

15. November 2012

Europe | Germany | Software

**DR. KALLIWODA**  
RESEARCH GmbH

## Update

### HALTEN

Kursziel: € 2,80

#### Überblick

Branche:	Software
Land:	Deutschland
ISIN:	DE0005204705
Reuters:	VWDG.DE
Bloomberg:	VWD GR
Website:	www.wvd.com

Schlusskurs:	2,79
	<b>High</b> <b>Low</b>
Kurs 52 W.:	3,05    1,74
Marktkap. (EUR Mio.)	71,73
Anzahl d. Aktien (Mio.)	25,75

#### Aktionärsstruktur

Vienna GmbH	90,36%
Streubesitz	9,64%

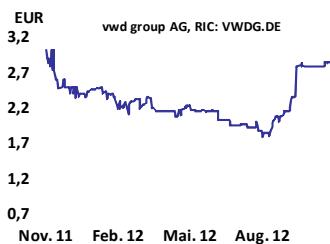
#### Performance

4 Wochen	-0,61%
13 Wochen	50,00%
26 Wochen	31,85%
52 Wochen	-1,41%
Lfd. Jahr	15,58%

#### Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0,00%
2009	0,04	1,44%
2010	0,00	0,00%
2011	0,00	0,00%

#### 52-Wochen Chart



#### Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda  
Email: nk@kalliwoda.com  
Phone: +49 69 97 20 58 53  
www.kalliwoda.com

## vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

### Schwache 9M/12-Zahlen; Übernahme

■ Aufgrund der schwierigen Marktbedingungen fiel die Profitabilität der vwd in den 9M/12 schwächer aus als im Vorjahr. Obwohl infolge der Übernahme in Italien im GJ 2011 der Umsatz um 12,1% auf 65 Mio. Euro gesteigert werden konnte, verringerte sich das EBIT von 2,8 Mio. Euro (4,8% Marge) im Vorjahr auf 1,7 Mio. Euro (2,6% Marge). Der Grund waren gestiegene Umsatzkosten und Sondereffekte, wodurch die Bruttomarge von 66,5% in den 9M/11 auf 63,7% nachgab. Das Nettoergebnis (-1 Mio. Euro nach 0,7 Mio. im Vorjahr) wurde zusätzlich von höheren Steueraufwendungen negativ beeinflusst.

■ Wie schon im H1/12, wurde das Umsatzwachstum von der guten Entwicklung im Segment Market Data Solutions (MDS) getrieben. Dieses konnte seinen Umsatz um 23,4% auf 34,6 Mio. Euro steigern, wobei das Neugeschäft in Italien den größten Beitrag leistete. Im Geschäftsbereich Technology Solutions (TS) stiegen die Umsätze im Vergleich zum Vorjahr um 8,4% auf 15,5 Mio. Euro, was auf neue Aktivitäten in Italien sowie auf eine starke Nachfrage nach Sales Processing Lösungen zurückzuführen war. Aufgrund von rückläufigen Werbeeinnahmen des Portals Finanztreff.de und werbenden Kommunikationsdienstleistungen reduzierte sich der Umsatz des Bereichs Specialised Marketing Solutions um 4,8% auf 14,8 Mio. Euro.

■ Am 18. September 2012 wurde bekannt, dass die Vienna GmbH, die von der Private-Equity-Gesellschaft Carlyle Group kontrolliert wird, den Aktionären der vwd ein Übernahmeangebot in Höhe von 2,80 Euro je Aktie unterbreitet. Carlyle handelte dabei zusammen mit dem vwd-Aktionär Edmund J. Keferstein sowie Philipp Henrich und Prof. Dr. Lutz Johanning, dem Vorstand bzw. Aufsichtsrat der vwd-Tochtergesellschaft EDG AG. Da der Investor bereits ca. 90,4% der ausstehenden Aktien erwerben konnte, erwarten wir, dass die vwd group in den nächsten 6-8 Monaten ein Delisting durchführen wird.

■ Nach den aus unserer Sicht schwachen 9M/12-Zahlen haben wir unsere Prognosen für das GJ 2012 erneut nach unten angepasst. Aufgrund einer im Vergleich zum Juni 2012 höheren Netto-Cash-Position von EUR 0,6 Mio. sinkt unser Kursziel jedoch nur von €2,90 auf €2,80. Unsere Anlageempfehlung reduziert sich folglich von Kaufen auf Halten.

