

Hold EUR 49,00 Kurs EUR 50,20 Downside -2,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 48,94	Aktien Daten: Bloomberg: WSO1 GR Reuters: WSO1k.DE ISIN: DE000A2GS609	Beschreibung: Betreiber von Finanzportalen, einschließlich des größten deutschen Forums für die Finanz-Community
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 77,31 Aktienanzahl (Mio.): 1,54 EV: 73,03 Freefloat MC: 20,87 Ø Trad. Vol. (30T): 171,17	Aktionäre: Freefloat 27,0 % AKD (André Kolbinger) 39,0 % André Kolbinger 34,0 %	Risikoprofil (WRe): 2017e Beta: 1,4 KBV: 24,4 x EK-Quote: 87 %

Vielversprechende Ideen, derzeit aber fair bewertet; Coverageaufnahme mit Halten

wallstreet:online AG (w:o) ist ein Medien- und Finanzdienstleister. Das Unternehmen betreibt als Hauptgeschäftsaktivität das Finanzinformationsportal www.wallstreet-online.de. Nach der Fusion mit der Markets Inside Media GmbH wird es auch www.boersennews.de betreiben.

Die Websites erregen die Aufmerksamkeit einer sehr homogenen Nutzerbasis, wodurch Werbetreibende sehr spezifische und gezielte Werbung lancieren können. Umsatztreiber des Geschäfts ist der Verkauf von Werbefläche an Geschäftskunden (für die Nutzer ist die Website kostenlos). Bei der Nutzerbasis handelt es sich größtenteils um Männer mit überdurchschnittlichem Einkommen, die häufig und mit einem überproportionalen Auftragsvolumen Wertpapiere handeln. Das Internetforum der Website zieht einen hohen Anteil wiederkehrender Nutzer an. 2017 konzentrierte sich das Unternehmen neben der traditionellen Display-Werbung auch auf sehr profitable Advertorials bzw. auf das Investor-Relations-Geschäft. Die Advertorials untersuchen ungewöhnliche Investment Ideen, die oft mit hohen Einsätzen verbunden sind. Unseres Erachtens wurde das Umsatzwachstum in Höhe von EUR 2,36 Mio. 2017 größtenteils mit diesem Segment erzielt.

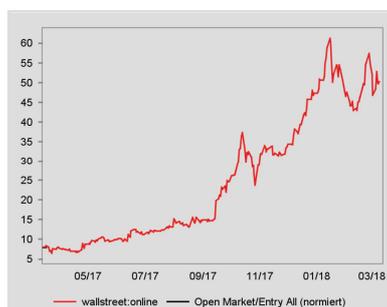
Während das Portal und die damit verbundene Werbung für weiteres Wachstum sorgen sollten, will das Unternehmen über Diversifizierung neue Umsatzquellen generieren:

- Fokus auf **Investor-Relations-Geschäft**
- **Kostenoptimierung** und Restrukturierungsmaßnahmen: **Wechsel zu programmatischer Werbung** und Halten eines niedrigen Personalstands
- **Diversifizierung der Umsatzströme** mit neuen Aktivitäten in anderen Teilen der Wertschöpfungskette

Die neuen Geschäftsaktivitäten sehen sehr vielversprechend aus. Unter den ersten Zielen wird der ICO (Initial Coin Offering) Markt sein. wallstreet:online plant den Start einer ICO-Marketingagentur, die Unternehmen bei der Umsetzung ihrer ICOs unterstützen soll, indem eine komplette Marketingstrategie gegen einen bestimmten Anteil der ICO-Erlöse bereitgestellt wird. Abhängig von den durchschnittlichen ICO-Erlösen und der Kostenstruktur dürften die EBIT-Margen im hohen zweistelligen Bereich liegen. Mit einem erfolgreichen Einstieg in dieses Marktsegment könnten demzufolge der zukünftige Umsatz und das EBIT-Wachstum deutlich ausgeweitet werden.

Ähnliche Perspektiven sehen wir bei den sogenannten „Social Trading“-Aktivitäten, die soziale Medien imitieren, indem sie Nutzern ermöglichen, die Handelsaktivitäten anderer Nutzer zu verfolgen, sowie bei transaktionsbasierten Geschäftsmodellen. Während es sich bei Social Trading um einen neuen und noch stark wachsenden Trend handelt, würde sich aus dem transaktionsbasierten Geschäft ein weiterer wiederkehrender Umsatzstrom ergeben. Unseres Erachtens sind alle genannten Aktivitäten vielversprechend, aber zur Bewertung des vollen Potenzials müssen weitere Details bereitgestellt werden.

Da aber der Erfolg der zukünftigen Geschäftsaktivitäten derzeit noch nicht erkennbar ist, werden diese Aktivitäten noch nicht in unserem DCF-Modell abgebildet. Bei einem Fokus auf das bisherige Geschäftsmodell des Betriebs eines Internetportals und des Verkaufs von Vermarktungsfläche ermitteln wir einen **fairen Preis je Aktie von EUR 49**. Unter Berücksichtigung des aktuellen Aktienkurses ist das Unternehmen auf dieser Basis fair bewertet. Wir nehmen die Coverage daher mit einer **Halten**-Empfehlung auf, bis für die neuen Geschäftsbereiche Ergebnisse vorliegen.

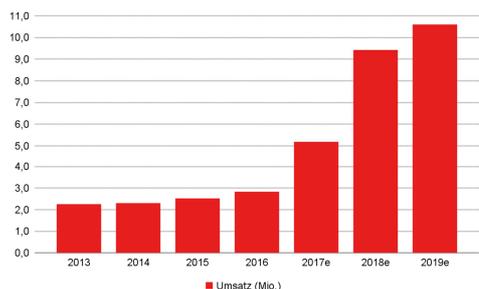


Rel. Performance vs Open	
1 Monat:	n/a
6 Monate:	n/a
Jahresverlauf:	n/a
Letzte 12 Monate:	n/a

Unternehmenstermine:	
-----------------------------	--

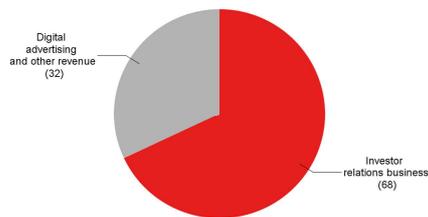
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	55,3 %	2,25	2,30	2,52	2,83	5,19	9,42	10,60
Veränd. Umsatz yoy		21,1 %	2,2 %	9,5 %	12,3 %	83,1 %	81,7 %	12,5 %
Rohertragsmarge		81,5 %	78,3 %	84,3 %	81,3 %	85,0 %	81,5 %	81,4 %
EBITDA	134,6 %	0,28	0,20	0,40	0,38	2,13	4,21	4,85
Marge		12,5 %	8,7 %	15,9 %	13,3 %	41,0 %	44,6 %	45,7 %
EBIT	215,6 %	0,07	-0,07	0,08	0,14	1,92	3,91	4,51
Marge		3,1 %	-2,9 %	3,0 %	5,1 %	37,0 %	41,5 %	42,6 %
Nettoergebnis	203,5 %	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,82	3,61	4,01
EPS	165,2 %	0,08	-0,06	0,08	0,14	1,78	2,34	2,61
EPS adj.	165,2 %	0,08	-0,06	0,08	0,14	1,78	2,34	2,61
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		0,28	0,20	0,34	0,31	1,26	2,01	2,30
EV / Umsatz		1,4 x	1,0 x	1,2 x	1,0 x	9,6 x	7,8 x	6,6 x
EV / EBITDA		11,6 x	12,0 x	7,8 x	7,4 x	23,5 x	17,4 x	14,3 x
EV / EBIT		46,6 x	n.a.	40,7 x	19,4 x	26,1 x	18,7 x	15,4 x
KGV		55,9 x	n.a.	52,1 x	29,5 x	28,2 x	21,5 x	19,2 x
KGV ber.		55,9 x	n.a.	52,1 x	29,5 x	28,2 x	21,5 x	19,2 x
FCF Potential Yield		8,6 %	8,3 %	12,8 %	13,5 %	4,1 %	5,3 %	6,3 %
Nettoverschuldung		-1,29	-1,03	-1,12	-1,43	-1,18	-4,27	-7,81
ROE		4,5 %	-4,2 %	4,9 %	8,3 %	93,1 %	23,9 %	13,3 %
ROCE (NOPAT)		90,4 %	n.a.	15,0 %	32,4 %	n.a.	29,2 %	16,7 %
Guidance:		2018: Revenue EUR 6.36 Mio. - 7.78 Mio.; EBT EUR 2.37 Mio. - 2.9 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



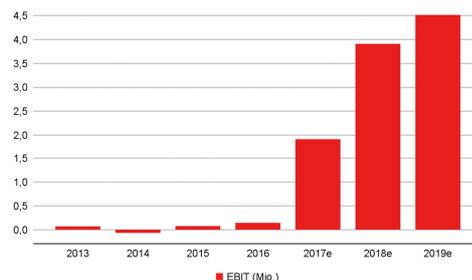
Quelle: Warburg Research

Umsatzaufteilung nach Segmenten
2017e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

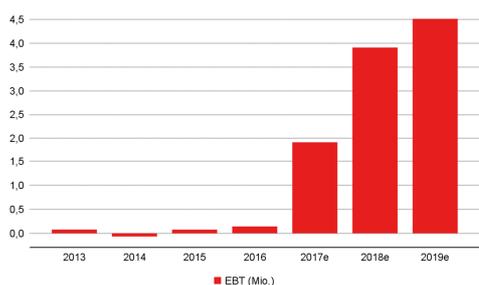
Unternehmenshintergrund

- Der Betrieb der deutschen Finanzinformationsplattformen www.wallstreet-online.de und www.boersennews.de bildet das Kerngeschäft des Unternehmens.
- Das Finanzforum auf www.wallstreet-online.de ist das größte in Deutschland mit mehr als 460.000 aktiven Nutzern und 1,1 Mio. Artikeln zu mehr als 80 Themen.
- Die Nutzer der Portale sind sehr homogen und damit für Werbetreibende attraktiv, da ein spezielles Targeting betrieben werden kann.
- Das Unternehmen strebt eine weitere Diversifizierung entlang der Wertschöpfungskette der Finanzdienstleistungen und Kapitalmärkte an, um das Angebot für den Kunden zu erweitern

Wettbewerbsqualität

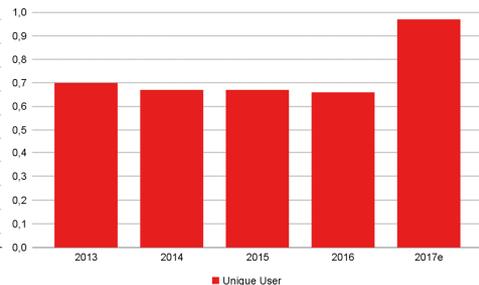
- Starker Player im Rennen um die Nummer 2 unter den deutschen Finanzportalen. Fusion mit boersennews.de stärkt mobiles Angebot.
- Wesentliches Unterscheidungsmerkmal ist das große User-Forum, das in einer hohen Zahl von treuen Nutzern resultiert, die auch neue Inhalte erzeugen.
- Durch die homogene Nutzerstruktur kann Werbung gezielter erfolgen, woraus sich vergleichsweise hohe Preise für die Marketingfläche auf der Plattform ergeben.
- Mit einer weiteren Diversifizierung der Umsatzströme reduziert sich die Zyklizität und teilweise kann der Umsatz des Unternehmens von den Kapitalmarktentwicklungen abgekoppelt werden

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



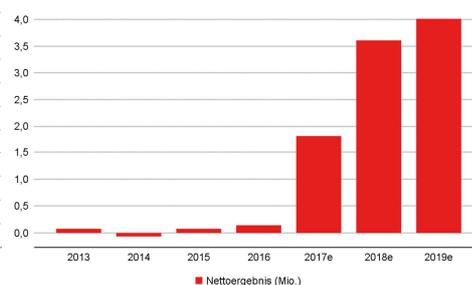
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Unique User
in m



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung Investment Case	4
Wettbewerbsüberblick	5
Wettbewerbsqualität	6
Starker Wettbewerber im Rennen um den zweiten Platz	6
Fusionsbedingte Synergien	7
Umsatz und Ergebnis sollten sich angleichen	7
Wesentliches Unterscheidungsmerkmal: aktive Community	7
Attraktive Nutzerbasis für Werbetreibende	8
Weitere Diversifizierung entlang der Wertschöpfungskette	8
Analyse der Kapitalrendite	9
Fokus auf profitable Umsatzströme sollte zu höherer EBIT-Marge führen	9
Renditen unterliegen hoher Zyklizität	10
Bilanz von kurzfristigen Vermögenswerten dominiert	10
Asset-light Geschäftsmodell	10
Kostenoptimierung	11
Wachstum / Finanzen	13
Digitaler Werbemarkt sollte weiterwachsen	13
Wechsel zu programmatischer Werbung	14
Investor-Relations-Geschäft dürfte weiter ausgebaut werden	14
Fusion mit boersennews.de	16
Finanzkraft für weitere Akquisitionen	16
ICO-Agentur und Informationsportal	16
Umsatzströme basierten auf Themen von öffentlichem Interesse	19
Börsenzyklus als entscheidender Faktor	20
Reichweite bedeutet Geld	21
Bewertung	21
DCF-Ansatz	21
Unternehmen & Produkte	23
Historie	23
www.wallstreet-online.de	23
Management	24
Wettbewerb	25
Aktie und Aktionäre	26

Zusammenfassung Investment Case

Investment Trigger

- Weitere Expansion des äußerst profitablen Investor-Relations-Geschäft auf beiden Portalen
- Kostenoptimierungs- und Restrukturierungsprogramm zur Effizienzsteigerung
- Aus der Fusion von wallstreet-online.de und boersennews.de wird ein stärkerer Player im wettbewerbsintensiven Finanzportalmarkt hervorgehen
- Start der ICO-Marketingagentur ist für 2018 erwartet, die ersten Projekte sollen noch im selben Jahr folgen
- Diversifizierung der Umsatzströme mit der Einführung der neuen Geschäftsaktivitäten erwartet

Bewertung

- Unser DCF-basiertes Kursziel ergibt EUR 49
- Neue Geschäftsaktivitäten noch nicht in unser Modell einbezogen

