

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

These:

Wir schlagen eine Investition in die C-Aktien von Discovery Communications (DISCK) vor, dem führenden Produzenten und Vertreiber von non-fiktionalen Medieninhalten und mehr als 3 Mrd. Abonnenten (Subs). Aus unserer Sicht ist DISCK aktuell unterbewertet aufgrund branchenbedingter Unsicherheiten hinsichtlich neuer Wettbewerber in Form von Streaming-anbietern wie Netflix oder Amazon. Dadurch bietet sich die Chance ein Unternehmen mit einem der beliebtesten Medienportfolios und einem fähigen Management und Hauptaktionär (John Malone) zu einem Abschlag zu erwerben.

Unternehmensbeschreibung:

Discovery ist ein international führendes Entertainmentunternehmen für Massenmedien mit Sitz im amerikanischen Silver Spring, Maryland. Das Unternehmen begann den Geschäftsbetrieb mit einem einzigen Sender in 1985, dem Discovery Channel, der heute der beliebteste Non-fiktionale Sender weltweit ist.

Mittlerweile befinden sich 54 Sender im Portfolio von Discovery. Discovery produziert größtenteils die Inhalte selbst, bündelt sie und vermarktet sie über eine Vielzahl von Fernsehsendern. Die größten Bereiche nach Umsatz umfassen das internationale Netzwerk (50% Umsatzanteil 12/2014) und das U.S.-Netzwerk (47%); daneben ist Discovery noch im Bildungssegment tätig und vertreibt digitale Schulbücher in den USA.

Wesentliche Ergebnisse:

1) **Attraktive Branche mit signifikanten Markteintrittsbarrieren und hohen Free Cashflows in der Reifephase:** Die Wertschöpfungskette der Medienbranche unterteilt sich in drei Stufen. Sie beginnt mit den Contentanbietern, die Serien, Filme, Sportshows oder andere Inhalte produzieren. Anschließend wird der selbsterstellte oder zugekaufte Content von Medienunternehmen, wie Disney oder Viacom, gebündelt und vertrieben. Im letzten Schritt der Wertschöpfungskette werden die gebündelten Medieninhalte von Distributoren, wie dem Kabelnetzbetreiber Comcast, über Verträge mit Medienkonzernen mit Laufzeiten von 5-10 Jahren erworben und werden im Pay-TV über ein Abonnementmodell an die Endkunden ausgestrahlt.

Die Medienbranche lebt im Wesentlichen von zwei Einnahmequellen. Zum einen ist in den meisten Ländern Pay-TV üblich, sodass vom Endkunden monatliche Gebühren erhoben werden. Zum anderen werden mit den ausgestrahlten Inhalten aufgrund der hohen Beliebtheit des Fernsehens Werbeeinnahmen generiert, die zwischen den einzelnen Unternehmen der Wertschöpfungskette nach fest definierten Schlüsseln (z.B. Ratings der Inhalte oder Einschaltquoten) verteilt werden.

Die Medienbranche befindet sich im Moment in einem Transformationsprozess. Einerseits sind mit SVOD-Anbietern, wie Netflix oder Amazon Prime, neue Wettbewerber entstanden, die sich hoher Beliebtheit insb. bei der Millennial-Generation erfreuen. Dies führt zu einer Verschiebung der Werbebudgets Richtung Internet. Andererseits sorgt dieser On-Demand Charakter zu einem sog. Unbundling der Fernsehinhalte. Unter Unbundling versteht man die Trennung der gebündelten Inhalte von Medienkonzernen. Das führt dazu, dass für weniger beliebte Inhalte, die bislang sehr teuer mit Must-Have Content, wie dem ESPN-Kanal, verkauft wurden, in Zukunft wesentlich geringere Preise erzielt werden. Die daraus entstehende Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung spiegelt sich in den pauschalen Kursrückgängen von Medienunternehmen der letzten Zeit wider.

Aus unserer Sicht muss man diesen Umbruch jedoch differenzierter betrachten, da hauptsächlich Kabelnetzbetreiber und Medienkonzerne betroffen sind, die überbewertete Inhalte an Endkunden verkauft haben oder stark vom Werbemarkt abhängig sind. Weniger betroffen sind dagegen Contentanbieter, da bislang lediglich eine Veränderung der Distributionswege eingetreten ist. Für Contentanbieter ist es zunächst unerheblich, ob Inhalte über klassisches Fernsehen oder das Internet vertrieben werden. Generell gilt es aber zu beobachten, wie sich das Vergütungsmodell entwickelt, sollten Streaming-Anbieter sich mittelfristig nicht auch durch Werbung fi-

| | |
|---|----------------|
| Aktueller Kurs* | \$ 25,5 |
| Aktienzahl (Mio.) | 655 |
| Marktkapitalisierung (Mio.) | \$ 16.700 |
| ./. Kasse (Mio.) | -230 |
| + Bankverschuldung (Mio.) | 7.200 |
| Enterprise Value (Mio.) | \$ 23.670 |
| * Mischkurs aus den versch. Aktienklassen | |

| Mio. EUR | FY 2014 Actual | 2017E | | |
|-----------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Downside | Base | Upside |
| Umsatz | 6.265 | 7.190 | 7.190 | 7.190 |
| EBITDA | 2.390 | 2.625 | 2.625 | 2.625 |
| EBITDA-Marge | 38,1% | 36,5% | 36,5% | 36,5% |
| Free Cash Flow | 1.198 | 1.375 | 1.375 | 1.375 |
| Net Leverage | 3,0x | 1,6x | 1,6x | 1,6x |
| Wert pro Aktie | | 25,5 | 37,8 | 42,0 |
| EV/EBITDA | 13,5x | 7,9x | 11,1x | 12,1x |
| Price/FCF | 18,6x | 12,0x | 18,0x | 20,0x |

