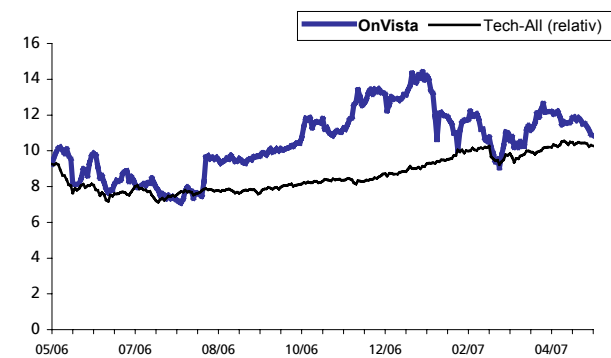


KaufenRisiko: **Kursziel: EUR 14,50****Growth On Vista**

(Erstschätzung) hoch

Bloomberg: ONV GY Kurs: EUR 10,85
 Reuters: ONVG.DE Tech-AS: 1.075,45
 ISIN: DE0005461602
 Internet: www.OnVista-group.de
 Segment: Prime Standard
 Branche: Software



Kursdaten: Bloomberg 07.05.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 14,74 / EUR 6,99
 Marktkapitalisierung: EUR 72,70 Mio.
 Enterprise Value (EV): EUR 60,43 Mio.
 Aktienzahl: 6,70 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 43,73%
 (inkl. Burda Digital Ventures 21,1%)
 Stephan Schubert 25,08%
 Michael W. Schwetje 25,05%
 Fritz Oidtmann 6,14%

Termine: Zahlen Q1/07 10.05.2007
 Hauptversammlung 13.06.2007
 Zahlen Q2/07 14.08.2007
 Zahlen Q3/07 14.11.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 08.05.2007
 Jochen Reichert (Analyst) +49-(0)40 309537-13
 Wais Samadzada (Analyst) +49-(0)40 309537-18

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
 Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
 Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
 Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
 Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
 Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
 Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
 Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
 Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
 Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
 Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
 Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
 Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
 Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
 Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
 Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
 Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
 Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Die Geschäftstätigkeit der OnVista Group (1998 gegründet, derzeit ca. 106 Mitarbeiter, Unternehmenssitz in Köln) umfasst: (1) den Betrieb von derzeit zwei eigenen Portalen, (2) die Vermarktung von Drittseiten sowie das (3) Performance Marketing. Das Finanz- und Börsenportal **OnVista** bildet dabei den **Kern der Portalaktivitäten**. Mit mehr als 100 Mio. Page Impressions sowie ca. 450.000 Mio. Unique Users ist OnVista **Marktführer** unter den **Finanzportalen in Deutschland**. Neben dem Finanzportal betreibt die OnVista Gruppe die Seite Onmeda (ca. 645 Tsd. Unique User; +29% yoy), die auf das Thema Gesundheit spezialisiert ist.

Der **Boom in der Online-Werbung** ist der **primäre Treiber** des Umsatzes bis 2009e. Mit den eigenen Portal-Aktivitäten OnVista und Onmeda, den Online-Vermarkter-Aktivitäten sowie mit Ligatus als Performance-Vermarkter von Werbeflächen ist die OnVista-Gruppe hervorragend positioniert, um anhaltend hohe Topline-Wachstumsraten zu erzielen. Wir gehen davon aus, dass OnVista zwischen 2006 und 2009e durchschnittlich pro Jahr den Umsatz um 38% auf EUR 37,1 Mio. steigern kann.

In 2006 wurden ca. 75% des Umsatzes in Höhe von EUR 14,1 Mio. mit Kunden aus der Finanzdienstleistungsindustrie erzielt. Diese Kunden haben aufgrund der Börsenhausse ihre **Werbespendings** in 2006 **deutlich ausgeweitet**. Daher beruht die Strategie von OnVista – neben der Verteidigung der **Marktführerschaft unter den Finanzportalen** – darauf, die Umsatzbasis des Konzerns zu erweitern. Entsprechend hat OnVista im Geschäftsjahr 2006 erste Projekte in der **Drittvermarktung gestartet**. Mit der Akquisition des Online-Vermarkters Ad2Net im März 2007 konnten die Aktivitäten in der Drittvermarktung erheblich ausgebaut werden. (Umsatzbeitrag 2007 ca. EUR 5,5 Mio.). Neben dem zweiten Themenportal Gesundheit (Onmeda) erwarten wir, dass OnVista weitere Themenportale aufbauen wird.

Dominierender Treiber des Topline-Wachstums wird der Boom in der **Online-Werbung** sein. In den nächsten vier Jahren rechnen wir mit einem **durchschnittlichen Wachstum** des Online-Werbemarktes von **25% p.a.** OnVista ist mit der zwei Säulenstrategie: (1) die **Marktführerschaft** unter den Finanzportalen in Deutschland zu **verteidigen** und (2) die Umsatzbasis zu verbreitern durch das Erschließen neuer Erlösquellen (z.B. Einstieg in das Brokerage), sukzessiven Ausbau der **Drittvermarktung** sowie **neue, eigene Themenportale** (Gesundheit) hervorragend positioniert, um überproportional am Boom der Online-Werbung zu partizipieren und die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt zu reduzieren. Um die Abhängigkeit vom Werbemarkt zu verringern, plant die OnVista Group darüber hinaus Aktivitäten, die auf völlig neuen Internet-Geschäftsmodellen beruhen.

Diese Einschätzung unterstreichen wir durch unsere Prognosen und erwarten einen **Anstieg des EBITDA bis 2009e um 55% p.a.** auf EUR 8,5 Mio. Auf Grund der erwarteten herausragenden operativen Performance sowie dem derzeitigen Kursniveau empfehlen wir die Aktie mit einem Kursziel von EUR 14,50 (DCF-basierend) zum Kauf.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 10,85 EUR					
Umsatz	9,7	14,1	25,3	32,1	40,2
<i>Rohtragsmarge</i>	62,8%	70,3%	70,5%	70,5%	70,8%
EBITDA	1,4	2,2	4,7	6,3	8,5
<i>EBITDA-Marge</i>	14,0%	15,9%	18,6%	19,7%	21,1%
EBIT	0,8	1,5	3,5	4,9	6,9
<i>EBIT-Marge</i>	8,5%	10,9%	13,9%	15,3%	17,1%
Nettoergebnis	-0,5	1,6	2,7	3,7	5,0
Ergebnis je Aktie	-0,07	0,24	0,40	0,55	0,75
Cash-Flow je Aktie	0,16	0,23	0,25	0,40	0,60
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,12	0,17	0,23
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	1,1%	1,6%	2,1%
EV/Umsatz	6,20	4,30	2,39	1,88	1,50
EV/EBITDA	44,41	27,02	12,84	9,56	7,13
EV/EBIT	72,65	39,60	17,18	12,29	8,80
KGV	n.m.	45,21	27,13	19,73	14,47
ROCE	1,8%	4,5%	15,5%	19,4%	23,6%
Adj. Free Cash Flow Yield	3,5%	6,5%	6,9%	9,2%	12,3%

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen & Produkte

Kennzahlen

Unternehmenshintergrund

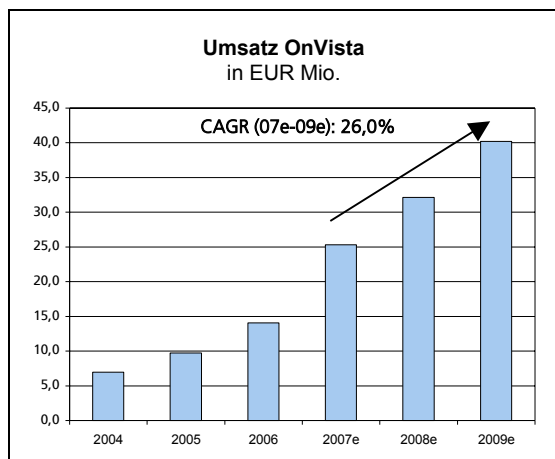
Die Geschäftstätigkeit der OnVista Group (1998 gegründet, derzeit ca. 130 Mitarbeiter, Unternehmenssitz in Köln) umfasst: (1) den Betrieb von derzeit zwei eigenen Portalen, (2) die Vermarktung von Drittseiten sowie das (3) Performance Marketing. Das Finanz- und Börsenportal OnVista bildet dabei den Kern der Portalaktivitäten. Mit mehr als 100 Mio. Page Impressions sowie ca. 450.000 Mio. Unique Users ist OnVista Marktführer unter den Finanzportalen in Deutschland. Das Portal stellt den Nutzern **umfangreiche Informationen, Analyse- sowie Suchtools** rund um das Thema Aktien, Fonds und Zertifikate zur Verfügung. Neben dem Finanzportal betreibt OnVista die Seite Onmeda (ca. 645 Tsd. Unique User; +29% yoy), das auf das Thema Gesundheit spezialisiert ist. **Wesentliche Erlösquelle** im Geschäftsfeld Portalbetrieb ist derzeit die **Online-Werbung** (ca. 90% der Umsätze). Im Geschäftsfeld Performance-Marketing bucht OnVista unter der Marke Ligatus Werbeflächen auf Drittportalen und vermarktet diese wiederum direkt an Werbekunden. Charakteristik des Performance-Marketings ist, dass es sich vorwiegend um „cost-per-click“ oder „cost-per-lead“-Deals handelt. Das Ziel von Unternehmen, die Performance-Marketing Dienstleistungen in Anspruch nehmen, ist, den Nutzer zu einer Aktion zu bewegen (Eingabe einer Adresse, Anforderung von Informationen, Kauf eines Produkts bzw. einer Dienstleistung). In der Drittvermarktung vertreibt OnVista unter der Marke Ad2Net Werbeflächen von Unternehmen, die auf ihren Portalen zur Verfügung stehenden Werbeflächen nicht selbst vermarkten wollen und deshalb auf einen spezialisierten Vermarkter zurückgreifen. Mit dem im März 2007 getätigten Kauf von Ad2net konnte OnVista das Portfolio an Drittportalen um knapp 100 Websites erweitern und hat den Durchbruch in punkto kritische Marktgröße als Online-Vermarkter geschafft. Dadurch kommt die OnVista-Gruppe derzeit auf ca. 1,6 Mio. Unique User und würde Platz 20 in der AGOF-Rangfolge einnehmen.

