

Akt. Kurs (28.08.08, 09:20, Ffm): 4,49 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **4,55 (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.

Anlagekriterien

Halbjahreszahlen im Rahmen unserer ambitionierten Erwartungen

Die vwd Group steigerte ihre Umsätze im ersten Halbjahr 2008 um 12,8 Prozent auf 35,7 (Vj. 31,7) Mio. Euro. Der Zuwachs speiste sich jeweils zur Hälfte aus organischen wie akquisitionsbedingtem Wachstum. Dabei trug die neue Tochter Tijd Nederland ab 15. Februar 2008 einen Umsatz in Höhe von 2,6 Mio. Euro zur Konzern-GuV bei.

Bei den Ergebniskennzahlen ist zu beachten, dass die 2007er-Ergebnisse durch Sondereffekte im Zusammen mit der Fusion belastet wurden und daher nicht direkt vergleichbar sind. Vor diesem Hintergrund legte das operative Ergebnis (EBIT) um fast 80 Prozent auf 4,4 (2,5) Mio. Euro zu. Folgerichtig gelang es vwd, die EBIT-Marge mit 12,2 (8,6) Prozent wieder annähernd auf das Niveau des ersten Halbjahrs 2006 (12,4%) zu hieven.

Zugleich konnte vwd jedoch auch unterproportional gewachsene Kosten vermelden. So machte sich auf der Kostenseite die im Zuge der Hebung von Synergien von 34,9 auf 33,4 Prozent gesunkene Materialaufwandsquote sehr positiv bemerkbar. In absoluten Zahlen stieg der Materialaufwand lediglich um 8,3 Prozent auf 12,0 (11,0) Mio. Euro.

Beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter profitierte vwd von einer bei 32 (68) Prozent normalisierten Steuerquote. Das Finanzergebnis drehte bedingt durch die Finanzierung der Tijd-Gruppe mit minus 52 (+42) TEUR erwartungsgemäß leicht ins Minus. Somit wies vwd unter dem Strich ein mehr als verdreifachtes Ergebnis in Höhe von 2,3 (0,7) Mio. Euro aus.

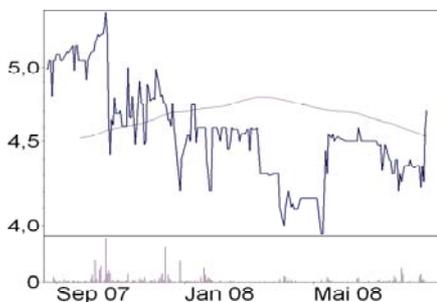
Differenzierte Entwicklung auf Segmentebene mit positiver Tendenz

Das größte Segment Market Data Solutions (MDS) legte beim Umsatz um gut ein Viertel auf 20,7 (Vj. 16,6) Mio. Euro zu. Auf der Ergebnisseite profitierte MDS neben den operativen Fortschritten auch von einer neuen Verteilung der Gemeinkosten sowie dem Wegfall der im Vorjahreszeitraum enthaltenen, auf das Segment entfallenden fusionsbedingten Sondereffekte (0,6 Mio. €) und steigerte das Segmentergebnis vor Zinsen deutlich auf 1,8 (0,1) Mio. Euro.

Das zweitgrößte Segment Specialised Marketing Solutions (SMS) generierte mit 12,3 (12,2) Mio. Euro nur leicht höhere Umsätze. Auf der Ergebnisseite wirkten sich die im Zuge der allgemeinen Werbeflaute für Finanzportale zurück gegangenen Werbeerlöse bei Finanztreff.de aus. Diesen Effekt quantifizieren wir mit rund 1,0 Mio. Euro. Das Ergebnis wurde ferner durch eine veränderte Verteilung der Gemeinkosten um von rund 0,5 Mio. Euro gedrückt. Das operative Ergebnis stellte sich daher nur bei 2,0 (3,6) Mio. Euro ein.