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

finanzieren. Da jedoch ein Wegbrechen des Werbemarktes sehr schmerzhaft für alle Marktteilnehmer wäre, erachten wir dies als eher unwahrscheinliches Risiko. Außerdem erhöht die steigende Anzahl der Distributoren auch die Verhandlungsmacht der Contentanbieter, wodurch eine gewisse Kompensation erreicht werden könnte.

Die Produktion von Medieninhalten unterliegt sehr hohen Markteintrittsbarrieren, da es in der Anfangsphase einen enormen Kapitalbedarf erfordert. Reine Contentanbieter sind dadurch selten. Stattdessen werden sie in der Regel durch kapitalstarke Netzbetreiber in der Anlaufphase finanziert. Der entsprechende Content muss zunächst gedreht werden, entsprechend müssen Moderatoren, Schauspieler etc. teuer eingekauft werden. Einnahmen fallen zu diesem Zeitpunkt aber noch nicht an. Man geht also teuer in Vorleistung, ohne zu wissen, ob die produzierten Inhalte anschließend ein wirtschaftlicher Erfolg werden. Zu Beginn werden somit Milliarden investiert, das EBITDA ist niedrig oder gar negativ und der Cashflow ist stark negativ. Ist ausreichend Content produziert und beliebt, kann dieser vglw. einfach über verschiedene Auswertungsstufen oder in verschiedenen Ländern vertrieben werden. Somit sind die laufenden Kosten äußerst gering, wodurch sich Contentanbieter in der Reifephase durch hohe und stabile Free Cashflows auszeichnen. Als Investor muss man sich dieser typischen Phasen eines Contentanbieters bewusst sein. Discovery befand sich in den Jahren vor dem Börsengang in 2008 in einer Investitionsphase, was sich in einstelligen EBITDA-Margen und negativen Free Cashflows ausdrückte. In den Folgejahren wurden diese Investitionen sichtbar und führten zu EBITDA-Margen von rd. 40% und kontinuierlich steigenden Free Cashflows. Discovery beginnt nun jedoch wieder aggressiv zu investieren. Dieses Mal liegt der Fokus auf dem internationalen Geschäft und dabei insb. auf dem Sportsegment. Darunter werden die Margen in den nächsten Jahren leiden. Aufgrund des guten Track Records des Managements erwarten wir jedoch, dass auf diese Investitionsphase eine ähnlich erfreuliche Reifephase mit hohen Free Cashflows folgen wird.

Ein weiterer Aspekt der Medienbranche sind die Bewertungen der produzierten Inhalte, die in Ratings ausgedrückt werden. Diese Ratings haben einen starken Einfluss auf die Werbeeinnahmen, da sie die Attraktivität der Inhalte für gewisse Zielgruppen messen. Ratings in der Medienbranche sind zyklisch und wirken sich aufgrund spezieller Eigenheiten in den Verträgen mit Werbekunden doppelt aus. Wenn der Ratingzyklus für einen Fernsehsender negativ ist, fällt die Attraktivität der Werbeflächen während der Ausstrahlungszeit. Darüber hinaus wird den Werbekunden aber eine Garantie eingeräumt, dass sie mit ihrer Werbung eine gewisse Anzahl ihres Zielpublikums erreichen. Dies wird in der Medienbranche durch den Tausend-Kontakt-Preis oder Cost-per-Mille (CPM) fixiert. Der CPM gibt an, welcher Geldbetrag bei einer Werbemaßnahme (etwa für Fernsehspots, Online-Werbung oder Printwerbung) eingesetzt werden muss, um 1000 Personen einer Zielgruppe per Sichtkontakt zu erreichen. Werden die zuvor garantierten Schwellwerte unterschritten, muss der Contentanbieter dem Werbekunden als Kompensation freie Werbeslots einräumen. Dadurch fällt in einem negativen Ratingzyklus nicht nur der Preis pro Werbesekunde sondern auch das Werbevolumen. Umgekehrt verhält es sich in positiven Zyklen. In 2014 durchlief die Medienbranche im Allgemeinen und Discovery im Speziellen einen negativen Ratingzyklus. Der negative Ratingtrend wurde als Zeichen gewertet, dass das lineare Fernsehen an Attraktivität eingebüßt hat. Wir denken jedoch, dass diese Aussage zu pauschal ist und die Ratingzyklen ausblendet. Bei Discovery lässt sich bspw. bereits erkennen, dass die Entwicklung wieder ins Positive dreht und die Inhalte nichts an ihrer Beliebtheit eingebüßt haben. Dennoch wird die Ratingmethodik von Nielsen derzeit kontrovers diskutiert und es wird fiberhaft daran gearbeitet, wie die Online-Beliebtheit der Contentanbieter ebenfalls messbar gemacht werden kann.

