



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

OnVista Group

**Marktsegment: Prime Standard
Branche: Internet**

Update

20. April 2006

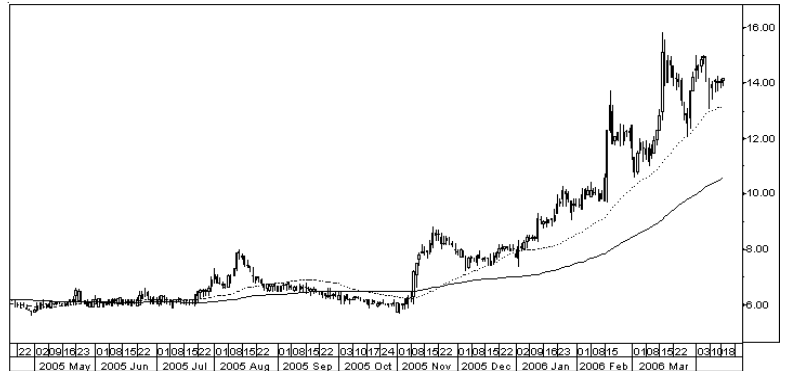
Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

OnVista Group ⁴⁾

Reduzieren
 vorher: **Akkumulieren**
 vom **21.11.2005**

Ereignis:
 Zahlen Q4 2005

Einschätzung:
 Reduzieren



IR	2	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Matthias Engelmayer (Analyst)

OnVista Group

- ⇒ **Der Unternehmensausblick bis 2010 hat uns positiv überrascht. Dieser geht von einem jährlichen Umsatzanstieg in der Range von 20% bis 40% bei einem weiteren Anstieg der Profitabilität (EBIT-Marge 2005: 8,5%) aus**
- ⇒ **Wir erwarten bis 2007 einen Margenanstieg auf 10% (EBIT-Marge 2006e: 9,6%; 2007e: 10,0%) - bedingt u.a. durch erwartete positive Skaleneffekte im Portal-Geschäft und auf Konzernebene (relativ geringere Holdingkosten)**
- ⇒ **Die OnVista-Aktie hat zuletzt u.a. von der Anfang 2007 zu erwartenden hohen Sonderausschüttung von über 25 Mio. Euro (3,75 Euro je Aktie) profitiert (relative Performance 6M: +90%)**
- ⇒ **Auf Basis unseres überarbeiteten DCF-Modells erhöhen wir unser Kursziel auf 13,10 (bislang: 9,40) Euro. Gegenüber dem derzeitigen Kursniveau besteht aktuell ein Downside-Potenzial von 7%. Wir ändern daher unser Votum auf Reduzieren (alt: Akkumulieren)**

OnVista Group		Internet		Performance (ggü. DAX)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31.12.	Rel. 1 Monat	-2,2%			
Aktienanzahl (Mio.)	6,700	www.onvista-group.de		Rel. 3 Monate	42,3%			
Ø Tagesumsatz (Stück)	13.672	Dividende (Euro)	0,10/3,75	Rel. 6 Monate	90,4%			
ISIN	DE0005461602	Zahltag Dividende	28.06.06/Anf. 2007	Rel. 12 Monate	60,1%			
Kurs (Frankfurt)	14,15	Marktkapt. (Mio. Euro)	94,8	Beta	1,30			
19.04.2006	18:09 Uhr	Währung	EUR	Volatilität (90 Tage)	64,6%			
52W Hoch	15,80	Datum	16.03.2006	Prime All Share	0,005%			
52W Tief	5,61	Datum	29.04.2005	Prime Software	0,085%			
Aktionäre:	Stephan Schubert 25,7%; Michael W. Schwetje 25,1%; Fritz Oidtmann 6,2%; Streubesitz 43,0%							
Beteiligungen:	OnVista Media GmbH 100%; Ligatus GmbH 100%							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	3,3
2004	6,95	0,02	0,92	0,42	0,06	97,4	EV/EBIT 07e:	33,3
2005	9,74	0,83	1,61	-0,49	-0,07	neg.	Div-Rendite 05:	27,2%
2006e	12,67	1,21	2,41	1,38	0,21	68,9	CAGR Umsatz 04-07e:	33,3%
2007e	16,47	1,64	2,14	1,22	0,18	77,7	CAGR JÜ 04-07e:	42,7%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS; hist. KGV auf Jahresdurchschnittskursen							RL:	IFRS

