

## Update

## BUY

Target Price: 3.60 EUR

Schätzungen angepasst 

## vwd

## Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

## Gebremstes Wachstum

**Branche:** Investment Services  
**Land:** Deutschland  
**WKN:** 520470  
**Reuters:** WWDG.DE  
**Webseite:** www.vwd.com

**Kurs aktuell:** 2,80  
**Hoch** **Tief**  
**Kurs 52 W.:** 4,15 2,70  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 72,10  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 25,75

## Aktionäre

**CornerStone Capital** 36,70 %  
**DAH Beteiligungs GmbH** 36,50 %  
**Edmund J. Keferstein** 15,10 %  
**Spencer Bosse** 4,70 %  
**Free Float** 7,00 %

## Performance

**4 Wochen** -18,84%  
**13 Wochen** -11,11%  
**26 Wochen** -2,78%  
**52 Wochen** -31,37%  
**lfd. Jahr** -8,20%

## Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,04	40%
2010e	0,03	40%
2011e	0,03	40%



Dr. Norbert Kalliwoda  
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow  
ks@kalliwoda.com

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

- vwd musste in Q1 den ersten Umsatzrückgang seit fünf Jahren hinnehmen. Neben der Investitionszurückhaltung in der Finanzbranche sorgte die zeitliche Verschiebung der Abrechnung von Projekten zu Umsatzverlusten. Niedrige Handelsvolumina führten zu geringen transaktionsbezogenen Umsätzen. Außerdem belastete den Umsatz, dass Kunden weniger Ausgaben für Marketing und Kommunikationsdienstleistungen tätigten.
- Insgesamt erzielte vwd einen Umsatz von 18,4 Mio. Euro, was einem Rückgang von -9 Prozent gegenüber den ersten drei Monaten 2009 entspricht. Das Segment MDS erzielte einen -7 Prozent niedrigeren Umsatz. Während der Rückgang im Segment TS -11 Prozent betrug, konnte das Segment SMS sein Umsatzniveau des Vorjahresquartals halten.
- Das Konzern EBITDA reduzierte sich in Q1 deutlich um -41 Prozent verglichen mit den ersten drei Monaten des Vorjahres. Auch das EBIT lag niedriger als vor einem Jahr. Unter anderem durch höhere Abschreibungen sank das Ergebnis vor Zinsen und Steuern um -73 Prozent auf 0,5 Mio. Euro. Das Konzernergebnis lag im ersten Quartal bei TEUR 80. Dies entspricht einem Rückgang von -92 Prozent verglichen mit Q1 2009.
- Für das laufende Jahr erwartet das Management weniger Umsatz und Gewinn als letztes Jahr. In 2011 sollte vwd wieder wachsen können, bei einer nachhaltigen Erholung der Finanzbranche. Neue Regulierungsstandards bei der Privatkundenberatung auf EU- und Länderebene könnten für zusätzliches Wachstum sorgen. Bei entsprechenden EDV-basierten Lösungen hat sich vwd bereits positioniert.
- Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst und kommen zu einem neuen fairen Wert von 3,61 Euro. Die Empfehlung lautet weiterhin Kaufen.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Umsatzerlöse</b>	73,36	79,20	77,50	83,30	88,00
<b>EBITDA</b>	10,89	9,66	7,45	8,10	11,31
<b>EBIT</b>	8,27	5,76	3,85	4,60	7,09
<b>Nettoergebnis</b>	4,44	3,13	1,69	2,17	4,11
<b>EPS</b>	0,14	0,10	0,07	0,08	0,16
<b>BVPS</b>	1,19	1,17	1,14	1,25	1,30
<b>CFPS</b>	0,27	0,27	0,21	0,22	0,32
<b>RoE</b>	14,51 %	10,41 %	5,73 %	6,75 %	12,27 %
<b>RoS</b>	6,05 %	3,95 %	2,18 %	2,60 %	4,67 %
<b>EBIT-Marge</b>	11,27 %	7,27 %	4,97 %	5,52 %	8,05 %