2) Starkes Markenportfolio mit hoher Contentqualität, geringen Produktionskosten und geringer Trendabhängigkeit: Mit seinen Sendern Discovery Channel TLC und Animal Planet erreicht Discovery allein in den USA jeweils mehr als 90Mio. Haushalte. Mit weiteren acht Sendern (Investigation Discovery, OWN: Oprah Winfrey Network, Science Channel, Discovery Family Channel, American Heroes Channel, Velocity, Destination America and Discovery Life Channel) erreichen sie zwischen 46 und 86 Mio. Haushalte. International ist Discovery der Pay-TV Sender Nummer 1 und wird in 220 Ländern ausgestrahlt. Mit 10 Kernsendern ist Discovery in allen Ländern vertreten und liefert dazu länderspezifischen Content passend zum jeweiligen Markt. Der Non-Fiction-Content ist aus Investorensicht insb. attraktiv, weil er nur einer geringen Trendabhängigkeit unterliegt und geringere Kosten bei der Erstproduktion hat. Das bedeutet, dass einmal produzierte Inhalte mit geringen Zusatzkosten (z.B. für Synchronisation) an viele Haushalte ausgestrahlt werden können und dies über einen wesentlich längeren Zeitraum als bspw. Serien. Dadurch konnte Discovery nach der anfänglichen Investitionsphase in den Folgejahren hohe Free Cashflows generieren. Außerdem hat Discovery bewiesen, dass sie über Jahrzehnte eine hohe Contentqualität erreichen und sich bei den Zuschauern einer hohen Beliebtheit erfreuen. Dadurch besitzt Discovery aus unserer Sicht eine versteckte Preismacht bei

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

den Gebühreneinnahmen, die sie in den letzten Jahren Schritt für Schritt monetarisieren. Discovery hält aktuell etwa einen Zuschaueranteil von 13% in den USA. Gleichzeitig generieren sie nur rd. 5% der Gebühreneinnahmen des Gesamtmarktes. Nachdem jedoch Verträge zwischen den Kabelnetzbetreibern und den Content-Anbietern in den USA nur alle 5-10 Jahre erneuert werden, hat Discovery im Gegensatz zur Konkurrenz in den letzten Jahren nur einen unterdurchschnittlichen Anteil erhalten. Das Management hat diese Abweichung jedoch erkannt, wodurch Discovery über die Zeit eine deutliche Steigerung der Gebühreneinnahmen erreichen sollte. Dies wurde bereits erfolgreich bei der Vertragserneuerung mit Comcast umgesetzt, der ab Januar 2016 in Kraft tritt. Die Beliebtheit der Fernsehsender von Discovery wurde auch durch eine Umfrage von der Investmentbank Lazard belegt. Lazard befragte dazu 2.240 Kabelabonnenten und fragte, wie wahrscheinlich es wäre, dass sie ihr Abonnement kündigen würden, wenn bestimmte Sender nicht mehr angeboten werden würden. So berechneten sie den Loyalitätsanteil einzelner Contentanbieter und verglichen diesen mit dem aktuellen Gebührenanteil, den diese Sendergruppen erzielen. Das Resultat: Discovery berechnet etwa \$1,9 Mrd. oder 153% zu wenig für den eigenen Content. Weshalb die Diskrepanz so groß ist, kann nur gemutmaßt werden. Ein Grund könnte ein hohes Entgegenkommen zu den Kabelnetzbetreibern sein, da Discovery in der Vergangenheit eine Tochtergesellschaft von TCI war.

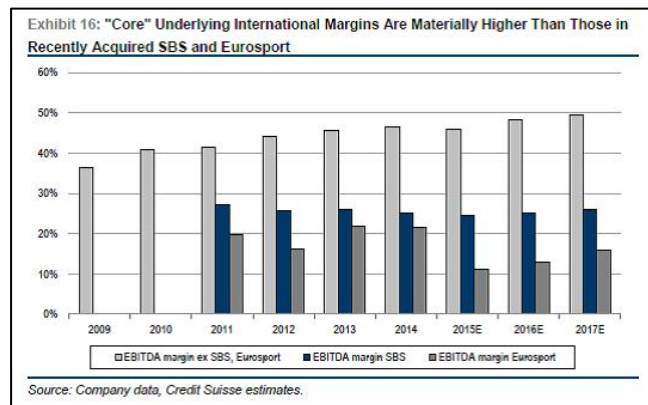
Exhibit 7. Program Fee Potential Based on TV Network Loyalty Share

