

Akt. Kurs (13.05.08, 14:26, Ffm): 3,95 EUR – Einschätzung: **Halten (---)** – Kursziel 12 Monate: **4,10 (---) EUR**

**Branche:** Finanzdienstleistungen  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005204705  
**Reuters:** VWGD.DE  
**Bloomberg:** VWD:GR

**Kurzbeschreibung**

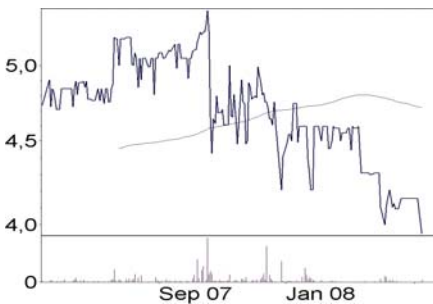
Die vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG ist nach eigenen Angaben der führende deutsche Anbieter von Data-Broadcasting-Systemen für Aktien-, Renten-, Optionsschein- und Derivate-Kurse im Real-Time-Modus.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	5,65 €	3,81 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	3,95 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	24.624.577	
<b>Streubesitz:</b>	2,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	97,3 Mio. €	

**Anlagekriterien**

**Entwicklung von der Nachrichtenagentur zum Komplettanbieter**

Die Geschichte der vwd group reicht bereits fast 60 Jahre zurück. Das Unternehmen wurde 1949 auf Initiative der amerikanischen und britischen Besatzungsmächte gegründet, um die deutsche Wirtschaft mit unabhängigen Informationen zu versorgen. Bis 1980 war die Nachrichtenagentur Reuters an vwd beteiligt, schied dann aber aus dem Gesellschafterkreis aus.



Quelle: Market-Maker (vwd Group)

1994 wurde vwd von der FAZ, der Verlagsgruppe Handelsblatt und der Nachrichtenagentur Dow Jones übernommen. vwd entwickelte sich in dieser Zeit von der reinen Nachrichtenagentur zu einem Komplettanbieter von Finanzmarktlösungen. Dieses schloss zunehmend auch IT-Lösungen in das Leistungsspektrum mit ein.

Im Frühjahr 2004 stieg dann im Rahmen eines Management-Buy-In eine Investorengruppe unter der Führung des heutigen Vorstandsvorsitzenden Edmund J. Keferstein bei vwd ein und übernahm die Anteile von den bisherigen Gesellschaftern. Neben Keferstein beteiligten sich auch sein Mitvorstand Spencer Bosse, die CornerstoneCapital Beteiligungs GmbH und die DAH Beteiligungs GmbH (Familie Hopp) an dem Unternehmen.

**Kennzahlen**

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	54,0	65,1	73,5	84,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	7,5	5,3	8,9	11,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	3,9	1,5	6,3	8,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,15	0,06	0,26	0,32
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	26,3	65,8	15,5	12,2
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%

Angaben in Mio. Euro  
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Der vorerst letzte Schritt in der bewegten Unternehmensgeschichte stellt die zum 1. Januar 2007 vollzogene Verschmelzung der alten vwd auf die börsennotierte b.i.s. börsen-informations-systeme AG dar, in deren Zuge die neue vwd-Gruppe zum börsennotierten Unternehmen wurde. Gesellschaftsrechtlich hatte die alte vwd-Gruppe die b.i.s. AG schon seit Oktober im Konzernabschluss konsolidiert.

**Regionaler Umsatzschwerpunkt ist noch Deutschland**

Die heutige vwd-Gruppe umfasste per Ende 2007 bislang aus sieben voll konsolidierten Unternehmen, wovon sechs im Inland tätig sind. Regionaler Umsatzschwerpunkt ist nach wie vor Deutschland, auf das 2007 noch zwei Drittel des Umsatzes entfielen. Weitere Länderschwerpunkte sind Luxemburg und das deutschsprachige Ausland auf die 14 bzw. 12 Prozent entfielen. Auf die übrigen Länder entfiel 2007 ein Umsatz von 7 Prozent, wobei insbesondere der außereuropäische Umsatz ohne Bedeutung war.