EUR m	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Nettoumsatz	73,36	79,23	76,12	80,89	86,95	96,52
EBITDA	10,89	9,75	7,45	9,06	8,06	9,91
EBIT	8,28	5,81	3,14	4,02	2,63	3,89
Nettoergebnis	3,43	2,51	0,62	-2,64	-0,17	1,40
EPS	0,14	0,10	0,02	-0,10	-0,01	0,05
BVPS	0,99	1,10	1,08	0,98	0,98	1,04
RoE	14,11%	9,58%	2,21%	-9,95%	-0,67%	5,41%
EBIT - Marge	11,28 %	7,33 %	4,12 %	4,97 %	3,03 %	4,03 %
P/E	20,04x	28,42x	116,04x	neg	neg	51,06x
P/BVPS	2,83x	2,53x	2,59x	2,83x	2,84x	2,69x
EV/EBITDA	6,53x	7,29x	9,54x	7,84x	8,82x	7,17x

## Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil .....	3
2	Bewertung .....	4
3	9M/12-Ergebnisse .....	5
4	Ausblick.....	6
5	Aktie .....	7
6	Gewinn- und Verlustrechnung.....	8
7	Bilanzen.....	9
8	Kapitalflussrechnung.....	10
9	Finanzkennzahlen .....	10

## 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 neuestem auch in Italien. Die vwd group unterteilt ihre Geschäftsaktivitäten in drei Geschäftsfelder. Im Geschäftsfeld Market Data Solutions (MDS) bietet sie 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 Marketing Solutions (SMS) bietet die vwd group neben dem Zertifikate-Rating für ihre Kunden maßgeschneiderte Sonderwerbformen für Emittenten in den Finanzmedien an. Mit ihren Lösungen ermöglicht sie 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. Dabei entwickelt das Unternehmen Konzepte, die die gesamte Wertschöpfungskette der ausgesuchten Kernmärkte abdecken. Mit seiner breiten Produktpalette kann das Unternehmen somit 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. 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 von Einzelkunden ist relativ gering, die 10 größten Kunden steuern weniger als ein Fünftel des Umsatzes bei. Es besteht jedoch eine hohe Abhängigkeit vom Werbe- 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 ermöglichen, neue Produktentwicklungen effizient an den Kunden weiterzugeben und Neukunden zu gewinnen, um somit die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auszunutzen. Dabei setzt das Unternehmen auf organisches Wachstum durch Innovationen und geographische Expansion durch Akquisitionen.

## 2 Bewertung

Wir haben unser 12-Monats-Kursziel für die vwd group mithilfe eines DCF-Modells ermittelt. Unser fairer Wert von €2,80 liegt 0,7% oberhalb des aktuellen Marktniveaus.

### WACC-Berechnung

#### Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	4 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	10,0%
Margenentwicklung (p.a.)	-5 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,3%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	6,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,30
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>10,1%</b>

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	6,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4,2%</b>

Wert des Fremdkapitals	100,0%
Wert des Eigenkapitals	0,0%
Verschuldungsgrad	0,0%
<b>WACC</b>	<b>10,1%</b>

### DCF-Modell

#### Discounted Cash Flow Modell (Basis 11/2012)

in EUR Mio.	Phase 1									
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
<b>Umsatz</b>	<b>86,95</b>	<b>96,52</b>	<b>106,46</b>	<b>117,10</b>	<b>127,06</b>	<b>135,95</b>	<b>142,75</b>	<b>147,03</b>	<b>149,97</b>	
(Veränd. ggü. Vj.)	7,5%	11,0%	10,3%	10,0%	8,5%	7,0%	5,0%	3,0%	2,0%	
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>2,63</b>	<b>3,89</b>	<b>5,36</b>	<b>7,07</b>	<b>8,06</b>	<b>8,48</b>	<b>8,76</b>	<b>8,87</b>	<b>8,98</b>	
(Operative-Marge)	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>0,53</b>	<b>2,72</b>	<b>3,75</b>	<b>4,95</b>	<b>5,64</b>	<b>5,94</b>	<b>6,13</b>	<b>6,21</b>	<b>6,28</b>	
+ Abschreibungen	5,43	6,02	6,64	7,31	7,93	8,48	8,91	9,17	9,36	
= Operativer Netto-Cashflow	5,95	8,75	10,40	12,26	13,57	14,42	15,04	15,39	15,64	
- Investitionen (CAPEX und WC)	-3,73	-5,18	-5,85	-6,52	-7,38	-8,21	-9,04	-9,73	-10,14	
CAPEX	-4,73	-7,37	-8,02	-8,75	-9,27	-9,68	-9,85	-9,82	-9,84	
Working Capital	1,01	2,19	2,17	2,23	1,89	1,47	0,81	0,08	-0,30	
Freier Cashflow (FCF)	2,23	3,56	4,54	5,74	6,19	6,21	6,00	5,65	5,50	
<b>Barwert der FCFs</b>	<b>2,20</b>	<b>3,19</b>	<b>3,70</b>	<b>4,24</b>	<b>4,15</b>	<b>3,79</b>	<b>3,32</b>	<b>2,84</b>	<b>2,51</b>	