| Company | Program Fees, 2012E | % Share | Adj Loyalty Share % | Potential, based on Loyalty | +/- % |
|-----------------------|---------------------|---------------|---------------------|-----------------------------|--------|
| AMC Networks | \$418 | 1.3% | 2.4% | \$782 | 87.1% |
| Scripps Networks | \$532 | 1.7% | 4.4% | \$1,407 | 164.3% |
| A&E | \$715 | 2.2% | 6.0% | \$1,922 | 168.6% |
| CBS, ex Showtime | \$273 | 0.8% | 4.7% | \$1,514 | 454.2% |
| Time Warner, ex HBO | \$3,547 | 11.0% | 7.9% | \$2,533 | -28.6% |
| News Corp., ex RSNs | \$3,659 | 11.4% | 8.7% | \$2,811 | -23.2% |
| Discovery | \$1,232 | 3.8% | 9.7% | \$3,119 | 153.1% |
| Viacom | \$3,293 | 10.2% | 10.4% | \$3,339 | 1.4% |
| Comcast/NBCU | \$2,556 | 8.0% | 13.2% | \$4,243 | 66.0% |
| Disney | \$8,352 | 26.0% | 9.0% | \$2,908 | -65.2% |
| Other | \$7,574 | 23.6% | 23.6% | \$7,574 | 0.0% |
| Industry Total | \$32,152 | 100.0% | 100.0% | \$32,152 | |

Source: Lazard Capital Markets, Clear Voice Research LLC, SNL Kagan, Nielsen

3) Fokussierung auf attraktives und margenstarkes Sportsegment:

Discovery hat die hohe Attraktivität des Sportsegments erkannt und investiert seit einigen Jahren gezielt in diesen Bereich. Dabei fährt Discovery eine Doppelstrategie um im Wachstumsmarkt Sport ihre Marktanteile weiter auszubauen. Einerseits erwerben sie Sportübertragungen von landestypischen Sportarten, wie Rugby oder Thai-Boxen, in der jeweiligen Landesprache in Schlüsselmärkten. Andererseits sichert sich Discovery exklusive Inhalte über Lizenzen, wie die Ausstrahlung der Tour de France. Allein von Mai 2014 bis Dezember 2014 schloss Discovery insgesamt 25 Sportrechteverträge ab. Ausgestrahlt werden diese Inhalte überwiegend im Eurosport, tlw.



werden diese Sportrechte aber auch an Zweitrechtverwerter lizenziert. Discovery erwarb eine 20%ige Beteiligung an Eurosport im Dezember 2012 und erhöhte diesen Anteil auf 51% im Januar 2014. Nachdem die EU-Kommission auch einer möglichen Komplettübernahme von Eurosport durch Discovery Communications zugestimmt hat, wurde Eurosport im Juli 2015 für €481 Millionen von TF1 gekauft. Durch die Übernahme generiert Discovery €110 Mio. mehr Umsatz, davon €77 Mio. durch Lizenzen, €17 Mio durch Werbung und €16 Mio. mit sonstigen Erlösen. Eurosport hat mit einer EBITDA-Marge von aktuell knapp 10% deutlich niedrigere Margen als das int. Segment von Discovery. Dies lag an der schlechten europäischen Vermarktungsstrategie von TF1 und soll in Zukunft durch die etablierten Vertriebsstrukturen von Discovery behoben werden. Als Ziel für die nächsten zwei Jahre wurde eine EBITDA-Marge von 15% ausgegeben. Welche Fantasie darüber hinaus noch besteht verdeutlicht der Unterschied zwischen den Margen von ESPN und Eurosport. Während ESPN eine OIBDA-Marge von rd. 45% erzielt, erreicht Eurosport lediglich rd. 10%. Diese Wachstumsaussichten sind u.E. nicht im Wert von Discovery berücksichtigt.

Erst vor rund einem Monat machte Discovery einen weiteren Sensationsdeal bekannt: Der Konzern sicherte sich für Eurosport die exklusiven Übertragungsrechte für die Olympischen Spiele von 2018 bis 2024 in nahezu sämtlichen europäischen Märkten für €1,3 Mrd. Außerdem etabliert sich Discovery mit dem Kauf von Setanta Sports, den am schnellsten wachsenden Sportsender in Asien mit Zugang zu 42 Million Haushalten in 16 Ländern, in der asiatischen Region. Insgesamt vollzieht Discovery eine aggressive aber nachvollziehbare internationale Wachstumsstrategie. Wir erachten diese Investitionen als äußerst sinnvoll. Wie attraktiv das Sportsegment ist, stellt insb. ESPN als wertvollster Sender weltweit eindrucksvoll unter Beweis.

