

Update

Kaufen

Kursziel: EUR 3,05

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

Q3 mit Wachstum in einem unfreundlichen Umfeld

Übersicht

Branche:	Software
Land:	Deutschland
Reuters:	VWDG.DE
WKN	520470
Webseite:	www.vwd.com

Kurs aktuell:		2,79
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	3,10	2,38
Marktkap. (Mio. CAD)		71,9
Anzahl Aktien (in Mio.)		25,8

Aktionärsstruktur

Streubesitz	4,40%
CornerstoneCapital	36,70%
Dietmar Hopp	28,00%
Edmund J. Keferstein	15,10%
Oliver Hopp	11,10%
Spencer Bosse	4,70%

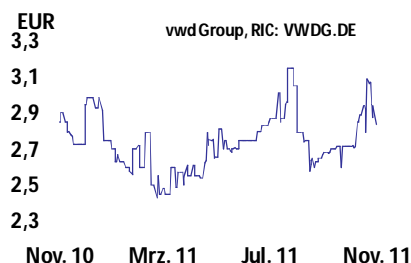
Performance

4 Wochen	4,5%
13 Wochen	1,9%
26 Wochen	1,1%
52 Wochen	-0,3%
lfd. Jahr	-5,1%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,04	45%
2010	0,00	0%
2011E	0,03	45%
2012E	0,05	45%
2013E	0,05	45%

52-Wochen Kursverlauf



Analysten

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com
Sven Bedbur
sb@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

■ Die Stimmung an den Finanzmärkten ist immer noch getrübt. Die regulatorische Entwicklung verläuft weiterhin schleppend. Die Unsicherheit wirkt sich in den zurückhaltenden Budgetausgaben bei den Finanzinstitutionen aus. Vor diesem Hintergrund ist das Quartalsergebnis der vwd Group als sehr gesund einzustufen. Die Umsätze erhöhten sich im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 14,9 % auf €21m. Das EBITDA erhöhte sich um 18% auf €2m. Das Ergebnis je Aktie beträgt €0,002 gegenüber €0,001 im Vorjahresquartal aufgrund von Steuereffekten aus innerjährig Abgrenzungen.

■ Das umsatzstärkste Segment, Market Data Solutions, erzielte ein starkes Wachstum. Einen wesentlichen Anteil daran hatte das Auslandsgeschäft mit dem Markteintritt in Italien bei gleichzeitig solidem Geschäftsverlauf im Inland. Der Umsatz im Segment Technology Solutions ist gegenüber dem Vorjahr leicht gestiegen. Das Bestandsgeschäft entwickelte sich stabil, bei nachlassenden Transaktionsgeschäft und zunehmender Nachfrage nach IT-Dienstleistungen. Das EBITA Ergebnis des Segments Technology Solutions konnte um mehr als die Hälfte zulegen. Betrachtet man die Umsatzentwicklung zum Vorjahresquartal wurde die Talsohle im Segment Specialised Market Solutions wie erwartet im letzten Quartal erreicht.

■ Wir erwarten ein organisches Wachstum in den vwd Bestandsmärkten durch innovative Produktentwicklungen, insbesondere im regulatorischen Bereich, unterstützt durch die Verbreitung der gesamten vwd Produktpalette auf seine ausländischen Gesellschaften. Das aktuell größte Risiko des Unternehmens ist die hohe Abhängigkeit vom Finanzsektor. Durch ein skalierbares Geschäftsmodell wird sich die Profitabilität überproportional zum Umsatz entwickeln.

■ Das Management hat seine Aussichten für 2011 verdichtet und erwartet einen Umsatze von rund €81m und einem EBITDA von €8,8m. Aufgrund der stabilen Umsatzeinkünfte des Unternehmens und des kurzen Zeithorizontes erwarten wir, dass das Unternehmen sein Ziel erreicht auch im Falle eines sich stark verschlechternden Umfelds. Nach Anpassung unserer Umsatzschätzungen an die Unternehmenserwartungen ergibt sich im DCF Modell ein leichter Rückgang unseres Zielkurses auf €3,05. Unser Unternehmensausblick bleibt unverändert zum letzten Quartal. Bei einem gegenwärtigen Kurs von €2,79 empfehlen wir die Aktie zum Kauf.