**Analyst:**

Klaus Kränzle, CEFA  
 Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29  
 Fax: 0211 / 17 93 74 – 44  
 k.kraenzle@gsc-research.de

Die Auslandsexpansion begann im Jahr 2006 mit der Übernahme der Schweizer FIDES Information Services. Anfang 2008 erfolgte die Akquisition des niederländisch-belgischen Finanzdienstleisters Tijd Nederland. Die 45 Mitarbeiter von Tijd erwirtschafteten 2007 einen Umsatz von circa 6,7 Mio. Zudem gab vwd bekannt, man werde im laufenden Jahr alle deutschen Kunden von Infobolsa übernehmen, einem Gemeinschaftsunternehmen der Börsen Frankfurt und Madrid.

Die jetzt abgedeckten Märkte sollen auch weiterhin im geografischen Fokus stehen. Das Management hat jedoch im Rahmen der strategischen Planung schon interessante Zielmärkte wie z.B. Frankreich, Skandinavien und Italien für die weitere Expansion definiert, ohne dass es dafür nach Auskunft von vwd derzeit konkrete Pläne gibt. Kurz- bis mittelfristig steht nach Unternehmensangaben zunächst die Integration der jüngst akquirierten Beteiligungen im Vordergrund.

### **vwd-Gruppe thematisch in drei Geschäftsfelder aufgeteilt**

vwd orientiert sich im Rahmen seiner Segmentberichterstattung gemäß IFRS am internen Reporting, das auf drei marktorientierten Segmenten und einer Überleitungsrechnung basiert. Gemäß dieser Aufteilung bilden die Bereiche Market Data Solutions (MDS), Technology Solutions (TS) und Specialised Marketing Solutions (SMS) das Gerüst der Organisationsstruktur.

Im Geschäftsfeld Market Data Solutions (MDS) bietet vwd seinen Kunden ein breit gefächertes Angebot an Marktdatensystemen, browserbasierten Applikationen und Portfoliomanagementsystemen an. Diese werden derzeit von circa 40.000 Anwendern vor allem bei Banken, Sparkassen und Vermögensverwaltern benutzt. Von zunehmender Bedeutung sind auch semiprofessionelle Privatanleger, da diese Gruppe mit derzeit 12.500 Nutzern bereits ein nennenswertes Potenzial erreicht hat. Hier hat sich vwd vor allem mit dem Chart- und Nachrichtentool „market maker“ eine gute Marktstellung erarbeitet.

Die Stärke dieser Lösungen liegt nach eigenen Angaben von vwd in der Möglichkeit, die Anwendungen individuell zu konfigurieren und dennoch konfliktfrei in bestehende IT-Infrastrukturen einzubinden. Wichtigste Produkte in diesem Geschäftsfeld sind der vwd market manager, der vwd portfolio manager und der vwd data manager.

Das zweite Geschäftsfeld Technology Solutions (TS) stellt Informations-Technologie- und Transaktionslösungen für die Internetpräsenz für Banken, Online Broker und Medien zur Verfügung. Auf Wunsch übernimmt vwd hier auch die technische Abwicklung im Rahmen von Kapazitäten im eigenen Rechenzentrum. Zu diesem Geschäftsfeld gehören auch die Vertriebsplattform TradeLink für Finanzprodukte im außerbörslichen Bereich und das QUOTRIX-Handelsystem für Privatanleger der Düsseldorfer Börse. Der am Markt bekannteste vwd-Service dieses Segmentes stellt die Konzeption und Bereitstellung von druckfertig aufbereiteten Kurstabellen für knapp 50 Tageszeitungen wie z.B. der FAZ, WELT, Handelsblatt und diverse Finanzmagazine dar.

Der Bereich Specialised Marketing Solutions (SMS) unterscheidet sich bei erster Betrachtung zunächst kaum von der Bereitstellung der Kurstableaus im Bereich TS. Hierbei handelt es sich hier aber um ein Marketingtool, mit dem die Fondspreise in den Kurstabellen der Zeitungen veröffentlicht werden. Diesen Platz kauft vwd im Auftrag seiner Kunden. Dabei können die angesprochenen Inhalte sowohl in klassischen Print- wie elektronischen Medien als auch im Internet – beispielsweise auf der führenden vwd-eigenen Internetplattform [www.finanztreff.de](http://www.finanztreff.de) – platziert werden.

### **Synergien und Skaleneffekte als Hebel zu überproportionalen Erträgen**

Die besondere Marktposition und damit auch die Investmentstory liegt in der Verknüpfung von technischem Know-how mit (Finanz-)Branchen-Know-how zu einer einheitlichen Lösung. Mit der Spezialisierung auf die Bereiche Retail Banking, Private Banking, Wealth Management und Wertpapiergeschäft (mit

Privatkunden) ist vwd in Kerngeschäftsfeldern tätig, deren Ertragsströme weniger starken Schwankungen als andere Finanzunternehmen unterliegen.