BW der FCFs in offener Periode	29,94
BW des Endwerts	36,65
<b>Unternehmenswert</b>	<b>66,60</b>
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (30. September 2012)	0,64
+ Investitionen / - Minderheitsbeteiligungen	-1,67
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>65,57</b>
Anzahl der Aktien (Mio.)	25,75

WACC	10,10%
Eigenkapitalkosten	10,1%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	6,0%
Steuerrate	30,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	4,2%
Eigenkapitalquote	100,0%
Fremdkapitalquote	0,0%
<b>Fairer Wert je Aktie in € (heute)</b>	<b>2,55</b>
<b>Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)</b>	<b>2,80</b>

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT margin						
		3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
WACC	7,1%	2,97	3,48	4,00	4,51	5,02	5,54	6,05
	8,1%	2,56	2,96	3,36	3,75	4,15	4,55	4,95
	9,1%	2,26	2,58	2,89	3,21	3,53	3,85	4,16
	10,1%	2,03	2,29	2,55	2,80	3,06	3,32	3,58
	11,1%	1,85	2,06	2,27	2,49	2,70	2,91	3,13
	12,1%	1,69	1,87	2,05	2,23	2,41	2,59	2,77

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

### 3 9M/12-Ergebnisse

#### Erträge

In den 9M/12 erwirtschaftete die vwd einen Umsatz von €65 Mio., der einem Anstieg von 12,1% gegenüber dem Vorjahr entsprach. Die Steigerung ging vor allem auf die Übernahme der Aktivitäten in Italien im GJ 2011 und die starke Entwicklung des Segments Market Data Solutions (+23,4% auf 34,6 Mio. Euro) zurück. In diesem ist das Geschäft mit standardisierten Marktdatensystemen, browserbasierten Applikationen und umfassenden Portfoliomanagement-Lösungen für Banken, Sparkassen, Vermögensverwaltungen und Unternehmen gebündelt.

Die Bereiche Technology Solutions (TS) und Specialised Marketing Solutions (SMS) entwickelten sich unterschiedlich. Während TS einen Umsatzanstieg von 8,4% auf 15,5 Mio. Euro verzeichnete, verringerten sich infolge rückläufiger Werbeeinnahmen des Finanzportals Finanztreff.de und einem Rückgang bei den werbenden Kommunikationsdienstleistungen die Erträge des Segments SMS um 4,8% auf 14,8 Mio. Euro. Neben der Akquisition in Italien wirkten sich bei TS neue Projekte sowie eine starke Nachfrage nach Sales Processing Lösungen positiv auf den Umsatz aus. Zudem entwickelten sich die Bereiche Portfoliomanagement sowie Administration für Vermögensverwaltungen und Family Offices erfreulich. Weiterhin schwierig gestaltete sich allerdings das Umfeld für die Produktgruppe Transaction Solutions.

9M/2012 vs. Vorjahr			
in EUR Mio.	9M 2012	9M 2011	Veränderung (%)
Nettoumsatz	64,96	57,94	12,1%
EBITDA	5,50	6,02	-8,7%
EBITDA - Marge	8,5%	10,4%	
EBIT	1,69	2,79	-39,3%
EBIT - Marge	2,6%	4,8%	
Nettoergebnis	-1,03	0,70	-247,6%
Umsatzrendite	-1,6%	1,2%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

#### Umsatz und EBITDA - Marge nach Geschäftssegmenten 9M/12 vs. 9M/11

	9M 2012	9M 2011		9M 2012	9M 2011
<b>Market Data Solutions</b>			<b>Specialised Marketing Solutions</b>		
Umsatz € Mio.	34,60	28,02	Umsatz € Mio.	14,84	15,64
(%) Umsatzanteil	53,3%	48,4%	(%) Umsatzanteil	22,8%	27,0%
EBITDA - Marge	9,0%	10,6%	EBITDA - Marge	2,7%	8,6%
<b>Technology Solutions</b>			<b>Gruppe</b>		
Umsatz € Mio.	15,52	14,28	Gesamtumsatz € Mio.	64,96	57,94
(%) Umsatzanteil	23,9%	24,6%	Veränderung zum Vorjahr	12,1%	
EBITDA - Marge	12,8%	11,8%			