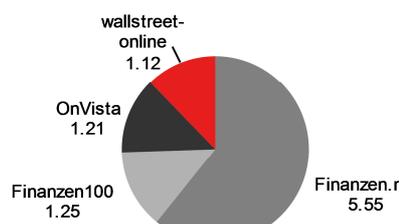
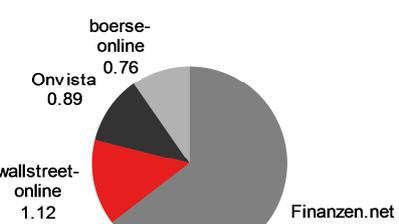
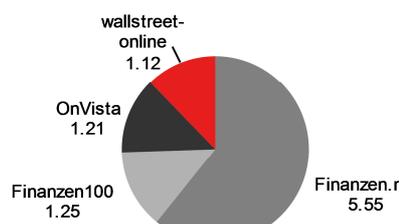
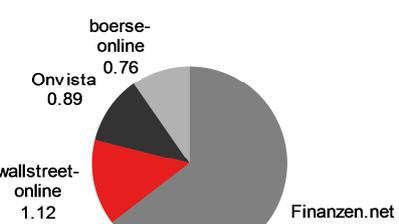
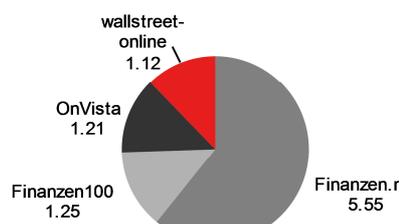
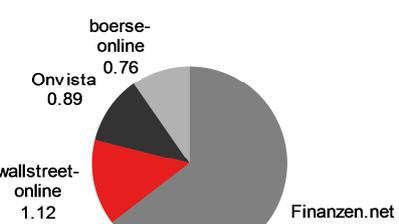
Wachstum

- Wachsender Digitalwerbemarkt sollte allgemeine Ertragsperspektiven unterstützen
- Investor Relations seit 2016 im Fokus und weitere Expansion erwartet
- Neue, über programmatische Werbung gewonnene Werbekunden könnten Key Accounts werden
- Erste deutsche ICO-Marketingagentur könnte von Pionierrolle in boomenden ICO-Märkten profitieren
- Mit Social Trading bietet sich ein weiterer stark wachsender Markt, der erschlossen werden kann
- Potenzieller transaktionsbasierter Umsatz als weiterer möglicher Wachstumspfad

Wettbewerbsqualität

- Treue Nutzerbasis durch umfangreichstes deutsches Finanzforum mit über 1,1 Mio. Artikeln zu mehr als 80 Themen
- Sehr spezifische Nutzerbasis macht die Flächenvermarktung für Werbetreibende sehr attraktiv, da sie sehr gezielt eingesetzt werden kann
- Starke Wettbewerbsposition im Rennen um den 2. Platz im deutschen Finanzportalsektor
- Besseres mobiles Angebot nach der Fusion mit boersennews.de stärkt Marktposition
- Gute Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung für potenzielle Akquisitionen in einem Markt mit hohem Konsolidierungsdruck

Wettbewerbsüberblick

wallstreet:online					
Services	<table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">Financial Portal</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">Online Community</td> </tr> <tr> <td>recent financial news and analyst opinions about stocks, commodities, funds, ETFs, derivatives, currencies and bonds</td> <td>up to 10,000 user contributions per day in >80 forums</td> </tr> </table>	Financial Portal	Online Community	recent financial news and analyst opinions about stocks, commodities, funds, ETFs, derivatives, currencies and bonds	up to 10,000 user contributions per day in >80 forums
Financial Portal	Online Community				
recent financial news and analyst opinions about stocks, commodities, funds, ETFs, derivatives, currencies and bonds	up to 10,000 user contributions per day in >80 forums				
2016 outcome	Sales: EUR 2.83m EBIT: EUR 0.14m				
Growth 2017e	Sales: EUR 2.36m to 5.19m; 83.1% EBIT: EUR 1.78m to 1.92m; 1,049%				
Sales model	Current: Online Advertisement for third parties Future: ICO marketing agency Social Trading activities Transaction / Brokering				
Customers					
Market and market environment	increasing interest in financial markets new customers due to booming crypto currencies increasing number of IPOs expected = increasing attendance				
Competitors					
Market Share	<p>Unique users in m (November 2017)</p> <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;"> Digital  </td> <td style="width: 50%; text-align: center;"> Internet  </td> </tr> </table>	Digital 	Internet 		
Digital 	Internet 				

Quelle: Warburg Research

Wettbewerbsqualität

- Ein starker Wettbewerber auf der zweiten Ebene nach dem klaren Marktführer
- Interaktives Forum der Website ist ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal
- Für die Zukunft breitere Diversifizierung der Umsatzströme geplant

Starker Wettbewerber im Rennen um den zweiten Platz

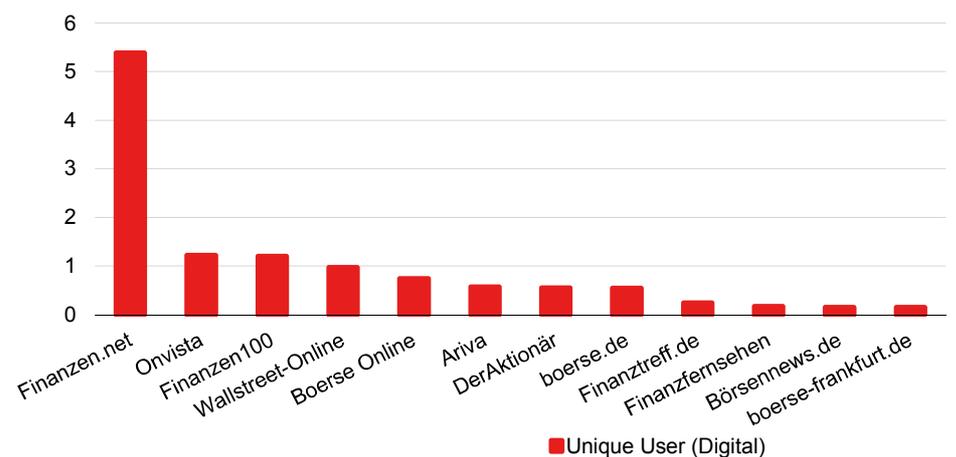
Der Markt für finanzspezifische Internetportale ist in Deutschland stark umkämpft. Klarer Marktführer ist das im Besitz von Axel Springer befindliche Portal Finanzen.net mit insgesamt 5,55 Mio. individuellen Nutzern (Unique User). wallstreet-online.de ist eines der drei Portale im Wettbewerb um den zweiten Platz mit rund 1 Mio. Unique Users. Die beiden anderen sind onvista.de im Besitz von Comdirect und Finanzen100.net, das Teil der Hubert Burda Media Gruppe ist.

In diesem Wettbewerbsumfeld sichert sich das Unternehmen durch die Fusion von wallstreet-online.de und boersennews.de eine bessere Ausgangsposition bei der Konsolidierung des Sektors. Während wallstreet-online.de bereits die klare Nummer 2 unter den Portalen ist, stärkt die Akquisition von boersennews.de den Bereich mobile Dienste bei wallstreet-online.de. Als Reaktion auf den allgemeinen Konsumtrend in Richtung mobile Dienste dürfte dieser Schritt logisch sein.

Laut AGOF, einem unabhängigen Forschungsinstitut für Online-Medienstatistiken (Arbeitsgemeinschaft Online Forschung e.V.), kommen bei den Unique Usern durch boersennews.de 0,16 Mio. zu den bestehenden 1,08 Mio. von wallstreet:online hinzu. Neben dem Zuwachs bei den Unique Usern könnten auch durch die Kombination und die Querbezüge zwischen den beiden Portalen weitere Konsumenten hinzugewonnen werden.

Fusion stärkt Wettbewerbsposition

Größte deutsche Finanzportale



Quellen: AGOF, Warburg Research

Die obige Grafik zeigt 12 deutsche Finanzportale, deren Unique-User-Basis größer als 0,15 Mio. ist. Alle bieten ähnliche Dienstleistungen an – d.h. Informationen, Nachrichten und Kurse für börsennotierte Wertpapiere. Da das relevante Publikum für diese Dienste begrenzt ist, kann angemessener Weise von einer weiteren Konsolidierung des Marktes ausgegangen werden.

Fusionsbedingte Synergien

Aufgrund der großen Ähnlichkeit zwischen den Geschäftsmodellen von w:o und boersennews.de ist für die Jahre 2018 und 2019 mit einigen Synergien zu rechnen. Die in Q2 2017 angekündigte Fusion soll in Q1 2018 durchgeführt werden.

Das wesentliche Konzept der beiden Portale ist die Bereitstellung von Finanz- und Kapitalmarktdaten an interessierte Kunden. Beide aggregieren qualitative und quantitative Daten für eine große Zahl von Finanzinstrumenten und stellen diese zusammenhängend dar.

Mit der Fusion sollten beim Transfer von Technologie und Nutzer für beide Unternehmen Vorteile entstehen. Während w:o sich tendenziell auf das Websiteportal konzentriert und dabei das mobile Angebot vernachlässigt hat, verfügt boersennews.de über eine sehr gut positionierte App, die von der Mehrzahl der Kunden genutzt wird. Darüber hinaus ist boersennews.de bei der Entwicklung eines Social Trading Tools, das einem Nutzer beispielsweise ermöglicht, die Investmentideen anderer nachzuverfolgen und so auch in ihre Ideen zu investieren, bereits sehr weit fortgeschritten.

Beide Unternehmen generieren mit dem Verkauf von Werbefläche und Advertorial-Inhalten an interessierte Werbetreibende Umsatzerlöse. Damit stehen beide Unternehmen im Wettbewerb um die gleichen attraktiven Werbepakete. Durch den Zusammenschluss könnte das neue Unternehmen einen größeren Nutzerkreis über unterschiedliche Kanäle ansprechen. Damit würde sich die Verhandlungsmacht des Unternehmens gegenüber Werbetreibenden erhöhen und es hätte eine positive Auswirkung auf den Werbeumsatz, während durch die fusionsbedingten Synergien beim Verkauf der Werbung Kosten eingespart werden können.

Umsatz und Ergebnis sollten sich angleichen

Historisch gesehen verlief der Weg von Umsatz und Ergebnis bei wallstreet:online aufgrund der häufigen Wechsel von Management und Eigentümern sehr holprig. Mit der Rückkehr des Gründers André Kolbinger als CEO im Jahr 2010 stabilisierte sich das Geschäft auf einem niedrigen Niveau rund um den Breakeven (mehr Details unter „Historie“ auf Seite 23).

Demgegenüber generierte boersennews.de durch den langjährigen Fokus auf das Investor-Relations-Geschäft konstante Renditen bei einer hohen Marge. Durch die Integration des IR-Geschäfts in w:o und den anhaltenden Fokus auf dieses Geschäft könnten sich Umsatz und Ergebnis des fusionierten Unternehmens in den kommenden Jahren angleichen.

Wesentliches Unterscheidungsmerkmal: aktive Community

Das größte Unterscheidungsmerkmal von wallstreet:online ist die Zahl der Community-Mitglieder und ihre Aktivität. Das Diskussionsforum ist in 14 Hauptthemen unterteilt, die sich wiederum in über 80 Unterthemen gliedern. Das Forum umfasst mehr als 1,1 Mio. Artikel, die von rund 460.000 registrierten Mitgliedern beigesteuert wurden. Pro Tag kommen durch die Nutzerbasis weitere 10.000 Posts hinzu. Das Forum zieht Nutzer mit Kapitalmarkterfahrung sowie Newcomer an, die Informationen zu finanz- und kapitalmarktbezogenen Themen suchen.

Die registrierten Mitglieder des Diskussionsforums von w:o bilden eine sehr stabile Anzahl von regelmäßigen Besuchern der Website. Eine aktive Teilnahme durch Nutzer auf der Website führt zu einer durchschnittlichen Besuchsdauer von mehr als fünf Minuten, was recht hoch ist. Laut similarweb.com greifen knapp 47% des erfassten Traffics direkt auf die Website zu. Auch das ist ein recht hoher Wert, der zeigt, wie attraktiv das Portal für seine Nutzer ist.

Darüber hinaus bietet das Forum zusätzliche Inhalte an, was ein Alleinstellungsmerkmal von wallstreetonline.de ist, mit dem man sich vom Wettbewerb abhebt. Diese Inhalte

werden von den aktiven Nutzern kostenlos zur Verfügung gestellt. Andere Portale, z.B. finanzen.net oder onvista.de, müssen die Inhalte von externen Anbietern erwerben oder redaktionelle Inhalte intern erstellen.

Attraktive Nutzerbasis für Werbetreibende

Als Special-Interest-Website ist wallstreet-online.de für Werbetreibende aufgrund der sehr speziellen Nutzergruppe äußerst attraktiv. Im Vergleich zu Websites, die allgemeinere Informationen anbieten und bei denen das Publikum sehr gemischt ist, ist der durchschnittliche Nutzer von wallstreet-online.de männlich und verfügt über ein überdurchschnittliches Einkommen. Außerdem handeln die Nutzer tendenziell häufiger und die Größe ihrer Trades ist überdurchschnittlich.

Auf wallstreet-online.de können Werbetreibende eine sehr spezielle Nutzerbasis ansprechen, ohne große Streuverluste erleiden zu müssen. Tendenzuell ist die Kundenbasis zudem an gehobenerer und damit wertvollerer Werbung für Verbrauchermarken und – wenig überraschend – Finanzdienstleistungen interessiert.

Der typische Nutzer von w:o schreckt tendenziell nicht vor riskanteren Finanzprodukten wie Derivaten und Zertifikaten zurück. Das ist ein gutes Zeichen für die weitere Entwicklung des Investor-Relations-Geschäft, das sich auf weniger bekannte Produkte und Aktien konzentriert, die oft an ausländischen Börsen notieren.