Das kleinste Segment Technology Solutions (TS) erzielte Umsätze in Höhe von 8,9 (7,6) Mio. Euro. Das Segmentergebnis verbesserte sich auf 0,7 (0,2)

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,35 €	3,80 €
Aktueller Kurs:	4,49 €	
Aktienzahl ges.:	24.624.577	
Streubesitz:	1,9%	
Marktkapitalis.:	110,6 Mio. €	



Quelle: Market-Maker (vwd Group)

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	54,0	65,1	73,5	84,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	7,5	5,3	8,9	11,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	3,9	1,5	6,3	8,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,15	0,06	0,26	0,32
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	29,9	74,8	17,6	13,8
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Mio. Euro. Auch hier kam der Anstieg zu einem erheblichen Teil durch den Wegfall im Vorjahr enthaltener fusionsbedingter Sondereffekte (0,3 Mio. €) zustande. Zudem profitierte vwd hier vor allem im ersten Quartal nach eigenen Angaben auch von hohen transaktionsabhängigen Erlösen im Zuge der volatilen Lage an den Finanzmärkten.

GSC-Prognose: Weiteres Wachstum im laufenden Jahr

Unsere Schätzungen für das laufende und kommende Jahr beziehen den Ausbau der Geschäftsbeziehungen mit der DZ-Bank ein. Dieser beinhaltet die Ausrüstung von 1.200 Genossenschaftsbanken mit vwd-Marktdatensystemen im Rahmen der DZ-eigenen GIS-Produktlinien (GIS = Genossenschaftlicher Informations Service). Der Vertrag umfasst somit Terminalprodukte, browserbasierte Marktdatenlösungen und Internetportale.

Laut Angabe von vwd läuft in naher Zukunft die Vermarktung des Produktangebotes an die einzelnen Volks- und Raiffeisenbank durch die DZ Bank an. Vertragspartner für vwd ist jedoch nicht die jeweilige Bank vor Ort, sondern das Zentralinstitut DZ Bank. vwd nannte weiterhin noch keine konkreten Daten zum Umfang des Projektes, bestätigte aber, dass das Projekt gerade in der Anlaufphase erhebliche personelle Ressourcen beanspruchen wird, was wir in unseren Schätzungen bereits berücksichtigt haben.

Insgesamt rechnen wir für 2008 unverändert mit einem Umsatzzuwachs von 13 Prozent auf 73,5 Mio. Euro, was im Einklang mit der vwd-Prognose von „über 70 Mio. Euro“ steht. Unsere Prognose deckt sich ferner mit der vor wenigen Tagen im Rahmen der SCC Small Cap Conference am 25. August 2008 getätigten Aussage des Vorstandsvorsitzenden Edmund J. Keferstein, es könnten „vielleicht 72 bis 74 Mio. Euro“ werden. Bei einer gleichbleibenden Aufwandsquote von 34,1 Prozent ergäbe sich ein Materialaufwand von 25,1 Mio. Euro. Beim Personalaufwand haben wir mit 26,8 Mio. Euro ebenfalls keine Änderung vorgenommen.

Insgesamt gehen wir somit vor dem Hintergrund der wegfallenden außerordentlichen Belastungen aus dem Vorjahr weiterhin vom einem deutlich verbesserten operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von 8,9 Mio. Euro aus. vwd möchte nach eigenen Bekunden ein EBIT von „über 8 Mio. Euro“ erzielen, was wir in Anbetracht der bereits im ersten Halbjahr erreichten 4,4 Mio. Euro als sehr konservativ einstufen.

Im Zuge einer normalisierten Steuerquote und des Wegfalls der Anteile Dritter rechnen wir unverändert mit einem Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter in Höhe von 6,3 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,26 Euro nach sich ziehen würde. 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 unverändert mit weiterem Wachstum. Den Umsatz sehen wir mit einem Zuwachs von 14,3 Prozent bei circa 84 Mio. Euro. 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.

Allerdings lassen die Äußerungen des Vorstandsvorsitzenden im Rahmen der SCC darauf schließen, dass vwd künftig eine hohe Ausschüttungsquote anstrebt, was wir als sehr aktionärsfreundlich werten.