Kennzahlen

EUR m	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	73,36	79,23	76,12	81,14	88,71
EBITDA	10,89	9,70	7,45	9,08	10,38
EBIT	8,27	5,76	3,14	4,73	5,88
Nettoergebnis	4,44	2,92	1,20	2,50	3,40
EPS	0,14	0,09	0,02	0,07	0,10
BVPS	1,19	1,16	1,15	1,20	1,27
CFPS	0,21	0,17	0,28	0,31	0,31
RoE	11%	7%	2%	5%	6%
RoS	6%	4%	2%	3%	4%
EBIT-Marge	11%	7%	4%	6%	7%

Inhalt

1. Unternehmensprofil.....	3
2. Geschäftsentwicklung.....	4
2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung	4
3. Aktie und Aktionärsstruktur	5
5. Finanzteil	6
5.1. Gewinn- und Verlustrechnung	6
5.2. Bilanzen	7
6. Bewertung.....	8
6.1. DCF-Modell.....	8
6.2. WACC	9
6.3. Fair Value – Sensitivitäten.....	9
7. Kontakt.....	10
8. DISCLAIMER.....	11

1. Unternehmensprofil

Die vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG ist ein führender Dienstleister für die Verbreitung und Aufbereitung von Finanzinformationen. Die Gruppe agiert schwerpunktmäßig auf dem europäischen Markt mit Standorten in Deutschland, Belgien, Frankreich, Niederlanden, Schweiz und seit neusten auch in Italien. Die vwd group unterteilt ihre Geschäftsaktivitäten in drei Geschäftsfelder.

Im Geschäftsfeld Market Data Solutions (MDS) bietet die vwd group Banken, Finanzdienstleistern, Vermögensverwaltern, Unternehmen und Privatanlegern ein breit gefächertes Angebot an Marktdatensystemen, Applikationen und Portfoliomanagementlösungen an. Im Fokus stehen dabei standardisierte Softwarelösungen, die hohe Skalenerträge erzielen.

Das Geschäftsfeld Technology Solutions (TS) bietet daneben Informations-, Technologie- und Transaktionslösungen (Tradelink) sowie Consulting-Dienstleistungen für kundenspezifische Anforderungen der Financial Community. Dazu gehören die Realisierung und das Hosting professioneller Internetpräsenzen für Banken, Online-Broker und Medien sowie die Konzeption und Bereitstellung von druckfertig aufbereiteten Kursteilen für Tageszeitungen und Finanzmagazine.

Im Geschäftsfeld Specialised Market Solutions (SMS) bietet die vwd group neben dem Zertifikate-Rating für ihre Kunden maßgeschneiderte Sonderwerbeformen für Emittenten in den Finanzmedien an. Mit ihren Lösungen ermöglicht die vwd group den Kunden die direkte Ansprache der Zielgruppen über eine Vielzahl verschiedener reichweitenstarker Medien.

Die vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG ist eines der weltweit wenigen Unternehmen, welches ihre Daten selbst aufnehmen und in aufbereiteten Softwareprodukten vertreiben. Innerhalb seiner Teilmärkte agiert vwd als Full-Service-Anbieter und kann mit seiner breiten Produktpalette zur vollständigen Problemlösung eines Kunden beitragen. Zur Herstellung von Kundenkontakten nutzt das Unternehmen seinen hohen Bekanntheitsgrad in der Finanzbranche, welchen es durch die langjährige Bereitstellung von Kursdaten erlangt hat. Seine stärkste Konkurrenz besitzt vwd im Bereich der Versorgung von Finanzinformationen mit den Unternehmen Reuters und Bloomberg, ist jedoch der kostengünstigste Anbieter. Das Unternehmen konzentriert sich geographisch auf Kontinentaleuropa und besetzt dort in seinen Teilmärkten gemessen am Umsatzvolumen die Position des Marktführers. Dies ist ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil, da die Anbindung an die unterschiedlichen Datenquellen und deren aufwendige Pflege sich erst ab einer kritischen Größe lohnen. National besitzt das Unternehmen nur kleine Konkurrenten. In der Branche sind Know-how und Systemverfügbarkeit weitere wichtige Markteintrittsbarrieren. Die Weiterbildung seiner Mitarbeiter und Investitionen in Forschung und Entwicklung besitzen bei vwd daher einen hohen Stellenwert.