Das Trading-Verhalten der Nutzer erhöht die Erfolgswahrscheinlichkeit für die Pläne einer ICO (Initial Coin Offering) Marketingagentur. Die geförderten Unternehmen haben normalerweise ein sehr riskantes Renditeprofil, sodass sich die Finanzierung ihrer Aktivitäten weniger für die traditionellen Kanäle eignet. Für die Nutzer von w:o könnten diese Unternehmen jedoch über eine größere Anziehungskraft verfügen.

Weitere Diversifizierung entlang der Wertschöpfungskette

Um die Aufmerksamkeit weiterer Kunden zu gewinnen, fügen die meisten Plattformen Dienstleistungen hinzu, um die Trading-Performance des Konsumenten zu verbessern. So bieten finanzen.net und finanzen100.de beispielsweise eine charttechnische Handelsberatung an. Diese Beratungsdienste basieren auf Recherchen, die entweder vom Unternehmen intern oder von Partnern durchgeführt werden (sowohl finanzen.net als auch finanzen100.de) oder sogar Beratung in Echtzeit auf Basis von künstlicher Intelligenz, die Handelssignale für den Kunden erfasst (finanzen.net).

Während andere Portale ihre Zusatzdienstleistungen auf Charttechniken stützen, wird wallstreet:online das erste Portal sein, das sogenanntes „Social Trading“, bei dem vermutlich Soziale Medien imitiert werden, indem Nutzer die Handelsaktivitäten anderer Nutzer verfolgen können, mit dem traditionellen Informationsportalgeschäft kombiniert. Damit könnte sich möglicherweise die Bindung der Nutzer verbessern und die Zahl der Unique User erhöhen.

Das Unternehmen will seine Umsatzquellen diversifizieren, indem andere Teile der Wertschöpfungskette, wie z.B. transaktionsbezogene Dienstleistungen, bedient werden. Dabei würden die Konsumenten an andere Finanzdienstleister weitergeleitet werden, wodurch sich bei jeder im Anschluss daran durchgeführten Transaktion Einnahmen für w:o ergeben würden. Möglich wäre dabei unter anderem das Angebot von Depots oder Versicherungsprodukten.

Analyse der Kapitalrendite

- Deutliche Verbesserung der EBIT-Margen von 2016-2018e
- Bilanz sollte sich nach der Fusion wesentlich verändern
- Restrukturierungsmaßnahmen resultieren in effizienterer Kostenstruktur

Fokus auf profitable Umsatzströme sollte zu höherer EBIT-Marge führen

Lagen die EBIT-Margen in der Vergangenheit noch im niedrigen einstelligen Bereich mit einem lediglich leicht positiven Ergebnis, sollte sich die Marge 2017 um bis zu 36 PP erhöht haben, da sich das Unternehmen auf profitablere Umsatzströme konzentriert. Wir haben die beiden Haupttreiber dieser Entwicklung identifiziert, und zwar den Wegfall des B2B-Bereichs und den Fokus auf das Investor-Relations-Geschäft.

Schließung des B2B-Geschäfts. Die Entwicklung von Portalen für Drittanbieter auf Basis von Wartungseinnahmen für namhafte Unternehmen wie Goldman Sachs war anfangs vielversprechend, erwies sich aber als sehr personalintensiv und damit kostspielig bei nur niedrigen Margen. w.o beschloss daher, zwar die Wartung der bereits bestehenden Portale von Drittanbietern fortzuführen, aber keine neuen Kunden hinzuzugewinnen, und diesen Betrieb letzten Endes einzustellen. Mit diesem Schritt verringerte sich die Kostenbasis und die Personalressourcen wurden auf andere Umsatzströme verteilt.

Der neue Fokus auf das Investor-Relations-Geschäft führte zu einem deutlichen Umsatzzuwachs. Unseres Erachtens sollte dieser Bereich den größten Teil der zusätzlichen Umsatzerlöse von EUR 2,4 Mio. im Jahr 2017e generiert haben. Darüber hinaus ist dieses umsatzstarke Geschäft nicht ressourcenintensiv und erhöht damit auch nicht die Kosten.

Plattformgeschäft führt zu hohen EBIT-Margen

Umsatz und EBIT-Marge sollten deutlich wachsen



Quelle: Warburg Research

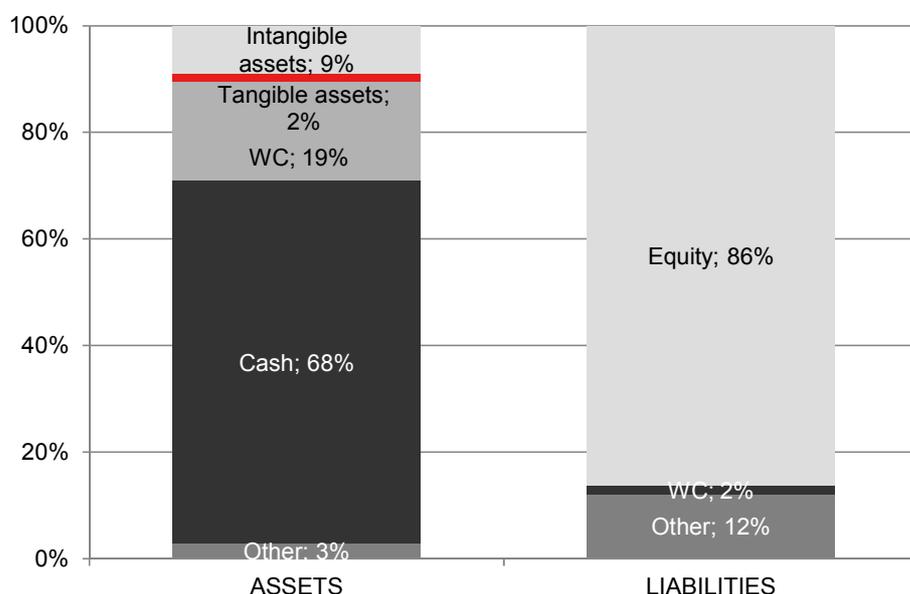
Renditen unterliegen hoher Zyklizität

Historisch gesehen ergaben sich die Renditen von w:o aus dem Verkauf von Werbefläche, vor allem an Banken und Broker im Finanzsektor. 2017 richtete sich der Fokus des Unternehmens auf das Investor-Relations-Geschäft. Dieser Umsatz steht jedoch in engem Zusammenhang mit dem Kapitalmarktzyklus und unterliegt damit einer hohen Zyklizität.

Bilanz von kurzfristigen Vermögenswerten dominiert

Die Bilanz von wallstreet:online lag 2016 bei EUR 2,1 Mio. Die Aktivseite zeichnet sich durch einen hohen Anteil von Barmitteln und Barmitteläquivalenten aus. Neben liquiden Mitteln bestehen die kurzfristigen Vermögenswerte des Unternehmens aus Forderungen. Bedingt durch das Plattformgeschäft des Unternehmens, ist der größte Vermögenswert seine Kundenbasis. Das spiegelt sich noch nicht in der Bilanz des Unternehmens wider. Auf der Passivseite ist die Bilanz durch einen hohen Eigenkapitalanteil gekennzeichnet.

Bilanz 2016



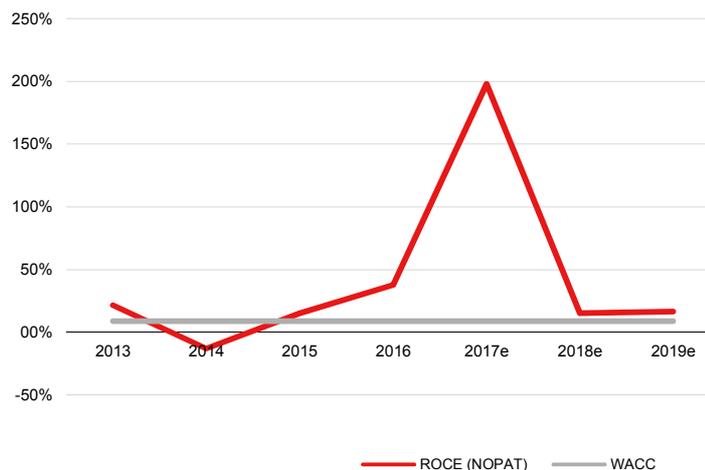
Quelle: Warburg Research

Durch die Fusion mit boersennews.de sollte sich die Bilanzstruktur ändern. Das Eigenkapital wird sich nach der Sachkapitalerhöhung und der Fusion deutlich erhöhen. Auf der Aktivseite sollten u.E. immaterielle Vermögenswerte künftig eine dominante Stellung einnehmen, da sich der Wert von boersennews.de größtenteils durch Goodwill und die Kundenbasis widerspiegelt. Insgesamt wird die Bilanz von derzeit EUR 2,4 Mio. auf mehr als EUR 28 Mio. verlängert.

Asset-light Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell hat eine geringe Kapitalbindung. Da die Kundenbasis noch nicht aktiviert und die Bilanzsumme niedrig gehalten wurde, hat sich daraus ein sehr niedriges eingesetztes Kapital ergeben. Kleine Änderungen beim Ergebnis führten damit zu großen Änderungen beim ROCE (siehe nachfolgende Grafik, z.B. 2017e). Mit der Fusion von w:o und boersennews.de in 2018 werden sich die Bilanz und das eingesetzte Kapital deutlich erhöhen. Um diese Veränderung abzubilden, berechnen wir die ROCE-Raten auf Basis des tatsächlich eingesetzten Kapitals, statt des durchschnittlich eingesetzten Kapitals. Nichtsdestotrotz ist die ROCE-Entwicklung vor dem Hintergrund des historisch niedrigen eingesetzten Kapitals und unter Berücksichtigung der großen Veränderung in 2018 wenig aussagekräftig. Allerdings scheint die ROCE-Rate seit 2015 über dem WACC zu liegen, was sich auch 2018e mit einem Niveau von 15,1% gegenüber einem WACC von 8,85% fortsetzt.

Nachhaltigkeit der Renditen



Quelle: Warburg Research

Kostenoptimierung

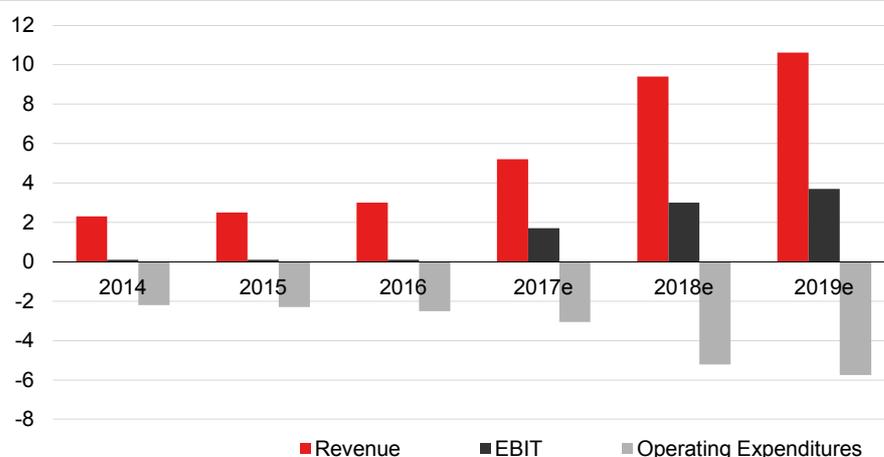
Die hohe Profitabilität im Geschäftsjahr 2017 ergab sich vor allem aus der operativen Optimierung, die in drei Schritten durchgeführt wurde.

Erstens stellte das Unternehmen die Aktivitäten rund um das Marketing, die Erstellung und Wartung von Portalen für Drittanbieter ein. Das restliche B2B-Geschäft umfasst ausschließlich die Wartung der bestehenden Portale, was nicht sehr ressourcenintensiv ist.

Zweitens wurden die Marketingaktivitäten für Display-Werbung von Marketingagenturen auf programmatische Werbung umgestellt, wodurch sich die Agenturkosten verringerten und neue Werbekunden hinzugewonnen werden konnten. Einige große Player, z.B. die Deutsche Bank, starteten Marketingaktivitäten auf der Plattform über programmatische Werbung.

Drittens wurden im Rahmen der neuen Marketing- und Unternehmensstrategie Personaloptimierungsmaßnahmen durchgeführt. Bei wallstreet:online zog dies einen Personalabbau nach sich, und mit der Fusion mit boersennews.de werden insbesondere die Marketingaktivitäten auf Konzernebene kombiniert.

Kosten- und Gewinnentwicklung



Quelle: Warburg Research

Das obige Balkendiagramm zeigt die Entwicklung von Umsatz, Betriebskosten und EBIT in den vergangenen vier Jahren sowie die Schätzungen für die kommenden Jahre bis 2019. Seit 2016 ist die Entwicklung besonders interessant, da sich der Umsatz schneller erhöht hat als die Kosten. Diese Entwicklung zeigt sich in einem deutlich höheren EBIT. Der größere Kostenanstieg in 2018e reflektiert die Fusion mit boersennews.de. Da die Kostenoptimierungsmaßnahmen fortgesetzt werden dürften, rechnen wir kurzfristig auch mit einem weiteren EBIT-Wachstum.

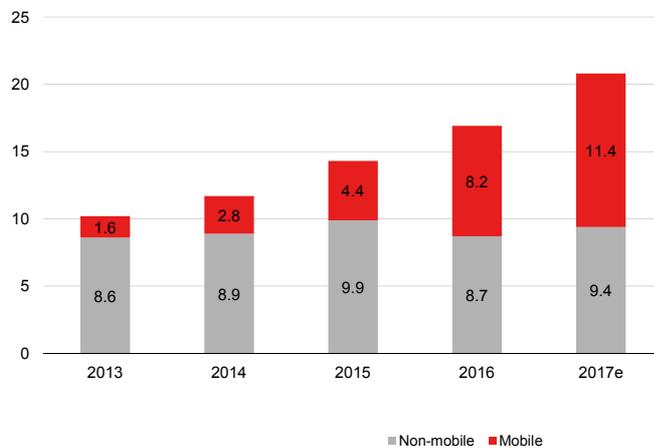
Wachstum / Finanzen

- Ununterbrochenes Wachstum beim Werbeumsatz mit einer CAGR >15%
- IR-Geschäft soll weiter von EUR 2,6 Mio. in 2017 auf EUR 7,8 Mio. in 2020 ausgebaut werden
- Fokus auf Themen von öffentlichem Interesse dürfte wahrscheinlich weitere Nutzer einbringen
- ICO-Marketingagentur mit großem Potenzial in boomenden Märkten

Digitaler Werbemarkt sollte weiterwachsen

Als Internetportal generiert seinen Umsatz historisch und naturgemäß mit dem Verkauf von Werbefläche an Werbetreibende. Das Unternehmen ist daher stark von den Werbemärkten abhängig.