Nach einigen Akquisitionen steht in naher Zukunft erst einmal die Hebung der Synergien zwischen den verschiedenen Segmenten im Vordergrund. Dies soll durch Hebung von Cross-Selling-Potenzialen geschehen. Geringe Grenzkosten und sprungfixe Börsenanschlussgebühren sollen überproportionale Erträge generieren. Weitere Erträge sollen durch die Übertragung des Geschäftsmodells auf das Ausland gehoben werden.

Dass sich durch die vom Unternehmen verfolgte Strategie Skaleneffekte erzielen lassen, sehen wir durchaus als machbar an. Zu beachten ist aber, dass vwd in Teilmärkten auch mit großen und finanzkräftigen Konzernen wie z.B. Bloomberg, Thomson-Reuters und Interactive Data im Wettbewerb steht.

### **2007er-Zahlen von außerordentlichen Aufwendungen beeinflusst**

Derzeit bildet Market Data Solutions (MDS) mit einem Umsatz von 29,1 (Vj. 23,1) Mio. Euro und einem Anteil von knapp 45 Prozent in 2007 das größte Geschäftsfeld von vwd. Auf EBIT-Ebene machte sich hier im abgelaufenen Jahr ein außerordentlich hoher sonstiger betrieblicher Aufwand negativ bemerkbar, so dass diese Kennziffer mit 355 TEUR nur ein Drittel des Vorjahreswertes von 1,116 Mio. Euro erreichte.

Das zweitgrößte Segment Specialised Marketing Solutions (SMS) generierte im vergangenen Jahr mit 22,7 (20,8) Mio. Euro rund 35 Prozent der Umsätze. Das operative Ergebnis (EBIT) fiel mit 4,6 (5,2) Mio. Euro nicht ganz so stark hinter das Vorjahresergebnis wie bei MDS zurück. Das kleinste Segment Technology Solutions (TS) erzielte Umsätze von 13,2 (10,0) Mio. Euro. Auch hier war das EBIT von den hohen sonstigen Aufwendungen beeinflusst und stellte sich auf einem Niveau von 0,5 (2,0) Mio. Euro ein.

Nach unserem Eindruck handelte vwd hier zu sehr im Sinne eines BWL-Lehrbuches, da der in 2007 angefallene exorbitant hohe Sonstige Aufwand auf die Segmente verteilt wurde. Die hohen Sonderbelastungen resultierten aus der verschobenen Kapitalerhöhung bzw. den Aufwendungen im Zusammenhang mit der Verschmelzung der „alten“ vwd GmbH auf die ehemalige b.i.s. AG als Keimzelle der „neuen“ vwd AG.

Aussagekräftiger wäre unseres Erachtens eine Überleitungsrechnung von den Segmentergebnissen auf das Konzern-EBIT gewesen. Laut Auskunft der Gesellschaft hat man im Interesse der Anleger die angesprochenen außerordentlichen Aufwendungen aber nicht in der Überleitungsrechnung verstecken wollen und sie deshalb wegen der schwierigen Zuordnung anteilig nach Umsatz auf die drei Segmente umgelegt.

Aufgrund der außerordentlichen Kosten in 2007 zeigen unseres Erachtens eher die Vorjahreszahlen die Ertragsstärke der einzelnen Segmente. Der Vergleich der EBIT-Margen aus 2006 repräsentiert somit auch die unterschiedliche Wettbewerbssituation. Die in weniger leicht austauschbaren Mehrwertdiensten tätigen Segmente SMS und TS kamen auf EBIT-Margen von 24,8 bzw. 20,2 Prozent, während der Bereich MDS nur knapp 5 Prozent erzielen konnte.

### **Finanzdienstleistungsmarkt mit rasantem Wachstum, aber hart umkämpft**

Bei der Schilderung der für vwd relevanten Mitbewerber orientieren wir uns an der Segmentberichterstattung, da es „den“ Wettbewerber aufgrund der unterschiedlichen Tätigkeitsbereiche der vwd Group nicht gibt.