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

### **Rentabilität**

Trotz des soliden Umsatzwachstums lagen das EBIT und Nettoergebnis in den 9M/12 unterhalb des Vorjahres. Das EBIT verringerte sich um 39,3% auf 1,7 Mio. Euro und das Nettoergebnis um 247,6% auf -1 Mio. Euro. Hauptverantwortlich dafür waren höhere Umsatzkosten und Sondereffekte, deren Anteil im Vergleich zum Vorjahr von 33,5% auf 36,3% zunahm. Des Weiteren wirkten sich ein höherer Steueraufwand sowie erhöhte Abschreibungen aufgrund einer im GJ 2011 vorgenommenen Kaufpreisallokation der vwd group Italia negativ aus. Auf Segmentebene sank vor allem im Bereich Specialised Marketing Solutions die EBITDA-Marge deutlich (2,7% vs. 8,6% in den 9M/11), was auf eine überproportionale Erhöhung der Umsatzkosten zurückzuführen war.

### **Bilanz und Cashflow**

Trotz schwacher 9M-Ergebnisse bleibt die Bilanz der vwd group solide. Ende September lag die Eigenkapitalquote des Unternehmens bei 29,6% und die Netto-Cash-Position bei 0,6 Mio. Euro.

## **4 Ausblick**

Da wir davon ausgehen, dass sich trotz der letzten Kursanstiege die Lage an den Finanzmärkten erst im GJ 2013 entspannen wird, habe wir nach den schwachen Neunmonatszahlen unsere Rentabilitätserwartungen für das GJ 2012 erneut reduziert. Dadurch verringert sich jedoch unser Kursziel nur geringfügig von €2,90 auf €2,80, da die vwd group Ende September 2012 eine im Vergleich zum H1/12 höhere Netto-Cash-Position aufwies. Unsere Empfehlung für die Aktie sinkt von Kaufen auf Halten.

Aus unserer Sicht ist das Angebot der Carlyle Group für die vwd-Aktionäre sehr attraktiv. Am Tag der Veröffentlichung lag es etwa 35% über dem gewichteten Durchschnittskurs der letzten drei Monate. Wir gehen davon aus, dass die vwd group innerhalb der nächsten 6-8 Monate von der Börse genommen werden wird.

#### **Prognosen 2012E - 2014E**

in EUR Mio.	2012E		2013E		2014E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Nettoumsatz	86,95	86,95	96,52	96,52	106,46	106,46
EBITDA	8,06	9,28	9,91	10,69	12,00	12,86
EBITDA - Marge	9,3%	10,7%	10,3%	11,1%	11,3%	12,1%
EBIT	2,63	3,86	3,89	4,67	5,36	6,22
EBIT - Marge	3,0%	4,4%	4,0%	4,8%	5,0%	5,8%
Nettoergebnis	-0,17	-0,35	1,40	1,87	2,26	2,77
Umsatzrendite	-0,2%	-0,4%	1,5%	1,9%	2,1%	2,6%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

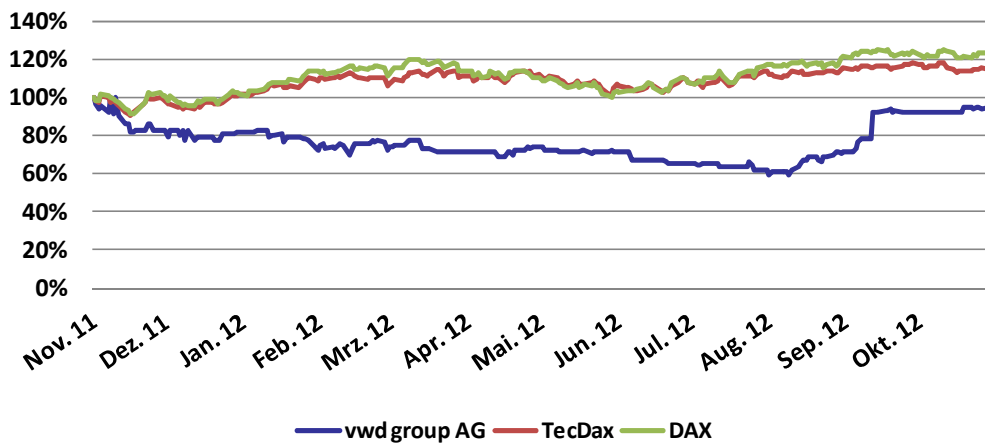
## Umsatzprognosen nach Geschäftssegmenten 2012E-2014E