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Deutlicher Margenanstieg

Prognosen übertroffen/hohes Sonderausschüttung

Der OnVista-Konzern konnte mit den vorgelegten Jahreszahlen unsere Umsatz- und Ergebnisschätzung um rund 3% übertreffen. Mit einem 2005-Konzernumsatz von 9,744 (6,947) Mio. Euro bzw. einem 2005-Vorsteuerergebnis von 1,607 (0,917) Mio. Euro wurde das Vorjahresniveau um 40% auf Umsatzebene bzw. 75% auf EBT-Ebene übertroffen. Damit hat sich auf Konzernebene die EBT-Marge im Berichtszeitraum um 3,3 Prozentpunkte auf 16,5% erhöht.

Sondereffekt belastet Konzernergebnis

Das 2005-Konzernergebnis ist wie erwartet negativ ausgefallen (-492 Tsd. Euro) und war belastet durch einen einmaligen Sondereffekt von 1,4 Mio. Euro. Dieser resultiert aus einem zusätzlichen Steueraufwand, der sich durch die vollständige Besteuerung des in der Steuerbilanz aus der IS.Teledata-Veräußerung entstandenen Ertrags ergibt.

Sonderdividende von 3,75 Euro je Aktie

Deutlich positiv ist dagegen der für die Dividendenfähigkeit maßgebliche Einzelabschluss der OnVista AG mit einem Jahresüberschuss von 1,00 Mio. Euro ausgefallen. Erstmals wird der OnVista-Konzern eine (reguläre) Dividende von 0,10 Euro je Aktie an die Aktionäre ausschütten. Darüber hinaus wird der Konzern eine Sonderdividende von 3,75 Euro je Aktie zahlen, damit werden insgesamt 25,8 Mio. Euro (inkl. regulärer Dividende) ausgeschüttet werden. Die Sonderausschüttung an die Aktionäre wird Anfang 2007 erfolgen.

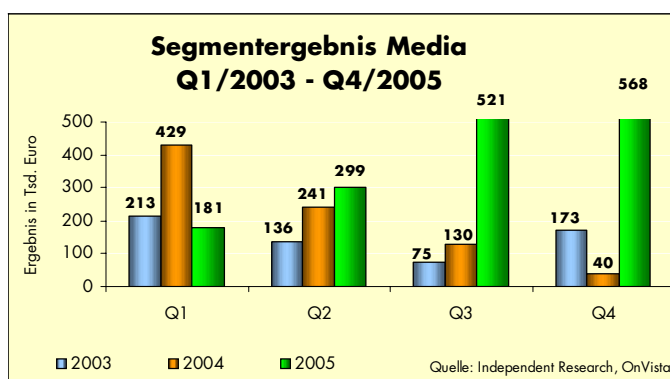
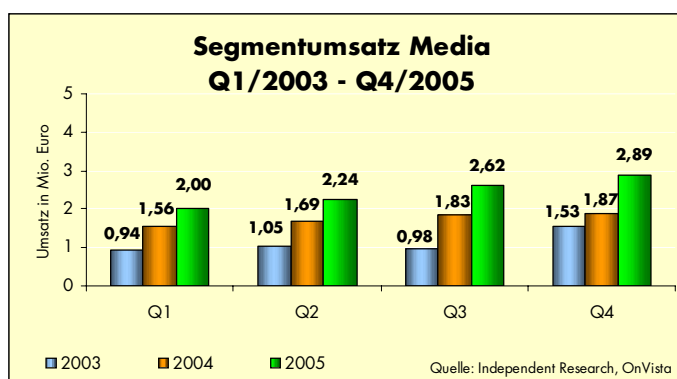
Unverändert komfortable Liquiditätsposition