Globaler Online-Werbeumsatz in USDbn

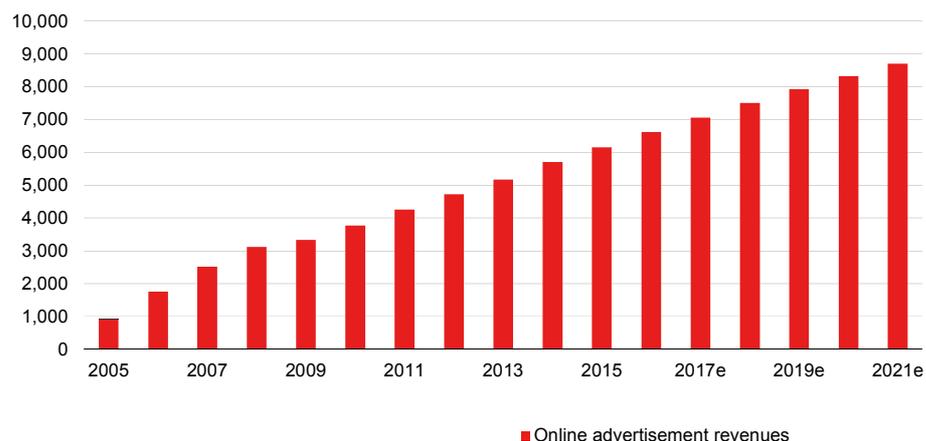


Quellen: PwC, Warburg Research

Gute Zeiten für digitale Werbetreibende

Die obige Grafik zeigt die globale Entwicklung der Werbemärkte. Wie leicht festzustellen ist, haben sich die Budgets in den vergangenen fünf Jahren stetig erhöht. Ausgehend von USD 10,2 Mrd. in 2013 sollte der globale Umsatz 2017 bei USD 20,8 Mrd. liegen. Das entspricht einer CAGR 2013-2017 von 15,3%. Da die Werbebudgets insgesamt steigen, ist die Verlagerung von den nicht mobilen zu den mobilen Medien ein begleitender Trend. Wurden die Budgets in der Vergangenheit größtenteils noch den nicht mobilen Kanälen zugewiesen, so wird für 2017 erwartet, dass der Umsatz mit mobilen Diensten stärker wachsen sollte als mit nicht mobilen Diensten. Der nicht mobile Umsatz erhöhte sich nur leicht um USD 0,8 Mrd., während das Wachstum beim Online-Werbeumsatz fast ausschließlich auf mobile Dienstleistungen zurückzuführen ist, und zwar USD 9,8 Mrd. in den vergangenen fünf Jahren.

Die folgende Grafik veranschaulicht den Online-Werbeumsatz in Deutschland. Ähnlich wie in den internationalen Online-Werbemärkten, wuchs der Umsatz konstant ohne größere Ausreißer. Auf Grundlage dieser Daten wird sich dieser Trend kurzfristig bis 2021 mit einer CAGR von über 15% fortsetzen.

Online-Werbeumsatz in Deutschland (EUR Mio.)


Quellen: Statista, Warburg Research

wallstreet:online profitiert unmittelbar von steigenden Werbebudgets. Durch die Stärkung seiner mobilen Dienste mit der Akquisition von boersennews.de profitiert das Unternehmen insbesondere von der zunehmenden Zuteilung der Werbeumsätze auf mobile Dienste.

Wechsel zu programmatischer Werbung

2017 hat w:o die Vermarktung der Webefläche auf der Website umstrukturiert. Zuvor wurde die Fläche vorwiegend über persönliche Kontakte mit Key Accounts verkauft, während die restliche Fläche durch spezielle Agenturen vermarktet wurde. Auch heute werden die Key Accounts noch persönlich betreut, während die restliche Fläche über programmatische Werbung vermarktet wird. Laut Aussagen des Unternehmens hat sich die Kundenbasis mit diesem Schritt weiter diversifiziert. w:o hat auf der Website Werbetreibende entdeckt, die zuvor noch nie Flächen gekauft haben. Diese neuen Kunden suchen zudem den persönlichen Kontakt mit dem Unternehmen, um sich garantierte Werbefläche für einen speziellen Zeitraum zu sichern. Damit kann w:o persönliche Verhandlungen mit diesen Unternehmen führen und attraktive Deals abschließen.

Investor-Relations-Geschäft dürfte weiter ausgebaut werden

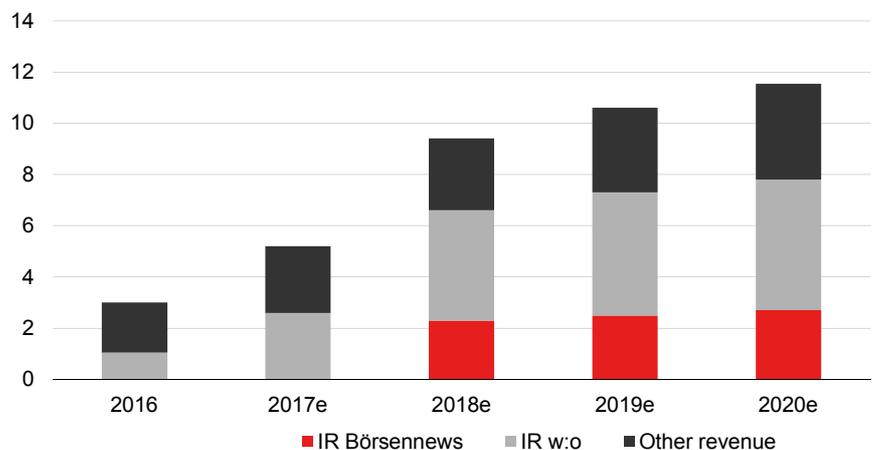
Das Investor-Relations- (IR) Geschäft war in den Jahren 2016 und 2017 ein wesentlicher Wachstumstreiber für wallstreet:online. Während der Umsatz in den vergangenen Jahren nahezu unverändert blieb und mit wenig profitablen Margen in niedrigen einstelligen Bereich einherging, führte der Ausbau des Investor-Relations-Geschäft 2017 zu einem deutlich höheren Umsatz von rund EUR 2 Mio.

In diesem Geschäftsbereich bietet wallstreet:online kleinen Unternehmen eine Marketingplattform, um ihr Unternehmen gegenüber potenziellen Investoren sichtbar zu machen. Insbesondere kleinere Unternehmen, die teilweise an ausländischen Börsen notieren (z.B. in den USA oder Kanada) nutzen diese Gelegenheit, um eine relevante Investorenbasis zu erreichen. Die IR-Artikel werden in Form eines Leitartikels veröffentlicht. Während die Verantwortung für den Inhalt dieser Artikel vollständig bei den Herausgebern liegt, stellt w:o lediglich die Marketingfläche zur Verfügung und hat einen Einfluss auf den Inhalt selbst. Ausgehend vom Risikoprofil eines typischen Nutzers von w:o dürfte die Plattform für diese Unternehmen jedoch ein attraktives Marketingtool sein.

Die Artikel finden unter den Nutzern eine große Aufmerksamkeit. Laut den Website-Statistiken von w:o wird die Hälfte der gesuchten Wertpapiere in der Top 10 durch diese Artikel abgedeckt, was den Erfolg dieser Art von Werbung widerspiegelt.

Für w:o ist das Investor-Relations-Geschäft recht profitabel. Der Preis pro Artikel hängt von der Vertragsdauer ab. Der durchschnittliche Wert eines Vertrags beläuft sich auf EUR 10.000-20.000, während die größten Verträge im niedrigen bis mittleren sechsstelligen Bereich liegen. Das Geschäft selbst besteht bereits seit Jahren, und die Nachfrage seitens der Werbetreibenden ist recht konstant. Tatsächlich lag der Fokus von wallstreet:online in der Vergangenheit eher auf anderen Umsatzströmen, wechselte aber zu Investor Relations, weil das Unternehmen das große Potenzial erkannte. 2017 war das erste Geschäftsjahr, in dem der Fokus auf Investor Relations lag, was zu historisch hohen Umsatz- und Ergebniszahlen führte. Das Umsatzwachstum war fast ausschließlich auf das Investor-Relations-Geschäft zurückzuführen, wodurch sich aufgrund der hohen Margen des Geschäfts ein hoher Gewinn ergab.

Prognostizierte Umsatzaufteilung in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Für die Zukunft erwarten wir, dass das Investor-Relations-Geschäft 2017 wesentlich langsamer wächst. 2017 war ein herausragendes Jahr für diesen Umsatzstrom und das erste Ziel für 2018 sollte ein leichter Anstieg gegenüber diesem hohen Niveau sein. Langfristig hängt das Wachstumspotenzial von zwei Schlüsselindikatoren ab. Erstens kann w:o aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage seitens der Werbetreibenden Preissteigerungen durchsetzen. Das Unternehmen verfolgt einen reaktiven Preisansatz. Durch eine Verfolgung der Kapazitätsauslastung der Werbefläche auf der Website kann das Unternehmen die Preise in Zeiten mit einer hohen Auslastung anheben und sie in Zeiten niedriger Nachfrage senken. Zweitens ist die Marktposition unter den Kunden entscheidend für einen höheren Werbeumsatz. Mit einer Ausweitung der Reichweite der Website in Bezug auf die Unique User und die Zugriffe im Monat erhöht sich auch die Preismacht des Unternehmens.

Schließlich ist noch in Betracht zu ziehen, dass das Investor-Relations-Geschäft auch durch die Kapitalmarktzyklen bestimmt wird. In Zeiten wachsender Märkte sind die Investoren optimistisch und IR-Unternehmen verfügen über höhere Marketingbudgets. Das Gegenteil trifft bei einer Baisse zu. Laut Aussagen des Unternehmens konnte boersennews.de zwar selbst in Zeiten schwacher Märkte signifikante Umsätze mit dem Investor-Relations-Geschäft erzielen, es bleibt aber abzuwarten, ob sich dies auch für wallstreet:online bewahrheitet.

Fusion mit boersennews.de

Die Integration von boersennews.de hat mehrere Vorteile. Während wallstreet:online auf seiner Website und dem interaktiven Forum eine solide und starke Nutzerbasis hat, waren die mobilen Lösungen des Unternehmens in der Vergangenheit nicht sonderlich erfolgreich. Im Gegensatz dazu verfügt boersennews.de über eine anerkannte mobile Lösung auf Basis einer App. Dieses Know-how könnte langfristig übertragen werden, entweder für die Entwicklung einer gemeinsamen mobilen App oder die Etablierung einer anerkannten mobilen Lösung für wallstreet-online.de. Ein Blick auf die mobile Entwicklung in den Zielmärkten lässt erkennen, dass sich aus diesem Schritt eine höhere Zahl von Unique Usern ergeben könnte.

Was die Marketingkraft betrifft, so profitiert wallstreet:online von einem doppelten Skaleneffekt. Einerseits verfügt das fusionierte Unternehmen über eine größere Unique-User-Basis, die an Werbegesellschaften vermarktet werden könnte. Da sich die Zielgruppen von boersennews.de und wallstreet:online ähneln, können Werbetreibende ein größeres, aber immer noch relevantes Publikum erreichen. Daher ist ein höherer Umsatz mit Display-Werbung zu erwarten, da entweder die Werbetreibenden zur Zahlung eines höheren Betrags bereit sind, um ein größeres Publikum zu erreichen oder eine größere Anzahl von Verträgen abgeschlossen werden kann.

Andererseits kann das fusionierte Unternehmen das Marketing bündeln, da die an Werbetreibende verkauften Produkte sehr ähnlich sind. wallstreet:online und boersennews.de betreiben beide Display-Werbung und das Investor-Relations-Geschäft. Demzufolge kann das Unternehmen mit dem Zusammenschluss seiner Vertriebs- und Marketingbereiche Personalkosten sparen.

Finanzkraft für weitere Akquisitionen

Vor dem Hintergrund des bereits erwähnten Konsolidierungsdrucks im Markt für Finanzportale ist w:o gut positioniert, um weitere Wettbewerber zu übernehmen. Da das Unternehmen derzeit über Eigenkapital finanziert ist, ist ausreichend Potenzial für fremdfinanzierte Akquisitionen vorhanden. Auch die Liquiditätsentwicklung des Unternehmens ist gut und wird sich durch das starke Investor-Relations-Geschäft sogar noch verbessern.

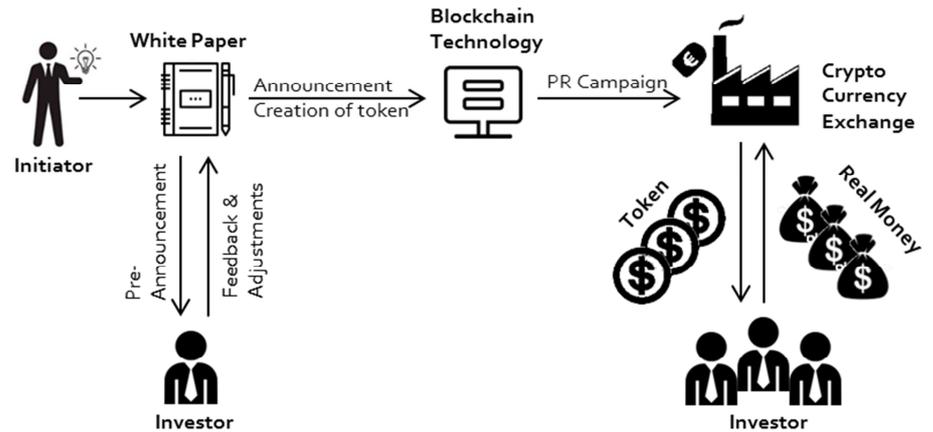
Das Unternehmen strebt anorganisches Wachstum auf opportunistischer Basis an. Wir befürworten diesen Ansatz, da es u.E. zwei Szenarien gibt, bei denen weitere Akquisitionen sinnvoll wären:

1. Das übernommene Portal bietet zusätzliche Dienstleistungen, die in das bestehende Portfolio integriert werden können, um weitere Nutzer zu gewinnen.
2. Die Akquisition eines Wettbewerbers zu einem niedrigen Preis, um die Reichweite des Unternehmens zu erhöhen und gleichzeitig ein weiteres Portal mit dem Bestandspersonal bei geringen Grenzkosten zu betreiben.