In 2006 steigerte OnVista den Umsatz um 44% auf EUR 14 Mio. Davon wurden nach unseren Schätzungen ca. EUR 4,5 Mio. mit Performance-Marketing und 9,5 Mio. mit eigenen Portalen erzielt. Bei der erst Ende 2006 gestarteten Vermarktung von Drittportalen fielen nach Unternehmensangaben nicht nennenswerte Erlöse an. Wesentliche Treiber des Umsatzsatzwachstums waren ein **boomender Online-Werbemarkt** (Bruttowerbeausgaben nach Nielsen: +67% auf EUR 700 Mio.) sowie die **anhaltende Hausse an den Aktienmärkten**. Steigende Aktienkurse führen zu steigendem Interesse privater Investoren an Finanz- und Börsenthemen sowie an Finanz-, Zertifikat- und Fondsprodukten. Entsprechend hoch waren die Werbeaktivitäten vergleichbarer Anbieter von Finanzprodukten. Gleichzeitig stellt dies eines der größten Risiken der Gesellschaft dar. Ca. 85% der mit Online-Werbung generierten Umsätze wurden in 2006 mit Unternehmen aus dem Finanzbereich erzielt. Sollten die Kurse an den Börsen nachhaltig einbrechen, dürfte die Werbeaktivität der Finanzkunden deutlich abnehmen. Aus diesem Grund ist die Strategie von OnVista darauf ausgerichtet, neben dem Ausbau der Marktführerschaft des Kernportals OnVista, die **Umsatzbasis auf weitere Säulen** zu stellen.

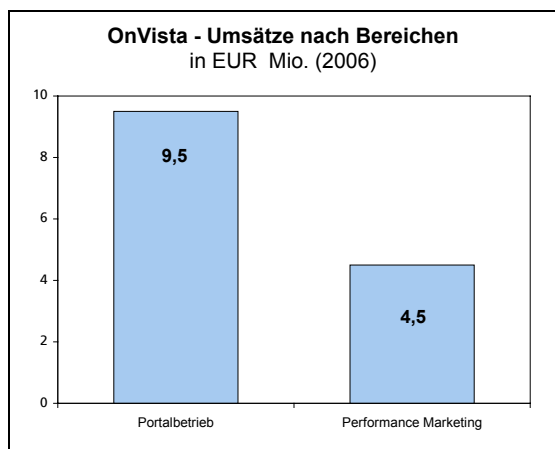
Strategie: Ausbau der Marktführerschaft des Finanzportals sowie Erschließung neuer Geschäftsfelder im Bereich Internet

Die Strategie von OnVista basiert im Wesentlichen auf zwei der folgenden Säulen:

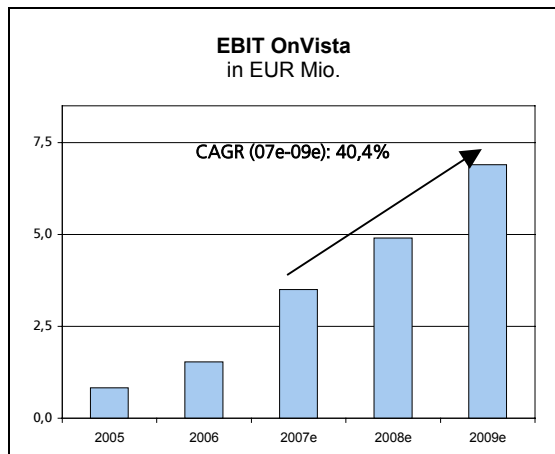
Erste Säule: Mit der **Einführung neuer Analysetools** auf der Website OnVista soll die Marktführerschaft im Bereich der Finanzportale gefestigt werden. Darüber hinaus sollen mehr **Werbekunden außerhalb des Finanzbereichs** gewonnen werden. Hierfür spricht, dass die Nutzer von OnVista vorwiegend männlich sind und ein überdurchschnittliches Einkommen haben. Dieses Klientel sollte z.B. auch für Unternehmen aus der Automobil- oder Telekommunikationsbranche interessant sein. Um die Nutzerschaft weiter zu monetarisieren, wurde in 2007 die **Wertschöpf-**



Grafik 1; Quelle: OnVista, SES Research



Grafik 2; Quelle: SES Research



Grafik 3; Quelle: OnVista, SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

fungskette des Portals **um Brokerage-Dienste erweitert**. Beim Brokerage kooperiert OnVista mit dem Online-Broker e-Trade. OnVista-Nutzer können direkt auf dem Portal ein Depot eröffnen und handeln. An allen zukünftigen Erlösen, die e-Trade mit dem Privatkunden erzielt, ist OnVista beteiligt. Wir gehen davon aus, dass in 2009e der Anteil des Brokerage am erwarteten Umsatz für das Finanzportal bei ca. 10% liegen sollte.

Zweite Säule: Neben dem Ausbau der Marktführerschaft des Finanzportals sowie der **Erweiterung der Wertschöpfungskette** ist es das erklärte Ziel von OnVista, die Abhängigkeit vom Thema Börse und insbesondere die **Abhängigkeit von der Kapitalmarktentwicklung** zu reduzieren. Hierfür wurde in 2004 ein Gesundheitsportal akquiriert, das 2005 unter dem Namen Onmeda gerelauncht wurde. Darüber hinaus sammelte OnVista in 2006 erste Erfahrungen in der Drittvermarktung. Um den Einstieg in das neue Geschäftsfeld zu beschleunigen, akquirierte OnVista im März 2007 den Online-Werbevermarkter Ad2Net (Umsatz in 2006 ca. EUR 5,5 Mio.) und erweiterte dadurch das Kundenportfolio um ca. 100 Websites sowie monatlichen Page Impressions von ca. 1 Mrd.

OnVista hat angekündigt, **weitere Akquisitionen** zu prüfen, um die bestehenden Aktivitäten zu stärken oder die eigenen Portale **weitere Themenportale** zu erweitern. Außerdem entwickelt OnVista - gemäß eigener Aussagen - **alternative Internet-Geschäftsmodelle**, die nicht auf Werbeerlösen beruhen. Ziel ist es, nicht nur **weitere Wachstumsmöglichkeiten** zu erschließen, sondern vor allem die Abhängigkeit von Werbeerlösen zu verringern.

Herausragende strategische Positionierung, um nachhaltig Topline-Wachstum zu generieren

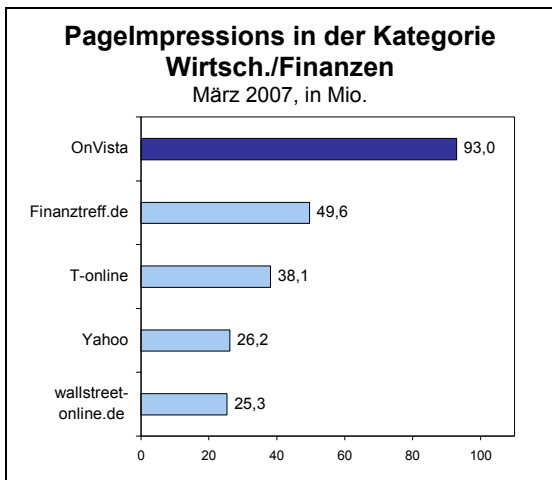
Aus unserer Sicht schafft sich OnVista mit der Zweisäulen-Strategie eine herausragende Position, um von den globalen Trends des Internets, wie z.B. (1) **steigende Internetnutzung**, (2) **Verschiebung des Medienverhaltens** hin zum Internet und (3) **hohen Wachstumsraten** des Online-Werbemarktes in Deutschland (ca. 25% p.a. in den nächsten vier Jahren), zu profitieren.

Mit der **strategischen Positionierung** als **Portalbetreiber** verschiedener Themengebiete (derzeit Finanzen und Gesundheit) und als **Vermarkter von Drittsites** hat die OnVista-Gruppe eine **kritische Reichweiten-Größe erreicht** (ca. 1,6 Mio. Unique User inklusive Ad2Net), um Werbetreibenden eine **attraktive Plattform** zur Vermarktung ihrer Produkte oder zur Markenbildung zu präsentieren. Mit dem erwartenden Aufbau neuer Themenportale wird OnVista es gleichzeitig schaffen, die Abhängigkeit von den Finanzmärkten weiter zu reduzieren.

Wettbewerbsqualität

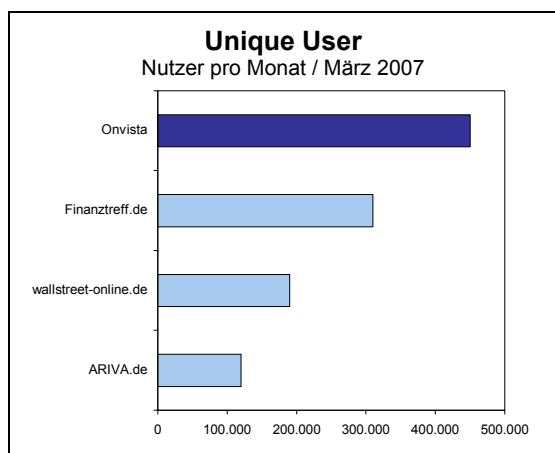
Online-Werbung hat gegenüber klassischer Werbung eine Reihe von Vorteilen. Die Mediennutzung befindet sich derzeit im Umbruch. Konsumenten reduzieren nach und nach die Nutzung klassischer Medien, wie Fernsehen und Zeitung. Gleichzeitig steigt die Verweildauer im Internet an. Dies führt dazu, dass Werbetreibende ihre Budgets verstärkt hin zu Online-Werbung verschieben werden. Dies belegen die hohen Wachstumsraten der Bruttowerbeausgaben in 2006 sowie im ersten Quartal 2007 (+67% auf EUR 700 Mio. bzw. +43% auf EUR 183 Mio.). Neben dem Umbruch im Medienverhalten ist der Erfolg der Online-Werbung messbar. Zudem lässt sich Online-Werbung gegenüber klassischen Medien viel zielgruppenspezifischer einsetzen.