Im Geschäftsfeld Market Data Solutions (MDS) trifft vwd auf international agierende Unternehmen wie Thomson, Reuters und Bloomberg. Im Zuge der Übernahme von Reuters durch Thomson hat sich der Markt zu einem Oligopol entwickelt, dessen Einfluss sich auch vwd nicht entziehen kann. Dies erklärt auch die im Vergleich zu den anderen Geschäftsfeldern geringeren Margen.

Wir stufen die Situation für vwd deshalb auch hier eher als austauschbare Basisdienstleistung ein, die jedoch im Rahmen der Wertschöpfungskette für vwd nach wie vor wichtig ist. Aufgrund der positiven Abstrahleffekte und der absoluten Größe dieses Marktsegmentes ist der Bereich MDS für vwd trotz der beschriebenen Einschränkungen existenziell für eine weitere Expansion.

Der für das Segment Technology Solutions (TS) relevante Markt ist bislang von einem eher mittelständisch geprägten atomisierten Wettbewerbsumfeld geprägt. Eine der wenigen international bzw. überregional geprägten Mitbewerber stellt die Interactive Data Corporation dar.

Im Bereich Specialised Marketing Solutions (SMS) herrscht eine unterschiedliche Wettbewerbssituation. Bei der Bereitstellung der Fondsdaten konkurriert vwd mit überregionalen Fach- oder Tageszeitungen wie der Börsenzeitung und der Süddeutschen Zeitung. Das Finanzportal „finanztreff“ steht hingegen mit Online-Portalen wie OnVista und wallstreet:online im Wettbewerb.

### **Trends auf dem Markt begünstigen das Unternehmenskonzept**

Das relevante Marktumfeld wird sowohl von rechtlichen wie auch betriebswirtschaftlichen Entwicklungen beeinflusst. Obwohl vwd nicht direkt von der sog. MiFID-Richtlinie betroffen ist, hat die Änderung des regulatorischen Umfelds sehr wohl indirekte Auswirkungen auf die Ansprüche der Finanzdienstleister, welche die vwd-Applikationen verwenden. vwd muss beispielsweise gewährleisten, dass das sog. „Best Execution Prinzip“, das dem Kunden den besten Preis zusichert, von der Software ausreichend dokumentiert wird.

Insofern muss vwd auch in Zukunft ausreichende IT-Kapazitäten gewährleisten. Dies hat positive wie negative Auswirkungen für vwd. Positiv ist, dass die Kundenbindung und somit die Planbarkeit der Erlöse durch weitere Anforderungen im regulatorischen Umfeld gestärkt werden. Nachteilig könnte sein, dass vwd im Zuge einer gesteigerten Konkurrenzsituation diese Kosten nicht an den Markt weitergeben kann.

Auf betriebswirtschaftlicher Ebene profitiert das vwd-Unternehmenskonzept von mehreren Faktoren. Nach jahrelanger Vernachlässigung zu Gunsten des Investmentbankings haben die Finanzinstitute das Retail-Geschäft als Quelle stetiger Einnahmeströme wiederentdeckt. So erwartet die Unternehmensberatung PWC einen Anstieg der sog. „Assets under Management“ von einem Viertel bis 2010.

So setzen Institute wie beispielsweise das Bankhaus Lampe, die LBBW und die DZ Bank Portfolio- oder Realtime-Lösungen in ihrer Vermögensverwaltung ein. Während vwd im Bereich der Marktdatenlösungen nach eigenen Bekunden schon eine gute Markstellung hat, sieht man bei Portfoliolösungen noch Wachstumspotenzial.

Gerade bei IT-Lösungen dürfte sich der Trend zu weiterem Outsourcing bei Banken und Finanzdienstleistern fortsetzen, da diese nach Einschätzung von PWC meist zu Bereichen mit geringer strategischer Bedeutung gezählt werden. Von dieser Entwicklung profitiert nach unserer Einschätzung vor allem der Bereich Technology Solutions (TS) von vwd.

Der Bereich Specialised Marketing Solutions (SMS) sollte vom zunehmenden Marktvolumen von Online-Werbeausgaben sowie der Konzentration der Zeitungsverlage auf ihr journalistisches Kerngeschäft profitieren. Kurzfristig wird der Werbemarkt für Finanzportale allerdings durch die aktuelle Finanzkrise belastet. Die derzeitigen Kosteneinsparungen der Werbetreibenden (hier insbesondere Banken und Finanzdienstleister) lassen das Werbeaufkommen insgesamt stagnieren.