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Geschäftsentwicklung</b> .....	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Ausblick</b> .....	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>Aktie</b> .....	<b>4</b>
<b>5</b>	<b>Finanzteil</b> .....	<b>5</b>
<b>6</b>	<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> .....	<b>5</b>
<b>7</b>	<b>Bilanzen</b> .....	<b>6</b>
<b>8</b>	<b>Kapitalflussrechnung</b> .....	<b>7</b>
<b>9</b>	<b>Bewertung</b> .....	<b>8</b>
<b>10</b>	<b>DCF-Modell</b> .....	<b>8</b>
<b>11</b>	<b>WACC</b> .....	<b>9</b>
<b>12</b>	<b>Fair Value – Sensitivitäten</b> .....	<b>9</b>
<b>13</b>	<b>Kontakt</b> .....	<b>10</b>
<b>14</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>11</b>

## 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 und der Schweiz. Die vwd group unterteilt ihre Geschäftsaktivitäten in drei Geschäftsfelder.

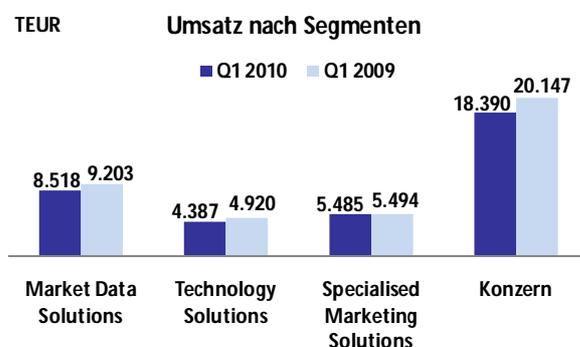
Im Geschäftsfeld Market Data Solutions (MDS) bietet die vwd group Banken, Finanzdienstleistern, Vermögensverwaltern, Unternehmen und Privatanlegern ein breit gefächertes Angebot an Marktdateisystemen, Applikationen und Portfoliomagementlösungen an. Im Fokus stehen dabei standardisierte Softwarelösungen, die hohe Skalenerträge erzielen. Dazu zählen der vwd market manager, der vwd portfolio manager, der vwd data manager und der vwd trader.

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 Marketing 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.

## 2 Geschäftsentwicklung

Nach den erfreulichen Zahlen zum Geschäftsjahr 2009 musste die vwd group in Q1 2010 einen Rückgang beim Umsatz hinnehmen. Dies war der erste Rückgang seit fünf Jahren. Hauptverantwortlich dafür war die Investitionszurückhaltung in der Finanzbranche. Zum Teil waren die Rückgänge gegenüber Q1 2009 jedoch auf das starke Vorjahresquartal zurück zu führen. Hiervon betroffen waren insbesondere das Geschäft mit Softwarelizenzen und das Projektgeschäft. Niedrige Handelsvolumina ließen die transaktionsbezogenen Umsätze von vwd schmelzen. Außerdem wurden auf Kundenseite die Ausgaben für Marketing und Kommunikationsdienstleistungen weiter gekürzt. Positiv beeinflusst wurde der Umsatz durch neue Kooperationspartner und die neue Tochtergesellschaft EDG.

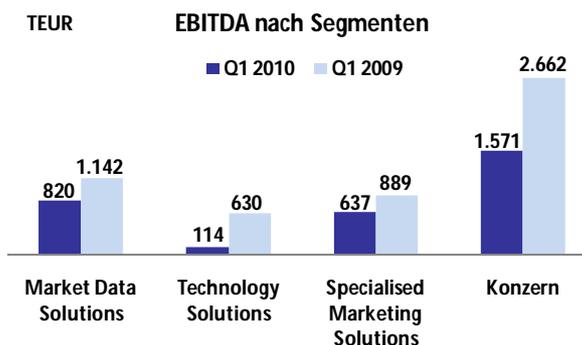


Insgesamt erzielte vwd einen Umsatz von 18,4 Mio. Euro, was einem Rückgang von -9 Prozent gegenüber den ersten drei Monaten 2009 entspricht. Das Segment MDS erzielte einen -7 Prozent niedrigeren Umsatz als in Q1 2009. Während der Rückgang im Segment TS - 11 Prozent betrug, konnte das Segment SMS sein Umsatzniveau des Vorjahresquartals halten.