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

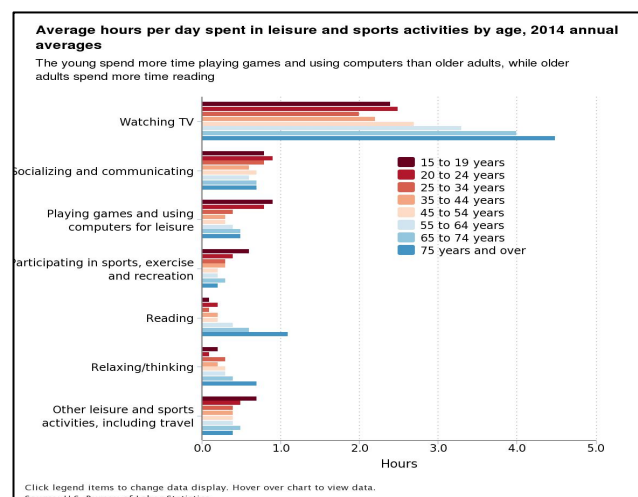
4) **Überlegener Umsatzmix gegenüber den Wettbewerbern mit gutem Wachstumspotenzial:** Discovery zeichnet sich in mehrerer Hinsicht durch einen überlegenen Umsatzmix aus. Discovery generiert aktuell rd. 50% der Umsätze durch stabile und wenig zyklische Gebühren von Kabelabonnenten und 50% durch Werbeeinnahmen. Seit Herbst letzten Jahres kühlte der Werbemarkt im Fernsbereich im Zuge sinkender Ratings spürbar ab. Seitdem herrscht in Branche Unsicherheit, inwieweit ein „Cord Cutting“ der Millennial-Generation zu einem Attraktivitätsverlust des Kabelfernsehens für Werbetreibende führt. Discovery ist jedoch von dieser potenziellen Transformation weniger betroffen, da lediglich rd. 25% des Umsatzes durch Werbeeinnahmen im U.S.-Markt erzielt werden.

Die überlegene Stabilität des Umsatzmixes und das Wachstumspotenzial von Discovery resultieren jedoch nicht nur aus dem höheren Anteil an Gebühreneinnahmen. Discovery erzielt mittlerweile außerdem rd. 50% der Umsätze außerhalb der USA. Dies hat wesentliche Vorteile. Einerseits ist Discovery von einer Schwäche des U.S.-Markts tlw. Abgeschottet und erreicht eine hohe Umsatzdiversifikation. Andererseits hat der U.S.-Markt aufgrund seiner Größe bereits eine hohe Sättigung erreicht, sodass dieser zwar attraktiv ist, aber keine signifikanten Wachstumsraten verspricht. Dagegen ist der internationale Pay-TV Markt äußerst fragmentiert und führt in einigen Ländern ein Mauerblümchendarsein. Discovery treibt deshalb durch strategische Zukäufe von Content-Anbietern bzw. Fernsehsendern die Expansion voran. Die Vorgehensweise ist nicht willkürlich, sondern orientiert sich an der erfolgreichen Expansionsstrategie in den USA in den 90er und 2000er Jahren.

5) **Weitsichtige und erfahrene Management- und Eigentümerstruktur mit sehr gutem Track Record:** Hinter Discovery steht der Hauptaktionär John Malone, der Cable Cowboy der USA. Er hält aktuell 5% der Marktkapitalisierung. Aufgrund der komplexen Aktienstruktur mit drei verschiedenen Gattungen verfügt Malone jedoch über 29% der Stimmrechte. Der Milliardär mit früheren Stationen bei Bell Telephone und McKinsey wechselte 1973 zu TCI, dem damals zehntgrößten Kabelnetzbetreiber der USA, und entwickelte TCI zum größten Kabelnetzbetreiber bis 1981. Malone's Handschrift zeigt sich in äußerst komplexen aber steuereffizienten Unternehmenstransaktionen. Dadurch generierte er einen hohen Shareholder-Value über seine Amtszeit. Sein Track Record ist beeindruckend. Über 25 Jahre erzielte er eine Rendite von 30,3% p.a. Eine detaillierte Aufgliederung der aktuellen Besitzverhältnisse von Malone ist im Anhang zu finden. Discovery selbst wird von Medienveteran David Zaslav geleitet. Zaslav's Karriere führte in kurz nach dem Studium zu NBC, wo er den Content-Vertrieb und den Aufbau von Vertriebsplattformen leitete. In 2007 wurde er CEO von Discovery und brachte das Unternehmen bereits 2008 an die Börse. Seitdem konnte Discovery die Marktkapitalisierung von weniger als \$6 Mrd. auf aktuell rd. \$17 Mrd. steigern. Zaslav legte dabei seinen Fokus insbesondere auf Content-Kreativität und verdoppelte dazu die Investitionen. Dadurch gelang es Discovery den Zuschaueranteil von 7% in 2008 auf 12% in 2015 steigern. Malone und Zaslav teilen die Einschätzung, dass es zu einer Konsolidierung der Content-Anbieter kommen wird, vergleichbar zu den Kabelnetzbetreibern. Damit soll der Herausforderung des „Unbundling“ entgegengewirkt werden, da die Verhandlungsmacht großer und beliebter Content-Anbieter tendenziell steigen würde. Dieses Team aus Hauptaktionär und CEO erachten wir als äußerst wertvoll in diesem Branchenwandel es gibt uns den nötigen Komfort für die signifikanten Investitionen, wie den Erwerb der Ausstrahlungsrechte der Olympischen Spiele.

6) Risiken:

a) *Wandel der Medienbranche:* Die Medienbranche befindet sich durch die Möglichkeit Content über Streams zu verbreiten und dem Eintritt neuer Wettbewerber in einem Transformationsprozess. Dadurch entsteht eine Ungewissheit über die zukünftigen Einnahmen, die Discovery generieren kann. Doch obwohl Streaming in aller Munde ist, gibt es derzeit noch keinen eindeutigen Beleg, dass Streaming-Anbieter den Pay-TV Markt vollständig ersetzen werden. In 2014 hat die amerik. Pay-TV Branche 125 Tsd. Abonnenten von insgesamt 95 Mio. Abonnenten verloren. Außerdem verdeutlicht die Grafik sehr anschaulich, dass Fernsehen in allen Altersgruppen immer noch die beliebteste Freizeitbeschäftigung ist und Content weiterhin dementsprechend gut vermarktet werden kann.



Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

b) Nachlassende Attraktivität des Contents führt zu schlechten Ratings und geringeren Werbeeinnahmen: Discovery lebt von der hohen Attraktivität des eigenen Contents, die das Fundament für hohe Werbeeinnahmen ist. Deshalb ist es besonders wichtig, dass ausreichende Mittel in neuen Content investiert werden und den aktuellen Zeitgeist zu erkennen, um in allen Zielgruppen beliebt zu bleiben. Darüber hinaus unterliegen Ratings gewissen Zyklen. Auch Discovery war nicht immun von der negativen Ratingentwicklung der gesamten Branche, die Mitte 2014 eingesetzt hat. Der Ratingtrend hat bei Discovery im 2. Quartal 2015 jedoch bereits wieder gedreht, sodass das Management einen stärkeren Werbemarkt in den Folgequartalen erwartet. Außerdem steht die Ratingmethodik von Nielsen vermehrt in der Kritik und wird als antiquiert bezeichnet. Aktuell gibt es deshalb Bestrebungen neue Ratingsystematiken zu entwickeln, die auch die Online-Beliebtheit der Fernsehsender berücksichtigen.

c) Konsolidierung der Kabelnetzbetreiber: In den USA werden derzeit 90% der Umsätze im Pay-TV von 10 Kabelnetzbetreibern erwirtschaftet. In letzter Zeit kam es vermehrt zu Übernahmen und Fusionen in der Kabelnetzbranche, wie bspw. zwischen AT&T/DirecTV und Charter/Time Warner. Diese Konsolidierung kann sich bei neuen Vertragsverhandlungen negativ auf die Konditionen für die Contentanbieter auswirken. Aus unserer Sicht verschlechtert sich die Verhandlungsmacht von Discovery nicht wesentlich, da sie sich mit ihrem Content ausreichend von der Konkurrenz differenzieren können und ein Alleinstellungsmerkmal besitzen. Dies stellt auch der neue Rahmenvertrag mit Comcast unter Beweis, der deutliche Konditionensteigerungen für Discovery beinhaltet. Zudem hat die Branchenkonsolidierung auch einen positiven Aspekt, indem sie das Pay-TV Ecosystem erhalten und durch Skaleneffekte die Gesamtkosten der Branche gesenkt werden. Dadurch bleibt die Kabelnetzbranche ggü. den Low-Cost Streaming-Anbieter wettbewerbsfähig.

d) Überaggressives Bieten um Sportausstrahlungsrechte: Sportrechte sind mit das Teuerste, was es in der Medienbranche gibt. Mit der Strategie von Discovery vermehrt in diese Richtung zu investieren, steigt das Risiko, dass zu viel Geld für die Ausstrahlungsrechte ausgegeben wird. Wir erwarten jedoch nicht, dass Discovery astronomische Preise für Prestige-Sportarten zahlt. Dass es sich beim Management um vernünftige Investoren handelt, hat es bei der Formel 1 unter Beweis gestellt. Obwohl die Formel 1 in 220 Ländern ausgestrahlt wird und sich hoher Beliebtheit erfreut, hat Discovery die Investition aufgrund des hohen Preises nicht getätigt und diese Trophäe aufgegeben.

e) Integrationsrisiken von Übernahmen: Discovery hat in der Vergangenheit einige Übernahmen, darunter Eurosport und SBS Nordic, vollzogen. Dadurch entsteht die Notwendigkeit diese Unternehmen in den Konzern von Discovery zu integrieren, um die errechneten Synergien zu heben. Um eine Integration erfolgreich durchzuführen, bedarf es jedoch einer gewissen Erfahrung, da nicht nur Prozesse vereinheitlicht sondern auch Unterschiede in der Unternehmenskultur harmonisiert werden müssen.

f) Wechselkursrisiken: Aufgrund der internationalen Ausrichtung ist Discovery im besonderen Maß von Wechselkursschwankungen betroffen. Um diese Effekte abzufedern, hedgt Discovery jedoch rd. 60% des intern. Exposures. Außerdem bieten Wechselkursschwankungen auch Chancen. So hat Discovery bspw. bei der Übernahme der ausstehenden Eurosport-Anteile durch den starken USD etwa 15% weniger bezahlt.

g) Streik von Filmemachern Drehbuchautoren etc.: Auch in der Medienbranche schließen sich die Arbeitnehmer gewerkschaftlich zusammen. Dabei kann es unter Umständen zu langwierigen Streiks kommen, wodurch die gesamte Branche zeitweise lahmgelegt wird. Discovery ist dabei vglw. gut positioniert, da sie bei Dreharbeiten nicht unter dem hohen Zeitdruck von Serienproduzenten stehen, die Ausstrahlungstermine neuer Staffeln einzuhalten. Darüber hinaus sind Live-Sportübertragungen im Normalfall von Streiks ausgeschlossen.