Die Sonderausschüttung war angesichts einer äußerst komfortablen Liquiditätslage erwartet worden. Durch den Mittelzufluss aus dem Verkauf der IS.Teledata-Beteiligung von 15,2 Mio. Euro war der Finanzmittelbestand zum 31.12.2005 auf 40,1 Mio. Euro angestiegen. Nach der Ausschüttung der regulären Dividende und der Sonderdividende verfügt der OnVista-Konzern mit über 14 Mio. Euro unverändert noch über einen hohen Liquiditätsbestand, der u.E. mehr als ausreichend für die angestrebten Investitionen in dem operativen Geschäft ist.

Hohes Ergebniswachstum im Kerngeschäft Media

Das Geschäftsjahr 2005 war von einem hohen Ergebniswachstum im Kerngeschäftsfeld Media gekennzeichnet. Das 2005-Vorsteuerergebnis in diesem Segment legte um 87% auf 1,569 Mio. Euro zu bei einem Umsatzanstieg von 40% auf 9,75 Mio. Euro. Neben der positiven Entwicklung im Portal-Geschäft hat vor allem das Performance Marketing-Geschäft für einen überdurchschnittlichen Umsatz- und Ergebnisbeitrag in 2005 gesorgt. Der absolute Umsatzzuwachs von 2,8 Mio. Euro wurde in etwa zu gleichen Teilen in dem

Abbildung 1 + 2:



1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Portal-Geschäft und dem Performance Marketing-Geschäft erzielt, wenngleich das Performance Marketing-Geschäft als noch jüngeres Geschäftsfeld einen geringeren Umsatzanteil im OnVista-Konzern leistet als das Portal-Geschäft (rund 35% bis 40%).

Positives Marktumfeld

Mit einer EBT-Marge von 16,1% (+4,0 Prozentpunkte) wurde das Rentabilitätsniveau im Kerngeschäft Media deutlich gesteigert. Dies resultiert vornehmlich aus den hohen Wachstumsraten auf Umsatzebene, die sich bei einem relativ hohen Fixkostenanteil (vor allem im Portal-Geschäft) signifikant in der Ergebnisentwicklung niederschlugen. Die Tochtergesellschaft Ligatus GmbH, wo das Performance Marketing-Geschäft gebündelt wird, profitierte zudem von einem positiven Marktumfeld. Im vergangenen Jahr legten die Brutto-Umsätze in der Online Werbung in Deutschland um 59% auf 885 Mio. Euro zu, dabei im Performance Marketing überproportional um 106% auf 350 Mio. Euro (zum Vergleich: Klassische Online Werbung: +39% auf 535 Mio. Euro).

Ausgeglichenes Ergebnis im Segment Technologies

Im Geschäftsfeld Technologies wurde - wie im Vorfeld angekündigt - ein ausgeglichenes Ergebnis (-32 Tsd. Euro) erwirtschaftet. Der at-equity-Ertrag von 593 Tsd. Euro im Geschäftsfeld Technologies wurde auf Grund des im Rahmen der IS.Teledata-Veräußerung entstandenen Buchverlustes (625 Tsd. Euro) aufgezehrt. Das Segment Corporate Services wies ein leicht positives Ergebnis aus (EBT 2005: 69 Tsd. Euro). Die im Segment Corporate Services verbuchten Holdingkosten wurden dabei durch die Zinserträge im Finanzmittelbestand leicht überkompensiert.