in EUR Mio	2012E	2013E	2014E
Market Data Solutions	42,88	47,79	52,93
ggü. Vorjahr	7,9%	11,5%	10,7%
(%) Umsatzanteil	49,3%	49,5%	49,7%
Technology Solutions	21,62	24,19	26,90
ggü. Vorjahr	8,4%	11,9%	11,2%
(%) Umsatzanteil	24,9%	25,1%	25,3%
Specialised Marketing Solutions	22,45	24,53	26,63
ggü. Vorjahr	5,9%	9,3%	8,6%
(%) Umsatzanteil	25,8%	25,4%	25,0%
Gesamtumsatz	86,95	96,52	106,46

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

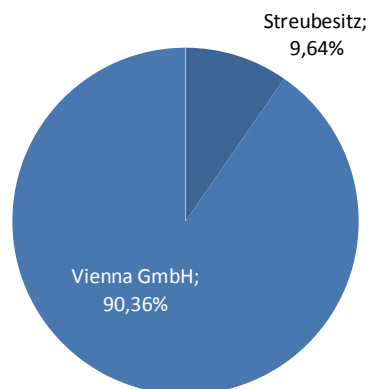
## 5 Aktie

### Aktienkursverlauf



Quelle: Reuters, Eigene Berechnungen

### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

## 6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - vwd group						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Umsatzanteile</b>						
Market Data Solutions	34,71	36,34	35,41	39,73	42,88	47,79
Technology Solutions	15,98	19,89	18,51	19,95	21,62	24,19
Specialised Marketing Solutions	22,67	23,01	22,20	21,21	22,45	24,53
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>73,36</b>	<b>79,23</b>	<b>76,12</b>	<b>80,89</b>	<b>86,95</b>	<b>96,52</b>
Bestandveränderungen	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>73,51</b>	<b>79,54</b>	<b>76,33</b>	<b>81,62</b>	<b>87,70</b>	<b>97,28</b>
Herstellungskosten	-24,32	-27,21	-26,84	-27,65	-28,94	-31,91
<b>Rohergebnis</b>	<b>49,19</b>	<b>52,33</b>	<b>49,48</b>	<b>53,97</b>	<b>58,76</b>	<b>65,37</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,23	2,86	3,00	3,68	2,39	2,44
Personalkosten	-27,25	-31,99	-32,85	-34,63	-36,83	-40,76
Abschreibungen	-2,62	-3,94	-4,32	-5,05	-5,43	-6,02
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,28	-13,45	-12,19	-13,95	-16,26	-17,14
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>8,28</b>	<b>5,81</b>	<b>3,14</b>	<b>4,02</b>	<b>2,63</b>	<b>3,89</b>
Finanzergebnis	-0,66	-0,92	-1,22	-5,23	-1,50	-1,55
<b>Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)</b>	<b>7,61</b>	<b>4,89</b>	<b>1,92</b>	<b>-1,21</b>	<b>1,13</b>	<b>2,34</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,17	-1,76	-0,72	-0,95	-0,90	-0,70
Minderheitenbeteiligungen	-1,01	-0,61	-0,59	-0,48	-0,40	-0,23
<b>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</b>	<b>3,43</b>	<b>2,51</b>	<b>0,62</b>	<b>-2,64</b>	<b>-0,17</b>	<b>1,40</b>
EPS	0,14	0,10	0,02	-0,10	-0,01	0,05
DPS	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatzerlöse	n.a	8,01%	-3,92%	6,26%	7,50%	11,00%
Gesamtleistung	n.a	8,21%	-4,04%	6,93%	7,45%	10,92%
Herstellungskosten	n.a	11,89%	-1,35%	3,02%	4,66%	10,25%
Rohergebnis	n.a	6,39%	-5,45%	9,06%	8,88%	11,25%
Sonstige betriebliche Erträge	n.a	27,93%	5,13%	22,52%	-35,00%	2,00%
Personalkosten	n.a	17,40%	2,68%	5,44%	6,36%	10,66%
Abschreibungen	n.a	50,73%	9,46%	16,92%	7,50%	11,00%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a	1,27%	-9,40%	14,48%	16,55%	5,40%
Betriebsergebnis	n.a	-29,84%	-45,96%	28,00%	-34,50%	47,90%
Finanzergebnis	n.a	38,15%	32,63%	329,36%	-71,29%	3,33%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a	-35,77%	-60,71%	-162,91%	-193,58%	107,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a	-44,40%	-59,32%	31,92%	-4,41%	-22,37%
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a	-26,64%	-75,49%	-528,27%	-93,57%	-928,01%
EPS	n.a	-29,50%	-75,51%	-525,00%	-93,54%	-928,01%
DPS	n.a	n.a	-100,00%	n.a	n.a	n.a
<b>(%) Umsatzanteile</b>						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Gesamtleistung	96,56 %	104,49 %	100,27 %	107,22 %	115,21 %	127,79 %
Herstellungskosten	-31,94 %	-35,74 %	-35,26 %	-34,19 %	-33,28 %	-33,06 %
Rohergebnis	64,62 %	68,75 %	65,00 %	66,72 %	67,58 %	67,73 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,93 %	3,75 %	3,94 %	4,55 %	2,75 %	2,53 %
Personalkosten	-35,80 %	-42,02 %	-43,15 %	-42,81 %	-42,36 %	-42,23 %
Abschreibungen	-3,44 %	-5,18 %	-5,67 %	-6,24 %	-6,24 %	-6,24 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,45 %	-17,67 %	-16,01 %	-17,25 %	-18,70 %	-17,76 %
Betriebsergebnis	10,87 %	7,63 %	4,12 %	4,97 %	3,03 %	4,03 %
Finanzergebnis	-0,87 %	-1,21 %	-1,60 %	-6,46 %	-1,73 %	-1,61 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	10,00 %	6,42 %	2,52 %	-1,49 %	1,30 %	2,43 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-4,17 %	-2,32 %	-0,94 %	-1,17 %	-1,04 %	-0,73 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	4,50 %	3,30 %	0,81 %	-3,26 %	-0,20 %	1,46 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2012