Gegenüber Generalisten-Portalen grenzt sich die Finanzsite **OnVista** deutlich ab. Sie spricht eine **klar definierte Zielgruppe** an: männlich, kapitalmarktaffin und hohes Einkommen. Für viele Werbetreibende (Automobilbranche) stellt dies eine **äußerst lukrative Zielgruppe** dar. Gegenüber den direkten Konkurrenten (Wallstreet-Online.de, Finanztreff.de, Ariva.de und Finanzen.de) hat OnVista den Vorteil der Marktführerschaft. **OnVista** ist - gemessen an der Zahl der Unique User (knapp 450 Tsd.) –



Grafik 4; Quelle: IWV, OnVista

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 5; Quelle: AGOF

nahezu um die Hälfte größer als Finanztreff.de (die Nummer zwei der Branche). Darüber hinaus hat OnVista einige Features, die die unmittelbaren Konkurrenten Internet-Nutzern nicht bieten können. Insbesondere die in 2007 in Kooperation mit e-Trade eingeführte Brokerage-Funktion, schafft klare Wettbewerbsvorteile gegenüber Konkurrenten.

Theoretisch sind die Markteintrittsbarrieren technologisch, rechtlich und zeitlich betrachtet relativ gering. Notwendige Server-Kapazitäten sowie Software-Tools können extern erworben werden. Jedoch handelt es sich um einen relativ kleinen Markt. Die börseninteressierte Nutzerschaft, die regelmäßig spezialisierte Finanzsites nutzt, beziffern wir auf ca. 1,5 Mio. Die Nutzerschaft dürfte in den nächsten Jahren nicht sonderlich steigen. Zudem ist der enge Markt bereits mit mehreren Portalen und den Webseiten der (Direkt-)Banken besetzt. Um Nutzer auf eine neue Finanzsite zu locken, wären erhebliche Marketing-Aufwendungen notwendig. Diese Faktoren sollten potenzielle neue Wettbewerber abhalten, in den Markt einzutreten.

Finanzen und Ausblick

Der **Boom in der Online-Werbung** ist der primäre **Treiber des Umsatzes** bis 2009e. Mit den eigenen Portal-Aktivitäten (OnVista und Onmeda), den Online-Vermarkter-Aktivitäten sowie mit Ligatus als Performance-Vermarkter ist die OnVista-Gruppe hervorragend positioniert, um anhaltend hohe Topline-Wachstumsraten zu erzielen. Wir gehen davon aus, das OnVista zwischen 2006 und 2009e durchschnittlich pro Jahr den Umsatz um 38% auf EUR 37,1 Mio. steigern kann.

Aufgrund von **Skaleneffekten** (Verwaltungskosten, Forschungs- und Entwicklung) gehen wir von einem **deutlich überproportionalen EBITDA-Anstieg** aus. Wir erwarten, dass das EBITDA zwischen 2006 und 2009e um 55% p.a. auf EUR 8,5 Mio. steigt (Marge: 21,1%).

Das Eigenkapital betrug zum Stichtag 31.12.2006 EUR 21,5 Mio. und entsprach damit 41,3% der Bilanzsumme. Das Unternehmen verfügt über keine Finanzverbindlichkeiten. Die liquiden Mittel betragen zum 31.12.2006 ca. EUR 41,1 Mio., sollten aber um die Sonderausschüttung am 16.01.2007 (EUR 25 Mio.) und den Erwerb der Ad2Net im März 2007 (EUR 4,5 Mio.) auf ca. EUR 12,0 Mio. abgenommen haben.

Bewertung

Zur Ermittlung des Kursziels haben wir die drei Bewertungsverfahren DCF, Free Cashflow Yield sowie Peer Group Vergleich genutzt. Auf Basis der DCF-Methode ermitteln wir ein Kursziel von EUR 14,50 je Aktie. Der Free Cash Flow Yield Ansatz führt auf Basis unserer Prognosen für 2009e zu einem fairen Wert von EUR 13,0. Der Peer Group Vergleich auf Basis einer EV/EBIT- sowie KGV-Bewertung zeigt ein Upside-Potential von ca. 18% bis 30%. und unterstreicht das Ergebnis des DCF-Modells.

Newsflow

Im ersten Quartal 2007 stiegen gemäß Nielsen die Online-**Bruttowerbespendings** gegenüber dem Vorjahreszeitraum **um 42% auf EUR 183 Mio.** Das hohe Wachstum sollte sich in den **Q1-Zahlen** von OnVista widerspiegeln.

Aufgrund der im März 2007 getätigten **Ad2Net-Akquisition** dürfte sie die OnVista-Gruppe in der AGOF-Vermarkter-Liste von Rang 22 auf Rang 20 verbessern.

In der zweiten Jahreshälfte rechnen wir damit, dass OnVista ein neues Internet-Geschäftsmodell präsentiert. Mit der Akquisition oder dem eigenen Aufbau weiterer Themenportale ist voraussichtlich nicht vor 2008 zu rechnen.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Schlussfolgerung

Dominierender Treiber des Topline-Wachstums wird der Boom in der Online-Werbung sein. In den nächsten vier Jahren rechnen wir mit einem durchschnittlichen Wachstum des Online-Werbemarktes von 25% p.a. OnVista ist mit der zwei Säulenstrategie (1) die Marktführerschaft unter den Finanzportal in Deutschland zu verteidigen und (2) die Umsatzbasis durch das Erschließen neuer Erlösquellen (z.B. Einstieg in das Brokerage) sukzessiven Ausbau der Drittvermarktung sowie Aufbau neuer, eigener Themenportale (bisher Gesundheit) hervorragend positioniert, um überproportional am Boom der Online-Werbung zu partizipieren und die Abhängigkeit von Finanzkunden zu reduzieren. Diese Einschätzung unterstreichen wir durch einen Anstieg des EBITDA bis 2009e um 55% p.a. auf EUR 8,5 Mio. Darüber hinaus möchte OnVista die Abhängigkeit von Werbeerlösen reduzieren, indem sie Aktivitäten startet, die auf völlig neuen Internet- Geschäftsmodellen beruhen. Letztere haben wir aufgrund der bislang vagen Angaben in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

OnVista steht in Konkurrenz zu klassischen Medien sowie zu Internet-Portalen. Letztere lassen sich in Generalisten- und Spezialistenportale einteilen.

Für Werbetreibende bietet die Online-Werbung gegenüber klassischen Medien wie Fernsehen, Zeitung und Radio eine Reihe von Vorteilen. Zunächst ist der allgemeine Trend zu beobachten, dass zwischen den Mediengattungen eine Verschiebung in der Nutzung stattfindet. Private Haushalte reduzieren die Nutzung von Fernsehen und Zeitung und erhöhen die Nutzung des Internets. Dies spricht dafür, dass **werbetreibende Unternehmen ihre Werbekampagnen verstärkt im Internet platzieren** werden. Gegenüber klassischer Werbung kann Online-Werbung **zielgruppenspezifischer** eingesetzt werden. Neue Technologien werden es zukünftig ermöglichen, auf einzelne Nutzer zugeschnittene Werbung zu platzieren. Der Erfolg von Online-Werbung ist direkt über die Auswertung des Nutzerverhaltens messbar. Im Falle von Cost-per-Click-, Cost-per-Lead oder Cost-per-Order-Deals (zur Generierung von Traffic, Adressen bzw. Aufträgen) ist er sogar die Abrechnungsbasis. Schließlich spricht für Online-Werbung, dass das Preisniveau noch deutlich unter dem vieler klassischer Medien liegt.

OnVista als Kernportal des Unternehmens spricht eine **klar definierte Zielgruppe** an: männlich, zwischen 20 und 45 Jahren, kapitalmarktaffin, höheres Einkommen. Gegenüber Generalisten-Portalen bietet OnVista somit eine klar umgrenzte Nutzerschaft bzw. Reichweite. Damit lassen sich Streuverluste im Vergleich zu Generalisten-Portalen eher gering halten. Zusätzlich weist OnVista im Vergleich zu Generalisten-Portalen eine relativ hohe Verweildauer aus. So hat die Site OnVista eine **hohe durchschnittliche Verweildauer pro Nutzer von 84 Minuten pro Monat**. Generalisten-Portale kommen in der Regel auf eine Verweildauer von 15 bis 25 Minuten pro Monat.

Gegenüber den wesentlichen Konkurrenten bei den spezialisierten Finanzportalen wallstreet-online.de, finanztreff.de, ariva.de und finanzen.net grenzt sich OnVista als Marktführer zum einen durch ein **umfassendes Angebot an Informations-, Analyse-, und Suchtools** ab (siehe Tabelle 1), das sich aus unserer Sicht gegenüber den Konkurrenz-Sites deutlich in der Qualität abhebt. Zusätzlich wurde im März 2007 das Angebot um eine vollständige Brokerage-Funktion erweitert, was bisher kein anderes Finanzportal seinen Nutzern anbieten kann. Schließlich ist OnVista Marktführer im Bereich Zertifikate, was eine zusätzliche **Differenzierung zum Wettbewerb** schafft.

Theoretisch sind die Markteintrittsbarrieren für ein neues Finanzportal relativ gering. Notwendige Serverkapazitäten, Software und Analysetools können am Markt gekauft werden, so dass keine nennenswerten Entwicklungstätigkeiten anfallen würden. Aber zum einen sind Finanzportal-Nutzer ihrem Portal relativ treu. Zum anderen handelt es sich bei der Gruppe der börseninteressierten Nutzer von Finanzportalen um eine relativ kleine Gruppe von ca. 1,5 Mio. Nutzern. Schließlich wären zur Generierung von Reichweite und Traffic sehr hohe Marketing-Ausgaben notwendig. Insbesondere der letzte Aspekt sollte verhindern, dass zusätzliche Anbieter zu einer Verschärfung des Wettbewerbs beitragen.