ICO-Agentur und Informationsportal

Die künftigen Pläne des Unternehmens im ICO-Bereich umfassen das Management der Marketingaktivitäten für Unternehmen, die einen ICO durchführen wollen. Hierbei agiert w:o als Marketingagentur für das Unternehmen, die die Vorfinanzierungsrisiken aller Marketingaktivitäten übernimmt und einen zuvor festgelegten Anteil des ICO für diese Dienste erhält. Ein potenzieller Gewinnanteil liegt für w:o bei 5-10%, während das Unternehmen die Kosten dieses Anteils abdecken muss. Diese Kosten umfassen vor allem die Opportunitätskosten für die Marketingflächen auf eigenen Websites sowie potenzielle weitere Ausgaben für andere digitale Marketingaktivitäten. Wie die folgende Grafik zeigt, betritt w:o den ICO-Prozess nach dem Schritt Blockchain-Technologie und ist für die gesamte PR-Kampagne verantwortlich.

ICO-Ablauf



Quelle: Warburg Research

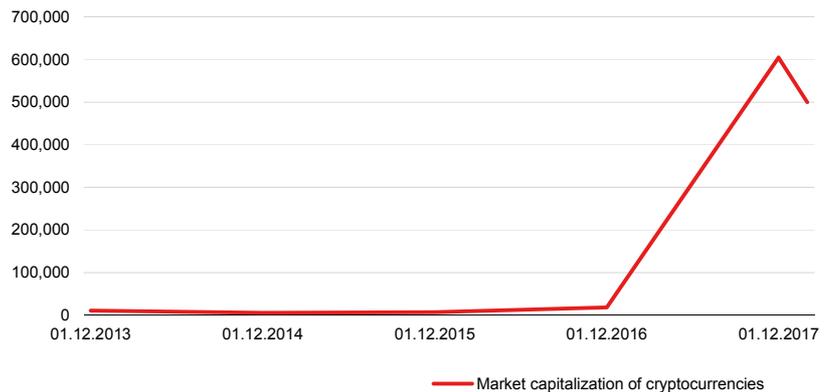
Da w:o proportional zu den ICO-Einnahmen bezahlt wird, müssen die Ziele das Potenzial für ein erfolgreiches Angebot haben. Das bedeutet, dass w:o für jedes Ziel eine Prüfung durchführen muss, um die Profitabilität jedes einzelnen Projekts zu bewerten. Das Ergebnis dürfte ein eher volatiles Geschäft sein, das von den ICO-Aktivitäten und der Akquisitionskraft des Unternehmens abhängt. Andererseits sind die Kosten größtenteils auf die Opportunitätskosten von w:o begrenzt, da auch anderweitig Marketingfläche gemietet werden könnte.

Zur Unterstützung der Marketingaktivitäten rund um einen ICO wird eine neue Website www.icodeals.com implementiert. Diese Website enthält Informationen über gegenwärtige und vergangene ICOs (ob von w:o unterstützt oder nicht). Jeder interessierte Kunde wird auf diese Website geleitet, und Schritt für Schritt entwickelt sich eine große Datenbank mit Deals und möglichen Käufern. Mit der Zeit könnte sich daraus ein sich selbst beschleunigendes Geschäft ergeben, da w:o mit jedem ICO mehr Aufmerksamkeit erlangt. Außerdem lernt das Unternehmen seine Kunden besser kennen, kann die Marketingaktivitäten optimieren und damit Kosten reduzieren.

Durch die Einführung einer internationalen Website emanzipiert und diversifiziert sich das Unternehmen von seinem auf Deutschland bezogenes und auf w:o ausgerichtetes Geschäft. Es sind zwar schon einige internationale Portale vorhanden, die ähnliche Dienstleistungen anbieten, www.icodeals.com wird aber die erste deutsche Plattform sein. Folglich könnte das Portal auch der erste ICO-Bezugspunkt für deutsche Investoren werden, während vereinzelt auch internationale Besucher hinzugewonnen werden.

Neben dem zuvor erläuterten direkten Effekt auf den Umsatz, könnten weitere Nutzer durch die Blockchain- und ICO-Inhalte auf dem originären w:o-Portal angezogen werden. Insbesondere im aktuellen Hype um Kryptowährungen sind viele Menschen an diesen Themen interessiert. Daraus könnte sich möglicherweise auch bei den Unique Usern und den Besuchen des Portals ein nachhaltiges Wachstum ergeben.

Marktkapitalisierung der globalen Top 14 der Kryptowährungen in USD Mio.

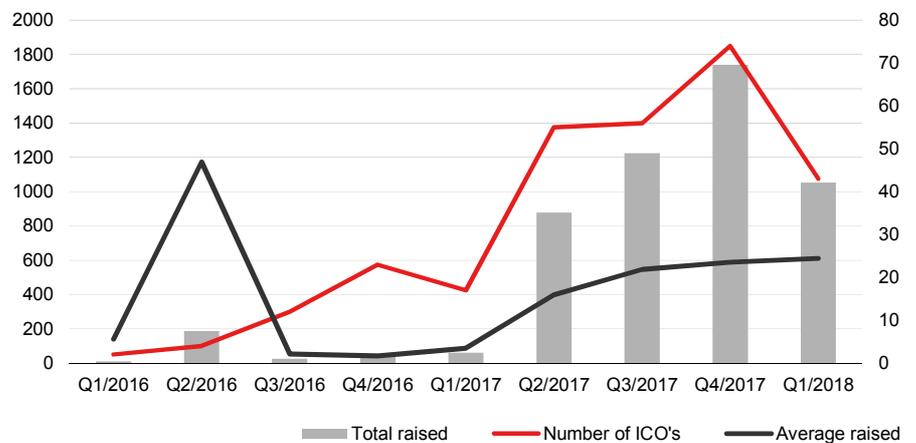


Quellen: Coinmarketcap.com, Warburg Research

Wie die obige Grafik zeigt, ist das öffentliche Interesse an Kryptowährungen deutlich gestiegen, insbesondere in den letzten beiden Jahren. Damit ist auch der weltweit in diese Währungen investierte Betrag gestiegen. Auch wenn einige Experten von blasenähnlichen Entwicklungen in 2017 sprechen, haben die enormen Renditen im letzten Jahr ein sogar noch größeres Interesse erzeugt, und das Thema ist in den Fokus einiger Investoren gerückt.

Auch beim ICO-Volumen verzeichnete der Markt starke Wachstumsraten. Seit 2016 hat sich sowohl die Zahl der Angebote als auch der aufgenommene Betrag auf Quartalsbasis deutlich erhöht.

ICO-Erlöse in USD Mio.



Quelle: CoinSchedule, Warburg Research

Von einem sehr niedrigen Niveau Anfang 2016 ausgehend (Start der Datenbank), ist die Zahl der ICOs stetig gestiegen. Ein echter Hype entwickelte sich ab Q2/2017 mit einem Sprung auf 55 ICOs, wobei der Trend weiter anhält. Der Einbruch in Q1/2018 lässt sich damit erklären, dass es ab Mitte Februar in der Statistik nur sechs Wochen gibt. Wir rechnen mit einem weiteren Wachstum der Zahlen. Neben der Gesamtzahl der Angebote haben sich auch der insgesamt aufgenommene Betrag und damit der durchschnittlich pro ICO aufgenommene Betrag erhöht. Der Ausreißer beim durchschnittlich aufgenommenen Volumen in Q2/2018 ist auf einen der größten ICOs in der Geschichte in diesem Quartal zurückzuführen, gegenüber einer vergleichsweise niedrigen Zahl von nur 4 Angeboten.

Vor dem Hintergrund dieser Markttendenzen sehen wir eine gute Chance für w:o, in Zukunft ein Stück vom Kuchen abzubekommen, da es unserer Ansicht nach genügend Spielraum für weitere, sich entwickelnde Player gibt. Darüber hinaus bewerten wir den steigenden Durchschnittsbetrag pro ICO als vorteilhaft, da sich damit die Wahrscheinlichkeit eines profitablen Geschäftsmodells erhöht, denn w:o wird an den ICO-Erlösen partizipieren. Da die Erlöse in der Vergangenheit jedoch auch das Ergebnis von Übertreibungen des Marktes gewesen sein könnten, bleibt abzuwarten, wie die realistischen Ergebnisse aussehen könnten.

Umsatzströme basierten auf Themen von öffentlichem Interesse

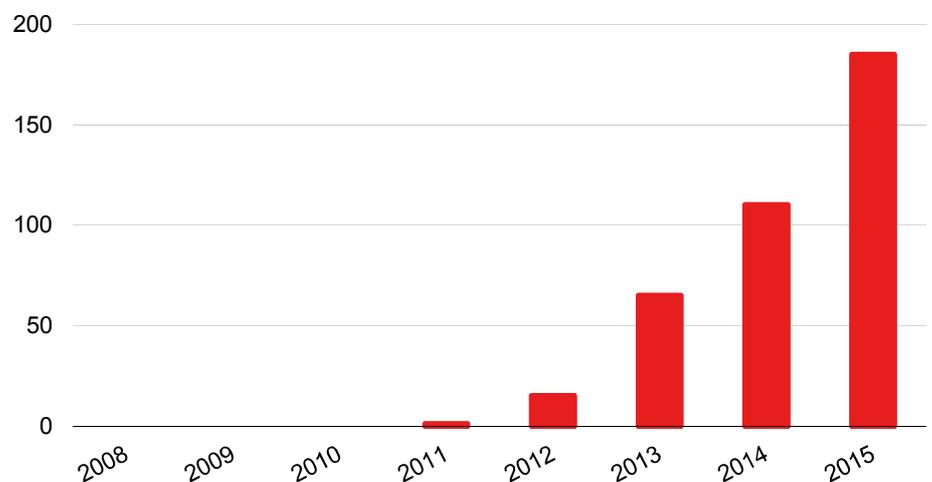
Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal und potenzieller Wachstumstreiber der Zukunft könnten die Social Trading Aktivitäten und transaktionsbasierten Umsätze sein. Eine erste Version des Social Trading Geschäfts sollte im ersten Quartal 2018 verfügbar sein, und die ersten Funktionen für Kunden sollte es in Form einer App für alle Android- und iOS-Smartphones geben.

Die App sollte so gestaltet sein, dass Nutzer den Portfolios und Investmententscheidungen jedes anderen Nutzers folgen können. Dabei können sich Kunden anderen anschließen, ihre Investmentideen verfolgen und ihr Portfolio selbst nachbilden. Die Social Trading App wird mit den bestehenden Informationsportalen verknüpft sein, um die Nutzer sofort mit Informationen über die Investments zu versorgen, an denen sie interessiert sind.

Wie bei einem Online-Spiel liegen Nutzer mit ihren virtuellen Portfolios im Wettstreit um einen Spitzenplatz. Die erfolgreichsten Trader in einem bestimmten Zeitraum werden geehrt und möglicherweise belohnt. Das könnte zu einer Ausweitung der Reichweite führen, da neue Kunden hinzugewonnen werden könnten. Statt eines echten Social Trading, sollte die erste Version eher eine Erweiterung der Dienstleistungen für Nutzer sein, da die Aktionen auf virtuellen Investments basieren.

In einem zweiten Schritt könnte das gesamte Social Trading Geschäft mit Brokern oder Partnern wie Wikifolio verbunden werden. Damit wäre das Unternehmen in der Lage, die Aktionen und Trades seiner Kunden direkt zu monetarisieren. Wir halten beide Szenarien für realisierbar. Entweder kooperiert wallstreet:online mit einer Gegenpartei wie beispielsweise Lang & Schwarz und imitiert das Geschäftsmodell von Wikifolio, um seinen Kunden alle Dienste von einem Anbieter anzubieten oder das Unternehmen schließt einen Vertrag mit Wikifolio oder einem anderen Social Trading Unternehmen ab, um an den umgeleiteten Umsatzerlösen zu partizipieren.

Verwaltetes Vermögen beim Social Trading in GER (EUR Mio.)



Quelle: Finanzministerium, Warburg Research

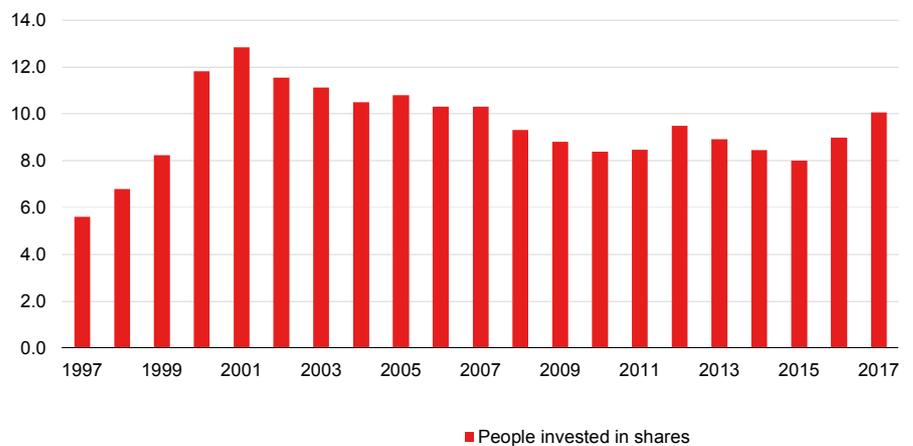
Die Social Trading Aktivitäten sollten zwar Anfang 2018 starten, aber der Umsatzstrom befindet sich noch in einem Frühstadium. Daher bilden unsere Schätzungen für die kommenden Jahre nur einen sehr konservativen Umsatz ab.