Zusammengefasst liegen die Wachstumspotenziale und somit auch mögliche kurstreibende Faktoren für die vwd-Aktie in einer noch besseren Nutzung der Cross-Selling-Potenziale des Produktportfolios. Aufgrund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells kann vwd ab einer bestimmten Grundauslastung unseres Erachtens überproportionale Erträge erzielen. Momentan ist diese Schwelle jedoch noch nicht erreicht.

Positiv für die Planbarkeit der Erträge ist zudem, dass laut Unternehmensangaben drei Viertel der Erlöse einen revolvierenden Charakter besitzen.

### **Sentiment im vergangenen Jahr von mehreren Faktoren belastet**

Die gute fundamentale Unternehmensentwicklung bei vwd wurde im vergangenen Jahr in der Wahrnehmung am Kapitalmarkt von mehreren Faktoren außerhalb des eigentlichen operativen Geschäftes überlagert. So belasteten Einmalkosten aus dem Verschmelzungsprozess sowie damit einher gehende Klagen das Ergebnis mit insgesamt 1,1 Mio. Euro. Die Klagen wurden im Zuge einer außergerichtlichen Einigung beigelegt, so dass hier für vwd in Zukunft keine weiteren Belastungen entstehen dürften.

Zudem wurde die gescheiterte Kapitalerhöhung Ende Oktober vom Kapitalmarkt negativ wahrgenommen. Diese sah vor, rund 8,2 Mio. Aktien zu einem Bezugspreis in einer Spanne von 3,90 bis 4,40 Euro bei privaten und institutionellen Anlegern zu platzieren. Durch den Verzicht der Altaktionäre auf ihr Bezugsrecht sollte sich der Streubesitz damit auf rund 29 Prozent zu erhöhen. Angesichts der fehlenden Aufnahmebereitschaft des Marktes vor dem Hintergrund der damals gerade beginnenden Finanzmarktkrise verzichtete vwd Anfang November auf die Kapitalerhöhung.

Vorstandsvorsitzender Edmund Keferstein führte in diesem Zusammenhang seinerzeit aus, dass „man nicht bereit gewesen sei, zu unangemessenen Konditionen die Kapitalerhöhung zu erzwingen“. Wenngleich vwd unseres Erachtens mit der angedachten Kapitalerhöhung in eine sehr ungünstige Periode hingeriet, ist eine gescheiterte Kapitalerhöhung nichtsdestotrotz für ein börsennotiertes Unternehmen immer unglücklich, auch wenn es im Falle von vwd nachvollziehbare externe Gründe dafür gibt.

Bei einem Umsatz von 65,1 (Vj. 54,0) machten sich die genannten Sonderfaktoren in einem auf minus 12,0 (-7,3) Mio. Euro verschlechterten sonstigen Ergebnisses bemerkbar. Das operative Ergebnis (EBIT) bildete sich in Folge dessen auf 5,3 (7,5) Mio. Euro zurück. Bereinigt um die außerordentlichen Aufwendungen in Höhe von insgesamt 2,5 Mio. Euro hätte sich ein Zuwachs des EBIT um immerhin 4 Prozent auf 7,8 Mio. Euro ergeben.

Der Jahresüberschuss nach Steuern sank wegen zusätzlicher Steueraufwendungen als Folge der Unternehmenssteuerreform in Deutschland überproportional um fast die Hälfte auf 2,3 (4,4) Mio. Euro. Unter Berücksichtigung der Anteile Dritte verzeichnete vwd somit einen Überschuss von 1,5 (3,9) Mio. Euro. Auf Basis einer normalisierten Steuerquote von 30 Prozent und bereinigt um die angesprochenen außerordentlichen Aufwendungen hätte sich für

das abgelaufene Jahr ein Konzernüberschuss von circa 4,6 Mio. Euro bzw. 0,19 Euro je Aktie ergeben. Unbereinigt wurden 0,06 (Vj. 0,15) Euro als Ergebnis je Aktie ausgewiesen.

Insgesamt stellt das Jahr 2007 somit keinen repräsentativen Gradmesser für die Ertragsstärke der vwd Group da. Diese wird sich nach unserer Einschätzung nach Wegfallen der diversen Sondereffekte im laufenden Geschäftsjahr umso deutlicher zeigen.