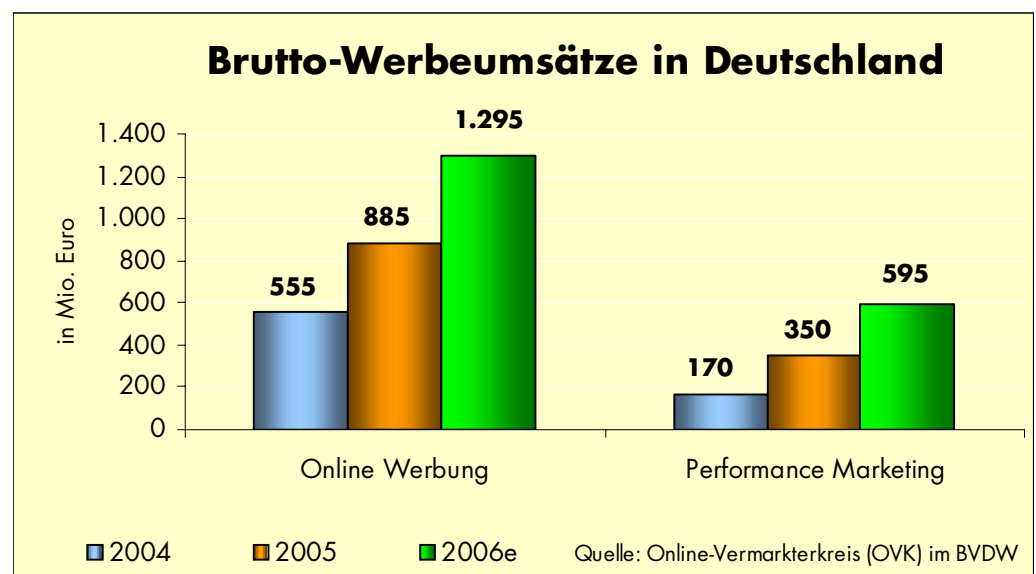
Schätzungen

Hohes Umsatz- und Ergebnisswachstum bis 2010

Der OnVista-Konzern hat bei Vorlage der Geschäftszahlen 2005 für uns einen überraschend positiven Unternehmensausblick abgegeben. Bis 2010 soll der Konzernumsatz jährlich um 20% bis 40% wachsen. Wir waren hier durchschnittlich nur von einem Umsatzwachstum von 17% (CAGR Umsatz 2006e-2010e) ausgegangen. Die EBIT-Marge soll weiter ausgebaut werden. In 2005 lag die EBIT-Marge bei 8,5% - nach 0,3% in 2004.

Zukünftig dürfte der Konzern zur Beurteilung des Rentabilitätsniveaus stärker auf die EBIT-Marge abzielen. Das Vorsteuerergebnis war in den letzten Jahren von hohen Zinserträgen

Abbildung 3:



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Stärkere Fokussierung auf Konzern-EBIT

im Finanzmittelbestand positiv beeinflusst worden. Durch das u.E. verbesserte Kapitalmanagement (Ausschüttung von annähernd 26 Mio. Euro an OnVista-Aktionäre) wird sich dieser positive Effekt zukünftig abschwächen. Wir sehen dies insgesamt positiv, da hierdurch noch stärker die Ertragsqualität im operativen Geschäft verdeutlicht wird.

Konservative Ergebnisprognose 2006

Die Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr (Konzernumsatz: 12,5 Mio. Euro; Vorsteuerergebnis > 2,0 Mio. Euro) halten wir speziell auf Ergebnisebene für konservativ. Das letzte Geschäftsjahr zeigte allerdings, dass das OnVista-Management überaus konservative Annahmen bei der Unternehmensprognose unterstellte. Die in 2005 bereits unterjährig angehobene Unternehmensprognose wurde deutlich übertroffen (Umsatz: 9,744 Mio. Euro nach erwarteten > 9 Mio. Euro; Vorsteuerergebnis: 1,607 Mio. Euro nach erwarteten > 1,5 Mio. Euro).

