerk der mediantis AG ableiten bzw. müssen auf die vorliegenden, teilweise älteren Aussagen über das ZVAB zurückgreifen. Dies alles erhöht die Unsicherheit über eine genaue Wertermittlung.

### **Kontinuierliches Wachstum und gute Profitabilität**

Aus unserer Sicht ist das ZVAB in den vergangenen Jahren bis einschließlich des Geschäftsjahres 2007/08 kontinuierlich gewachsen und war vor Gemeinkosten deutlich profitabel. Aus den mediantis-Zahlen leiten wir ab, dass der Jahresgewinn des ZVAB im Bereich von rund 250.000 bis 300.000 Euro vor Gemeinkosten liegen dürfte. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das ZVAB aufgrund bestehender Verlustvorträge der mediantis AG keine oder kaum Steuern zahlt.

## **ZVAB mit kerngesundem Geschäftsmodell, jedoch abflachender Wachstumskurve**

Im Jahr 2003 wurde der Wert des ZVAB in der Spanne von 0,75 bis 2,0 Mio. Euro geschätzt (Quelle: Präsentation des Abwicklers zur Hauptversammlung am 28.2.2003). Seitdem ist das ZVAB sowohl beim Umsatz als auch beim Gewinn deutlich vorangekommen. Ein Wertaufschlag scheint somit gerechtfertigt. Allerdings wollen wir keinen hohen Wert für das mögliche Wachstumspotential ansetzen. Angesichts der Auswirkungen der konjunkturellen Eintrübungen, der sich vermutlich eher verschärfenden Konkurrenzsituation (amazon/AbeBooks) und dem Anstoßen an gewisse Wachstumsgrenzen im deutschsprachigen Markt rechnen wir bis auf weiteres mit einer Umsatzstagnation. Das Anstoßen an gewisse Wachstumsgrenzen sehen wir darin begründet, dass es für das ZVAB offenbar zunehmend schwieriger wird, neue Kunden für die Internet-Plattform zu gewinnen. Es scheint eine gewisse Sättigung in der Form eingetreten zu sein, dass im deutschsprachigen Raum ein Großteil der relevanten Zielgruppe das ZVAB bereits kennt und mehr oder weniger regelmäßig nutzt. Für die Gewinnung neuer Kunden sind somit zunehmend größere Anstrengungen und sehr gezielte Marketingmaßnahmen nötig. Insgesamt stufen wir das ZVAB als kerngesundem Geschäftsmodell mit abflachender Wachstumskurve ein, das jedoch weiterhin mit guten Margen Gewinne im Bereich um 250.000 bis 300.000 Euro vor Gemeinkosten erzielen dürfte.

## **Wert des ZVAB im Bereich um 2,5 bis 3,0 Mio. Euro**

Auf Basis der vorliegenden Daten taxieren wir den Wert des ZVAB im Bereich um 2,5 bis 3,0 Mio. Euro, was einer Bewertung mit den zehnfachen Gewinnen bedeuten würde. Dies erscheint uns hinsichtlich der Relationen zum Umsatz und Gewinn ebenso plausibel wie im Vergleich zu der im Jahr 2003 vorgenommenen Bewertung. Allerdings müssen wir einräumen, dass die Bewertung aufgrund der fehlenden Veröffentlichung von Umsatz- und Gewinndaten für das ZVAB deutlich erhöhten Unsicherheiten unterliegt. Bei diesem Bewertungsansatz bleibt ein eventuell deutlich höherer strategischer Wert für einen möglichen Aufkäufer ebenso außen vor wie ein deutlich höherer Wert, der anzusetzen wäre, wenn das ZVAB einen Wachstumskurs mit gleichzeitig steigenden Gewinnmargen einschlagen würde. Bei der genannten Spanne von 2,5 bis 3,0 Mio. Euro liegt der Durchschnittswert bei 2,75 Mio. Euro. Dies sind 6,55 Euro je Aktie. ChooseBooks bleibt in dieser Wertaufstellung unberücksichtigt, weil die US-Gesellschaft bisher noch nicht nachgewiesen hat, dauerhaft positive Cash Flows zu erwirtschaften. Der bereinigte Substanzwert in Höhe von 4,91 Mio. Euro (siehe oben) und der veranschlagte Wert für das ZVAB (2,75 Mio. Euro) ergeben damit insgesamt einen Substanzwert für die mediantis AG in Höhe von 7,66 Mio. Euro bzw. 18,24 Euro je mediantis-Aktie.