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 beiden letztgenannten Unternehmen sind jedoch wegen des fehlenden Bezugs zu den Finanzmärkten nicht in unserer Peer Group enthalten.

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“ auch Boursorama (F) als börsennotierte Mutter des bekannten Online-Finanzportals OnVista 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 14,7 (bisher 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 3,37 (3,40) Euro.

Die durchaus vorhandenen Kurspotenziale der Investment-Story 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 5,00 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 3,8 Mio. € in 2008, Abzinsungszinssatz 6,76%, ewiges Wachstum 0%, Betafaktor 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen ein Zwischenergebnis von 5,72 (4,72) Euro.

Die Erhöhung resultiert im Wesentlichen aus der Reduzierung des Betafaktors. Bisher hatten wir aufgrund der teilweisen Abhängigkeit vom Börsenumfeld und der noch jungen Unternehmensgeschichte der „neuen“ vwd einen Betafaktor von 1,1 angesetzt. Da mit den Halbjahreszahlen und der offiziellen Guidance inzwischen deutlich belastbarere Schätzungen möglich sind (zum Zeitpunkt unserer Erstanalyse lagen erst die fusionsgeprägten 2007er-Zahlen vor), setzen wir den Betafaktor nun mit dem „Standard-Wert“ von 1,0 an.

In diesem Wert gleichen sich der Abschlag aufgrund der teilweisen Abhängigkeit vom Börsenumfeld einerseits und der Aufschlag für die gute Planbarkeit aufgrund des Geschäftsmodells von vwd mit einem hohen Anteil wiederkehrender Erträge aus. Zum Anstieg des ermittelten Wertes in unserem DCF-Modell tragen ferner das etwas gesunkene Zinsniveau sowie die Änderung einiger liquiditätswirksamer Parameter in unserem Modell bei.

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 4,55 (bisher 4,06) Euro, weshalb wir unser Kursziel auf diesen Wert erhöhen.

Fazit

vwd meldete unsere Erachtens gute Halbjahreszahlen, die unsere ambitionierten Erwartungen trafen. Einziger Wermutstropfen in einem insgesamt positiven Zahlenwerk war das Segmentergebnis im Bereich Specialised Marketing Solutions (SMS), in dem sich fehlende Umsätze des Finanzportals Finanztreff.de negativ bemerkbar machten. Diese Entwicklung ist aber auch bei anderen Finanzportalen wie z.B. OnVista zu beobachten und somit kein spezielles Problem von vwd. Positiv vermerken wir die Bestätigung unserer Schätzungen durch die Veröffentlichung einer offiziellen Unternehmensguidance.

Wir sehen die vwd-Aktie nach den Halbjahreszahlen weiterhin auf einem fairen Bewertungsniveau und heben unser Kursziel auf 4,55 Euro an. Aufgrund der adäquaten Bewertung stellt die Aktie für uns unverändert nur eine Halteposition dar. Best-Case-Szenarien unter Verwendung des Thomson-Reuters-KGVs oder des Zwischenergebnisses unseres DCF-Modells zeigen jedoch, dass die vwd-Aktie bei weiterer konsequenter Umsetzung der Unternehmensstrategie durchaus ein langfristiges Potenzial auf Kurse über 5 Euro hat.

Zu beachten ist weiterhin der mit unter 2 Prozent sehr kleine Streubesitz und die damit einher gehende geringe Liquidität der Aktie. Daher sollten interessierte Anleger bei Orders in der vwd-Aktie stets ein Limit setzen.

Aktionärsstruktur

CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH	38,4%
DAH Beteiligungs GmbH	38,2%
Herr Edmund J. Keferstein	16,6%
Herr Spencer Bosse	4,9%
Streubesitz	1,9%

Termine

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

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
13.05.2008	3,95 €	Halten	4,10 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,2%	65,4%
Halten	25,8%	26,9%
Verkaufen	9,1%	7,7%

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), 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.