### **GSC-Prognose: Weiteres Wachstum im laufenden Jahr**

Unsere Schätzungen für das laufende und kommende Jahr beziehen einen wichtigen Vertrag mit der DZ-Bank ein. Dieser beinhaltet die Ausrüstung von 1.400 Genossenschaftsbanken mit dem Produkt „vwd market manager“ im Rahmen der DZ-eigenen GIS-Produktlinien (GIS = Genossenschaftlicher Informations Service). Der Vertrag umfasst somit Terminalprodukte, browserbasierte Marktdatenlösungen und Internetportale.

Zum jetzigen Zeitpunkt wollte vwd noch keine konkreten Daten zum Umfang des Projekts veröffentlichen. Das Unternehmen gab lediglich bekannt, dass das Projekt kurzfristig die gesamten frei verfügbaren Kapazitäten in Anspruch nehmen werde und somit erst langfristig die geplanten Ergebnisbeiträge generieren wird. Diese Tatsache haben in unseren Schätzungen in Form von trotz gesteigertem Umsatz unveränderten Material- und Personalaufwandsquoten berücksichtigt.

Ein weiterer bedeutender Neuauftrag für vwd kam von AOL für dessen Finanzbereich. Hier werden den Kunden neben einer umfangreichen Fondsdatenbank auch alle üblichen Analyse- und Nachrichtentools zur Verfügung gestellt. Umgesetzt wurde dieses Angebot durch die 100-prozentige vwd-Tochter vwd netsolutions.

Insgesamt rechnen wir für 2008 mit einem Umsatzzuwachs von 13 Prozent auf 73,5 (Vj. 65,1) Mio. Euro. Bei einer unveränderten Materialaufwandsquote von 34,1 Prozent ergäbe sich ein Materialaufwand von 25,1 (22,2) Mio. Euro. Beim Personalaufwand haben wir mit 26,8 (23,7) Mio. Euro bei einer unveränderten Quote von 36,4 Prozent in absoluten Zahlen deutlich erhöhte Aufwendungen berücksichtigt.

Insgesamt gehen wir somit vor dem Hintergrund der wegfallenden außerordentlichen Belastungen aus dem Vorjahr vom einem deutlich verbesserten operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von 8,9 Mio. Euro aus. vwd geht von deutlichen Steigerungen gegenüber 2007 aus, gab jedoch bislang keine konkrete Prognose bekannt.

Im Zuge einer normalisierten Steuerquote und des Wegfalls der Anteile Dritter rechnen wir mit einem Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter in Höhe von 6,3 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,26 Euro einher ginge. Eine Dividendenzahlung ist für 2008 aufgrund der mit den Verlustvorträgen im Einzelabschluss der vwd AG verbundenen Ausschüttungssperre noch nicht möglich.

### **Wachstumstrend sollte auch in 2009 andauern**

Auch in 2009 rechnen wir mit weiterem Wachstum. Den Umsatz sehen wir mit einem Zuwachs von 14,3 Prozent bei circa 84 Mio. Euro. Wir gehen insgesamt von einer absolut gesehen höheren, aber quotale betrachtet weitgehend

unveränderten Kostenbasis aus. Lediglich die Quote für die Personalaufwendungen haben wir auf 36,0 Prozent leicht zurückgenommen, da der Implementierungsaufwand des DZ-Bank Projektes in 2009 zurückgehen sollte.

Das operative Ergebnis (EBIT) sollte sich auf einem Niveau von 11,5 Mio. Euro einstellen, was einen Zuwachs von 29,4 Prozent gegenüber 2008 bedeuten würde. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir somit bei circa 8 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,32 Euro einher gehen würde.

Nach dem Auslaufen der Ausschüttungssperre erwarten wir für 2009 zudem eine erstmalige Dividendenausschüttung, die wir auf 10 Cent je Anteilsschein quantifizieren. Belastbare Aussagen zur künftigen Dividendenpolitik hat vwd bisher noch nicht getätigt, da die Thematik erst im Frühjahr 2010 auf der Tagesordnung der entsprechenden Gremien stehen dürfte.

### **Bewertung**

Mangels direkt vergleichbarer Mitbewerber haben wir uns zu einer Lösung mit Hilfe von sog. „Close-Comparables“ entschieden, also Unternehmen, mit denen vwd in Teilmärkten konkurriert oder die ein im weitesten Sinne ähnliches Geschäftsmodell betreiben.