Das Konzern EBITDA in Q1 reduzierte sich deutlich um -41 Prozent verglichen mit den ersten drei Monaten des Vorjahres. Auch das EBIT lag niedriger als vor einem Jahr. Unter anderem durch höhere Abschreibungen sank das Ergebnis vor Zinsen und Steuern um -73 Prozent auf 0,5 Mio. Euro.

Beim Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen lieferten alle Segmente niedrigere Zahlen als vor einem Jahr. Der Rückgang bei MDS und SMS betrug jeweils -28 Prozent, TS verlor sogar -82 Prozent gegenüber Q1 2009.

Das Konzernergebnis lag im ersten Quartal bei TEUR 80. Dies entspricht einem Rückgang von -92 Prozent verglichen mit dem ersten Quartal 2009.



### 3 Ausblick

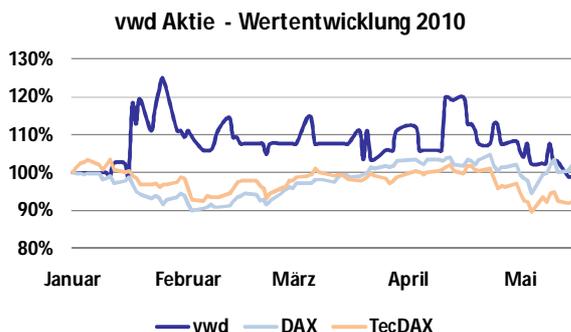
Wenn sich die Konjunktur nachhaltig erholt und insbesondere die Finanzbranche wieder auf einen stabilen Wachstumspfad zurückkehrt, gehen wir von einer sich lösenden Investitionszurückhaltung aus. Dies wird sich, ebenso wie steigende Handelsvolumina und Marketingbudgets, positiv auf den Umsatz von vwd auswirken. Notwendige Kostenanpassungen wurden vorgenommen, so dass auch das Ergebnis dann wieder wachsen sollte.

In einer Phase des Aufschwungs wird die Gesellschaft von der Skalierbarkeit seiner digitalen Informationen profitieren. Neue und bestehende Kundengruppen können ohne große zusätzliche Kosten bedient werden und das Informationsangebot den Kundenanforderungen entsprechend angepasst werden. Weiteres Wachstumspotenzial entsteht aus steigenden Transparenzanforderungen in der Anlageberatung. Um den Verbraucherschutz für Privatanleger zu erhöhen, werden auf EU- und Länderebene Bemühungen zur Regulierung vorgenommen, die neue EDV-Lösungen für die Anlageberatung erforderlich machen. Hier hat sich vwd positioniert und wird diesen Markt bedienen.

Das Management erwartet für das laufende Jahr einen Rückgang bei Umsatz und Ergebnis. Dementsprechend haben wir unsere Schätzungen angepasst. Unser neuer fairer Wert liegt etwas niedriger als zuvor (3,90 Euro). Die Empfehlung lautet weiterhin Kaufen.

### 4 Aktie

Die Aktie der vwd AG konnte im Jahresverlauf deutlich größere Zugewinne verbuchen als DAX und TecDAX. Aktuell liegt der Kurs leicht unter dem Jahresanfangskurs und etwas unter der Entwicklung des DAX. Der TecDAX notiert jedoch deutlich tiefer. Den größten Sprung machte die vwd Aktie im Februar, als sie 25 Prozent über dem Kurs zu Jahresbeginn notierte. Die Indizes lagen im Februar und März mit -10 Prozent teilweise deutlich im Minus.