Bezüglich der Wettbewerbsposition und des Zahlungsausfallsrisikos auf der Abnehmerseite profitiert vwd von einem ausgewogenen Kundenportfolio und stabilen Einnahmequellen. Bei den Kunden handelt es sich zumeist um große Unternehmen. Die Abhängigkeit zu Einzelkunden ist relativ gering, die 10 größten Kunden steuern weniger als ein Fünftel des Umsatzes bei. Es besteht jedoch eine hohe Abhängigkeit zum Werbungs- und Finanzsektor. Mit der Kursteilversorgung von Printmedien und wiederkehrenden Erlösen, z.B. im Bereich MDS, verfügt vwd über eine stabile Umsatzbasis und damit Planungssicherheit. Der Umsatzanteil der wiederkehrenden Erlöse beträgt durchschnittlich 80%. Ein wesentlicher Bestandteil der Unternehmensphilosophie ist der Erhalt einer soliden Finanzierung. Damit besitzt VWD die relevanten Strukturen, die es dem Unternehmen ermöglicht neue Produktentwicklungen effizient an den Kunden weiterzugeben und Neukunden zu gewinnen, um somit die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auszunutzen. Dabei setzt vwd auf organisches Wachstum durch Innovationen und geographischer Expansion durch Akquisitionen.

2. Geschäftsentwicklung

2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung

Die Stimmung an den Finanzmärkten ist immer noch getrübt. Die regulatorische Entwicklung verläuft weiterhin schleppend. Die Unsicherheit wirkt sich in den zurückhaltenden Budgetausgaben bei den Finanzinstitutionen aus. Vor diesem Hintergrund ist das Quartalsergebnis der vwd Group als sehr gesund einzustufen. Die Umsätze erhöhten sich im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 14,9 % auf €1m. Im Personalbereich fanden unternehmensübergreifend Tarifierhöhungen statt. Das EBITDA erhöhte sich um 18% auf €m. Die Kaufpreisallokation aus dem Italiengeschäft wurde dieses Quartal noch nicht berücksichtigt womit das EBIT im dritten Quartal um 43,9 % auf €0,8m anstieg. Eine überproportional ansteigende Steuerlast führt zu einem Rückgang im Konzernergebnis vor Minderheitenanteilen um 56,9 % auf €0,062m. Das Ergebnis je Aktie beträgt €0,002 gegenüber €0,001 im Vorjahresquartal aufgrund von Steuereffekten aus innerjährig Abgrenzungen.

Das umsatzstärkste Segment, **Market Data Solutions**, erzielte ein starkes Wachstum. Einen wesentlichen Anteil daran hatte das Auslandsgeschäft mit dem Markteintritt in Italien bei gleichzeitig solidem Geschäftsverlauf im Inland. In den Niederlanden erfreute sich das Produkt „vwd market manager“ einer erhöhten Nachfrage. Auch in Belgien reagierte man auf die vermehrte Anfrage mit der Fertigstellung einer französisch sprachigen Produktversion. Die EBITDA Marge wurde durch das Italiengeschäft, unter anderem durch die akquisitionsbedingten Nebenkosten, belastet. Das Management rechnet zukünftig mit starken Synergien in Italien vor allem durch eine Senkung der zurzeit hohen Börsenanschlussgebühren. Daneben sollen die Servicekosten durch einen Wechsel des Übertragungsmediums von Satellit zu Breitband beim Einzelkunden verringert werden. Im kommenden Quartal sollen die Vertriebsaktivitäten in Italien verstärkt werden. Mit der Ausbreitung der Produktpalette auf die neuen Märkte erwarten wir, dass das Italiengeschäft in den kommenden Quartalen einen wesentlichen Beitrag zum Umsatzwachstum und zur einer Verbesserung in den Margen liefern wird.