Neben eher technikgetriebenen Unternehmen wie Informa (GB), Interactive Data (USA) und Deutsche Börse AG haben wir auch die international tätigen Nachrichten- bzw. Medienkonzerne Thomson-Reuters (Can/GB) und Mc Graw Hill (USA, Mutterfirma von Standard & Poor´s) berücksichtigt. Daneben erachten wir die GfK-Gruppe sowie die ProSiebenSat.1 Media AG als gute Seismografen für den allgemeinen Werbe- und Datenmarkt.

Die EquityStory AG wiederum betreibt mit dem Ad-hoc-Mitteilungsgeschäft ein ähnlich gut planbares Geschäft wie vwd mit den installierten Terminals, das zudem ebenfalls skalierbar ist. Zur Abrundung haben wir wegen der Konkurrenz zum vwd-Portal „finanztreff.de“ die börsennotierte Mutter des Online-Finanzportals OnVista Boursorama (F) in unsere Peer Group aufgenommen.

Auf Basis unserer Gewinnschätzung von 0,26 Euro je Aktie in 2008 und einem durchschnittlichen KGV der Peer Group von 14,8 sowie eines Abschlags von 10 Prozent aufgrund der gegenüber den meisten Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe der vwd-Gruppe kommen wir zu einem fairen Wert von 3,40 Euro.

Die durchaus vorhandenen Kurspotenziale der Investment-Story bei gelungenem Vergleich zeigt die Prämie, die der Markt dem neu aus einer Fusion entstandenen Thomson-Reuters-Konzern mit einem KGV von 19,5 zubilligt. Angewandt auf vwd würde dies ein Kursziel von 5,26 Euro bedeuten, was wir an dieser Stelle als mittelfristige Best-Case-Kursindikation erwähnen wollen.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen der vwd Group haben wir uns zusätzlich für die Bewertung anhand eines DCF-Modells entschieden. Unsere Berechnung (Ausgangs-Cash Flow 5,6 Mio. € in 2008, Abzinsungszinssatz 7,35%, ewiges Wachstum 0%, Betafaktor 1,1 aufgrund der teilweisen Abhängigkeit vom Börsenumfeld und der noch jungen Unternehmensgeschichte der „neuen“ vwd) ergibt unter den getroffenen Annahmen ein Zwischenergebnis von 4,72 Euro.

Als fairen Wert der Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer Group und DCF-Modell zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom Börsenumfeld ab, tragen jedoch auf der anderen Seite der Fähigkeit der vwd Group Rechnung, auch in einem durchwachsenen Börsenumfeld weitgehend stabile Erträge zu generieren.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 4,06 Euro, den wir auf unser erstes Kursziel in Höhe von 4,10 Euro aufrunden.

### **Fazit**

Die vwd Group hat in den letzten Jahren einen radikalen Wandel von einer klassischen Nachrichtenagentur zu einem IT- und Finanzdienstleister vollzogen. Die inzwischen mit den drei Segmenten Market Data Solutions, Technology Solutions und Specialist Marketing Solutions am Markt gut positionierte Gruppe will im Rahmen ihrer neuen Kernkompetenzen weiter wachsen. Mit der Übernahme der niederländisch-belgischen Finanzdienstleisters Tijd Nederland hat das Unternehmen bereits einen Schritt gemacht, die noch starke Abhängigkeit von den deutschsprachigen Ländern zu verringern.

Sicherlich muss sich vwd seine Nischen schaffen, um mit den großen Finanz-, Nachrichten- und IT-Konzernen wie Bloomberg oder Thomson Reuters in den verschiedenen Geschäftsfeldern konkurrieren zu können. Genau hier liegt unseres Erachtens auch die Chance von vwd, seine spezifischen Vorteile auszuspielen und durch flexible, an die Bedürfnisse der Kunden angepasste Konzepte Marktpotenziale zu heben. Vor allem in Anwendungen für das Private Banking und Vermögensmanagement (Wealth) hat vwd sich eine gute Marktposition geschaffen. Zudem ist vwd der führende Anbieter von Fondsdaten.

Trotz der unseres Erachtens schlüssigen Börsenstory tat sich die vwd-Aktie bislang schwer, Aufmerksamkeit bei den Anlegern zu gewinnen. Dabei spielte sicherlich die verschobene Kapitalerhöhung eine Rolle. Durch die jüngsten positiven Nachrichten – neben einer Vereinbarung mit AOL auch ein Großauftrag der DZ Bank zur Ausstattung von circa 1.400 Terminals in den angeschlossenen Volks- und Raiffeisenbanken – sollte jedoch das zeitweise belastete Sentiment in der Aktie wieder aufhellen.

