

Akt. Kurs (25.05.09, 9:09, Frankfurt): 3,86 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **4,00 (3,80) EUR**

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

Kurzbeschreibung

Die vwd group ist nach eigenen Angaben der führende deutsche Anbieter für Finanzmarktinformationen und Lösungen mit Fokus auf die Teilbereiche Private Banking, Wealth Management und Retail-Banking.

Anlagekriterien

Guter Start trotz schwierigen Börsenumfeldes für vwd group in 2009

Die vwd group veröffentlichte am 14.5. ihre Zahlen für das Auftaktquartal des Geschäftsjahres 2009. Demnach steigerte vwd den Umsatz um ein Fünftel auf 20,1 (Vj. 17,1) Mio. Euro. Vom absoluten Umsatzzuwachs in Höhe von 3,0 Mio. Euro entfielen nach unseren Berechnungen ungefähr 1,2 Mio. Euro auf organisches Wachstum sowie 1,8 Mio. Euro auf die erstmals in der GuV konsolidierten Unternehmen.

Auf der operativen Ergebnisebene (EBITDA) gelang es vwd in einem widrigen Umfeld, mit 2,7 (2,7) Mio. Euro ein auf absoluter Basis unverändertes Resultat zu erzielen. Wir werten die Höhe des operativen Ergebnisses angesichts der Verwerfungen in der Finanzbranche und des hohen Wertes im Vorjahresquartals als sehr positiv.

Wie von uns in den Schätzungen auch für das Gesamtjahr vorhergesagt (siehe Übersicht auf Seite 5), legten die Abschreibungen aufgrund von Kaufpreisallokationen bereits auf Quartalsbasis auf 0,9 (0,5) Mio. Euro deutlich zu, so dass das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um 17,6 Prozent auf 1,8 (2,2) Mio. Euro zurückging. Das Konzernergebnis nach Minderheitenanteilen blieb mit 1,0 Mio. Euro unverändert. Das Ergebnis je Aktie belief sich im ersten Quartal 2009 durch die erhöhte Aktienanzahl auf 3,9 (4,3) Cent.

Insgesamt bewegten sich die Zahlen voll und ganz im Rahmen unserer Erwartungen, was wir in der momentanen Wirtschaftssituation als positiv einstufen.

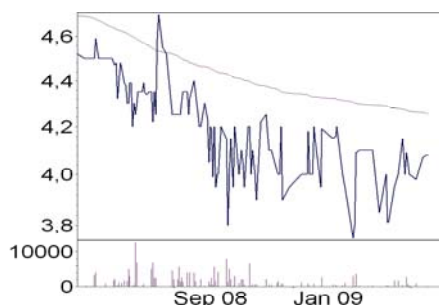
Ausbau der Beteiligungshöhen bei Akquisitionen verläuft planmäßig

Die vwd group meldete zudem in ihrer Zwischenmitteilung vom 14.5. den planmäßigen Ausbau der Beteiligungshöhen bei einigen noch nicht im Vollbesitz befindlichen Akquisitionen. So erwarb vwd durch Ausübung der bestehenden Kaufoption die noch fehlenden 60 Prozent der Anteile an der schweizerischen PortfolioNet AG für umgerechnet 5,4 Mio. Euro (8,1 Mio. CHF).

Zudem wurde Anfang Mai die bereits angekündigte Übernahme von zunächst 51 Prozent der Anteile an der European Derivatives Group (EDG) vollzogen. Für die erste Tranche des EDG-Anteilserwerbs hat vwd nach eigenen Angaben 5,3 Mio. Euro bezahlt. Die zweite Rate des Kaufpreises ist 2012 fällig. Wir gehen davon aus, dass vwd dann auch die verbliebenen 49 Prozent übernehmen wird. Den Gesamtpreis für die zweite Rate und den verbliebenen Anteil schätzen wir auf 5,5 Mio. Euro.