## 5 Finanzteil

## 6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>65,1</b>	<b>73,4</b>	<b>79,2</b>	<b>77,5</b>	<b>83,3</b>	<b>88,0</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	2,4	2,9	2,0	2,5	2,1
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2
Materialaufwand	-22,2	-24,3	-27,2	-26,4	-28,3	-30,1
<b>Rohergebnis</b>	<b>44,5</b>	<b>51,4</b>	<b>55,2</b>	<b>53,4</b>	<b>57,8</b>	<b>60,2</b>
Personalaufwand	-23,7	-27,3	-32,0	-32,0	-34,3	-36,1
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-1,9	-2,6	-3,9	-3,6	-3,5	-4,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,6	-13,3	-13,5	-13,9	-15,4	-12,8
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>5,3</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>7,1</b>
Beteiligungsergebnis	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
Zinserträge	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-0,3	-0,9	-1,0	-0,9	-1,3	-0,8
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,4</b>	<b>7,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>
Steuerergebnis	-3,1	-3,2	-1,8	-1,3	-1,2	-2,2
<b>Ergebnis</b>	<b>2,28</b>	<b>4,44</b>	<b>3,13</b>	<b>1,69</b>	<b>2,17</b>	<b>4,11</b>
Ergebnis je Aktie	0,06	0,14	0,10	0,07	0,08	0,16
<b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>						
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>12,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,6%</b>
Sonstige betriebliche Erträge		48,8%	20,2%	-30,1%	25,0%	-16,0%
Bestandsveränderungen						
Andere aktivierte Eigenleistungen				-33,3%	50,0%	-33,3%
Materialaufwand		9,4%	11,8%	-3,1%	7,4%	6,5%
<b>Rohergebnis</b>		<b>15,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>4,1%</b>
Personalaufwand		15,1%	17,4%	0,0%	7,2%	5,2%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA		39,4%	48,9%	-7,7%	-2,8%	20,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-2,6%	1,7%	3,0%	10,9%	-17,2%
<b>Betriebsergebnis</b>		<b>56,2%</b>	<b>-30,4%</b>	<b>-33,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>54,0%</b>
Beteiligungsergebnis						
Abschreibungen auf Finanzanlagen						
Zinserträge		-39,4%	-80,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Zinsaufwendungen		228,2%	10,5%	-5,3%	44,4%	-38,5%
Ergebnis vor Steuern		42,0%	-36,3%	-38,4%	11,6%	89,5%
Steuerergebnis		2,8%	-44,5%	-26,1%	-10,2%	89,5%
<b>Ergebnis</b>		<b>94,9%</b>	<b>-29,6%</b>	<b>-46,0%</b>	<b>28,5%</b>	<b>89,5%</b>
<b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b>						
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,5%	3,2%	3,6%	2,6%	3,0%	2,4%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	0,4%	0,2%
Materialaufwand	-34,2%	-33,2%	-34,3%	-34,0%	-34,0%	-34,3%
<b>Rohergebnis</b>	<b>68,3%</b>	<b>70,1%</b>	<b>69,6%</b>	<b>68,8%</b>	<b>69,4%</b>	<b>68,4%</b>
Personalaufwand	-36,4%	-37,1%	-40,4%	-41,3%	-41,2%	-41,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-2,9%	-3,6%	-4,9%	-4,6%	-4,2%	-4,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,9%	-18,1%	-17,0%	-17,9%	-18,5%	-14,5%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>8,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>8,1%</b>
Beteiligungsergebnis	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%
Zinserträge	0,5%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	-0,4%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,6%	-0,9%
Ergebnis vor Steuern	8,2%	10,4%	6,1%	3,9%	4,0%	7,2%
Steuerergebnis	-4,7%	-4,3%	-2,2%	-1,7%	-1,4%	-2,5%
<b>Ergebnis</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,7%</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 7 Bilanzen