Der Umsatz im Segment **Technology Solutions** sind gegenüber dem Vorjahr leicht gestiegen. Das Bestandsgeschäft entwickelte sich stabil, bei nachlassenden Transaktionsgeschäft und zunehmender Nachfrage nach IT-Dienstleistungen. Das EBITA Ergebnis des Segments Technology Solutions konnte um mehr als die Hälfte zulegen. Hier sollten ein Mix aus Skaleneffekte und den Einmalerlösen aus dem Projektgeschäft verantwortlich sein. Dabei unterlegen die Margen aus den Projektgeschäften starken Schwankungen.

Betrachtet man die Umsatzentwicklung zum Vorjahresquartal wurde die Talsohle im Segment

Umsatz		2009	2010	2011	2009	2010	2011
		Q3	Q3	Q3	9M	9M	9M
Market Data Solution	mio. €	6,5	8,3	10,1	25,7	26,1	28,0
	Δ	-	26,4%	21,9%	0,0%	1,7%	7,3%
	% Group	34%	45%	48%	44%	47%	48%
Technology Solution	mio. €	6,0	3,1	3,8	17,2	13,3	14,3
	Δ	-	-48,3%	24,2%	31,3%	-22,4%	7,0%
	% Group	31%	17%	18%	29%	24%	25%
Specialised Market Solution	mio. €	6,5	4,9	5,0	17,8	16,2	15,6
	Δ	-	-23,8%	0,9%	4,7%	-9,0%	-3,4%
	% Group	34%	27%	24%	30%	29%	27%
Konzern	mio. €	19,2	18,3	21,0	58,8	55,7	57,9
	Δ	-	-4,8%	14,9%	10,0%	-5,3%	4,0%
	% Group	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quellen: vwd Group, Dr. Kalliwoda | Research © 2011

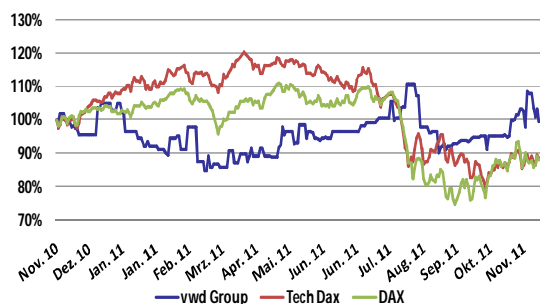
EBITDA		2009	2010	2011	2009	2010	2011
		Q3	Q3	Q3	9M	9M	9M
Market Data Solution	mio. €	1,4	1,2	1,1	3,6	3,0	3,0
	Δ	-	-14,1%	-5,4%	12,5%	-16,4%	-0,9%
	% Group	91%	69%	55%	24%	55%	50%
	% Rev	21%	14%	11%	14%	12%	11%
Technology Solution	mio. €	0,6	0,2	0,6	2,3	1,0	1,7
	Δ	-	-73,6%	295,7%	21,1%	-55,8%	66%
	% Group	41%	10%	32%	15%	18%	28%
	% Rev	10%	4%	17%	13%	7%	12%
Specialised Market Solution	mio. €	0,5	0,4	0,3	1,6	1,5	1,3
	Δ	-	-20,7%	-28,0%	-55,6%	-7,2%	-9,2%
	% Group	31%	22%	13%	11%	27%	22%
	% Rev	7%	7%	5%	9%	9%	9%
Konzern	mio. €	1,5	1,7	2,0	15,0	5,5	6,0
	Δ	-	13,5%	18,5%	84,8%	-63,2%	9,2%
	% Rev	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	% Rev	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Quellen: vwd Group, Dr. Kalliwoda | Research © 2011