Wir sehen vwd mit diesen beiden Akquisitionen auf einem guten Weg, sich als Dienstleister für Banken und Vermögensverwalter vor allem im Privatkundenbereich zu stärken. Insbesondere das Klassifizierungssystem der EDG im Derivatebereich sollte die Position der vwd group im Markt weiter verbessern.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,55 €	3,65 €
Aktueller Kurs:	3,86 €	
Aktienzahl ges.:	24.624.577	
Streubesitz:	7,0%	
Marktkapitalis.:	93,6 Mio. €	



Quelle: Market-Maker (vwd group)

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	65,1	73,4	80,0	87,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	5,3	8,3	8,7	10,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,5	3,4	4,6	6,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,06	0,14	0,18	0,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	63,3	27,6	21,2	15,4
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%

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

vwd profitiert von der Wiederentdeckung des Privatkundengeschäftes

Das nach dem Konzernumbau von einer Nachrichtenagentur hin zu einem Servicedienstleister in den letzten Jahren bewährte Geschäftsmodell von vwd entfaltet unseres Erachtens in der Finanzkrise seine Vorteile. So erwarten gemäß einer Umfrage des Zentrums für europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim zwei Drittel der befragten Experten, dass das Privatkundengeschäft innerhalb des Geschäftsumfanges an Bedeutung gewinnen wird.

So traf z.B. die Deutsche Bank im Oktober letzten Jahres die strategische Entscheidung, das Privatkundengeschäft auszubauen. Zudem soll es einen höheren Gewinnbeitrag liefern. Traditionell verdienen bislang deutsche Institute im Privatkundengeschäft nicht so viel wie ihre ausländischen Pendanten, weshalb z.B. das deutsche Privatkundengeschäft bei der SEB nach wie vor auf dem Prüfstand steht. So plant die Deutsche Bank, ihre Cost-Income-Ratio (Verhältnis der Kosten zu den Erträgen) in den nächsten Jahren um 10 Punkte auf unter 65 Prozent zu drücken.

Dabei stehen naturgemäß sämtliche Kosten auf dem Prüfstand. Hier liegt vwd mit seinen Angeboten preislich eher unterhalb der Mitbewerber. Zudem wird den Produkten von vielen Marktteilnehmern ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis bescheinigt.

Dieser Sachverhalt dürfte unseres Erachtens auch den Ausschlag für den gemeldeten und bereits kommentierten großen DZ-Auftrag gegeben haben. Nachdem im vergangenen Jahren hier von der vwd group zunächst umfangreiche Vorleistungen getätigt wurden, beginnt das Geschäft jetzt sein volles Ertragspotenzial zu entfalten.

Die vwd group bezifferte den Geschäftsumfang des Geschäftes mit dem Zentralinstitut der Volks- und Raiffeisenbanken auf mehr als 40 Mio. Euro, verteilt auf zehn Jahre. Nachdem vwd-Produkte bereits sowohl bei Privatbanken wie auch bei großen Sparkassen im Einsatz sind, stellt der DZ Bank-Deal eine sehr gute Erweiterung des Kundenspektrums in den Bereich der Genossenschaftsbanken dar.

GSC-Schätzungen für 2009 unverändert

Nach intensivem Studium der Nachrichtenlage und einem Gespräch mit dem Unternehmen sind wir zu der Überzeugung gekommen, unsere vorsichtigen Schätzungen beizubehalten.

Sicherlich bewegt sich auch vwd in Zeiten der Finanzkrise nicht auf „einer Insel der Glückseligkeit“. So dürften nach wie vor Werbeerlöse beim Finanzportal finanztreff.de fehlen, das zum Segment SMS (Specialised Marketing Solutions) gehört. Zudem verdient vwd hier auch durch die Zusammenlegung oder Streichung von Fonds weniger Geld als bisher. Auf der anderen Seite profitiert vwd – wie skizziert – von seiner unter Preis-Leistungs-Gesichtspunkten gut im Markt positionierten Produktpalette.

Insgesamt gehen wir somit weiterhin von einem Umsatz in Höhe von 80 Mio. Euro aus. Das wäre ein Zuwachs von 9 Prozent gegenüber 2008, der jeweils zur Hälfte aus organischem und anorganischem Wachstum resultieren dürfte.