## 7 Bilanzen

Bilanz - vwd group						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Vermögenswerte</b>						
Zahlungsmittel	10,63	9,29	7,67	11,77	14,32	17,83
Vorräte	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,80	4,75	4,06	5,15	5,54	6,14
Sonstige finanziellen Vermögenswerte	2,11	3,19	2,63	3,11	3,34	3,71
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>18,58</b>	<b>17,27</b>	<b>14,37</b>	<b>20,04</b>	<b>23,21</b>	<b>27,71</b>
Sachanlagen	5,85	4,56	4,37	4,28	4,58	4,88
Other intangible assets	11,00	11,21	10,16	11,43	10,43	11,49
Goodwill	36,65	46,50	46,90	47,36	47,36	47,36
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilie	0,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige finanziellen Vermögenswerte	0,90	0,43	0,43	0,45	0,48	0,53
Aktive latente Steuern	0,88	0,98	1,71	2,99	3,04	2,62
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>55,80</b>	<b>63,68</b>	<b>63,56</b>	<b>66,50</b>	<b>65,89</b>	<b>66,88</b>
<b>Aktiva</b>	<b>74,38</b>	<b>80,95</b>	<b>77,93</b>	<b>86,55</b>	<b>89,11</b>	<b>94,58</b>
<b>Fremdkapital</b>						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,34	6,59	6,20	11,41	11,35	11,86
Sonstige Verbindlichkeiten	12,31	13,75	14,40	22,50	24,19	26,85
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,16	10,18	7,12	6,11	6,12	6,13
Rückstellungen	1,69	1,83	2,07	2,52	2,71	3,01
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>25,51</b>	<b>32,36</b>	<b>29,79</b>	<b>42,54</b>	<b>44,36</b>	<b>47,84</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	9,26	10,53	8,42	6,32	6,22	6,12
Pensionsrückstellungen	5,68	4,70	6,92	6,87	7,39	8,20
Sonstige Rückstellungen	1,01	0,57	0,81	0,58	0,62	0,69
Latente Steuerverbindlichkeiten	2,27	2,72	2,47	2,97	3,02	2,60
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>18,23</b>	<b>18,52</b>	<b>18,63</b>	<b>16,74</b>	<b>17,25</b>	<b>17,61</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>43,74</b>	<b>50,88</b>	<b>48,42</b>	<b>59,28</b>	<b>61,61</b>	<b>65,45</b>
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>24,27</b>	<b>28,18</b>	<b>27,60</b>	<b>25,43</b>	<b>25,26</b>	<b>26,67</b>
Minderheitenanteile	6,37	1,89	1,91	1,84	2,24	2,47
<b>Passiva</b>	<b>74,38</b>	<b>80,95</b>	<b>77,93</b>	<b>86,55</b>	<b>89,11</b>	<b>94,58</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## 8 Kapitalflussrechnung