Starkes Marktwachstum: Sonderkonjunktur in der Online-Werbung

Die verbesserte konjunkturelle Lage und das verbesserte Konsumentenverhalten führten in 2006 dazu, dass die Unternehmen verstärkt in Werbung investiert haben. Die Brutto-Gesamtausgaben im Werbemarkt stiegen in 2006 um 5,1% gegenüber 2005 auf über EUR 20 Mrd.

Laut Nielsen ist die klassische Online-Werbung gegenüber dem Vorjahr um 67% gewachsen und konnte in 2006 einen Anteil an den Bruttoausgaben von 3,0% (EUR 692 Mio.) am Gesamtwerbemarkt (EUR 20,1 Mrd.) erreichen.

Kostenlose Produkte	Kostenpflichtige Produkte
Watchlisten	realtime.basic
Musterdepots	realtime.xetra
Prognosemöglichkeiten	Investorenbrief
Dividendenkalender	online Brokerrage (via etrade)
Risk-Return Map	

Tabelle 1; Quelle OnVista , SES Research



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

OVK (Online Vermarkterkreis) hat für 2006 ein Wachstum um knapp 84% auf ca. EUR 1,9 Mrd. und einen Anteil am Gesamtwerbemarkt von 8,7% (Vj. 3,2%) ermittelt.

Die unterschiedlichen Werte der Werbeeinnahmen liegen an der unterschiedlichen Definition beider Institute. OVK zählt zu den Online-Werbeumsätzen die Affiliate, Suchwort-Vermarktung und die klassische Online-Werbung, während bei Nielsen nur die klassische Online-Werbung in die Ermittlung einfließt. Werden die Zahlen des OVK getrennt betrachtet, konnte der klassische Online-Werbung Markt in 2006 um 69% (ca. EUR 904 Mio.) wachsen.

Basierend auf der positiven konjunkturellen Entwicklung sowie dem Trend hin zur Online-Werbung rechnet OVK für 2007 mit einem weiteren Wachstum in Höhe von +33% gegenüber 2006. Ein Treiber für das starke Wachstum dürfte die veränderte Mediennutzung hin zum Internet sein. Eine verstärkte DSL-Penetration dürfte den Trend unterstützen.

Ausweitung der Erlösquellen

Die OnVista-Gruppe ist derzeit noch im starken Maße von Online-Werbeumsätzen mit Kunden aus dem Finanzsektor abhängig und demnach anfällig für einen nachhaltigen Kurseinbruch an den Börsen. Darauf hat OnVista Zug um Zug die Geschäftstätigkeit um neue Geschäftsfelder erweitert, um die Anfälligkeit von Kursentwicklungen an den Börsen zu reduzieren. Dies ist zentraler Bestandteil der Einschätzung der Wettbewerbsqualität von OnVista in der Beurteilung der Fähigkeit des Unternehmens, die neuen Geschäftsfelder schnell und erfolgreich auszubauen. Für einen Erfolg der Erweiterung der Erlösquellen sprechen die bis zum heutigen Zeitpunkt erzielten Erfolge: (1) OnVista hat aus eigener Kraft mit Onmeda eines der größten Gesundheitsportale in Deutschland aufgebaut, (2) durch Einführung neuer Tools auf der Finanzseite OnVista die Marktführerschaft verteidigt, (3) erfolgreich die Wertschöpfungskette um Brokerage erweitert, (4) mit dem Erwerb von Ad2Net den Bereich der Drittvermarktung erheblich gestärkt. Mit (5) einer Multiportalplattform, die derzeit entwickelt wird, sollten erhebliche Effizienzgewinne erzielt werden. Daher gehen wir davon aus, dass OnVista es schafft, mittelfristig die Abhängigkeit von Finanzkunden deutlich zu reduzieren.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Starkes Topline-Wachstum im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 steigerte OnVista den Umsatz um 44% auf EUR 14,1 Mio. Wesentliche Treiber des Umsatzwachstums in 2006 waren der Boom in der Online-Werbebranche sowie die anhaltende Hausse an den Aktienmärkten, die zu einer starken nutzerseitigen Frequentierung des Kernportals OnVista führten. Entsprechend erhöhten Unternehmen aus der Finanzdienstleistungsbranche ihre Werbeausgaben auf Seiten, die sich auf Finanzen und Kapitalmärkte spezialisierten. Des Weiteren konnte OnVista gegenüber konkurrierenden Finanzportalen die Marktführerschaft verteidigen, was die Attraktivität für Werbetreibende als bevorzugtes Finanzportal unterstreicht.

Das EBITDA konnte gegenüber dem Vorjahr um 64,3% auf EUR 2,2 Mio. gesteigert werden (EBITDA-Marge: 15,9%). Wesentlicher Grund für die überproportionale EBITDA-Steigerung sind Skaleneffekte im Portalsegment, die sich insbesondere in den Umsatzkosten widerspiegeln. Die Umsatzkostenquote konnte von 37,2% in 2005 auf 29,7% in 2007 gesenkt werden. Darüber hinaus beinhalten die Umsatzkosten Beträge, die OnVista infolge von Revenue-Sharing-Vereinbarungen mit Kooperationspartnern bei Ligatus an diese abführen muss. Ligatus dürfte in 2006 geringer gewachsen sein als die Portale OnVista und Onmeda. Entsprechend sind die an Partnerunternehmen von Ligatus abgeführten Umsätze unterproportional zum Umsatz gewachsen.

Demgegenüber stiegen die Forschungs- und Entwicklungskosten (+77% yoy) sowie die Vertriebskosten (+59% yoy) überproportional zum Umsatz. Zum einen führte OnVista auf beiden Portalen neue Tools ein und investierte in den Aufbau neuer Geschäftsideen. Hier gingen entsprechende Entwicklungstätigkeiten voraus. Zum anderen erweiterte OnVista in 2006 die Vertriebskapazitäten durch neue Mitarbeiter.

Aufgrund gleichbleibender Abschreibungen gegenüber dem Geschäftsjahr 2005 stieg das EBIT um 83% auf EUR 1,5 Mio. Das Finanzergebnis lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei EUR 1,2 Mio. (2005: EUR 0,8 Mio.) so dass in 2006 ein Vorsteuerergebnis von EUR 2,7 Mio. erwirtschaftet werden konnte.

Kennzahlen OnVista				
in T €	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	14.063	25.313	32.147	40.184
<i>Veränderung</i>	44,32%	80,00%	27,00%	25,00%
EBITDA	2.236	4.708	6.318	8.471
<i>Veränderung</i>	64,32%	110,55%	34,19%	34,07%
<i>Marge</i>	15,90%	18,60%	19,65%	21,08%
EBIT	1.526	3.518	4.918	6.871
<i>Veränderung</i>	83,46%	130,53%	39,79%	39,71%
<i>Marge</i>	10,85%	13,90%	15,30%	17,10%
EBT	2.723	3.818	5.218	7.171
<i>Veränderung</i>	69,53%	40,21%	36,67%	37,42%
<i>Marge</i>	19,37%	15,09%	16,23%	17,85%
Nettoergebnis	1.582	2.673	3.653	5.020
<i>Veränderung</i>	n.m.	68,93%	36,67%	37,42%
<i>Marge</i>	11,25%	10,56%	11,36%	12,49%

Tabelle 2; Quelle OnVista , SES Research

Boom der Online-Werbung auch in 07e bis 09e wesentlicher Faktor für das Umsatzwachstum

Im laufenden Geschäftsjahr 2007 erwarten wir ein Umsatzwachstum von knapp 70% auf EUR 23,9 Mio. Hierin enthalten sind bereits EUR 4,5 Mio. der im März akquirierten Ad2Net AG. Entsprechend liegt die Erwartung für das organische Umsatzwachstum bei 37,3%. Demnach würde das organische Umsatzwachstum in etwa der Wachstumserwartung für den Online-



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Werbemarkt in Deutschland entsprechen. Im Kernportal OnVista wird die Online-Werbung in 2007 dominierender Treiber für den Umsatz bleiben. Dabei sollten Werbetreibende aus der Finanzbranche ihre Budgets aufgrund der positiven Börsenstimmung weiter steigern. Darüber hinaus erwarten wir, dass OnVista aufgrund des in 2006 getätigten Ausbaus der Vertriebsaktivitäten sowie aufgrund der interessanten Nutzerschaft verstärkt Werbekunden außerhalb des Finanzbereichs gewinnen dürfte. Wegen der Akquisition von Ad2Net gehen wir davon aus, dass Online-Werbeumsätze mit Kunden aus der Finanzdienstleistungsbranche knapp 65% des erwarteten Konzernumsatzes für 2007 ausmachen. Damit würde gegenüber 2006 die Abhängigkeit von der Finanzindustrie bereits im laufenden Geschäftsjahr deutlich reduziert werden.

Die Profitabilität sollte in 2007 wiederum überproportional zum Umsatz steigen. Wir erwarten einen Anstieg des EBITDA um 111% yoy auf EUR 4,7 Mio. (Verbesserung der Marge von 15,9% auf 17,2%). Die Margenverbesserung resultiert im Wesentlichen aus einem unterproportionalen Anstieg der Verwaltungskosten.

Zwischen 2006 und 2009e erwarten wir eine durchschnittliche Umsatzsteigerung pro Jahr von 42%. Wesentliche Treiber in den Jahren 2007 bis 2009 werden (1) steigende Werbeerlöse auf den eigenen Portalen OnVista und OnVista (sowohl aufgrund des hohen Marktwachstums der Online-Werbung als auch aufgrund der starken Positionierung beider Portale), (2) steigende Transaktionserlöse durch den Einstieg in das Brokerage, (3) steigende Erlöse durch Paid Services bei OnVista, (4) Ausbau der Drittvermarktung sowie (5) das Performance-Marketing über Ligatus sein. Der für das Geschäftsjahr 2009e erwartete Umsatz sollte: zu 80% bis 85% aus Online-Werbung stammen, die restlichen 15% bis 20% verteilen sich auf andere Erlösquellen, z.B. Transaktionen (u.a. Brokerage), Paid Services, Content-Lizenzierung. Entsprechend wird der Online-Werbemarkt dominierender Faktor für OnVista bleiben.