Auf der Ertragsebene gestaltet sich die Entwicklung aufgrund der mit Kaufpreisallokationen zusammenhängenden Abschreibungen auf Software etwas differenzierter. Das operative Ergebnis (EBITDA) sehen wir weiterhin bei 12,9 Mio. Euro, was eine Steigerung gegenüber 2008 von knapp einem Fünftel

bedeuten würde. Das EBIT erwarten wir hingegen weiterhin wegen der angesprochenen, im Vergleich zu 2008 höheren Abschreibungen mit 8,7 Mio. Euro „nur“ um 4,6 Prozent höher, wobei dieser dämpfende Effekt jedoch nur bis ungefähr 2012 andauern sollte.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir unverändert bei 4,6 Mio. Euro. Dabei stammen 0,2 Mio. Euro Gewinnzuwachs aus unserer Prämisse eines leichten Rückgangs der Anteile Dritter. Das Ergebnis je Aktie würde sich in unserem bestätigten Szenario auf 0,18 Euro belaufen. Eine Dividendenausschüttung erwarten wir für 2009 demzufolge noch nicht.

Wachstumstrend sollte auch in 2010 andauern

In 2010 erwarten wir einen unveränderten Umsatz von 87,0 Mio. Euro. Das EBITDA sehen wir bei 15,1 Mio. Euro, das EBIT bei 10,9 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir bei circa 6,4 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,25 Euro entspräche.

Nachdem das vwd-Management auf mehreren Veranstaltungen betonte, dass man „mittelfristig eine kapitalmarktorientierte Dividendenpolitik“ plane, gehen wir für 2010 weiter von einer erstmaligen Ausschüttung aus und setzen diese mit 0,10 Euro je Anteilsschein an. Da eine diesbezügliche Entscheidung in den vwd-Gremien erst im Frühjahr 2011 ansteht, kommentierte das Unternehmen verständlicherweise unsere Dividendenprognose nicht.

Bewertung

Mangels direkt vergleichbarer Mitbewerber behalten wir unsere Bewertung mit Hilfe von sog. „Close-Comparables“ bei. Dabei handelt es sich um Unternehmen, mit denen vwd zumindest in Teilmärkten konkurriert oder die ein im weitesten Sinne ein ähnliches Geschäftsmodell betreiben.

Neben eher technikgetriebenen Unternehmen wie Informa (GB), Interactive Data (USA) und Deutsche Börse berücksichtigen wir auch die international tätigen Nachrichten- bzw. Medienkonzerne Thomson-Reuters (Can/GB) und Mc Graw Hill (USA, Mutterfirma von Standard & Poor's). Daneben erachten wir GfK und ProSiebenSat.1 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 und derzeit mit 2009er-Konsensus-KGVs von 8,6 (GfK) und 7,3 (ProSieben) deutlich niedriger bewertet als im Finanzsektor tätige Unternehmen mit einem im weitesten Sinne ähnlichen Angebotsspektrum.

Dagegen beziehen wir weiterhin die EquityStory AG ein, die mit dem Ad-hoc-Mitteilungsgeschäft ein ähnlich gut planbares Geschäft betreibt wie vwd mit den installierten Terminals, das zudem ebenfalls skalierbar ist. Zur Abrundung führen wir wegen der Konkurrenz zum vwd-Portal „finanztreff.de“ weiter auch Boursorama (F) als börsennotierte Mutter des bekannten Online-Finanzportals OnVista in unserer Peer Group.

Auf Basis unserer vwd-Gewinnschätzung für 2009 von unverändert 0,18 Euro je Aktie und einem durchschnittlichen KGV der Peer Group von 14,4 (bisher 11,8) auf Basis 2008) sowie eines Abschlags von 10 Prozent aufgrund der gegenüber den meisten Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe der vwd-Gruppe kommen wir bei einem KGV von 13,0 (10,6) zu einem fairen Wert von 2,33 (1,91) Euro. Der jetzt höhere Wert resultiert aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen der vwd group berücksichtigen wir auch weiterhin als zweites Standbein in unserem Bewertungsmodell ein DCF-Modell. Unsere Berechnung (Positiver Ausgangs-Cash Flow 8,9 Mio. € vor Akquisitions-Kaufpreisen, Abzinsungszinssatz 6,07%, ewiges Wachstum 0%, Betafaktor 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen ein zweites Zwischenergebnis in Höhe von 5,65 (bisher 5,73) 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 3,99 (3,82) Euro, weshalb wir unser Kursziel von 3,80 auf 4,00 Euro erhöhen und unsere Halteempfehlung erneuern.