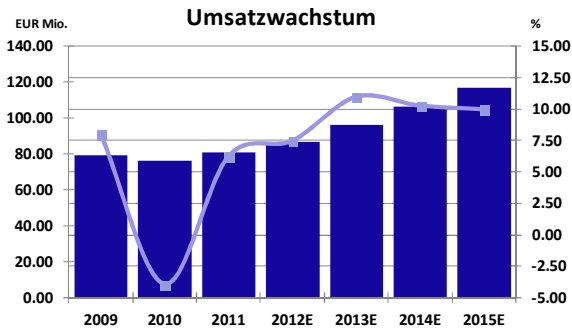
Kapitalflussrechnung - vwd group						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	3,43	2,51	0,62	-2,64	-0,17	1,40
Abschreibungen	2,62	3,94	4,32	5,05	5,43	6,02
Veränderung - Working Capital	-1,92	2,67	0,31	4,08	1,01	2,19
Sonstige	1,20	-4,62	2,02	6,54	0,40	0,41
<b>Kapitalfluss aus operativer Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,32</b>	<b>4,51</b>	<b>7,26</b>	<b>13,02</b>	<b>6,66</b>	<b>10,03</b>
<b>Kapitalfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-13,61</b>	<b>-5,18</b>	<b>-2,12</b>	<b>-5,25</b>	<b>-8,02</b>	<b>-8,75</b>
Free Cash Flow	-8,29	-0,67	5,14	7,78	-1,36	1,28
<b>Kapitalfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>9,62</b>	<b>-5,14</b>	<b>-3,71</b>	<b>-2,66</b>	<b>3,91</b>	<b>2,23</b>
Veränderung des Finanzmittelfonds	6,21	-5,36	1,44	5,12	2,55	3,51
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	0,37	6,58	1,22	2,65	11,77	14,32
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	6,58	1,22	2,65	7,77	14,32	17,83