Anhebung unserer Umsatzschätzung 2006

Wir haben unsere bisherige konservative Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr um rund 3% auf 12,67 Mio. Euro erhöht. Das Umsatzwachstum von 30% (pauschalisiert, da keine detaillierte Segmentsberichterstattung auf Basis der unterschiedlichen Portale bzw. des Performance Marketing-Geschäfts vorliegt) gegenüber dem 2005-Niveau dürfte u.E. einerseits aus dem Portal-Geschäft resultieren - vornehmlich aus dem Fi-

Abbildung 4:

OnVista Group										
Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)										
		Einheit : Mio. Euro								
Geschäftsjahresende :		31.12.								
Rechnungslegungsstandard :		IFRS		2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e
1.	Umsatzerlöse			12,60	12,58	10,84	6,95	9,74	12,67	16,47
	Veränderung ggü. Vorjahr			53%	0%	-14%	-36%	40%	30%	30%
2.	Herstellungsaufwand			7,16	6,46	6,24	2,80	3,63	4,75	6,18
	in % Umsatz			56,8%	51,3%	57,6%	40,3%	37,2%	37,5%	37,5%
3.	Bruttoergebnis vom Umsatz			5,44	6,12	4,60	4,15	6,12	7,92	10,29
	in % Umsatz			43,2%	48,7%	42,4%	59,7%	62,8%	62,5%	62,5%
4.	Marketing- und Vertriebsaufwendungen			3,96	3,27	3,34	1,63	2,05	2,60	3,38
	in % Umsatz			31,4%	26,0%	30,8%	23,4%	21,0%	20,5%	20,5%
5.	Allgemeine Verwaltungsaufwendungen			4,07	4,07	4,10	2,05	2,22	2,79	3,50
	in % Umsatz			32,3%	32,3%	37,8%	29,6%	22,8%	22,0%	21,3%
6.	Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen			1,79	1,26	1,88	0,75	1,25	1,52	1,98
	in % Umsatz			14,2%	10,0%	17,4%	10,8%	12,8%	12,0%	12,0%
7.	Sonstige betriebliche Aufwendungen			0,96	0,00	0,00	0,21	0,27	0,30	0,30
	in % Umsatz			7,6%	0,0%	0,0%	3,0%	2,8%	2,4%	1,8%
8.	Sonstige betriebliche Erträge			0,00	1,29	0,16	0,51	0,51	0,50	0,50
	in % Umsatz			0,0%	10,3%	1,5%	7,3%	5,2%	3,9%	3,0%
9.	Abschreibungen (Amortization)			0,35	0,00	0,45	0,00	0,00	0,00	0,00
	in % Umsatz			2,8%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
10.	Betriebsergebnis (EBIT)			-5,68	-1,19	-5,01	0,02	0,83	1,21	1,64
	in % Umsatz			-45,1%	-9,4%	-46,2%	0,25%	8,5%	9,6%	10,0%
11.	Finanzergebnis			-4,32	1,28	0,51	0,90	0,77	1,20	0,50
	in % Umsatz			-34,3%	10,2%	4,7%	13,0%	7,9%	9,5%	3,0%
12.	Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit			-10,01	0,09	-4,50	0,92	1,61	2,41	2,14
13.	Außerordentliche Erträge/Aufwendungen			0,00	0,00	12,06	0,00	0,00	0,00	0,00
14.	EBT			-10,01	0,09	7,56	0,92	1,61	2,41	2,14
	in % Umsatz			-79,4%	0,7%	69,7%	13,2%	16,5%	19,1%	13,0%
15.	Steuern vom Einkommen und Ertrag			-0,56	-2,29	1,77	0,50	2,10	1,04	0,92
	in % EBT			5,6%	-2576,2%	23,4%	54,0%	130,6%	43,0%	43,0%
16.	Jahresüberschuss/-fehlbetrag			-9,44	2,38	5,79	0,42	-0,49	1,38	1,22
	in % Umsatz			-74,9%	19,0%	53,4%	6,1%	-5,0%	10,9%	7,4%
17.	Minderheitenanteile			0,20	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
18.	Jahresergebnis nach Minderheitenanteilen			-9,25	2,45	5,79	0,42	-0,49	1,38	1,22
	in % Umsatz			-73,3%	19,5%	53,4%	6,1%	-5,0%	10,9%	7,4%
	Anzahl der Aktien (in Mio. St.)			6,648	6,643	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700
19.	Ergebnis je Aktie in Euro			-1,39	0,37	0,86	0,06	-0,07	0,21	0,18
20.	Dividende je Aktie in Euro			0,00	0,00	0,00	0,00	3,85	0,10	0,10