Bilanzen - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Aktiva</b>						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,0	5,8	4,7	6,3	6,1	7,0
Sonstige Forderungen	2,0	2,1	3,0	2,8	3,0	3,4
Fertigungsaufträge	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	8,2	10,6	9,3	7,0	7,4	9,3
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>13,2</b>	<b>18,5</b>	<b>17,1</b>	<b>16,1</b>	<b>16,5</b>	<b>19,7</b>
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>						
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	2,7	11,0	11,3	10,8	9,2	7,9
Geschäfts- und Firmenwerte	27,6	36,6	46,5	46,5	46,5	46,5
Sachanlagen	4,0	5,9	4,6	5,3	4,9	4,1
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,4	0,9	0,4	0,6	0,5	0,5
Latente Ertragsteuern	1,3	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>36,4</b>	<b>55,8</b>	<b>63,8</b>	<b>64,2</b>	<b>62,0</b>	<b>59,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>49,6</b>	<b>74,3</b>	<b>80,9</b>	<b>80,3</b>	<b>78,5</b>	<b>79,6</b>
<b>Eigenkapital</b>						
Gezeichnetes Kapital	24,6	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Kapitalrücklage	-17,7	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4
Gewinnvortrag	9,6	9,3	12,7	12,8	13,3	14,2
Kumuliertes Ergebnis	0,0	-0,9	0,5	0,0	0,0	0,0
Konzernüberschuss	0,0	3,4	2,5	2,1	4,1	4,4
Anteile anderer Gesellschafter	2,8	6,4	1,9	2,1	2,3	2,4
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>19,4</b>	<b>30,6</b>	<b>30,0</b>	<b>29,4</b>	<b>32,1</b>	<b>33,5</b>
<b>Langfristiges Fremdkapital</b>						
Rückstellungen für Pensionen	3,9	5,7	4,7	5,2	5,5	4,9
Sonstige Rückstellungen	1,1	1,0	0,6	1,0	1,0	1,0
Finanzverbindlichkeiten	0,8	9,3	10,5	9,6	8,0	8,1
Verbindlichkeiten ggü Gesellschaftern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragsteuern	0,7	2,3	2,7	2,9	2,6	2,3
<b>Summe langfristiges Fremdkapital</b>	<b>6,5</b>	<b>18,2</b>	<b>18,5</b>	<b>18,7</b>	<b>17,1</b>	<b>16,3</b>
<b>Kurzfristiges Fremdkapital</b>						
Andere Rückstellungen	1,3	1,7	1,8	1,9	1,4	1,9
Finanzverbindlichkeiten	7,8	6,2	10,2	8,6	8,7	6,7
Verbindlichkeiten aus LuL	5,7	5,3	6,7	7,2	7,5	6,9
Erhaltene Anzahlungen	1,5	2,7	1,1	3,0	2,2	3,0
Steuerverbindlichkeiten	2,9	1,9	0,7	0,7	0,8	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	4,5	7,8	11,9	10,8	8,7	10,6
<b>Summe kurzfristige Fremdkapital</b>	<b>23,7</b>	<b>25,5</b>	<b>32,4</b>	<b>32,2</b>	<b>29,3</b>	<b>29,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>49,6</b>	<b>74,3</b>	<b>80,9</b>	<b>80,3</b>	<b>78,5</b>	<b>79,6</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 8 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>						
Jahresüberschuss	2,3	4,4	3,1	1,7	2,2	4,1
Abschreibungen auf Gegenstände des AV	1,9	2,6	3,9	3,6	3,5	4,2
Veränderung Pensionsrückstellungen	-0,2	1,3	-1,0	0,5	0,3	-0,5
Gewinn/Verlust aus dem Abgang des AV	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zu/Abnahme Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu/Abnahme Forderungen aus LuL	0,3	0,1	1,5	-1,6	0,2	-0,9
Zu/Abnahme Verbindlichkeiten aus LuL	0,7	-2,0	1,2	0,5	0,3	-0,6
Veränderungen übriges Nettovermögen/Sonstiges	-0,1	-1,2	-4,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>
Auszahlungen für Investitionen in das SAV	-1,7	-4,2	-2,5	-2,0	-2,2	-2,3
Einzahlungen aus dem Abgang von SAV	0,3	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Konsolidierungskreisänderungen	0,0	-9,4	-5,3	0,0	0,0	0,0
<b>Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit</b>	<b>-1,5</b>	<b>-13,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>
Ein-/Auszahlung für die Aufnahme/Tilgung von Schulden	-0,4	-0,3	-5,4	-2,1	-0,5	-2,3
Auszahlung an Minderheitsgesellschafter	-0,3	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Auszahlungen an Gesellschafter der vwd GmbH	-1,0	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,9
Schuldentilgungen/-aufnahme	-0,2	10,5	1,3	1,0	0,0	0,0
<b>Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,9</b>	<b>9,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,2</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Zahlungsmittel zum 1.1.</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	4,9	0,4	0	0	0
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0	0	0	0
<b>Zahlungsmittel zum 31.12.</b>	<b>0,3</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 9 Bewertung