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

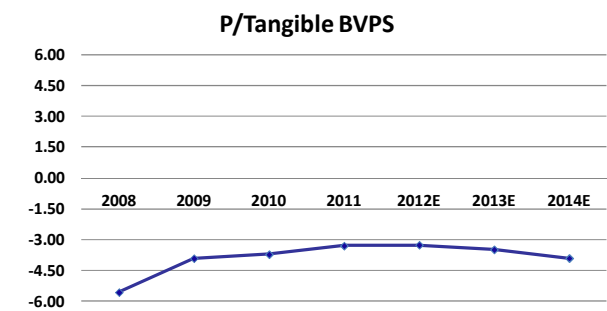
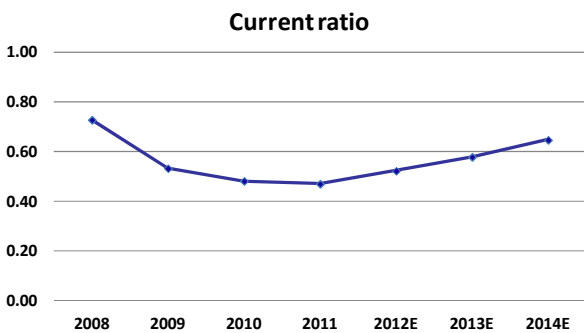
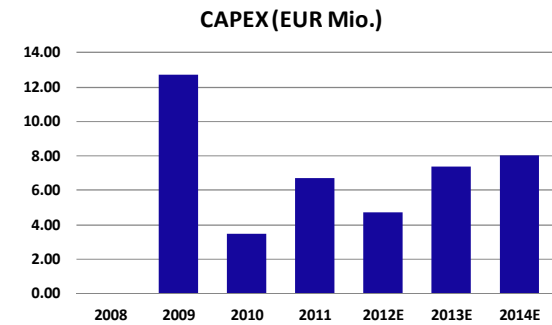
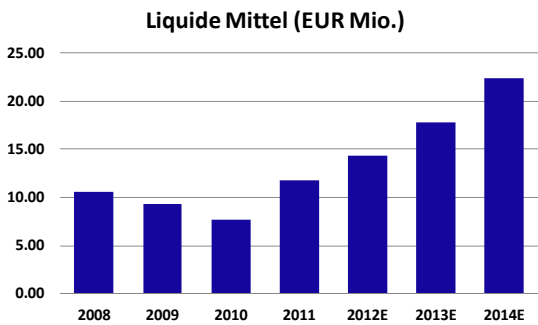
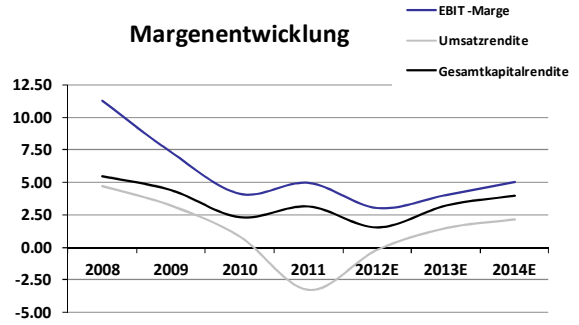
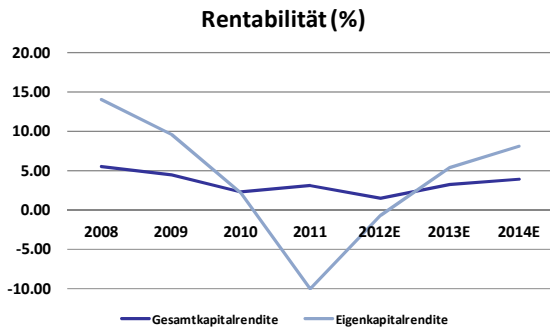
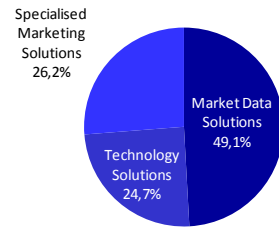
## 9 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Bruttomarge	66,92%	65,79%	64,83%	66,12%	67,00%	67,20%	67,40%	67,60%
EBITDA - Marge	14,85%	12,31%	9,79%	11,21%	9,27%	10,27%	11,28%	12,28%
EBIT - Marge	11,26%	7,30%	4,11%	4,92%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
Umsatzrendite	4,66%	3,16%	0,81%	-3,23%	-0,19%	1,44%	2,10%	2,76%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,11%	9,58%	2,21%	-9,95%	-0,67%	5,41%	8,12%	10,65%
Gesamtkapitalrendite (ROA)	5,50%	4,42%	2,31%	3,15%	1,51%	3,22%	3,99%	4,76%
Return on Capital Employed (ROCE)	9,88%	7,64%	4,08%	16,27%	1,18%	5,83%	7,89%	9,47%
Nettoverschuldung (in EURm)	10,47	16,12	14,80	7,52	5,40	2,61	-1,16	-6,09
Nettoverschuldungsgrad	43,15%	57,21%	53,62%	29,57%	21,36%	9,77%	-4,01%	-18,93%
Eigenkapitalquote	32,63%	34,81%	35,41%	29,38%	28,35%	28,19%	29,24%	30,00%
Current Ratio	0,73	0,53	0,48	0,47	0,52	0,58	0,65	0,73
Quick Ratio	0,64	0,43	0,39	0,40	0,45	0,50	0,57	0,65
Nettozinsdeckungsgrad	12,46	6,33	2,58	0,77	1,75	2,51	3,35	4,29
Nettofinanzschulden/EBITDA	0,96	1,65	1,99	0,83	0,67	0,26	-0,10	-0,42
Tangible BVPS	-0,50	-0,71	-0,75	-0,85	-0,86	-0,80	-0,72	-0,59
Capex/Umsatz	n.a	-16,06%	-4,55%	-8,27%	-5,44%	-7,64%	-7,53%	-7,47%
Working capital/Umsatz	-13,29%	-15,65%	-18,28%	-31,72%	-30,66%	-29,89%	-29,14%	-28,39%
EV/Umsatz	0,97	0,90	0,93	0,88	0,82	0,74	0,67	0,61
EV/EBITDA	6,53	7,29	9,54	7,84	8,82	7,17	5,92	4,94
EV/EBIT	8,59	12,24	22,65	17,70	27,02	18,27	13,26	10,05
P/Tangible BVPS	-5,55	-3,90	-3,70	-3,28	-3,25	-3,47	-3,89	-4,73
P/E	20,04	28,42	116,04	-27,30	-422,80	51,06	31,78	22,04
P/FCF	-8,62	-106,04	13,89	9,19	-52,61	55,77	32,75	20,71

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



### Umsatzaufteilung 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
<b>Head:</b> <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: nk@kalliwoda.com	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>Dr. Peter Arendarski</b> E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Andreas Braun</b> E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Maximilian F. Kaessens</b> E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
<b>Adrian Kowollik</b> E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:  
**DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd and Factset**

Analyst of this research:  
Dr. Norbert Kalliwoda,  
CEFA



<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 betret.

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.