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

7) Finanzhistorie:

| In Euro Mio. | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Marktkapitalisierung | 22.200 | 30.273 | 23.165 |
| Enterprise-Value | 27.443 | 36.772 | 32.239 |
| Shares Outstanding | 759 | 722 | 687 |
| Umsatz | 4.487 | 5.535 | 6.265 |
| EBITDA | 1.976 | 2.251 | 2.390 |
| EBIT | 1.859 | 1.975 | 2.061 |
| Operativer Cashflow | 1.099 | 1.285 | 1.318 |
| CAPEX ³ | 77 | 115 | 120 |
| Free Cash Flow | 1.022 | 1.170 | 1.198 |
| Rohertagsmarge | 72,9% | 69,5% | 66,1% |
| Operative Marge | 41,3% | 35,7% | 32,9% |
| Netto Marge | 21,0% | 19,4% | 18,2% |
| ROE | 14,7% | 17,2% | 19,3% |
| EV/EBIT | 14,8x | 18,6x | 15,6x |
| Preis/Buchwert | 3,5x | 4,9x | 4,1x |
| Preis/Free Cashflow | 21,7x | 25,9x | 19,3x |
| Gearing | 80% | 105% | 128% |
| Leverage Ratio | 2,7x | 2,9x | 3,0x |

8) Bewertung:

| Bewertungsannahmen | |
|---------------------------|--|
| Free Cashflow | \$1.250 Mio. in 2015; Steigerung um 5% p.a. in 2016/17 |
| Kassenbestand | \$1.500 Ende 2015; Kassenbestand erhöht sich um den Free Cashflow in 2016/17 |
| Bankverschuldung | \$8.500 Ende 2015; stabil bis Ende 2017 |
| Aktienzahl | 655 Mio. inkl. der ausstehenden Optionen; keine Aktienrückkäufe |

| in Mio. USD | Downside | Base | Upside |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Enterprise Value | 21.000 | 29.050 | 31.800 |
| + Bankverschuldung | 8.500 | 8.500 | 8.500 |
| - Kassenbestand | 4.200 | 4.200 | 4.200 |
| = Marktkapitalisierung | 16.700 | 24.750 | 27.500 |
| ÷ Aktienzahl | 655 | 655 | 655 |
| = Wert je Aktie 2017 | 25,5 | 37,8 | 42,0 |
| Price / Free Cashflow | 12x | 18x | 20x |
| EV/EBITDA | 7,9x | 11,1x | 12,1x |

Unsere Bewertung fußt auf der guten Vorhersehbarkeit der Umsätze und Cashflows für die nächsten beiden Jahre. Die Hauptgründe dafür sind die stabil wachsenden Gebühreneinnahmen durch langlaufende Verträge mit den Kabelnetzbetreibern, die zusätzlich mit Preissteigerungsklauseln versehen sind, und die hohe Beliebtheit der Sender von Discovery, sodass die Werbeeinnahmen aufgrund stabiler bzw. leicht positiver Ratings ebenso zunehmen sollten. Dementsprechend unterscheiden sich die Szenarien nur hinsichtlich der Marktbewertung und damit welche Free Cashflow Multiples für Discovery gezahlt werden. Wir unterstellen ein EBITDA- bzw. Free Cashflow-Wachstum von rd. 5% p.a. und liegen damit 50% unterhalb der Konsensschätzungen der Analysten. Zur Vereinfachung werden keine weiteren Aktienrückkäufe angenommen; stattdessen wächst der Kassenbestand um den Free Cashflow. Ebenso lassen wir die Bankverschuldung stabil bei \$8.500 Mio., die für Ende 2015 erwartet wird.

Im *Base Case* legen wir einen Free Cashflow-Multiple von 18x und einen EV/EBITDA von 11,1x zu Grunde. Diese Bewertungs-Multiples liegen rd. 10-15% unter den historischen Durchschnittswerten, zu denen Discovery seit dem IPO bewertet war. Der faire Wert entspricht dabei \$37,8 je Aktie. Unsere Margin of Safety basiert somit auf konservativen Annahmen (niedrigere Wachstumsraten als im Konsens; unterdurchschnittliche Bewertungs-Multiples) und einem signifikanten Abstand von 48% zum fairen Wert. Zur Plausibilisierung