Zwischen 2006 und 2009e erwarten wir einen jährlichen Anstieg des EBITDA von durchschnittlich 55% auf EUR 8,5 Mio. Treiber des überproportionalen EBITDA-Wachstums sind sich unterproportional entwickelnde Forschungs- und Entwicklungskosten sowie Verwaltungskosten.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Free Cashflow Yield

Unser adjustierter Free Cashflow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cashflow Return (Free Cashflow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Allerdings erreichen gerade junge, dynamische Wachstumsunternehmen die unterstellten Opportunitätskosten nicht, dass sich die hohen Wachstumserwartungen im Enterprise Value widerspiegeln. Aus diesem Grund führt der Free Cashflow Yield Ansatz bei Unternehmen mit hohen erwarteten Wachstumsraten über mehrere Jahre zu einem verzerrten Ergebnis.

Auf Basis des Free Cashflow Yield Ansatzes sowie auf Basis unserer Prognosen für 2008e ergibt sich für OnVista ein fairer Wert pro Aktie von EUR 10,00. Gemäß unseren Prognosen ergibt sich dagegen für 2009e bereits ein fairer Wert pro Aktie von EUR 13,00. Darin spiegeln sich die hohen Wachstumserwartungen an OnVista wider.

Free Cash Flow Yield						
	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	-492	1.582	2.673	3.653	5.020	6.218
+ Abschreibung + Amortisation	529	710	1.190	1.400	1.600	1.900
- Zinsergebnis (netto)	775	1.197	300	300	300	300
+ Steuern	2.098	1.141	1.146	1.566	2.151	2.665
- Erhaltungsinvestitionen	243	196	550	780	1.010	1.240
+/- Sonstiges	0	0	0	0	0	0
= Adjustierter Free Cash Flow	1.118	2.040	4.158	5.538	7.461	9.242
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,4%	6,5%	6,9%	9,1%	12,3%	15,2%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Aktueller Enterprise Value	32.544	31.487	60.635	60.635	60.635	60.635
= Fairer Enterprise Value	11.179	20.403	41.585	55.385	74.614	92.425
- Nettoverschuldung (Cash)	-40.091	-41.148	-12.000	-12.000	-12.000	-12.000
- Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
- Off Balance Sheet	0	0	0	0	0	0
= Faire Marktkapitalisierung	51.270	61.551	53.585	67.385	86.614	104.425
Aktienanzahl (k)	6.676	6.676	6.676	6.676	6.676	6.676
Fairer Wert je Aktie (EUR)	7,68	9,22	8,03	10,09	12,97	15,64
Premium (-) / Discount (+) in %	-29,4%	-15,3%	-26,2%	-7,2%	19,2%	43,8%

Tabelle 4; Quelle OnVista , SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Peer Group Vergleich

Eine mit OnVista vergleichbare und relativ aussagekräftige Peer Group ergibt sich aus den unten vorgestellten Unternehmen. In die Peer Group haben wir sowohl in Deutschland börsennotierte Gesellschaften aufgenommen als auch global tätige Online-Unternehmen, die mit Online-Werbung einen Großteil ihrer Erlöse erwirtschaften. Aufgrund der relativ homogenen Vergleichsgruppe sind aus unserer Sicht die Ergebnisse des Peer Group Vergleichs relativ aussagekräftig.

Auf Basis der gewählten Peer Group zeigen die Bewertungskennziffern KGV und EV/EBIT in den Geschäftsjahren 07e und 08e ein upside-Potential von ca. 18% bis 30% (im Vergleich zum Mittelwert der Peer Group).

Folgende Tabellen geben einen Überblick über die Peer Group sowie über die Resultate des Vergleichs.

Peer-Group OnVista						
Unternehmen	KUV			KGV		
	06	07e	08e	06	07e	08e
<i>International</i>						
24/7 Real Media	2,76	2,05	1,66	32,36	22,02	18,11
aQuantive	5,35	4,15	3,42	48,40	42,94	32,09
Google	13,61	12,83	9,43	46,64	31,96	24,74
Valueclick	4,80	3,96	3,41	43,97	31,88	25,50
Yahoo	6,45	7,84	6,41	60,58	49,15	39,06
Durchschnitt	6,59	6,17	4,87	46,39	35,59	27,90
<i>Deutsche Unternehmen</i>						
Adlink Internet Media	2,69	0,20	1,65	44,44	28,75	20,44
AD Pepper Media	2,09	1,71	1,43	13,93	41,05	26,00
Wallstreet Online	5,51	4,43	3,57	19,07	17,76	12,26
Tomorrow Focus	1,80	1,78	1,55	36,03	28,10	18,73
Durchschnitt	3,02	2,03	2,05	28,37	28,92	19,36
Gesamtdurchschnitt	4,81	4,10	3,46	37,38	32,25	23,63
OnVista	5,19	2,89	2,27	45,42	27,25	19,82
<i>Potenzial zum Gesamtdurchschnitt</i>	<i>-7,4%</i>	<i>42,0%</i>	<i>52,2%</i>	<i>-17,7%</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,2%</i>

Tabelle 5; Quelle OnVista , SES Research

Enterprise Value Analyse							
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBIT		
		06	07e	08e	06	07e	08e
<i>International</i>							
24/7 Real Media	517,72	2,59	1,93	1,56	neg.	44,46	22,56
aQuantive	2.121,88	4,80	3,72	3,06	40,89	24,99	18,47
Google	133.918,15	12,63	11,90	8,75	37,78	25,00	18,16
Valueclick	2.389,11	4,38	3,61	3,11	25,16	18,08	14,21
Yahoo	40.086,75	6,24	7,59	6,20	32,88	33,38	28,16
Durchschnitt		6,13	5,75	4,54	34,18	29,18	20,31
<i>Deutsche Unternehmen</i>							
Adlink Internet Media	503,87	2,84	0,22	1,75	22,34	14,15	10,60
AD Pepper Media	70,23	1,68	1,38	1,15	7,63	17,34	10,69
Wallstreet Online	45,63	5,51	4,43	3,57	15,21	14,72	9,71
Tomorrow Focus	96,31	1,44	1,42	1,24	28,70	17,49	11,03
Durchschnitt		2,87	1,86	1,93	18,47	15,92	10,51
Gesamtdurchschnitt		4,50	3,80	3,23	26,32	22,55	15,41
OnVista	61,03	4,34	2,41	1,90	39,99	17,35	12,41
<i>Potenzial zum Gesamtdurchschnitt</i>		<i>3,6%</i>	<i>57,8%</i>	<i>70,2%</i>	<i>-34,2%</i>	<i>30,0%</i>	<i>24,2%</i>

Tabelle 6; Quelle OnVista , SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen	
Peer-Group II OnVista							
Unternehmen		EBIT-Marge			Netto-Marge		
		06	07e	08e	06	07e	08e
<i>International</i>							
24/7 Real Media		0%	4%	7%	9%	9%	9%
aQuantive		12%	15%	17%	11%	10%	11%
Google		33%	48%	48%	29%	40%	38%
Valueclick		17%	20%	n.a	11%	12%	13%
Yahoo		19%	23%	22%	11%	16%	16%
Durchschnitt		16%	22%	23%	14%	17%	18%
<i>Deutsche Unternehmen</i>							
Adlink Internet Media		13%	2%	16%	6%	1%	8%
AD Pepper Media		22%	8%	11%	15%	4%	5%
Wallstreet Online		36%	30%	37%	29%	25%	29%
Tomorrow Focus		5%	8%	11%	5%	6%	8%
Durchschnitt		19%	12%	19%	14%	9%	13%
Gesamtdurchschnitt		18%	17%	21%	14%	13%	15%
OnVista		11%	14%	15%	11%	11%	11%
Peer-Group II OnVista							
Unternehmen		EBIT			Netto		
		06	07e	08e	06	07e	08e
<i>International</i>							
24/7 Real Media		-0,77	11,65	22,95	17,06	25,07	30,48
aQuantive		51,90	84,91	114,88	48,89	55,09	73,72
Google		3.544,37	5.356,31	7.373,14	3.095,25	4.515,81	5.835,35
Valueclick		94,97	132,12	168,13	59,56	82,16	102,69
Yahoo		1.219,25	1.200,92	1.423,69	684,19	843,34	1.060,97
<i>Deutsche Unternehmen</i>							
Adlink Internet Media		22,55	35,61	47,53	10,73	16,59	23,32
AD Pepper Media		9,20	4,05	6,57	6,25	2,12	3,35
Wallstreet Online		3,00	3,10	4,70	2,39	2,57	3,72
Tomorrow Focus		3,36	5,51	8,73	3,34	4,29	6,43
OnVista		1,53	3,52	4,92	1,58	2,67	3,65

Tabelle 7; Quelle OnVista , SES Research

Konklusion

Die KGV- und EV/EBIT-Multiliktoren für die OnVista-Aktie deuten auf ein upside-Potenzial von ca. 18% bis 30%. Der von uns ermittelte DCF-Wert mit EUR 14,50 pro Aktie bietet derzeit ein upside-Potential von knapp 40%. Der Free Cash Flow Yield Ansatz auf Basis der Prognosen für 2009e bestätigt die Unterbewertung der Aktie.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Adlink Internet Media

Seit 1996 vermarktet das Unternehmen Online-Werbeflächen für Betreiber von Web-Seiten. Durch strategische Partnerschaften und Tochtergesellschaften ist Adlink in vielen wichtigen europäischen Märkten vertreten. Mit ca. 3.500 Websites und 10 Mio. Unique Usern zählt Adlink zu den führenden Display-Vermarktern.

AD Pepper Media International N.V.