Quelle: Independent Research; OnVista

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Performance Marketing als Wachstumsträger

nanzportal OnVista, das von dem weiterhin positiven Kapitalmarktumfeld profitieren wird - sowie andererseits von dem Performance Marketing-Geschäft. Der Online-Vermarkterkreis des Bundesverbands Digitale Wirtschaft (BVDW) rechnet in diesem Jahr mit einem Anstieg der Brutto-Umsätze der gesamten Online Werbung in Deutschland von 46% auf 1,295 Mrd. Euro (2005: +59%) - im Performance Marketing dabei von 70% auf 595 Mio. Euro (2005: 106%). Die Brutto-Werbeumsätze im Performance Marketing-Geschäft in Deutschland legten seit 2004 um durchschnittlich 87% p.a. zu (zum Vergleich: gesamte Online Werbung: CAGR Umsatz 2004-2006e: +53%).

Anhebung unserer EBIT-Schätzung 2006

Unsere EBIT-Schätzung für das laufende Geschäftsjahr erhöhen wir auf 1,21 Mio. Euro nach bislang erwarteten 0,99 Mio. Euro - bedingt u.a. durch erwartete positive Skaleneffekte im Portal-Geschäft und auf Konzernebene (relativ geringere Holdingkosten). Unsere neue EBIT-Schätzung liegt mit 2,41 Mio. Euro geringfügig unter unserer bisherigen Prognose von 2,44 Mio. Euro. Dies resultiert aus einem niedrigeren positiven Finanzergebnis als von uns bislang prognostiziert. Durch den Verkauf der 36%-Beteiligung an IS.Teledata setzt sich das zukünftige Finanzergebnis ausschließlich aus dem Zinsergebnis aus dem Finanzmittelbestand zusammen. Bei einem erwarteten durchschnittlichen Finanzmittelbestand von rund 40 Mio. Euro in 2006 (Sonderausschüttung erfolgt erst Anfang 2007) sowie einer Verzinsung von rund 3% erwarten wir einen Zinsertrag von 1,20 (bislang: 1,45) Mio. Euro.

Geringere Zinserträge in 2007

Unsere 2007-Prognosen sehen bei einem Umsatzwachstum von 30% auf 16,47 Mio. Euro einen überproportionalen Ergebnisanstieg vor (EBIT 2007e: +36% auf 1,64 Mio. Euro). Das Vorsteuer- und Nettoergebnis dürfte nach unseren Schätzungen allerdings unter dem 2006-Niveau liegen, da nach der Sonderausschüttung von über 25 Mio. Euro Anfang 2007 der positive Ergebnisbeitrag von den Zinserträgen aus dem Finanzmittelbestand geringer ausfallen wird (0,50 Mio. Euro in 2007e nach 1,20 Mio. Euro in 2006e). Unsere 2007-Prognose zum Vorsteuerergebnis liegt bei 2,14 Mio. Euro - nach 2,41 Mio. Euro in 2006e.

Bewertung und Fazit

Optimistischer Unternehmensausblick

Der Unternehmensausblick bis 2010 hat uns positiv überrascht. Der OnVista-Konzern geht von einem jährlichen Umsatzanstieg in der Range von 20% bis 40% aus und rechnet damit mit einer ähnlich hohen Wachstumsdynamik wie in 2005 (Konzernumsatz 2005: +40%). Unsere bisherige Umsatzprognose sah bislang nur ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 17% p.a. vor (CAGR Umsatz 2006e-2010e). Die Unternehmensprognose einer weiteren Steigerung der Profitabilität halten wir für realistisch. Durch positive Skaleneffekte im Portal-Geschäft und auf Konzernebene (relativ geringere Holdingkosten) erwarten wir in 2006 und 2007 einen weiteren Margenanstieg (EBIT-Marge 2005: 8,5%; 2006e: 9,6%; 2007e: 10,0%).