Specialised Market Solutions wie erwartet im letzten Quartal erreicht. Jedoch gab es weiterhin Vertragskündigungen im Bereich medienübergreifender Kommunikationskonzepte. Nach Erwartungen des Managements sollte dieser Trend im abgelaufenen Quartal nun vollständig zum Erliegen gekommen zu sein. Erfreulich ist die starke Akzeptanz der Dienstleistung im Rahmen der "der mittelstandsmarkt" der Börse Düsseldorf, welche in Zukunft das vwd Konzept den Emittenten empfehlen wird. Profitiert hat das Unternehmen hier von der Verstärkung der Kommunikationsmaßnahmen im Bereich der Unternehmensanleihen. Positiv entwickelte sich in dem Segment vor allem das Geschäft mit den Zertifikateratings. Das Portal Finanztreff profitierte von den übergreifenden ansteigenden Nutzerzahlen von Finanzportalen und konnte somit seine Werbeeinnahmen vermehren. Auch folgte der Portalbetreiber dem Branchentrend der Bereitstellung von Videobeiträgen. Dieses Medium ist durch die Schaltung von Videowerbung für die Portalbetreiber attraktiv.

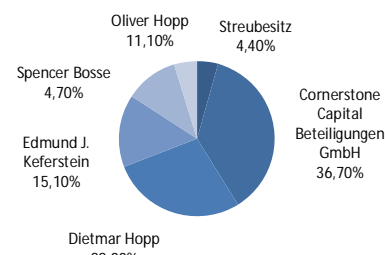
3. Aktie und Aktionärsstruktur

Aktienkursentwicklung



Quelle: Eigene Berechnungen, Reuters

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Im Vergleich zu seinen Benchmarks zeigt die Aktie der vwd group eine geringere Schwankungsbreite sowie vor allem eine deutlich bessere Performance innerhalb der letzten zwölf Monate. In der Aktionärsstruktur gab es keine Veränderungen im Vergleich zum Vorquartal.

4. Fazit

Das Management hat seine Aussichten für 2011 verdichtet und erwartet einen Umsatz von rund €1m und einem EBITDA von €8,8m. Aufgrund der stabilen Umsatzeinkünfte des Unternehmens und des kurzen Zeithorizontes erwarten wir, dass das Unternehmen sein Ziel erreicht auch im Falle eines sich stark verschlechternden Umfelds. Nach Anpassung unserer Umsatzschätzungen an die Unternehmenserwartungen ergibt sich im DCF Modell ein leichter Rückgang unseres Zielkurses auf €3,05. Unser Unternehmensausblick bleibt unverändert zum letzten Quartal. Bei einem gegenwärtigen Kurs von €2,79 empfehlen wir daher die Aktie zum Kauf.