Das Unternehmen ist auf die Durchführung von Werbekampagnen in elektronischen Medien spezialisiert und ist in 12 europäischen Ländern mit 19 Niederlassungen sowie in den USA und Australien vertreten.

wallsteet:online

Das Finanzportal wallstreet-online.de steht im Zentrum der Portalaktivitäten und ist fokussiert auf Finanzinformationen und Analysetools. Für Werbetreibende ist zum einen die Internetreichweite und zum anderen die über die Portale adressierbare Zielgruppe von entscheidender Bedeutung. Derzeit erzielt w:o über das eigene Portalnetzwerk sowie über die Drittvermarktung knapp 800 Mio. Page Impressions pro Monat sowie knapp 4,7 Mio. Unique User (Unique User= Nutzer, die mindestens einmal im Monat ein Portal besuchen).

Tomorrow Focus

Die Gesellschaft betreibt markenbekannte und reichweitenstarke Online-Portale aus verschiedenen Bereichen. Laut der AGOF zählt Tomorrow Focus mit 11,97 Mio. Unique Usern zu den beiden meist besuchten deutschen Portalen.

24/7RealMedia

RealMedia ist ein international operierendes Unternehmen mit Sitz in den USA und über 20 Niederlassungen in allen relevanten Regionen. Das Unternehmen bietet Werbe- und Marketinglösungen für eine Vielzahl von Zielgruppen an.

aQuantive

aQuantive konzentriert sich auf global agierende Unternehmen und ist in drei Geschäftsbereiche untergliedert: interactive agency, digital marketing technology provider und performance media.

Google

Das Unternehmen ist der größte Suchmaschinenbetreiber und bietet weitere kostenlose Dienstleistungen an. Nach Angaben des Unternehmens deckt Google.com dreimal mehr Informationen ab als jede andere Suchmaschine und ist dadurch für potenzielle Werbekunden erste Anlaufstelle.

Valueclick

Valueclick ist in den Bereichen Ad- und Mailservering, Affiliate Marketing, Online-Advertising und im Preisvergleich von Produkten tätig.

Yahoo

Das Unternehmen gehört weltweit zu den größten Unternehmen im Bereich der Web-Suche und ist in 25 Ländern vertreten. Yahoo und Google zählen mit Abstand zu den Marktführern im Bereich der Suchwort-Vermarktung.

Insgesamt ist eine Vielzahl von Unternehmen im Bereich der Vermarktung von Online-Werbung tätig. Auf Basis der Nutzerzahlen zählt OnVista zum Marktführer im Bereich von Finanzportalen. Aber auch im Bereich des Gesundheitsmarktes kann OnVista eine gute Positionierung aufweisen. Aufgrund der themenspezifischen Portale und der verstärkten Aktivitäten im Bereich der Drittvermarktung sollte es OnVista möglich sein, kundenspezi-



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

fische Werbung zu schalten und damit den Werbekunden ein hohes Maß an effektiver Werbung bieten zu können.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Gemäß Nielsen stiegen die mit Online-Werbung erzielten Bruttowerberlöse im ersten Quartal 2007 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 42% auf EUR 183,3 Mio. Dabei wurde in der Branche Finanzdienstleistungen mit einem Zuwachs von EUR 6 Mio. - absolut betrachtet - das höchste Wachstum erzielt. Wir erwarten, dass der im ersten Quartal 2007 anhaltende Boom sich im Topline-Wachstum von OnVista widerspiegeln wird. Wir rechnen im ersten Quartal 2007 mit einem Umsatzanstieg von 45% gegenüber dem Vorjahresquartal auf rund EUR 4 Mio.

Aufgrund der Akquisition von Ad2Net dürfte sich die OnVista Gruppe in der Rangfolge der AGOF-Vermarkter-Liste (gemessen in Unique Usern) von Rang 22 auf Rang 19 oder 20 verbessern.

Ab dem Jahr 2008 rechnen wir damit, dass OnVista entweder neue Themenportale live schalten wird oder hierfür die Pläne zumindest konkretisiert.

Zudem erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte wesentlichen Newsflow des Konkurrenten wallstreet:online AG. Im März 2007 gab wallstreet:online bekannt, dass Axel Springer 50,1% der Anteile an der Gesellschaft erworben hat. Wir gehen davon aus, dass wallstreet:online in der zweiten Jahreshälfte eine neue, modifizierte Strategie bekannt geben dürfte. Dies könnte insofern relevant für OnVista sein, da wir erwarten, dass das Portal wallstreet-online.de mit Inhalten aus Zeitungen/Zeitschriften des Axel Springer Verlages gefüllt wird. Dadurch könnte es wallstreet:online gelingen, die Reichweite massiv auszubauen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Unternehmenshintergrund

Das **Kerngeschäft** des in 1998 gegründeten Unternehmens mit Sitz in Köln und derzeit (inkl. Ad2Net) gut 100 Mitarbeitern ist der **Betrieb von Internetportalen**. Der Schwerpunkt der Portalaktivitäten liegt historisch bedingt auf der Website OnVista, die auf die Themengebiete Börse und Geldanlage spezialisiert ist. Mit einer Reichweite von 815.000 Nutzern ist **OnVista Marktführer** im Bereich **Finanzmärkte**. OnVista ist gemessen an den Nutzern nahezu doppelt so groß wie die Nummer zwei Finanztreff.de. Neben dem Hauptportal betreibt das Unternehmen die auf das Thema Gesundheit fokussierte Internetseite Onmeda.

Des Weiteren ist OnVista mit der Tochtergesellschaft Ligatus GmbH im Bereich des **Performance-Marketing** tätig. Ligatus vermarktet nicht genutzte Werbeflächen von Webseiten Dritter. Die Vergütung erfolgt überwiegend nach „Cost per Click“ bzw. „Cost per lead“ Deals, d.h. OnVista erhält dann Vergütungen, wenn Interessenten über den von Ligatus platzierten Link eine Adresse eingeben oder einfach nur klicken.

Mit der Übernahme der Ad2Net AG im März 2007 stärkte OnVista das in 2006 gegründete Geschäftsfeld **Drittvermarktung**. Im Geschäftsfeld Drittvermarktung vertreibt OnVista Werbeflächen von Unternehmen, die auf ihren Portalen zur Verfügung stehende Werbeflächen nicht selbst vermarkten wollen und deshalb auf einen spezialisierten Vermarkter zurückgreifen.

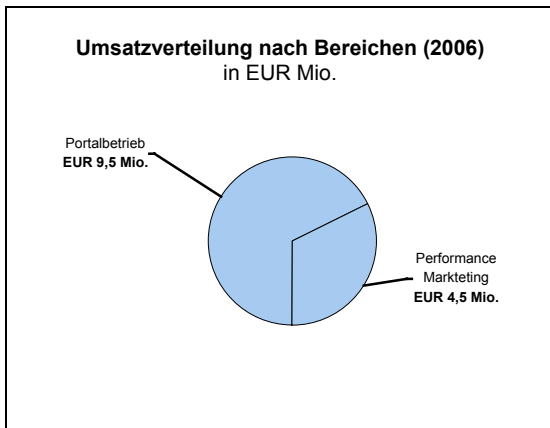
In 2006 erzielte die OnVista Group Umsätze in Höhe von EUR 14 Mio. (yoy +44%; 2005: EUR 9,7 Mio.). Davon wurden ca. EUR 4,5 Mio. mit Performance-Marketing und 9,5 Mio. mit eigenen Portalen erzielt. Die erst 2006 gestartete Vermarktung von Drittportalen fiel umsatzmäßig kaum ins Gewicht. Das EBIT konnte im Vorjahresvergleich noch deutlicher um 83,5% auf EUR 1,5 Mio. (2005: EUR 0,8 Mio.) gesteigert werden.

Geschäftsmodell: Fokus auf Online Werbung

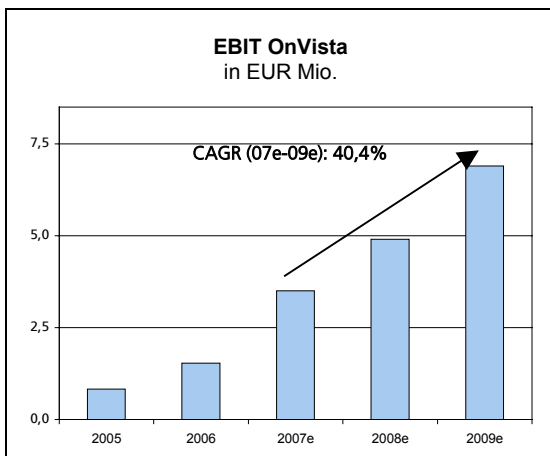
Das Geschäftsmodell der OnVista Group basiert auf den folgenden drei Bereichen:

- Betrieb von Portalen zur Generierung von Online-Werbeumsätzen, Paid Services und Transaktionserlösen
- Vermarktung von Online-Webseiten Dritter
- Performance Marketing

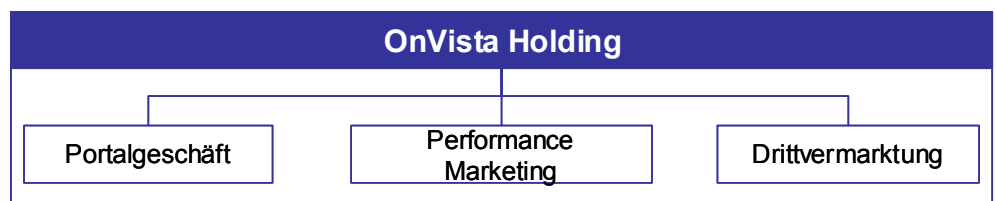
Haupterlösquelle des Unternehmens stellt die Online-Werbung dar. In 2006 wurden ca. 90% der Umsätze mit Online-Werbung erzielt.