Weiterhin hohe (operative) Ertragsdynamik

Auf Grund des zu erwartenden niedrigeren positiven Finanzergebnisses (Sonderausschüttung von über 25 Mio. Euro Anfang 2007) erwarten wir beim Vorsteuerergebnis bzw. Konzernergebnis nach Steuern in 2007 eine rückläufige Entwicklung (EBT 2007e: 2,14 Mio. Euro nach 2,41 Mio. Euro in 2006e; Konzernergebnis nach Steuern 2007e: 1,22 Mio. Euro nach 1,38 Mio. Euro in 2006e). Dennoch dürfte sich die Ertragsqualität deutlich verbessern. Mit einem EBIT von 1,21 Mio. Euro (+46% gegenüber 2005-Niveau)

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Abbildung 5:

OnVista Group in Mio. Euro	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	12,67	16,47	21,41	27,83	36,18	43,41	47,75	52,53	57,78	63,56
Wachstum Umsatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	9,6%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
EBIT	1,21	1,64	2,25	3,06	4,16	5,21	5,73	6,30	6,93	7,63
- Ertragssteuern	-1,04	-0,92	-0,88	-1,19	-1,62	-2,03	-2,23	-2,46	-2,70	-2,97
+ Abschreibungen	0,70	0,91	1,18	1,53	1,99	2,39	2,63	2,89	3,18	3,50
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash-Flow	0,87	1,63	2,55	3,40	4,53	5,57	6,12	6,73	7,41	8,15
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,20	-0,10	0,20	-0,20	-0,83	-0,72	0,30	-0,43	0,20	-0,52
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,91	-1,18	-1,53	-1,99	-2,39	-2,63	-2,89	-3,18	-3,50	-3,85
Free Cash-Flow	-0,23	0,35	1,22	1,21	1,31	2,22	3,53	3,13	4,11	3,78
Barwerte	-0,22	0,30	0,97	0,89	0,88	1,38	2,02	1,65	1,99	1,69
Summe Barwerte	11,56									
Terminalwert	36,24									
										in % vom Gesamtwert : 76%
Wert des operativen Geschäfts	47,80									
+ Überschüssige liquide Mittel	40,09									
- Fremdkapital	0,00									
Marktwert Eigenkapital	87,89									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	6,700									
Kurs (Euro)	13,12									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:

Langfristige Bilanzstruktur:	EK:	70%	FK:	30%	
Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,10	Risikoprämie FK:	1,00%
		Risikopr.:	6,00%	Tax-Shield:	40,00%
		Zins EK:	10,60%	Zins FK:	3,00%
Wachstum FCF:	3,5%	WACC:	8,32%	Datum:	19.04.2006

Quelle: Independent Research

in 2006e bzw. 1,64 Mio. Euro (+36% gegenüber 2006-Niveau) in 2007e erwarten wir weiterhin eine hohe Wachstumsdynamik auf EBIT-Ebene.

Starker Kursanstieg durch Sonderdividende

Die OnVista-Aktie hat zuletzt u.a. von der Anfang 2007 zu erwartenden hohen Sonderausschüttung profitiert (relative Performance 6M: +90%). Von dem derzeit komfortablen Liquiditätsbestand von über 40 Mio. Euro (inkl. Veräußerungserlös aus IS.Teledata-Verkauf) werden insgesamt 3,75 Euro je Aktie als Sonderdividende ausgeschüttet (insgesamt über 25 Mio. Euro). Zudem wird erstmals mit 0,10 Euro je Aktie eine reguläre Dividende gezahlt werden.