In Bezug auf das transaktionsbasierte Geschäft spricht das Unternehmen über strategische Überlegungen, die in den kommenden Jahren entstehen könnten. Mögliche Pläne könnten die Nutzung der Plattform als Finanzintermediär-Dienstleistung umfassen. Nutzer könnten somit direkt auf der Plattform Finanzverträge abschließen. Dabei muss der Vertragspartner nicht unbedingt wallstreet:online sein, sondern wahrscheinlicher ein Partnerunternehmen. Unseres Erachtens könnte die wallstreet:online capital AG einer der ersten Partner sein. Das Unternehmen war einmal Teil von wallstreet:online, wurde 2010 aber über einen Management-Buy-Out unabhängig. Derzeit ist das Vorstandsmitglied der wallstreet:online capital AG René Krüger ein Aufsichtsratsmitglied bei wallstreet:online.

Börsenzyklus als entscheidender Faktor

Als Special-Interest-Website ist wallstreet:online stark von der Nachfrage der Nutzer nach Finanzthemen abhängig. Diese Nachfrage korreliert wiederum mit den Marktzyklen. Bei einer Hausse sind mehr Privatinvestoren daran interessiert, an den steigenden Aktienkursen zu partizipieren. Dementsprechend suchen auch mehr Nutzer nach Informationen über unterschiedliche Aktien. Damit erhöht sich die Zahl der Unique Users von Portalen wie wallstreet:online. Andererseits wenden sich Nutzer tendenziell von den Aktienmärkten ab, wenn sie ihr Vertrauen verlieren. Folglich sind auch weniger Menschen daran interessiert, Informationen zu Aktienkursen zu erhalten, was sich in niedrigeren Unique-User-Zahlen widerspiegelt.

Entwicklung der Aktienbesitzer in Deutschland in Mio.



Quelle: Deutsches Aktieninstitut, Warburg Research

Die obige Grafik veranschaulicht diese Korrelation. Vor dem Platzen der Dotcom-Blase wollten Privatinvestoren an der Rallye partizipieren, und die Anzahl der Aktienanleger stieg dramatisch. In der Folgezeit wendeten sich immer mehr Menschen von den Kapitalmärkten ab, und die Anzahl war bis zur Stabilisierung in 2004 rückläufig. Nach der internationalen Bankenkrise ging die Anzahl erneut zurück, bis sich die Märkte wieder erholten und die Zahl zunahm.

Neben der Nutzernachfrage hängen auch die Werbebudgets der Unternehmen im Finanzsektor vom Kapitalmarktzyklus ab. Bei Konjunkturinbrüchen dürften diese Unternehmen über niedrigere Budgets verfügen, sodass auch der Werbeumsatz für Onlineportale wie wallstreet:online geringer ist. Als Folge daraus unterliegt das Geschäft des Unternehmens einer hohen Zyklizität und ist stark mit den Entwicklungen der Kapitalmärkte verbunden.

Unter Berücksichtigung der zukünftigen Diversifizierung des Geschäfts lautet das klare Ziel jedoch, den Umsatz von den Kapitalmarktzyklen zu lösen. Mit dem Wachstum des Social Trading- und Transaktionsgeschäfts sollte das Werbe- und Investor-Relations-Geschäft an Bedeutung verlieren. Gelingt es dem Unternehmen, diesen Pfad weiter zu beschreiten, könnte sich dies auch auf die Bewertung auswirken, da der Beta durch die verringerte Zyklizität gesenkt werden könnte.

Reichweite bedeutet Geld

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Geschäftsaktivitäten von wallstreet:online auf der Zahl der Unique User und der damit verbundenen Reichweite der Websites basieren. Je mehr Nutzer für die Portale gewonnen werden können, desto höher ist die Erfolgswahrscheinlichkeit für neue Geschäftsmodelle wie Social Trading und transaktionsbasierte Dienste und desto höher ist der Webeumsatz.

Daher ist ein Wachstum der Unique-User-Zahl für das Portal ausschlaggebend. Am besten lässt sich dieses Ziel in wettbewerbsintensiven Märkten mit Unterscheidungsmerkmalen erzielen, durch die Nutzer angezogen werden. Unseres Erachtens befindet sich das Unternehmen auf einem guten Weg, um die Qualität des Portals zu verbessern und den Nutzern spezielle Dienstleistungen anzubieten. Noch ist jedoch unklar, ob die ergriffenen oder noch zu ergreifenden Schritte von Erfolg gekrönt sind. Die Integration von boersennews.de ist gerade erst erfolgt und neue Dienstleistungen wie das Social Trading Geschäft oder das Informationsportal rund um Blockchain und ICOs befinden sich in einem zu frühen Stadium, um diese bewerten zu können. Die zukünftigen Wachstumsraten bei den Unique Usern werden zeigen, ob durch diese Maßnahmen weitere Kunden hinzugewonnen werden können und wallstreet:online im Kampf um den zweiten Platz helfen.

Bewertung

DCF-Ansatz

Wir haben einen DCF-Ansatz angewendet und dabei den Umsatz durch die Portale www.wallstreet-online.de und www.boersennews.de berücksichtigt. Das Aufwärtspotenzial durch ICO, Social Trading und das transaktionsbasierte Geschäft erkennen wir an, da sich diese Anstrengungen aber alle noch in einem Frühstadium befinden, bleiben sie für unser DCF-Modell unberücksichtigt. Wir haben ein WACC von 9,2% angewendet, das ein Beta von 1,4 und eine sehr niedrige Zielschuldenquote von 5% beinhaltet. Ursächlich für das hohe Beta ist vor allem die hohe Zyklizität und die mit dem Investor-Relations-Geschäft verbundenen Risiken.

Der Umsatz sollte mit einer CAGR von 42,9% von 2017 bis 2019 wachsen, vor allem durch den weiteren Ausbau des Investor-Relations-Geschäft. Da wir aber insbesondere in diesem Segment mit einigen Sättigungseffekten rechnen, haben wir unsere CAGR im Übergangszeitraum von 2020 bis 2025 auf knapp 7% reduziert. Als langfristige Wachstumsrate unterstellen wir einen Wert von 2,5%. Alles in allem sehen wir einige Effizienzeffekte durch die Fusion mit boersennews.de, die zur einer höheren EBIT-CAGR von 53,3% für den detaillierten Prognosezeitraum von 2017 bis 2019 und einer CAGR von 8,4% für den Übergangszeitraum von 2020 bis 2025 führen. Langfristig sollte das Geschäft mit einer EBIT-Marge von 48% in einem Steady-State-Szenario äußerst profitabel sein. Wir leiten einen fairen Wert von EUR 48,93 je Aktie ab.

In Ermangelung von Vergleichsunternehmen dürfte eine relative Bewertung wenig Sinn machen. Alle vergleichbaren Plattformen gehören entweder zu größeren Unternehmen (Finanzen.net bei Axel Springer, Onvista.de bei Comdirect oder Finanzen100.de bei Hubert Burda) oder sind nicht börsennotiert. Wir führen daher bis auf weiteres keine relative Bewertung durch.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	5,19	9,42	10,60	11,66	12,82	13,78	14,82	15,56	16,34	17,15	17,67	18,20	18,75	
Umsatzwachstum	83,1 %	81,7 %	12,5 %	10,0 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBIT	1,92	3,91	4,51	5,25	5,90	6,48	7,04	7,47	7,84	8,23	8,48	8,74	9,00	
EBIT-Marge	37,0 %	41,5 %	42,6 %	45,0 %	46,0 %	47,0 %	47,5 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	
Steuerquote (EBT)	5,2 %	7,7 %	11,1 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	30,0 %	30,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	
NOPAT	1,82	3,61	4,01	4,46	4,72	4,86	4,93	5,23	5,33	5,60	5,77	5,94	6,12	
Abschreibungen	0,21	0,30	0,33	0,35	0,38	0,41	0,44	0,47	0,49	0,51	0,53	0,55	0,56	
Abschreibungsquote	4,0 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,33	0,30	0,20	0,09	0,13	0,11	0,11	0,08	0,09	0,09	0,06	0,06	0,06	
- Investitionen	0,41	0,51	0,61	0,58	0,58	0,55	0,44	0,47	0,49	0,51	0,53	0,55	0,56	
Investitionsquote	7,9 %	5,4 %	5,8 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,28	3,10	3,54	4,13	4,40	4,62	4,81	5,15	5,25	5,51	5,71	5,88	6,06	6
Barwert FCF	1,30	2,88	3,03	3,25	3,18	3,06	2,93	2,88	2,70	2,60	2,48	2,35	2,22	39
Anteil der Barwerte	9,75 %			37,41 %										52,84 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,3 %	Liquidität (Aktie)	1,40
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	8,85 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	35		
Terminal Value	39		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	1	Aktienzahl (Mio.)	1,5
Eigenkapitalwert	75	Wert je Aktie (EUR)	48,94

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %	3,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,59	9,9 %	39,94	40,54	41,18	41,86	42,60	43,39	44,25	1,59	9,9 %	40,49	40,95	41,41	41,86	42,32	42,78	43,23
1,50	9,4 %	42,78	43,51	44,28	45,12	46,03	47,01	48,08	1,50	9,4 %	43,64	44,14	44,63	45,12	45,61	46,10	46,60
1,45	9,1 %	44,36	45,16	46,02	46,95	47,96	49,06	50,27	1,45	9,1 %	45,42	45,93	46,44	46,95	47,46	47,97	48,48
1,40	8,9 %	46,06	46,94	47,90	48,94	50,07	51,31	52,66	1,40	8,9 %	47,34	47,87	48,41	48,94	49,47	50,00	50,53
1,35	8,6 %	47,89	48,87	49,94	51,10	52,37	53,77	55,31	1,35	8,6 %	49,44	49,99	50,55	51,10	51,66	52,21	52,77
1,30	8,4 %	49,87	50,97	52,16	53,47	54,91	56,49	58,24	1,30	8,4 %	51,73	52,31	52,89	53,47	54,05	54,63	55,21
1,21	7,9 %	54,38	55,76	57,27	58,94	60,80	62,86	65,18	1,21	7,9 %	57,03	57,67	58,31	58,94	59,58	60,22	60,86

■ ...

Unternehmen & Produkte

Historie

wallstreet:online AG wurde 1998 von André Kolbinger als GIS Wirtschaftsdaten GmbH gegründet. Zweck des Unternehmens war von Anfang an der Betrieb des Online-Finanzportals www.wallstreet-online.de. 2000 erfolgte der Formwechsel in eine Aktiengesellschaft. Im gleichen Jahr wurden die Venture Capital Gesellschaften 3i und T-venture über eine Kapitalerhöhung Aktionäre und die Tochtergesellschaft wallstreet:online trading GmbH (heute wallstreet:online capital AG) wurde gegründet, um Kunden den direkten Handel auf der Website zu ermöglichen. Nach drei kurzfristigen CEO-Wechseln im Jahr 2003 übernahm die Familie Kolbinger alle ausstehenden Aktien und André Kolbinger kehrte als CEO zurück.

Konfrontiert mit einer dezimierten Personalstruktur durch die häufigen Managementwechsel im vorangegangenen Jahr, leitete er umfassende Restrukturierungsmaßnahmen ein. 2005 kehrte das Unternehmen wieder in die Gewinnzone zurück. Durch die Übernahme weiterer Special-Interest-Portale diversifizierte wallstreet:online in den Jahren 2005 und 2006 die Umsatzquellen. Außerdem wurden Aktivitäten rund um das Trading und die Monetarisierung von Kunden initiiert. Der Börsengang an der Frankfurter Börse und bei Xetra erfolgte 2006, was auch das bisher erfolgreichste Geschäftsjahr war.

2007 übernahm die Axel Springer Gruppe die Mehrheit von wallstreet:online und weitete ihren Anteil im Folgejahr auf mehr als 75% aus. Die Jahre von 2008 bis 2010 waren durch die schwere Finanzkrise geprägt. Folglich wurden auch die Budgets für finanzspezifische Medienwerbung drastisch gekürzt, was sich direkt auf den Umsatz von wallstreet:online auswirkte.

André Kolbinger erwarb die Anteile von Axel Springer im Mai 2010 zurück und restrukturierte das Unternehmen in Richtung Kosteneffizienz und Profitabilität. Nach dem Spin-off von Axel Springer konzentrierte sich wallstreet:online wieder auf die Kernkompetenzen (Betrieb von www.wallstreet-online.de). Andere Aktivitäten wie die Vermarktung anderer Special-Interest-Websites blieben bei Axel Springer, während die Aktivitäten im Bereich Finanzintermediation über einen Management-Buy-Out unabhängig wurden.

Herr Kolbinger zog sich 2011 von seinem Posten als CEO zurück und wurde Aufsichtsratsvorsitzender, während das Unternehmen im selben Jahr wieder schwarze Zahlen schrieb. Das B2B-Geschäft startete 2012 mit Goldman Sachs als erstem Kunden. Die folgenden Jahre waren durch die Bemühungen geprägt, weitere B2B-Kunden zu gewinnen. Die daraus entstehenden Investitionen, insbesondere in Personalkosten, wirkten sich negativ auf die Profitabilität des Unternehmens aus. 2016 legte das Investor-Relations-Geschäft signifikant zu und wurde Haupttreiber des Umsatzwachstums. Im selben Jahr gab das Unternehmen bekannt, dass die japanische Minkabu Group das Recht erworben hatte, einen Mehrheitsanteil an wallstreet:online zu übernehmen. Die Transaktion scheiterte jedoch 2017, weil aufschiebende Bedingungen nicht erfüllt wurden.

Das B2B-Geschäft geriet 2017 aus dem Fokus und die Kundengewinnung wurde eingestellt. In Zukunft wird sich dieses Segment nur noch mit der Betreuung der bestehenden Kundenportale befassen.

www.wallstreet-online.de

Das Internetportal www.wallstreet-online.de ist die Hauptgeschäftsaktivität des Unternehmens. Dabei handelt es sich um eine sogenannte Special-Interest-Website, die sich auf finanz- und kapitalmarktspezifische Inhalte konzentriert. Nutzer können Informationen über verschiedene Kapitalmarktinstrumente wie Aktien, Anleihen, Zertifikate etc. einholen. Die Plattform liefert Informationen zu KPIs, historischen Preisinformationen und Chart-Tools. Außerdem werden relevante Nachrichten für das

**Finanzportal mit Deutschlands größtem
finanzspezifischen Forum**

entsprechende Instrument bereitgestellt, wodurch die Nutzer immer auf dem neuesten Stand sind.