5. Finanzteil

5.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - vwd group							
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	76,1	81,1	88,7	94,0	99,7	105,7	112,0
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	3,2	3,6	3,8	4,0	4,2	4,5
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Materialaufwand	-26,8	-29,2	-31,9	-34,0	-36,4	-38,9	-41,6
Rohergebnis	52,5	55,3	60,5	63,9	67,5	71,2	75,2
Personalaufwand	-32,8	-33,7	-36,8	-39,0	-41,4	-43,8	-46,5
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,4	-4,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,2	-12,6	-13,3	-13,6	-14,0	-14,6	-15,2
Betriebsergebnis	3,1	4,7	5,9	6,8	7,7	8,4	9,0
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Ergebnis vor Steuern	1,9	3,8	5,1	6,0	6,8	7,5	8,0
Steuerergebnis	-0,7	-1,3	-1,7	-2,0	-2,3	-2,5	-2,7
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	1,2	2,5	3,4	4,0	4,6	5,0	4,1
Minderheitenanteile	0,6	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,0
Jahresüberschuss	0,6	1,9	2,6	3,0	3,4	3,7	3,1
Ergebnis je Aktie	0,02	0,07	0,10	0,12	0,13	0,14	0,12
Gewinn & Verlust (Wachstum)							
Umsatzerlöse	-3,9%	6,6%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Sonstige betriebliche Erträge	5,1%	8,2%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Bestandsveränderungen	-100,0%						
Andere aktivierte Eigenleistungen	-35,8%	-19,8%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Materialaufwand	-1,3%	8,8%	9,3%	6,6%	6,9%	6,9%	6,9%
Rohergebnis	-4,8%	5,4%	9,3%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%
Personalaufwand	2,3%	2,5%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	9,5%	1,0%	3,2%	-0,3%	-0,7%	-1,1%	1,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,4%	3,3%	5,8%	2,5%	2,3%	4,5%	4,5%
Betriebsergebnis	-45,5%	50,6%	24,3%	15,6%	13,3%	8,7%	6,9%
Beteiligungsergebnis							
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-95,5%	6,6%	-100,0%				
Zinserträge	-52,2%	6,6%	22,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Zinsaufwendungen	18,0%	-20,6%	-20,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ergebnis vor Steuern	-60,4%	96,0%	35,9%	17,0%	14,3%	9,1%	7,1%
Steuerergebnis	-59,3%	75,8%	35,9%	17,0%	14,3%	9,1%	7,1%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	-58,8%	108,1%	35,9%	17,0%	14,3%	9,1%	-16,7%
Minderheitenanteile	-4,0%	6,5%	35,9%	17,0%	14,3%	9,1%	-16,7%
Jahresüberschuss	-73,3%	205,0%	35,9%	17,0%	14,3%	9,1%	-16,7%
Gewinn & Verlust (Umsatzanteil)							
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Materialaufwand	-35,3%	-36,0%	-36,0%	-36,2%	-36,5%	-36,8%	-37,1%
Rohergebnis	68,9%	68,2%	68,2%	72,1%	76,1%	80,3%	84,7%
Personalaufwand	-43,1%	-41,5%	-41,5%	-41,5%	-41,5%	-41,5%	-41,5%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-5,7%	-5,4%	-5,1%	-4,8%	-4,5%	-4,2%	-4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,0%	-15,5%	-15,0%	-14,5%	-14,0%	-13,8%	-13,6%
Betriebsergebnis	4,1%	5,8%	6,6%	7,7%	8,7%	9,4%	10,1%
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinserträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	-1,6%	-1,2%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Ergebnis vor Steuern	2,5%	4,6%	5,8%	6,8%	7,7%	8,4%	9,0%
Steuerergebnis	-0,9%	-1,6%	-1,9%	-2,3%	-2,6%	-2,8%	-3,0%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	1,6%	3,1%	3,8%	4,5%	5,1%	5,6%	4,7%
Minderheitenanteile	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%	1,3%	1,4%	1,2%
Jahresüberschuss	0,8%	2,3%	2,9%	3,4%	3,9%	4,2%	3,5%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.2.Bilanzen

Bilanzen - vwd group							
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,1	4,5	5,2	5,8	5,8	6,1	6,5
Sonstige Forderungen	2,6	2,4	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5
Fertigungsaufträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	7,7	7,7	12,7	15,3	19,9	24,3	28,2
Summe kurzfristige Vermögenswerte	14,4	14,7	20,4	23,7	28,2	32,9	37,3
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Immaterielle Vermögenswerte							
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	10,2	10,5	10,8	11,1	11,4	11,8	12,1
Geschäfts- und Firmenwerte	46,9	48,3	50,7	53,3	54,9	56,5	58,2
Sachanlagen	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Latente Ertragsteuern	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe langfristige Vermögenswerte	63,6	64,9	67,4	70,4	72,5	74,7	76,9
Bilanzsumme	77,9	79,6	87,8	94,1	100,7	107,6	114,2
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Kapitalrücklage	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4
Gewinnvortrag	14,0	14,6	15,6	17,0	18,7	20,5	22,6
Kumuliertes Ergebnis	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2
Konzernüberschuss	0,6	1,9	2,6	3,0	3,4	3,7	3,1
Anteile anderer Gesellschafter	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Summe Eigenkapital	29,5	30,9	32,6	34,6	36,7	38,8	40,2
Langfristiges Fremdkapital							
Rückstellungen für Pensionen	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Sonstige Rückstellungen	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Finanzverbindlichkeiten	8,4	7,3	8,9	8,8	8,3	8,3	8,6
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragsteuern	2,5	1,1	4,3	7,7	11,0	14,4	17,9
Summe langfristiges Fremdkapital	18,6	16,2	21,1	24,3	27,1	30,5	34,3
Kurzfristiges Fremdkapital							
Andere Rückstellungen	2,1	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8
Finanzverbindlichkeiten	7,1	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7
Verbindlichkeiten aus LuL	6,3	6,3	7,2	7,5	8,1	8,5	8,9
Erhaltene Anzahlungen	1,3	1,6	1,7	1,4	1,5	1,6	1,5
Steuerverbindlichkeiten	0,6	1,5	1,2	1,0	1,1	1,2	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	12,5	13,5	14,5	15,5	16,6	17,6	18,6
Summe kurzfristiges Fremdkapital	29,8	32,4	34,2	35,2	36,9	38,3	39,7
Bilanzsumme	77,9	79,6	87,8	94,1	100,7	107,6	114,2