Fazit

Die vwd group meldete vor dem Hintergrund der Finanzkrise unseres Erachtens ein gutes Zahlenwerk für das Auftaktquartal 2009. Insofern sehen wir keinen Anlass, unsere derzeit gültigen und unseres Erachtens sehr vorsichtig angesetzten Schätzungen zu revidieren. Der vergleichsweise stabile Geschäftsverlauf schlägt sich unseres Erachtens auch im seit geraumer Zeit wie von uns prognostiziert seitwärts tendierenden Börsenkurs nieder.

Damit sehen wir die vwd-Aktie unverändert adäquat bewertet, erhöhen allerdings aufgrund der gestiegenen Bewertung der Vergleichsaktien unser Kursziel leicht auf 4,00 Euro. Die Aktie repräsentiert somit für uns unverändert eine stabile Halteposition.

Gewinn- und Verlustrechnung

vwd group										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse	65,1	100,0%	73,4	100,0%	80,0	100,0%	87,0	100%	93,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			12,7%		9,0%		8,7%		6,9%	
Materialaufwand	22,2	34,1%	24,3	33,1%	27,3	34,1%	29,7	34,1%	31,7	34,1%
Veränderung zum Vorjahr			9,5%		12,3%		8,7%		6,9%	
Personalaufwand	23,7	36,4%	27,2	37,1%	28,6	35,8%	30,4	34,9%	32,4	34,8%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		5,3%		6,0%		6,6%	
Sonstiges Ergebnis	-12,0	-18,4%	-11,0	-15,0%	-11,2	-14,0%	-11,8	-13,6%	-12,8	-13,8%
Veränderung zum Vorjahr			-8,3%		1,8%		5,6%		8,5%	
EBITDA	7,2	11,1%	10,9	14,9%	12,9	16,1%	15,1	17,4%	16,1	17,3%
Veränderung zum Vorjahr			51,4%		18,2%		17,5%		6,3%	
Abschreibungen	1,9	2,9%	2,6	3,5%	4,2	2,8%	4,2	4,8%	4,2	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			36,8%		61,5%		0,0%		0,0%	
EBIT	5,3	8,1%	8,3	11,3%	8,7	10,9%	10,9	12,6%	11,9	12,8%
Veränderung zum Vorjahr			56,6%		4,6%		26,0%		8,7%	
Finanzergebnis	0,1	0,2%	-0,7	-1,0%	-0,7	-0,9%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,8%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	5,4	8,3%	7,6	10,4%	8,0	10,0%	10,2	11,8%	11,2	12,0%
Steuerquote	57,4%		42,1%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	3,1	4,8%	3,2	4,4%	2,6	3,2%	3,3	3,8%	3,6	3,8%
Veränderung zum Vorjahr			3,2%		-20,2%		28,3%		9,3%	
Jahresüberschuss	2,3	3,5%	4,4	6,0%	5,4	6,8%	7,0	8,0%	7,6	8,2%
Veränderung zum Vorjahr			91,3%		23,3%		28,3%		9,3%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,8		1,0		0,8		0,6		0,4	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,5	2,3%	3,4	4,6%	4,6	5,8%	6,4	7,3%	7,2	7,8%
Veränderung zum Vorjahr			126,7%		36,1%		37,5%		13,3%	
Anzahl der Aktien	24,625		24,683		25,755		25,755		25,755	
Gewinn je Aktie	0,06		0,14		0,18		0,25		0,28	

Aktionärsstruktur

CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH	36,72%
DAH Beteiligungs GmbH	36,50%
Herr Edmund J. Keferstein	15,10%
Herr Spencer Bosse	4,67%
Streubesitz	7,02%

Termine

13.08.2009	Veröffentlichung Halbjahresfinanzbericht 2009
13.11.2009	Zwischenmitteilung 3. Quartal 2009

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 „Kaufem“ 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
06.04.2009	3,80 €	Halten	3,80 €
01.12.2008	4,01 €	Halten	4,20 €
28.08.2008	4,49 €	Halten	4,55 €
13.05.2008	3,95 €	Halten	4,10 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	59,2%	60,0%
Halten	23,7%	26,7%
Verkaufen	17,1%	13,3%

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.