Grafik 6; Quelle: SES Research



Grafik 7; Quelle: OnVista, SES Research

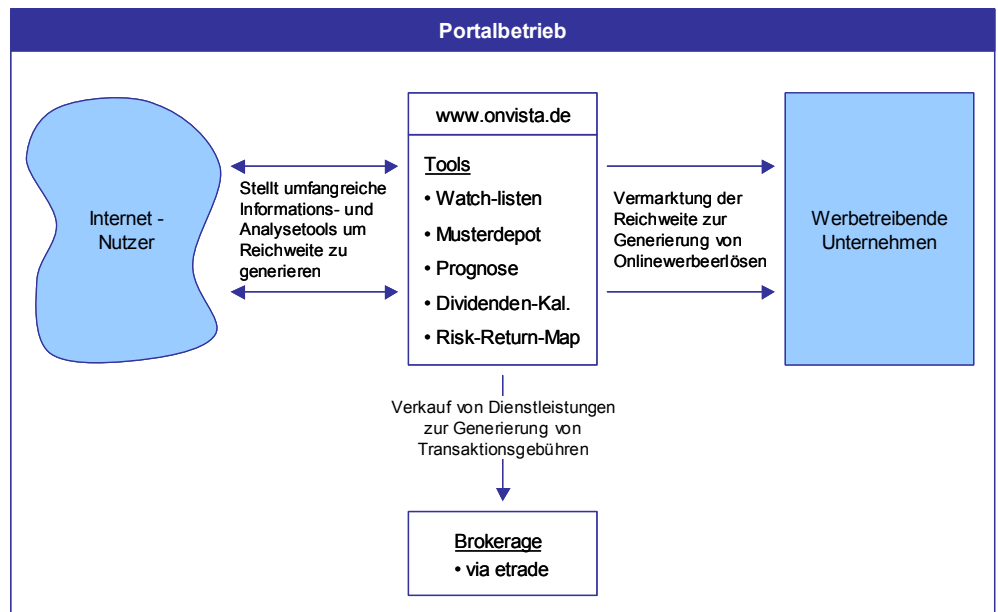


Grafik 8; Quelle:OnVista

Betreiber von Portalen

Geschäftsmodell von Portalbetreibern: (1) Mit dem Ziel eine möglichst hohe Reichweite zu generieren, stellen Portalbetreiber den Internetnutzern umfangreiche Inhalte und Tools zur Verfügung. (2) Mit der generierten Reichweite vermarkten Portalbetreiber Werbeflächen eigener Websites an werbetreibende Unternehmen. (3) Zusätzlich erfolgt eine Monetarisierung der Reichweite mit Transaktionserlösen und Paid Services. (Beispiel OnVista siehe Grafik 9)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------



Grafik 9; Quelle: SES Research

OnVista

Das Hauptportal OnVista mit dem **Fokus auf Kapitalmärkte** erzielt derzeit seine **Umsatzerlöse hauptsächlich über Online-Werbung**. Hauptwerbekunden auf diesem Portal sind Finanzdienstleister (85% Erlösanteil).

Umfangreiche Finanztools (siehe Tabelle 8) sollen die **Nutzer** an das OnVista Portal **binden**. Zu den Produkten zählen u.a. Watchlisten, realtime Kursabfragen oder Investorenbriefe (exklusive Vermarktung: Bernecker Börsenbrief). Die hohe Nutzerzahl von 450.000 und die hohe Verweildauer von ca. 1,5 Stunden bestätigen die Akzeptanz der genannten Tools bzw. Internetseite.

Basierend auf der hohen Reichweite und der etablierten Marke sowie der hohen Akzeptanz ist OnVista im März 2007 in Kooperation mit e-trade in das **Online-Brokerage** eingestiegen. Der Einstieg stellt einen **strategischen Meilenstein** des Unternehmens dar. Mit der Ausweitung des Produktangebots kann sich OnVista deutlich vom Wettbewerb abgrenzen, da die wesentlichen Wettbewerber nicht über eine Brokerage Funktion verfügen.

Mit der Vertiefung der Wertschöpfungskette durch das **Online-Brokerage** und kostenpflichtigen Tools sollen künftig **weitere Umsatzerlösströme** generiert werden. Durch die Kooperation mit e-trade bietet OnVista seinen Nutzern die Möglichkeit, direkt über die Webseite OnVista Wertpapiere zu ordern. OnVista übernimmt die Vermarktung und e-trade ist für die Bereitstellung der Infrastruktur sowie die Orderabwicklung zuständig. OnVista ist dabei an allen Erlösen beteiligt, die e-trade mit den über OnVista generierten Kunden erzielt (z.B. an den Bestandsprovisionen für Fonds etc.).

Onmeda

Das Portal **Onmeda** beschäftigt sich mit dem Thema rund um den **Gesundheitsmarkt**. Die Internetseite beschreibt Krankheitsbilder einschließlich Ursachen, Symptomen und Therapiemöglichkeiten und liefert Informationen rund um den Arztbesuch und gibt in Foren individuelle Antworten. Das Portal spricht Menschen an, die sich für eine gesunde Lebensweise interessieren und sich aktiv um ihre Gesundheit kümmern. Derzeit hat das Portal drei Redakteure.

Kostenlose Produkte	Kostenpflichtige Produkte
Watchlisten	realtime.basic
Musterdepots	realtime.xetra
Prognosemöglichkeiten	Investorenbrief
Dividendenkalender	online Brokerrage (via etrade)
Risk-Return Map	

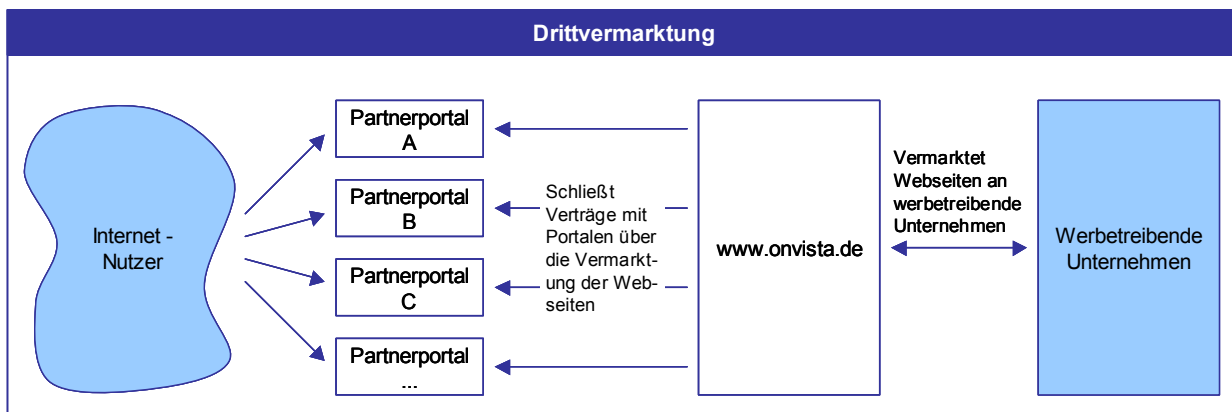
Tabelle 8; Quelle OnVista , SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Erlösquellen der OnVista Webseite werden aus **Werbbeeinnahmen** und der **Vermarktung von redaktionellen Inhalten** generiert.

Drittvermarktung

Im Geschäftsfeld Drittvermarktung vertreibt OnVista Werbeflächen von Unternehmen, die auf ihren Portalen zur Verfügung stehende Werbeflächen nicht selbst vermarkten wollen und deshalb auf einen spezialisierten Vermarkter zurückgreifen (siehe Grafik 10)



Grafik 10; Quelle: SES Research

Mit der Übernahme der Ad2Net AG in 2007 stärkte OnVista das in 2006 gegründete Geschäftsfeld Drittvermarktung. Bei der Drittvermarktung handelt es sich im Vergleich zum Portalgeschäft um ein margenschwächeres Provisionsgeschäft.

Ad2Net ist ein Online-Werbevermarkter, der eine umfangreiche Liste an Agenturkontakten aufweisen kann und zählt mit rund 100 Webseiten und 1 Mrd. page impressions pro Monat, die in 11 Themenchannels gebündelt und buchbar sind, zu einem der größeren Unternehmen im Bereich der Drittvermarktung. Zu den Drittportalen zählen Internetseiten, wie z.B.

- adrivo.com,
- fotocommunity.de,
- Pixum.de,
- Auto24.de,
- preisvergleich.de und
- BMG.de.

OnVista konnte in 2006, vor der Akquisition von Ad2Net, in der Drittvermarktung noch keine nennenswerte Umsätze erzielen.

Performance Marketing

Im Geschäftsfeld **Performance-Marketing** vermarktet OnVista Werbeflächen von Drittportalen. Charakteristik des Performance-Marketing ist, dass es sich vorwiegend um „Pay-per-Click“ oder „Pay-per-Order“-Deals handelt. Das Ziel von Unternehmen, die Performance-Marketing Dienstleistungen in Anspruch nehmen, ist es, den Nutzer zu einer Aktion zu bewegen (Eingabe einer Adresse, Anforderung von Informationen, Kauf eines Produkts bzw. einer Dienstleistung).

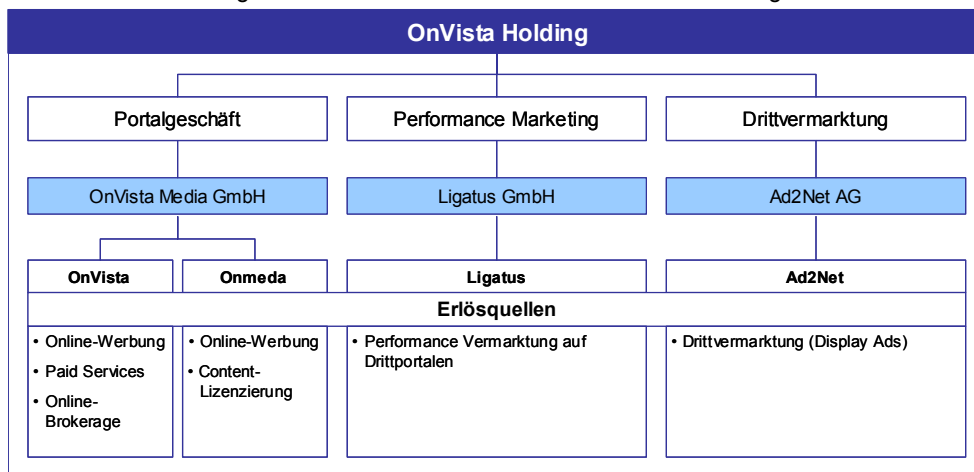
Die Performance-Marketing Aktivitäten sind in der Tochter Ligatus gebündelt. **Ligatus** vermarktet Werbeflächen von Partnerportalen. Zu den Partnerportalen zählen u.a. Spiegel Online, Reuters.de, Zeitonline.de und ca. 100 weitere Websites. Die Netzwerk-Reichweite konnte 2006 auf 1,6 Mrd. Ad-Impressions mehr als verdoppelt werden.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Ligatus erzielte in 2006 einen Umsatz von ca. EUR 4,5 Mio.