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6. Bewertung

6.1.DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der vwd AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.11.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 11/2011)

(Mo. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	81,14	88,71	94,03	99,68	105,66	112,00
Veränderungsrate	10%	9%	6%	6%	6%	6%
EBIT	4,73	5,88	6,79	7,70	8,37	8,95
Veränderungsrate	51%	24%	16%	13%	9%	7%
Marge	5,8%	6,6%	7,2%	7,7%	7,9%	8,0%
Zins/Beteiligungsergebnis	-0,96	-0,76	-0,80	-0,85	-0,90	-0,96
EBT ex. Zinsergebnis	3,77	5,12	5,99	6,85	7,47	8,00
operativer Steueraufwand	-1,26	-1,71	-2,01	-2,29	-2,50	-2,68
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	4,36	4,50	4,49	4,46	4,41	4,48
Abschreibungsquote (%Umsatz)	5,4%	5,1%	4,8%	4,5%	4,2%	4,0%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteil Umsatz	0,1%	-	-	-	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-2,42	-0,90	-0,34	-1,83	-1,13	-0,90
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-3,0%	-1,0%	-0,4%	-1,8%	-1,1%	-0,8%
Investitionen	-1,86	-2,88	-3,02	-2,09	-2,16	-2,22
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,3%	-3,3%	-3,2%	-2,1%	-2,0%	-2,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	2,67	4,12	5,11	5,09	6,09	6,68

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6.2. WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

// WACC-Berechnung	
Wachstumsprämissen	
Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2017)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,35
Eigenkapitalkostensatz	10,6%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%
Wert des Eigenkapitals	77
Wert des Fremdkapitals	49
Gearing	63,2%
WACC	8,36%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmens-spezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

6.3. Fair Value – Sensitivitäten

Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,35$	7,87%	8,12%	8,37%	8,62%	8,87%	
Wachstum	1,0%	3,12	2,97	2,83	2,70	2,58
	1,5%	3,24	3,08	2,93	2,79	2,67
	2,0%	3,39	3,21	3,05	2,90	2,76
	2,5%	3,56	3,37	3,19	3,02	2,87
	3,0%	3,78	3,55	3,35	3,17	3,00

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,35$	7,87%	8,12%	8,37%	8,62%	8,87%	
Wachstum	1,0%	80,22	76,42	72,88	69,58	66,49
	1,5%	83,47	79,33	75,50	71,94	68,62
	2,0%	87,28	82,72	78,53	74,66	71,07
	2,5%	91,79	86,72	82,08	77,82	73,90
	3,0%	97,23	91,50	86,29	81,55	77,21

7. Kontakt

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG
Tilsiter Straße 1
60487 Frankfurt

Telefon +49 (0)69 50701-0
Fax +49 (0)69 50701-126
Internet <http://www.vwd.de>
Kontakt investorrelations@vwd.com

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	Sectors: IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	Sectors: IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Adrian Kowollik Email: ak@kalliwoda.com	Dipl.Kfm; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA candidate	Sectors: Media, Gaming, Internet, Technology, Eastern European stocks
Emily Haines Email: eh@kalliwoda.com	M.Sc. in Neurobiology; University College London	Sectors: Biotech, Healthcare, Pharmaceutical
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	Sectors: Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa	Sectors: Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	Sectors: Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	Sectors: IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main	Sectors: Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Robin-Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	Legal Advisor

Also view Sales and Earnings Estimates:

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA Sven Bedbur

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset



8. DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.