Website-Layout www.wallstreet-online.de

Newsletter Die wichtigsten Themen der Woche! Jetzt kostenlos abonnieren Push-Kurse an | Registrieren | Login

wallstreet:online DAX 12.926,50 -0,42 % Dow Jones 24.878,00 +0,23 % EUR/USD 1,1996 +0,47 % Gold 1.297,65 +0,22 %
TecDAX 2.529,00 +0,18 % US Tech 100 6.453,50 +0,24 % Bitcoin 14.040,28 -0,69 % Öl (Brent) 66,41 -0,19 %

Suchbegriffe, Wertpapier-Namen, WKN oder ISIN Suchen LYNX ANLEGEN MIT VORSPRUNG

Börse & Märkte Community & Forum Nachrichten Börsenticker Meine Finanzen Mein w.o. **SPECIAL** In Bitcoin investieren

Aktien Indizes **NEU** Crypto Zertifikate Optionsscheine Knock-Outs Anleihen Fonds ETF Devisen Rohstoffe Zinsen CFD Wikifolios

Aktienkurse Charsignale Statistik Unternehmensportal Insidertrades Nachrichten Broker-Vergleich IPOs

Märkte 11:52 Uhr Aktien Europa: Märkte leiden zu Jahresschluss weiter unter Eurostärke

PREISE **UBER** JAHRESAUSBLICK 2018 DER TAG MEHRWERTSTEUER HANDEL

Uber abgewertet?

Softbank kauft Uber-Anteile zum Discountpreis

Nachrichten von unseren Partnern

Das CitiFirst-Team wünscht Ihnen Frohe Weihnachten Anzeige
2018 startet mit vielem Bewährten, aber auch neuen Angeboten

Übersicht Deutschland Devisen Rohstoffe

DAX -0,42 % E-Stoxx 50 -0,27 %
14:29:59 12.925,00 PKT 14:15:45 3.514,65 PKT

Dow Jones +0,23 % US Tech 100 +0,25 %
14:29:13 24.876,00 PKT 14:30:03 6.453,00 PKT

Bitcoin -0,41 % Ethereum (...) +2,86 %
14:20:04 14.079,41 \$ 14:20:01 622,98 €

Realtime Indikatoren von DB und LS mehr Indizes > Anzeige

DE GIRO Mehr erfahren

Aktie im Fokus Anzeige

Quelle: Warburg Research

Schlüssel zum Erfolg von wallstreet:online ist das große interaktive User-Forum. Die aktive Community trägt pro Tag bis zu 10.000 Post zu verschiedenen Themen bei, was zu derzeit über 40 Mio. Post führt, die in über 80 Hauptthemen unterteilt sind.

Management

Das Unternehmen verfügt über ein sehr erfahrenes Management. Der Hauptaktionär und Aufsichtsratsvorsitzende ist zugleich auch der Gründer des Unternehmens, der seit 20 Jahren im Geschäft ist. Die Aufsichtsratsmitglieder haben verschiedene börsenrelevante Positionen inne und verfügen über sehr gute Kenntnisse über den Markt und das Unternehmen.

André Kolbinger (Aufsichtsratsvorsitzender) gründete das Unternehmen 1998 und war dort viele Jahre als CEO tätig, sogar als Axel Springer der Hauptaktionär war. Nach dem Rückkauf der Aktien im Jahr 2010 restrukturierte er das Unternehmen und wechselte im August 2017 als Vorsitzender in den Aufsichtsrat.

Stefan Zmojda ist seit 2016 Mitglied des Vorstands. Zunächst war er für den Vertrieb zuständig und ist seit August 2017 Vorstandsvorsitzender von wallstreet:online. Mit einer Börsenerfahrung von über 18 Jahren kam her Zmojda 2013 zum Unternehmen. Als Produktentwickler war er für die Entwicklung des Bereichs Derivateemission zuständig. Herr Zmojda machte 2005 seinen Abschluss an der Fachhochschule Erfurt.

Michael Bulgrin kam 2015 zu wallstreet:online. Er war für den Bereich Corporate Communications zuständig und wurde im November 2017 als Mitglied in den Vorstand berufen. Herr Bulgrin ist CIIA-Absolvent und hat einen BWL-Abschluss von der Universität Potsdam.

Oliver Haugk erweiterte den Vorstand im Zuge der Integration von Markets Inside Media GmbH (boersennews.de). Herr Haugk arbeitete als Projektmanager bei der Unister GmbH, wo er seit 2014 für boersennews.de verantwortlich war. Nach dem Management-Buy-out der ehemaligen boersennews.de durch den Konkurs der Unister wurde er Geschäftsführer der Markets Inside Media.

Wettbewerb

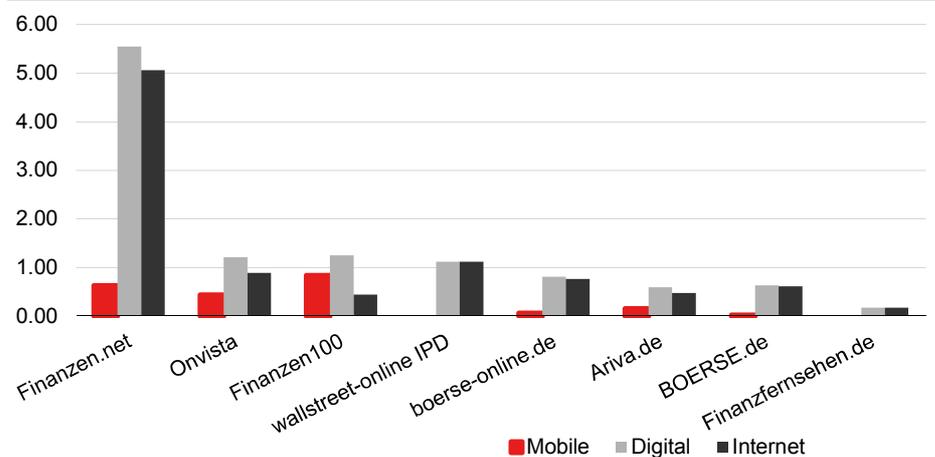
Finanzen.net ist das größte Online-Finanzportal in Deutschland. Die Website im Besitz von Axel Springer erreicht 5,5 Mio. Unique User. Finanzen.net betreibt lokale Websites in der Schweiz, Österreich und Russland sowie geschäftsbezogene Informationswebsites wie Business Insider Deutschland.

Onvista.de wurde 1998 als Informationsportal vorrangig für die Analyse von Optionsscheinen gegründet. Das Portal entwickelte sich schnell zu einem der größten Bezugspunkte für Privatinvestoren, um Informationen über Kapitalmarktinhalte zu bekommen. Im Jahr 2009, inzwischen mit Boursorama als Hauptaktionär, betrat Onvista mit der Onvista Bank das Handelsgeschäft. Ende 2016 gab Comdirect die Akquisition von Onvista bekannt, die im April 2017 abgeschlossen wurde. Während der Hauptfokus für den Kauf die Onvista Bank mit ihren Kunden und Vermögenswerten von EUR 2,5 Mrd. gewesen sein dürfte, blieb Onvista Media, dem das Online-Portal onvista.de angehört, größtenteils unabhängig. Als zweitgrößtes Finanzportal in Deutschland erreicht onvista.de 1,21 Mio. Unique User mit 10,5 Mio. Visits pro Monat.

Finanzen100.de ist seit der Übernahme im Mai 2015 das Online-Finanzportal der Hubert Burda Media Gruppe. Das Portal wurde 2009 unter dem Dach der Holidaycheck Gruppe als Informationsseite auf den Markt gebracht, die Informationen jenseits von Charts und Zahlen liefert. Finanzen100.de erreicht mit über 29 Mio. Visits pro Monat 1,4 Mio. Unique User.

Ariva.de wurde 1998 als eines der ersten Online-Finanzportale gegründet. Im Jahr 2000 erfolgte die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und im daran anschließenden Zeitraum kamen weitere Dienste und Tools hinzu. Seit 2016 ist die Münchener EQS Gruppe der Hauptaktionär von Ariva.de. Das Portal erreicht eine Unique-User-Basis von 0,59 Mio. mit monatlichen Visits von 32 Mio.

Unique User der Finanzportale in GER in Mio. per Jan 18



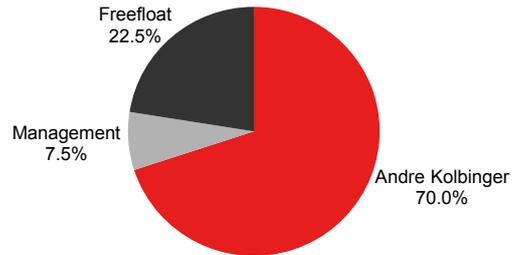
Quellen: AGOF, Warburg Research

Die obige Tabelle zeigt die Zahl der Unique User der größten Finanzportale in Deutschland in Millionen zum Dezember 2017. Ein Blick auf die dunklen Balken zeigt, dass wallstreet:online den zweiten Platz hinter Finanzen.net einnimmt. Werden dabei die mobilen Angebote berücksichtigt, fällt das Unternehmen zurück. Nehmen wir aber auch die Unique User von boersennews.de dazu, ist das Unternehmen noch nahe am zweiten Platz.

Aktie und Aktionäre

Die Mehrzahl der Aktien der wallstreet:online AG befindet sich im Besitz von André Kolbinger und seiner Familie, die rund 70% am Unternehmen halten. Weitere 7,5% sind im Besitz des Managements und der Free Float ist derzeit auf 22,5% begrenzt. Laut Aussagen des Unternehmens ist eine Erweiterung des Free Floats geplant um die Aktie auch für große Investoren weiter investierbar zu machen.

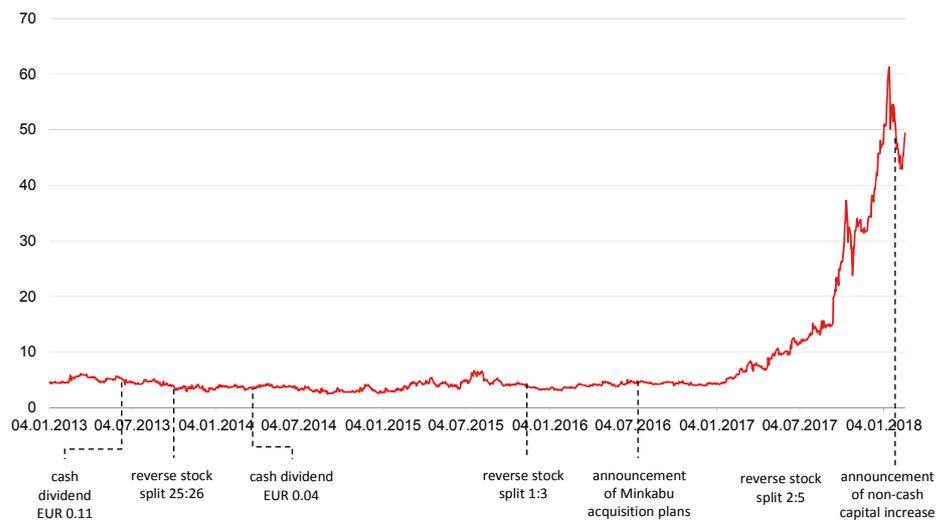
Aktionärsstruktur



Quelle: Warburg Research

Die folgende Grafik zeigt die Kursentwicklung der wallstreet:online AG in den letzten fünf Jahren. Erstaunlicherweise verharrte die Aktie über den Großteil der Zeit auf einem niedrigen Niveau von rund EUR 5. Ende 2016 begann der Aktienkurs aufgrund der positiven Unternehmensnachrichten Fahrt aufzunehmen. In der Folge setzte Anfang 2017 eine Kursrallye ein. Gestützt durch die starken Zahlen 2016 und einen sehr positiven Ausblick mit regelmäßig übertroffenen Zielvorgaben, schloss die Aktie das Jahr mit einem 10-Jahres-Hoch von über EUR 47 ab.

Kursentwicklung



Quellen: Bloomberg, Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	5,19	9,42	10,60	11,66	12,82	13,78	14,82	15,56	16,34	17,15	17,67	18,20	18,75	
Umsatzwachstum	83,1 %	81,7 %	12,5 %	10,0 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBIT	1,92	3,91	4,51	5,25	5,90	6,48	7,04	7,47	7,84	8,23	8,48	8,74	9,00	
EBIT-Marge	37,0 %	41,5 %	42,6 %	45,0 %	46,0 %	47,0 %	47,5 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	
Steuerquote (EBT)	5,2 %	7,7 %	11,1 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	30,0 %	30,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	
NOPAT	1,82	3,61	4,01	4,46	4,72	4,86	4,93	5,23	5,33	5,60	5,77	5,94	6,12	
Abschreibungen	0,21	0,30	0,33	0,35	0,38	0,41	0,44	0,47	0,49	0,51	0,53	0,55	0,56	
Abschreibungsquote	4,0 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,33	0,30	0,20	0,09	0,13	0,11	0,11	0,08	0,09	0,09	0,06	0,06	0,06	
- Investitionen	0,41	0,51	0,61	0,58	0,58	0,55	0,44	0,47	0,49	0,51	0,53	0,55	0,56	
Investitionsquote	7,9 %	5,4 %	5,8 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,28	3,10	3,54	4,13	4,40	4,62	4,81	5,15	5,25	5,51	5,71	5,88	6,06	6
Barwert FCF	1,30	2,88	3,03	3,25	3,18	3,06	2,93	2,88	2,70	2,60	2,48	2,35	2,22	39
Anteil der Barwerte	9,75 %			37,41 %										52,84 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,3 %	Liquidität (Aktie)	1,40
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	8,85 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	35		
Terminal Value	39		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	1	Aktienzahl (Mio.)	1,5
Eigenkapitalwert	75	Wert je Aktie (EUR)	48,94