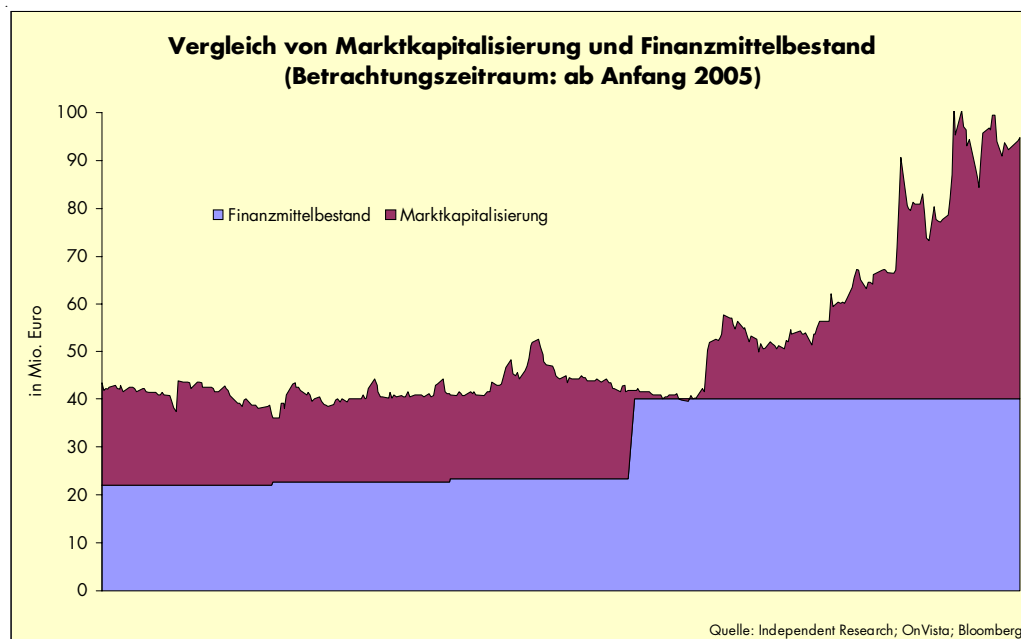
Operatives Geschäft mit 55 Mio. Euro bewertet

Durch die positive Kursentwicklung in den vergangenen Monaten wird das (sowohl auf Umsatz- als auch Ergebnisebene) wachstumsstarke operative Geschäft von OnVista stärker im Aktienkurs eingepreist. Lag Anfang des vergangenen Geschäftsjahres der Wert der operativen Geschäftstätigkeiten von OnVista (auf Basis der Marktkapitalisierung) bei rund 21 Mio. Euro, wird das operative Geschäft vom Markt derzeit mit einem Wert von rund 55 Mio. Euro bewertet (siehe Abbildung 6).

Auf Basis unserer überarbeiteten Umsatz- und EBIT-Schätzungen haben wir zudem unsere Annahmen in unserem DCF-Modell angepasst. Insgesamt hat sich der WACC mit 8,32% (bislang: 8,49%) nur geringfügig verändert. Einer höheren risikofreien Rendite (4,0% nach bislang 3,5%) stand u.a. eine Verringerung des Beta auf 1,10 (bislang: 1,30; zum Ver-

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Abbildung 6:



**Neues Kursziel von 13,10
(bislang: 9,40) Euro**

gleich: 0,97 laut Bloomberg) bzw. einer Erhöhung der Wachstumsrate des Free Cash-Flows in Phase III des DCF-Modells auf 3,5% (bislang: 2,0%) auf Grund der positiven Wachstumsaussichten des OnVista-Konzerns gegenüber. Auf Basis unseres adjustierten DCF-Modells erhöhen wir unser Kursziel auf 13,10 (bislang: 9,40) Euro. Gegenüber dem derzeitigen Kursniveau besteht aktuell ein Downside-Potenzial von 7%. Wir ändern daher unser Votum auf Reduzieren (alt: Akkumulieren).

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 20.04.2006

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- 4) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen OnVista Group; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 20.04.2006

**Independent Research GmbH
Staufenstraße 46
60323 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**



Independent Research

Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de