### 10 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 01.05.2010 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 2,5 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2010/5)

(Mo. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>77,50</b>	<b>83,30</b>	<b>88,00</b>	<b>90,64</b>	<b>93,36</b>	<b>96,16</b>
Veränderungsrate	10%	7%	6%	3%	3%	3%
<b>EBIT</b>	<b>3,85</b>	<b>4,60</b>	<b>7,09</b>	<b>6,62</b>	<b>7,00</b>	<b>7,31</b>
Veränderungsrate	-	20%	54%	-7%	6%	4%
Marge	5,0%	5,5%	8,1%	7,3%	7,5%	7,6%
Zins/Beteiligungsergebnis	-0,86	-1,27	-0,77	-0,90	-0,80	-0,80
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>2,99</b>	<b>3,33</b>	<b>6,32</b>	<b>5,72</b>	<b>6,20</b>	<b>6,51</b>
operativer Steueraufwand	-1,30	-1,17	-2,21	-2,00	-2,11	-2,18
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	43,5%	35,0%	35,0%	35,0%	34,0%	33,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,60	3,50	4,22	3,63	4,20	4,33
Abschreibungsquote (% Umsatz)	4,6%	4,2%	4,8%	4,0%	4,5%	4,5%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,50	0,26	-0,53	0,26	-0,30	0,30
Anteil Umsatz	0,6%	0,3%	-0,6%	0,3%	-0,3%	0,3%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0,83	3,27	2,73	-1,70	-1,60	-1,53
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-1,1%	3,9%	3,1%	-1,9%	-1,7%	-1,6%
Investitionen	-2,00	-2,20	-2,30	-2,54	-2,33	-2,88
Investitionsquote (% Umsatz)	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,8%	-2,5%	-3,0%
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>1,86</b>	<b>7,20</b>	<b>8,23</b>	<b>5,76</b>	<b>4,86</b>	<b>4,54</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 11 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	2,5%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+3 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,80
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>7,8%</b>

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4,9%</b>

Wert des Eigenkapitals	83
Wert des Fremdkapitals	50
Gearing	60,2%
<b>WACC</b>	<b>6,71%</b>

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 unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

## 12 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 3,61. Er ist damit um 29 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,80). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		je Aktie				
(EUR)	β = 0,8	Diskontierungszinssatz				
Wachstum		6,21%	6,46%	6,71%	6,96%	7,21%
1,5%		3,59	3,38	3,19	3,02	2,87
2,0%		3,84	3,60	3,38	3,19	3,01
2,5%		4,15	3,87	<b>3,61</b>	3,39	3,18
3,0%		4,57	4,21	3,90	3,64	3,40
3,5%		5,13	4,67	4,29	3,96	3,67

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)	β = 0,8	Diskontierungszinssatz				
Wachstum		6,21%	6,46%	6,71%	6,96%	7,21%
1,5%		92,47	87,10	82,25	77,84	73,82
2,0%		98,85	92,62	87,06	82,05	77,51
2,5%		106,94	99,53	<b>93,00</b>	87,19	81,99
3,0%		117,56	108,44	100,54	93,63	87,53
3,5%		132,09	120,36	110,44	101,93	94,56

## 13 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](mailto:investorrelations@vwd.com)

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 <a href="http://www.kalliwoda.com">www.kalliwoda.com</a>
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Michael John</b> E-Mail: <a href="mailto:mj@kalliwoda.com">mj@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: <a href="mailto:wn@kalliwoda.com">wn@kalliwoda.com</a>	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Kolja Schick – Freiherr von Flotow</b> E-Mail: <a href="mailto:ks@kalliwoda.com">ks@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of  
**Bloomberg**  
**Thomson Reuters**  
**vwd group**  
**JCF Factset**

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick-von Flotow



## 14 DISCLAIMER

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

### 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

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- 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.