**Insgesamt ergibt sich ein Substanzwert für die mediantis AG  
in Höhe von 7,66 Mio. Euro bzw. 18,24 Euro je Aktie.**

## Ermittlung des Ertragswertes

Aus unserer Sicht liegt der Faire Wert der Aktie bei einem konservativen Bewertungsansatz unterhalb des Substanzwertes, da es mediantis derzeit nicht gelingt, aus der recht hohen Substanz angemessene Gewinne zu erwirtschaften. So hat mediantis im Geschäftsjahr 2007/08 einen Verlust in Höhe von 1,09 Mio. Euro ausgewiesen. Auch im laufenden Geschäftsjahr erwarten wir aufgrund voraussichtlich erneut notwendiger Abschreibungen auf den Wertpapierbestand ein negatives Jahresergebnis. Diese Verluste sind auf Sonderereffekte in Form von Wertpapierverlusten zurückzuführen, doch auch bei Bereinigung von Sondereffekten ist das Ertragsniveau nicht befriedigend. So liegt das um Abschreibungen auf Wertpapiere bereinigte Gewinnniveau der mediantis nach unseren Berechnungen bei rund 250.000 Euro. Dies würde einem Gewinn je Aktie von rund 0,60 Euro entsprechen. Auf dieser Basis des bereinigten Gewinns wäre die Aktie mit einem KGV von über 20 bewertet.

### **Bereinigter Ertragswert liegt bei rund 9 Euro**

Mit diesem KGV wäre mediantis deutlich über dem Marktdurchschnitt bewertet. Dies erscheint uns angesichts eingetrübter Wachstumsperspektiven nicht gerechtfertigt. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass bei mediantis operativ eine Abschwächung der Wachstumsdynamik zu erkennen ist. Aus unserer Sicht wäre im aktuellen Marktumfeld und mit Blick auf die deutlich gesunkenen Bewertungen anderer Internetgeschäftsmodelle zwar ein KGV von unter 20 gerechtfertigt. Aufgrund der starken Bilanz und des hohen Marktanteils in einem attraktiven Nischenmarkt erscheint uns insgesamt ein KGV im Bereich um 15 gerechtfertigt. Auf dieser Basis würde sich ein bereinigter Ertragswert von rund 9 Euro je mediantis-Aktie ergeben.

## Fazit

### **Kein Aufpreis für Wachstumspotential**

mediantis verfügt über ein gut skalierbares Geschäftsmodell. Dies bedeutet, dass auch ein deutlich höherer Umsatz ohne deutlich steigende Kosten realisiert werden könnte. Theoretisch verfügt mediantis aufgrund dieser Ausgangsbasis und der Wachstumschancen im Internet über beträchtliches Gewinnsteigerungspotential. Dennoch sind wir derzeit nicht bereit, für ein eventuell hohes zukünftiges Wachstumspotential einen Aufpreis zu gewähren. Eine Schwierigkeit hierbei ist es, zu angemessenen Marketingkosten neue Nutzer für die Plattformen ZVAB und ChooseBooks zu gewinnen. Dieses Problem könnte eventuell durch geschickte Kooperationen mit starken Partnern gelöst werden. Die Wahrscheinlichkeit für eine deutliche Wachstumsbeschleunigung auf der Gewinnseite stufen wir auch aufgrund der konjunkturellen Eintrübung als derzeit eher gering ein. Wir rechnen im operativen Geschäft zunächst mit einer Stagnation der Umsätze und sehen zudem gewisse Risiken im Zusammenschluss von amazon mit AbeBooks.

### **Fairer Wert der mediantis-Aktie 13,60 Euro**

Vor diesem Hintergrund sehen wir den Fairen Wert der Aktie zwischen dem Substanzwert und dem bereinigten Ertragswert. Bei einer Gleichgewichtung dieser Analyseverfahren ergibt sich ein Fairer Wert der mediantis-Aktie von gerundet 13,60 Euro. Damit wäre die Aktie deutlich unterhalb des bereinigten Substanzwertes von 18,24 Euro und auch unterhalb des Buchwertes (Eigenkapital je Aktie) von 15,52 Euro bewertet. Der genannte Faire Wert von 13,60 Euro ist somit eher als vorsichtiger Wertansatz zu sehen, was uns jedoch aufgrund einiger Schwachpunkte bzw. Risiken derzeit begründet erscheint.