Insgesamt hat sich die Aktie auf einem fairen Bewertungsniveau um die Marke von 4,10 Euro eingependelt. Aufgrund der adäquaten Bewertung stellt die Aktie für derzeit eine Halteposition dar. Wegen des mit 2 Prozent sehr kleinen Streubesitzes und der damit einher gehenden geringen Liquidität der Aktie sollten interessierte Anleger bei Kaufaufträgen stets ein Limit setzen.

Das Best-Case-Kursszenario unter Verwendung des Thomson-Reuters-KGV zeigt unseres Erachtens, dass die vwd-Aktie bei weiterer konsequenter Umsetzung der Unternehmensstrategie durchaus ein langfristiges Potenzial in Hinblick auf Kurse im Bereich von 5 Euro und darüber beinhaltet.



## (Plan-)GuVs für die Jahre 2006 bis 2010

<b>vwd group</b>		2006		2007		2008e		2009e		2010e	
in Mio. €											
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>54,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>65,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>73,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>84,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>92,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr				20,6%		12,9%		14,3%		9,5%	
Materialaufwand		17,9	33,1%	22,2	34,1%	25,1	34,1%	28,6	34,1%	31,4	34,1%
Veränderung zum Vorjahr				24,0%		12,9%		14,3%		9,5%	
Personalaufwand		19,5	36,1%	23,7	36,4%	26,8	36,4%	30,2	36,0%	32,2	35,0%
Sonstiges Ergebnis		-7,3	-13,5%	-12,0	-18,4%	-10,7	-14,6%	-11,3	-13,5%	-12,4	-13,5%
Veränderung zum Vorjahr				64,4%		-10,6%		5,7%		9,5%	
<b>EBITDA</b>		<b>9,3</b>	<b>17,2%</b>	<b>7,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,0</b>	<b>14,9%</b>	<b>13,8</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,0</b>	<b>17,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr				-0,23		52,1%		25,8%		16,2%	
Abschreibungen		1,8	3,3%	1,9	2,9%	2,1	2,8%	2,3	2,7%	2,4	2,6%
Veränderung zum Vorjahr				0,06		8,3%		10,2%		5,5%	
<b>EBIT</b>		<b>7,5</b>	<b>13,9%</b>	<b>5,3</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,9</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,6</b>	<b>14,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr				-29,3%		67,8%		29,4%		18,3%	
Finanzergebnis		-0,1	-0,2%	0,1	0,2%	0,1	0,1%	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,2%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>		<b>7,4</b>	<b>13,7%</b>	<b>5,4</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,0</b>	<b>12,2%</b>	<b>11,4</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6%</b>
Steuerquote		40,5%		57,4%		30,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern		3,0	5,6%	3,1	4,8%	2,7	3,7%	3,4	4,1%	4,0	4,4%
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>4,4</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,3</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,0</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,4</b>	<b>10,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr				-47,7%		173,7%		26,8%		17,6%	
Saldo Bereinigungsposition		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter		0,5		0,8		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>		<b>3,9</b>	<b>7,2%</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3%</b>	<b>6,3</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,0</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,4</b>	<b>10,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr				-61,5%		319,7%		26,8%		17,6%	
Anzahl der Aktien		24,625		24,625		24,625		24,625		24,625	
<b>Gewinn je Aktie</b>		<b>0,15</b>		<b>0,06</b>		<b>0,26</b>		<b>0,32</b>		<b>0,38</b>	

## **Aktionärsstruktur**

CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH	38,20%
DAH Beteiligungs GmbH	38,20%
Herr Edmund J. Keferstein	16,60%
Herr Spencer Bosse	4,90%
Streubesitz	2,10%

## **Termine**

19.05.2008	Zwischenmitteilung Q1 2008
15.08.2008	Veröffentlichung Halbjahresbericht 2008
19.11.2008	Zwischenmitteilung Q3 2008

## **Kontaktadresse**

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG  
Tilsiter Straße 1  
D-60487 Frankfurt am Main

Internet: <http://www.vwd.com>

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Carsten Scharf

Tel.: +49 (0) 69 / 50701 - 270  
Fax: +49 (0) 69 / 50701 - 114  
Email: [investorrelations@vwd.com](mailto:investorrelations@vwd.com)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	64,0%
Halten	29,5%	28,0%
Verkaufen	8,2%	8,0%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
vwd AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

### Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie 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 Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.