Unternehmensstruktur

In folgender Grafik wird die Struktur der OnVista Holding deutlich:



Grafik 11; Quelle OnVista , SES Research

Management

Herr Michael W. Schwetje (1967) ist Gründungsgesellschafter und seit Mitte 2006 Alleinvorstand. Des Weiteren ist Herr Schwetje Geschäftsführer der Konzern-Tochtergesellschaften OnVista Media GmbH und Ligatus GmbH.

Bevor Michael Schwetje zusammen mit Fritz Oidtmann und Stephan Schubert OnVista gründete, sammelte Schwetje Investment-Banking-Erfahrung in der Commerzbank und war anschließend im Corporate-Finance-Bereich der Unternehmensgruppe Freudenberg tätig.

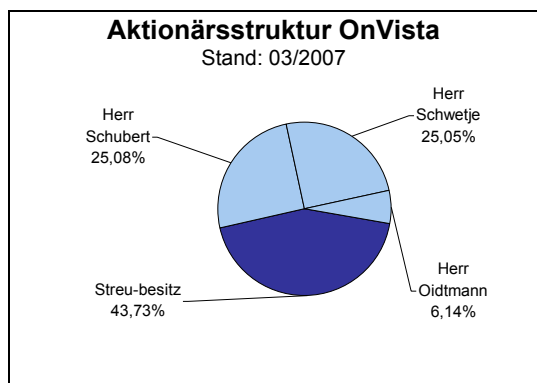
Michael W. Schwetje studierte Betriebswirtschaftslehre an der WHU Koblenz, der ULB Brüssel und der Texas A & M University, USA.

Aktionäre

Neben dem Vorstand Herrn Schwetje (25,1%) halten die Gründer Herr Schubert und Herr Oidtmann 25,1% bzw. 6,1% am Unternehmen. Im Streubesitz befinden sich 43,7% der Anteile. Der Streubesitz beinhaltet die Anteile der Burda Digital Venture GmbH (21,1%).

Historischer Hintergrund

- 1998 wurde das Unternehmen von Herrn Schubert, Herrn Schwetje und Herrn Oidtmann gegründet.
- Seit 2000 ist das Unternehmen an der Börse gelistet.
- In 2003 und 2004 folgte die Fusion bzw. Übernahme der IS Innovative Software AG (zur IS.Teledata AG) sowie der Medicine Worldwide.
- In 2005 folgte die Veräußerung der Beteiligung an der IS.Teledata AG und damit die Fokussierung auf die profitablen Internet-Aktivitäten.
- In 2006 wurde eine Sonderausschüttung in Höhe von EUR 3,75 je Aktie beschlossen und erstmalig eine Dividende ausgeschüttet. Herr Schwetje wird Alleinvorstand der OnVista Group.
- Durchführung der Sonderausschüttung und die Übernahme des Drittvermarkters Ad2Net.



Grafik 12; Quelle: OnVista

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Gewinn- und Verlustrechnung OnVista					
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	9,7	14,1	25,3	32,1	40,2
Umsatzkosten	3,6	4,2	7,5	9,5	11,7
Bruttoergebnis	6,1	9,9	17,8	22,7	28,5
Vertriebskosten	2,0	3,3	6,0	7,5	9,4
Allgemeine- und Verwaltungskosten	2,2	2,3	3,9	4,8	5,7
Forschungs- und Entwicklungskosten	1,3	2,2	3,8	4,8	5,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen (+) / Erträge (-)	-0,2	0,6	0,6	0,7	0,8
EBITDA	1,4	2,2	4,7	6,3	8,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9
EBITA	1,2	2,1	4,2	5,7	7,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,7	0,8	0,7
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,8	1,5	3,5	4,9	6,9
Zinsertrag	0,8	1,2	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,8	1,2	0,3	0,3	0,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,6	2,7	3,8	5,2	7,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,6	2,7	3,8	5,2	7,2
EE-Steuern	2,1	1,1	1,1	1,6	2,2
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	-0,5	1,6	2,7	3,7	5,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-0,5	1,6	2,7	3,7	5,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-0,5	1,6	2,7	3,7	5,0
Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)					
	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	37,2%	29,7%	29,5%	29,5%	29,2%
Bruttoergebnis	62,8%	70,3%	70,5%	70,5%	70,8%
Vertriebskosten	21,0%	23,2%	23,7%	23,3%	23,3%
Allgemeine- und Verwaltungskosten	22,8%	16,5%	15,4%	14,9%	14,2%
Forschungs- und Entwicklungskosten	12,8%	15,8%	15,0%	14,8%	14,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,4%	3,9%	2,5%	2,2%	2,0%
EBITDA	14,0%	15,9%	18,6%	19,7%	21,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,6%	1,2%	1,9%	2,0%	2,2%
EBITA	12,4%	14,7%	16,7%	17,7%	18,9%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,9%	3,9%	2,8%	2,4%	1,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,5%	10,9%	13,9%	15,3%	17,1%
Zinsertrag	8,3%	8,7%	1,2%	0,9%	0,7%
Zinsaufwendungen	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	7,9%	8,5%	1,2%	0,9%	0,7%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	16,5%	19,4%	15,1%	16,2%	17,8%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	16,5%	19,4%	15,1%	16,2%	17,8%
EE-Steuern	21,5%	8,1%	4,5%	4,9%	5,4%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	-5,0%	11,3%	10,6%	11,4%	12,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	-5,0%	11,3%	10,6%	11,4%	12,5%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-5,0%	11,3%	10,6%	11,4%	12,5%

Tabelle 9; Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Bilanz OnVista					
Bilanz (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,7	4,4	9,4	10,1	10,8
Sachanlagen	0,3	0,3	0,7	0,9	1,0
Finanzanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	4,4	4,7	10,1	10,9	11,8
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	3,8	4,5	5,8	6,7	7,7
Liquide Mittel	40,1	41,1	12,7	14,8	18,2
Umlaufvermögen	45,6	47,2	20,1	23,0	27,4
Bilanzsumme	50,0	52,0	30,1	33,9	39,3
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Kapitalrücklage	39,9	14,6	14,6	14,6	14,6
Gewinnrücklagen	0,0	0,2	-0,4	1,7	4,8
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,9	0,0	2,7	3,7	5,0
Eigenkapital	45,7	21,5	23,6	26,6	31,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	3,2	30,3	6,4	7,1	8,0
Verbindlichkeiten	4,3	30,5	6,6	7,3	8,2
Bilanzsumme	50,0	52,0	30,1	33,9	39,3
Bilanz (in % der Bilanzsumme)					
	2005	2006	2007e	2008e	2009e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,5%	8,5%	31,0%	29,6%	27,6%
Sachanlagen	0,6%	0,6%	2,3%	2,5%	2,5%
Finanzanlagen	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	8,9%	9,1%	33,3%	32,1%	30,1%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	7,5%	8,7%	19,3%	19,7%	19,6%
Liquide Mittel	80,2%	79,1%	42,2%	43,6%	46,4%
Umlaufvermögen	91,1%	90,9%	66,7%	67,9%	69,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	13,4%	12,9%	22,2%	19,7%	17,1%
Kapitalrücklage	79,8%	28,0%	48,4%	43,0%	37,2%
Gewinnrücklagen	0,1%	0,5%	-1,2%	5,0%	12,1%
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,9%	0,0%	8,9%	10,8%	12,8%
Eigenkapital	91,4%	41,4%	78,2%	78,5%	79,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	2,3%	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	6,3%	58,2%	21,1%	20,9%	20,3%
Verbindlichkeiten	8,6%	58,6%	21,8%	21,5%	20,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabelle 10; Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kapitalflussrechnung OnVista					
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,9	0,0	2,7	3,7	5,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,7	0,8	0,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/ Aufwendungen	2,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,9	1,8	3,9	5,1	6,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,6	-0,7	-1,3	-0,9	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	0,2	1,1	0,7	0,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,2	2,9	3,7	4,9	6,5
CAPEX	-1,1	-1,4	-2,0	-2,3	-2,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-4,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	15,7	10,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	14,6	8,6	-6,5	-2,3	-2,5
Dividendenzahlung	0,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,2	-0,9	-25,6	-0,6	-0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	17,0	10,6	-28,4	2,1	3,4
Endbestand liquide Mittel	40,7	50,7	12,7	14,8	18,2

Tabelle 11; Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlußkurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

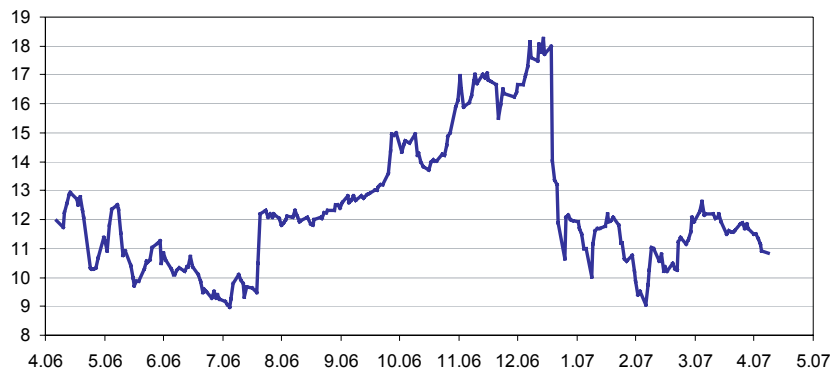
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	87	45%
Halten	85	44%
Verkaufen	13	7%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	194	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	68	54%
Halten	48	38%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	6	5%
Gesamt	126	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Onvista (ONVG.DE) am 7.5.07**



Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.