### **Schwachpunkte/Risiken rechtfertigen vorsichtigen Bewertungsansatz**

So reflektiert dieser Bewertungsansatz zum einen die Unsicherheiten bei der Wertermittlung des ZVAB aufgrund fehlender Daten und zum anderen die recht offensive Anlagestrategie der freien liquiden Mittel unter Nutzung von Kreditlinien, die uns im aktuellen Umfeld der Finanzkrise risikobehaftet erscheint. Daneben ist ein gewisser Bewertungsabschlag auch aufgrund der sehr geringen Handelbarkeit der Aktie an den Börsen vorzunehmen. Und nicht zuletzt sind die Interessen der Streubesitzaktionäre kaum gewahrt, wenn die Brüder von Rheinbaben sich als Mehrheitsaktionäre auch noch den Vorstandsvorsitz und den Aufsichtsratsvorsitz teilen. In diesem Zusammenhang ist kritisch hervorzuheben, dass zum 30. September 2008 Darlehen an Mitglieder des Aufsichtsrats insgesamt in Höhe von 880.000 Euro zu recht moderaten Zinssätzen von 3 bis 5 % ausgereicht wurden. Nach unseren Informationen ist Aufsichtsratschef Richard von Rheinbaben der Darlehensnehmer. In diesem Fall darf zumindest diskutiert werden, ob die Interessen der freien Aktionäre voll gewahrt wurden. Vor dem Hintergrund dieser Punkte erscheint uns eine Bewertung mit rund 13,60 Euro und damit deutlich unterhalb des bereinigten Substanzwertes sowie unterhalb des Buchwertes zwar vorsichtig, jedoch durchaus plausibel. Wir taxieren den Fairen Wert der mediantis-Aktie somit auf 13,60 Euro, unsere Einschätzung lautet Neutral.

## Disclaimer und Risikohinweis

### Allgemeiner Risikohinweis

Jedes Investment in Aktien ist mit hohen Risiken behaftet. Aufgrund von politischen, wirtschaftlichen oder sonstigen Veränderungen kann es zu erheblichen Kursverlusten und sogar zum Totalverlust bei Wertpapierinvestments kommen. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere bzw. der erwarteten Renditen kann daher absolut keine Zusicherung oder Gewährleistung gegeben werden.

### Haftungsausschluss/Disclaimer

Diese Finanzanalyse enthält ausgesuchte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse basiert auf allgemein zugänglichen Informationen und Daten, die als zuverlässig gelten, diese sind aber nicht unabhängig geprüft. Die Hanseatische Wirtschaftsdienst AG (HWD AG) übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der HWD AG für Schäden gleich welcher Art. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Eine Anlageentscheidung sollte keinesfalls auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Analyse untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Analyse gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen informieren und diese befolgen. Obwohl die Analyse sorgfältig erstellt wurde, können Fehler, Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehleinschätzungen nicht ausgeschlossen werden. Die HWD AG, ihre Gesellschafter, Angestellten oder freien Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Die in dieser Analyse enthaltenen Einschätzungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind allgemein zugängliche Veröffentlichungen in den Medien und Veröffentlichungen der analysierten Unternehmen wie Geschäfts- und Quartalsberichte, Unternehmensmeldungen, Unternehmenspräsentationen und Managementgespräche. Alle Angaben stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit kann dennoch nicht übernommen werden.

### Ersteller dieser Studie

Dipl.- Kaufmann Matthias Rieger, Investmentanalyst/DFVA

Verantwortliches Unternehmen: Hanseatischer Wirtschaftsdienst AG,  
Grasweg 70, 22303 Hamburg, Tel.: 040-790 60 84, Email [aboservice@hwd-ag.de](mailto:aboservice@hwd-ag.de).

## Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten

Bisher wurden keine Researchstudien direkt durch Hanseatischer Wirtschaftsdienst AG über die mediantis AG veröffentlicht. Allerdings ist die mediantis-Aktie Bestandteil des Musterdepots des Hanseatischen Börsendienstes, einer Publikation der HWD AG. In dieser Publikation wurden auch bereits wiederholt Einschätzungen zu dieser Aktie abgegeben.

### Erläuterung der Anlageempfehlungen

- Kaufen:** Der ermittelte Faire Wert liegt mindestens 30 Prozent über dem Börsenkurs.
- Übergewichten:** Der ermittelte Faire Wert liegt mindestens 15 Prozent über dem Börsenkurs.
- Neutral:** Der ermittelte Faire Wert liegt in einer Spanne von 15 Prozent unterhalb bzw. oberhalb des Börsenkurses.
- Untergewichten:** Der ermittelte Faire Wert liegt mindestens 15 Prozent unter dem Börsenkurs.
- Verkaufen:** Der ermittelte Faire Wert liegt mindestens 30 Prozent unter dem Börsenkurs.

**Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:** 9. Februar 2009

**Datum der in der Analyse angegebenen Kurse:** 5. Februar 2009 (Schlusskurs)

### Aktualisierungen:

Ein konkreter Termin für eine Aktualisierung der Analyse ist bisher terminlich noch nicht fixiert. Die Analyse und die darin enthaltenen Einschätzungen geben nur die am Erstellungsdatum vertretene Sichtweise wider.

### Angaben über mögliche Interessenskonflikte:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Der Hanseatische Börsendienst, eine Publikation der HWD AG, führt Aktien der Mediantis AG in einem virtuellen Musterdepot.

### Urheberrechte

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