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

dieses Wertes haben wir vergangene Transaktionen in der Medienbranche analysiert. Dabei wird eine Bewertung pro Abonnent („Sub“) vorgenommen. Bereits vor zehn Jahren wurden über \$25 pro Sub für beliebte U.S.-amerikanische Fernsehsender gezahlt. Die Preise sind im Laufe der Zeit deutlich gestiegen. In den 90er Jahren bspw. wurden noch rd. \$10-15 pro Sub gezahlt. Als konservative Schätzung haben wir für die beliebtesten vier Sender von Discovery einen Preis pro Sub von \$20 angenommen. Für die übrigen amerikanischen Fernsehsender haben wir 5\$ angesetzt. Damit entspricht der Wert des amerikanischen Netzwerks rd. \$9,7 Mrd und es verbleiben \$19,3 Mrd. für das internationale Netzwerk, um den Wert im Base Case zu erreichen. Das int. Netzwerk hat aktuell etwa zwei Mrd. Zuschauer. Die Bewertung für einen int. Zuschauer entspricht somit rd. \$10. Ein gewisser Abschlag auf das int. Geschäft ist nachvollziehbar, da es durch die geringere Pay-TV Penetration weniger margenreich als das U.S.-Netzwerk ist. Dennoch erwarten wir, dass die EBITDA-Margen des int. Netzwerks durch die signifikanten Investitionen in das Sportsegment mittelfristig steigen und jenseits der 30% liegen werden. Damit wäre eine Bewertung pro int. Sub von \$10 u.E. sogar äußerst konservativ. Die durchschnittliche Bewertung pro Sub (insg. hat Discovery 3 Mrd. Subs) entspricht im Base Case \$9,7. Für vergleichbare Transaktionen wurde in den letzten Jahren tlw. \$17-19 pro Zuschauer gezahlt. Auch vor diesem Hintergrund ist selbst unser Base Case sehr konservativ angesetzt und bietet genug Puffer für Fehleinschätzungen.

Unser *Upside Case* legt die durchschnittlichen historischen Bewertungs-Multiples zu Grunde. Aufgrund der gestiegenen Verschuldung wurde ein Abschlag von rd. 1,0x auf die historische Durchschnittsbewertung vorgenommen. Wir errechnen dabei einen fairen Wert von \$42, was einem Kurspotenzial auf dem aktuellen Niveau von über 60% entspricht.

Im *Downside Case* sind wir umgekehrt vorgegangen und wollten herausfinden, wie die Bewertung wäre, wenn Discovery die oben genannte wirtschaftliche Entwicklung vollzieht, aber vom Kursniveau her konstant bleibt. Wie die oben gezeigte Tabelle verdeutlicht, wäre Discovery in diesem Szenario zum 12-fachen Free Cashflow und zu einem EV/EBITDA von 7,9x. Eine Free Cashflow-Rendite von 8,3% ist aus unserer Sicht für ein sehr stabiles und margenreiches Unternehmen wie Discovery deutlich zu hoch. Sollte jedoch keine Preisanpassung durch eine veränderte Marktbewertung erfolgen, hat Discovery auch die Möglichkeit über Aktienrückkäufe oder Dividenden diese Erträge an Aktionäre auszuschütten, da sich der Net Leverage bis dahin auf 1,6x reduziert hat. Ein vergleichbares Aktionär-freundliches Verhalten hat das Management bereits in den letzten Jahren unter Beweis gestellt.

Discovery Communications (DISCK) - Long Idee

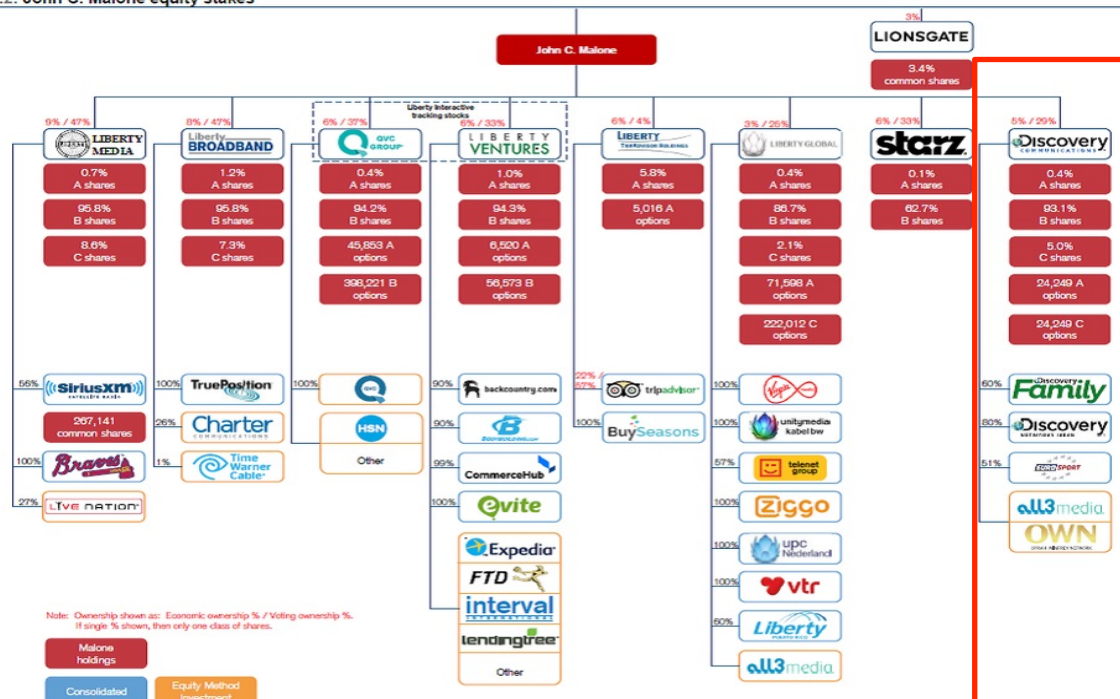
9) Anlagen

Portfolio von Discovery



Besitzverhältnisse von John Malone

Exhibit 22: John C. Malone equity stakes



Source: Company filings.