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %	3,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,59	9,9 %	39,94	40,54	41,18	41,86	42,60	43,39	44,25	1,59	9,9 %	40,49	40,95	41,41	41,86	42,32	42,78	43,23
1,50	9,4 %	42,78	43,51	44,28	45,12	46,03	47,01	48,08	1,50	9,4 %	43,64	44,14	44,63	45,12	45,61	46,10	46,60
1,45	9,1 %	44,36	45,16	46,02	46,95	47,96	49,06	50,27	1,45	9,1 %	45,42	45,93	46,44	46,95	47,46	47,97	48,48
1,40	8,9 %	46,06	46,94	47,90	48,94	50,07	51,31	52,66	1,40	8,9 %	47,34	47,87	48,41	48,94	49,47	50,00	50,53
1,35	8,6 %	47,89	48,87	49,94	51,10	52,37	53,77	55,31	1,35	8,6 %	49,44	49,99	50,55	51,10	51,66	52,21	52,77
1,30	8,4 %	49,87	50,97	52,16	53,47	54,91	56,49	58,24	1,30	8,4 %	51,73	52,31	52,89	53,47	54,05	54,63	55,21
1,21	7,9 %	54,38	55,76	57,27	58,94	60,80	62,86	65,18	1,21	7,9 %	57,03	57,67	58,31	58,94	59,58	60,22	60,86

- In einem unveränderten Szenario gehen wir von einer EBIT-Marge von knapp unter 50% aus

Wertermittlung

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	2,8 x	2,2 x	2,6 x	2,3 x	24,4 x	2,8 x	2,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,08	1,14	1,32	1,59	1,68	3,26	5,69
EV / Umsatz	1,4 x	1,0 x	1,2 x	1,0 x	9,6 x	7,8 x	6,6 x
EV / EBITDA	11,6 x	12,0 x	7,8 x	7,4 x	23,5 x	17,4 x	14,3 x
EV / EBIT	46,6 x	n.a.	40,7 x	19,4 x	26,1 x	18,7 x	15,4 x
EV / EBIT adj.*	46,6 x	n.a.	40,7 x	19,4 x	26,1 x	18,7 x	15,4 x
Kurs / FCF	15,8 x	17,1 x	12,1 x	13,3 x	40,0 x	25,0 x	21,9 x
KGV	55,9 x	n.a.	52,1 x	29,5 x	28,2 x	21,5 x	19,2 x
KGV ber.*	55,9 x	n.a.	52,1 x	29,5 x	28,2 x	21,5 x	19,2 x
Dividendenrendite	n.a.						
FCF Potential Yield (on market EV)	8,6 %	8,3 %	12,8 %	13,5 %	4,1 %	5,3 %	6,3 %
*Adjustiert um:	-						

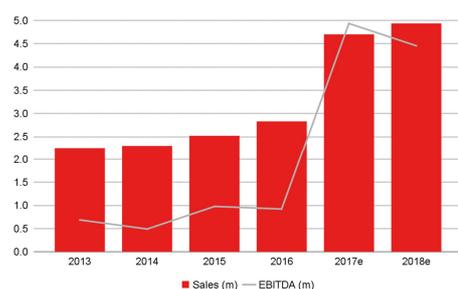
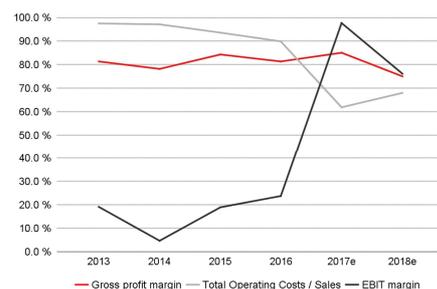
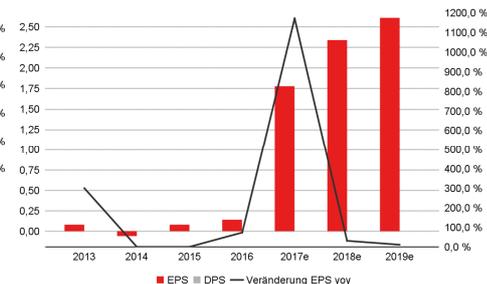
GuV

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	2,25	2,30	2,52	2,83	5,19	9,42	10,60
Veränd. Umsatz yoy	21,1 %	2,2 %	9,5 %	12,3 %	83,1 %	81,7 %	12,5 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,23	0,13	0,24	0,09	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	2,48	2,44	2,76	2,92	5,19	9,42	10,60
Materialaufwand	0,64	0,63	0,64	0,62	0,78	1,74	1,97
Rohrertrag	1,84	1,80	2,12	2,30	4,41	7,68	8,63
Rohrertragsmarge	81,5 %	78,3 %	84,3 %	81,3 %	85,0 %	81,5 %	81,4 %
Personalaufwendungen	1,04	1,22	1,33	1,55	1,82	2,72	2,93
Sonstige betriebliche Erträge	0,06	0,07	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,58	0,45	0,45	0,38	0,47	0,75	0,85
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	0,28	0,20	0,40	0,38	2,13	4,21	4,85
Marge	12,5 %	8,7 %	15,9 %	13,3 %	41,0 %	44,6 %	45,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	0,00	0,00	0,00
EBITA	0,31	0,23	0,43	0,40	2,13	4,21	4,85
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,21	0,27	0,32	0,23	0,21	0,30	0,33
Goodwill-Abschreibung	0,03	0,03	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,07	-0,07	0,08	0,14	1,92	3,91	4,51
Marge	3,1 %	-2,9 %	3,0 %	5,1 %	37,0 %	41,5 %	42,6 %
EBIT adj.	0,07	-0,07	0,08	0,14	1,92	3,91	4,51
Zinserträge	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,92	3,91	4,51
Marge	3,5 %	-2,9 %	3,1 %	5,1 %	37,0 %	41,5 %	42,6 %
Steuern gesamt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,30	0,50
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,82	3,61	4,01
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,82	3,61	4,01
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,82	3,61	4,01
Marge	3,5 %	-2,9 %	3,1 %	5,1 %	35,1 %	38,3 %	37,9 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,54	1,54
EPS	0,08	-0,06	0,08	0,14	1,78	2,34	2,61
EPS adj.	0,08	-0,06	0,08	0,14	1,78	2,34	2,61

*Adjustiert um:

Guidance: n.a.**Kennzahlen**

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	97,5 %	97,1 %	93,7 %	89,9 %	59,0 %	55,4 %	54,3 %
Operating Leverage	-2,0 x	n.a.	n.a.	7,1 x	14,9 x	1,3 x	1,2 x
EBITDA / Interest expenses	302063,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,2 %	7,7 %	11,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Sales, EBITDA
in EUR m**Operating Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle : Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

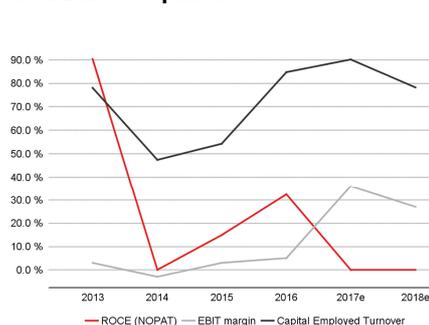
Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,51	0,39	0,28	0,19	0,38	23,08	23,35
davon übrige imm. VG	0,43	0,34	0,25	0,19	0,38	23,08	23,35
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,08	0,05	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Sachanlagen	0,04	0,04	0,03	0,02	0,03	0,04	0,06
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	0,56	0,44	0,36	0,22	0,41	23,13	23,40
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,30	0,25	0,37	0,39	0,70	1,30	1,50
Liquide Mittel	1,29	1,03	1,12	1,43	1,18	4,27	7,81
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,03	0,02	0,01	0,03	0,03	0,03	0,03
Umlaufvermögen	1,62	1,30	1,51	1,85	2,01	5,60	9,34
Bilanzsumme (Aktiva)	2,20	1,70	1,90	2,10	2,40	28,70	32,70
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,67	7,67	2,56	2,56	1,02	1,54	1,54
Kapitalrücklage	0,01	0,01	5,12	5,12	5,12	27,10	27,10
Gewinnrücklagen	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	-0,40	-0,90
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-6,06	-6,12	-6,05	-5,87	-3,95	-0,14	4,38
Buchwert	1,62	1,55	1,63	1,81	2,10	28,10	32,12
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	1,62	1,55	1,63	1,81	2,10	28,10	32,12
Rückstellungen gesamt	0,12	0,09	0,10	0,16	0,16	0,16	0,16
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,05	0,04	0,05	0,02	0,10	0,30	0,30
Sonstige Verbindlichkeiten	0,37	0,06	0,09	0,08	0,08	0,12	0,12
Verbindlichkeiten	0,54	0,19	0,24	0,26	0,34	0,57	0,57
Bilanzsumme (Passiva)	2,20	1,70	1,90	2,10	2,40	28,70	32,70

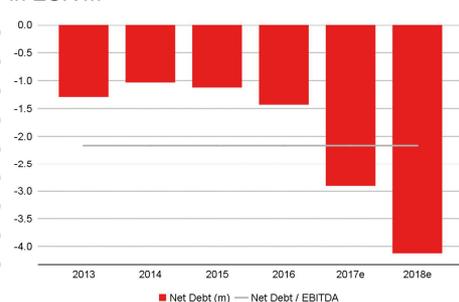
Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	7,7 x	9,2 x	7,4 x	7,5 x	7,2 x	9,1 x	8,5 x
Capital Employed Turnover	6,9 x	4,4 x	5,0 x	7,4 x	5,6 x	0,4 x	0,4 x
ROA	14,1 %	-15,2 %	21,4 %	65,3 %	440,8 %	15,6 %	17,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	90,4 %	n.a.	15,0 %	32,4 %	n.a.	29,2 %	16,7 %
ROE	4,5 %	-4,2 %	4,9 %	8,3 %	93,1 %	23,9 %	13,3 %
Adj. ROE	4,5 %	-4,2 %	4,9 %	8,3 %	93,1 %	23,9 %	13,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-1,29	-1,03	-1,12	-1,43	-1,18	-4,27	-7,81
Nettofinanzverschuldung	-1,29	-1,03	-1,12	-1,43	-1,18	-4,27	-7,81
Net Gearing	-79,8 %	-66,5 %	-69,0 %	-79,0 %	-56,2 %	-15,2 %	-24,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.						
Buchwert je Aktie	1,6	1,5	1,6	1,8	2,1	18,2	20,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,1	1,1	1,3	1,6	1,7	3,3	5,7

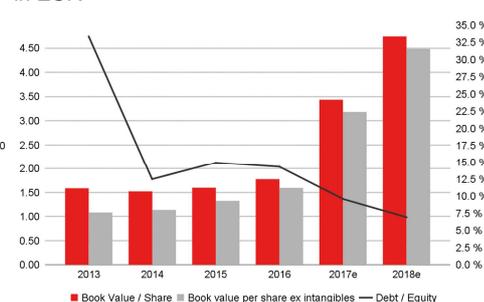
ROCE Development



Net debt in EUR m



Book Value per Share in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

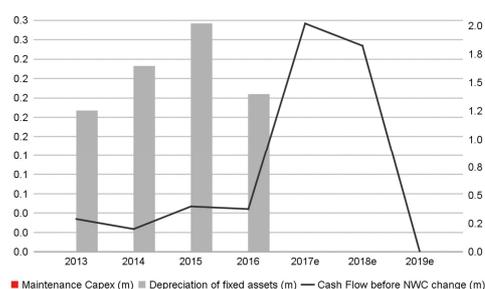
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,08	-0,07	0,08	0,14	1,82	3,61	4,01
Abschreibung Anlagevermögen	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	0,00	0,00	0,00
Amortisation Goodwill	0,03	0,03	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,21	0,27	0,32	0,23	0,21	0,30	0,33
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow vor NWC-Veränderung	0,29	0,20	0,40	0,38	2,03	3,91	4,35
Veränderung Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,10	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,31	-0,60	-0,20
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,08	0,20	0,00
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,00	0,00	0,00	-0,05	-0,33	-0,30	-0,20
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,29	0,20	0,40	0,33	1,69	3,61	4,15
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,40	-0,50	-0,60
Investitionen in Sachanlagen	0,00	0,00	-0,05	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-22,50	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	0,00	0,00	-0,05	-0,01	-0,41	-23,01	-0,61
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,53	22,50	0,00
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,53	22,50	0,00
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	0,29	0,20	0,35	0,32	-0,25	3,10	3,54
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	1,83	1,49	1,38	1,44	1,18	4,27	7,81

Kennzahlen

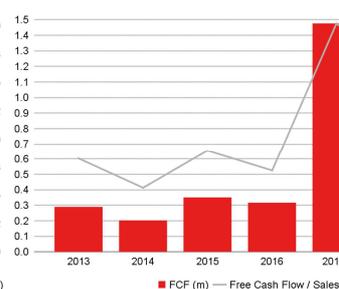
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	0,29	0,20	0,35	0,32	1,28	3,10	3,54
Free Cash Flow / Umsatz	12,8 %	8,8 %	13,9 %	11,2 %	24,7 %	32,9 %	33,4 %
Free Cash Flow Potential	0,28	0,20	0,40	0,38	2,03	3,91	4,35
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	368,3 %	-305,1 %	453,6 %	220,4 %	70,4 %	85,8 %	88,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	2,0 %	0,4 %	7,9 %	5,4 %	5,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	15,4 %	4,5 %	197,9 %	172,2 %	182,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	12,4 %	9,9 %	10,2 %	11,7 %	10,1 %	8,9 %	10,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	640,2 %	599,0 %	709,1 %	1647,1 %	700,0 %	433,3 %	500,0 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,8 x	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	48	39	53	50	49	50	52
Payables payment period (Tage)	26	24	30	14	47	63	56
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2	n.a.	n.a.

CAPEX and Cash Flow

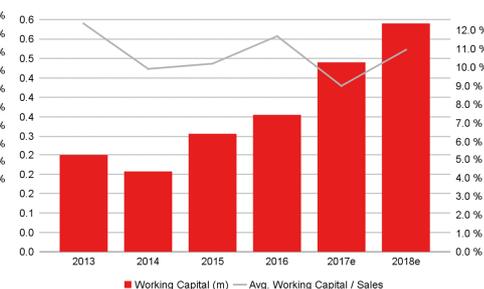
in EUR m



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg 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 Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
wallstreet:online	4, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2GS609.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	54
Halten	90	44
Verkaufen	5	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	206	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	31	76
Halten	10	24
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [WALLSTREET:ONLINE] AM [12.03.2018]


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Small Cap Research mfuhrberg@warburg-research.com

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Construction awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com