18. Mai 2012

Small Cap | Europe | Germany

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

Q1 erklimmt historischen Umsatzgipfel und bestätigt den Ausblick 2012

Update

KAUFEN (Alt: Kaufen)

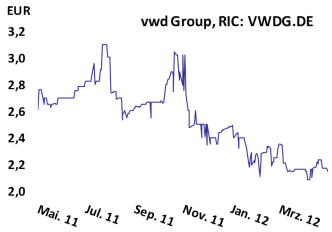
Kursziel: € 3,03 (Alt: € 3,00)

Branche:		Software
Land:		Deutschland
Reuters:		VWDG.DE
WKN		520470
Webseite:		www.vwd.com
Kurs aktuell:		2,15
	Hoch	**Tief**
Kurs 52 W.:	3,10	2,08
Marktkap. (Mio. EUR)		57,2
Anzahl Aktien (in Mio.)		25,8

Aktionärsstruktur	
Streubesitz	5,54%
Deutsche Balaton AG	35,23%
Dietmar Hopp	28,00%
Edmund J. Keferstein	14,99%
Oliver Hopp	11,07%
Spencer Bosse	4,67%
Pieter van Halem	0,50%

Performance	
4 Wochen	-0,5%
13 Wochen	-2,7%
26 Wochen	-28,8%
52 Wochen	-22,1%
lfd. Jahr	-11,9%

Dividende	**EUR/Aktie**	**in %**
2010 FY	0,00	0%
2011e	0,00	0%
2012e	0,00	0%
2013e	0,00	0%
2014e	0,00	0%



- Betrachtet man die Entwicklung der Umsätze in den ersten drei Monaten der vergangenen Geschäftsjahre, befindet sich der Umsatz im ersten Quartal des Jahres 2012 auf dem höchsten Niveau der Firmengeschichte. Die Gewinnmargen erhöhten sich leicht. Der Rückgang der Personalaufwandsquote kompensierte einen, gegenüber dem Umsatzwachstum, überproportionalen Anstieg der übrigen Aufwendungsarten. Haupteinflussfaktor für die Dynamik in den Umsatz- und Ergebnisresultaten des diesjährigen Quartals ist das im Jahr 2011 akquierierte Italiengeschäft. Positiv verliefen im ersten Quartal diesen Jahres auch die Geschäfte in der Schweiz und der Bereich der standardisierten Lösungen zur Anlageberatung.

- Die Resultate des ersten Quartals 2012 lagen im Rahmen der Vorstellungen des Managements. Der Ausblick für das Jahr 2012 wurde bestätigt. Man erwartet eine Belebung der Investitionsbereitschaft im Branchenumfeld. Der erneute Anstieg der Erhaltenen Anzahlung ausgehend von einem hohen Niveau im Vorquartal und die Belebung des Projektgeschäfts im Segment TS signalisieren die angenommene Entwicklung.

- Die Resultate des Quartals bestätigen unsere Erwartungen der Geschäftsentwicklung für das Jahr 2012 und den längerfristigen Ausblick. Daher bleiben unsere Schätzungen unverändert. Als größtes mittelfristiges Risiko sehen wir einen konjunkturellen Einbruch bedingt durch die gegenwärtige Schuldenkrise, welcher sich vor allem auf die Kundenbereiche der vwd auswirken würde. Wie in unserer letzten Studie erwähnt, gehen wir von einem Szenario der Übernahme der ausstehenden EDG Anteile zu der im Geschäftsbericht 2011 angesetzten Höhe aus. Der faire Wert des mit 90% gewichteten DCF Bewertungsmodells bleibt bei €2,98. Die Aktualisierung des mit 10% gewichteten Peer Bewertungsmodells ergibt eine Änderung des entsprechenden fairen Wertes von €3,22 auf €3,48. Damit resultiert eine leichte Erhöhung des Kursziels von €3,00 auf €3,03 und im Vergleich zum derzeitigen Aktienkurs die Empfehlung „Kaufen“.

EUR m	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	89	99	109	118	125	131
EBITDA	10	13	17	20	23	26
EBIT	6	9	11	14	16	18
Nettoergebnis	3	5	7	9	10	12
EPS	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
BVPS	1,3	1,4	1,7	2,0	2,3	2,7
CFPS	-0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7
RoE	4%	5%	7%	8%	9%	9%
RoS	4%	5%	7%	8%	9%	9%
EBIT Marge	6%	8%	10%	11%	12%	13%

Analysten

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

Sven Bedbur
Email: sb@kalliwoda.com

Company Analysis

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH

Equity Research

Inhalt

1 Unternehmensprofil 3

2 Geschäftsentwicklung und Ausblick 4

2.1 Market Data Solution (MDS) 4

2.2 Segment Technology Solution (TS) 5

2.3 Segment Specialized Marketing Solutions (SMS) 6

3 Aktie 6

4 Investment Case 7

5 Fazit 7

6 Finanzteil 8

6.1 Gewinn- und Verlustrechnung 8

6.2 Bilanzen 9

6.3 Kapitalflussrechnung 10

7 Bewertung 11

7.1 DCF-Modell 11

7.2 WACC 12

7.3 Fair Value – Sensitivitäten 12

7.4 Peer Group Analyse 13

8 Kontakt 14

9 DISCLAIMER 14

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. 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 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.

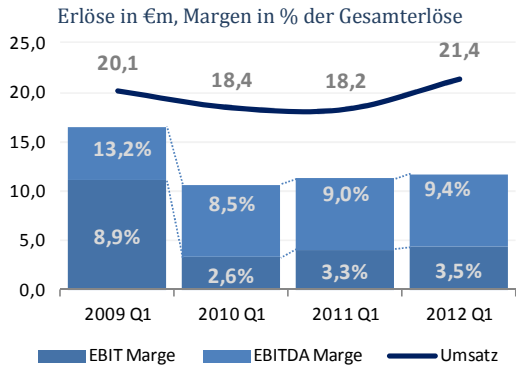
Damit besitzt VWD die relevanten Strukturen, die es dem Unternehmen ermöglicht, neue Produktentwicklungen effizient an den Kunden weiterzugeben und Neukunden zu gewinnen, um somit die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auszunutzen. Dabei setzt vwd auf organisches Wachstum durch Innovationen und geographischer Expansion durch Akquisitionen.

2 Geschäftsentwicklung und Ausblick

Betrachtet man die Entwicklung der Umsätze in den ersten drei Monaten der vergangenen Geschäftsjahre, befindet sich der Umsatz im ersten Quartal des Jahres 2012 auf dem höchsten Niveau der Firmengeschichte. Die Gewinnmargen erhöhten sich leicht. Der Rückgang der Personalaufwandsquote kompensierte einen, gegenüber dem Umsatzwachstum, überproportionalen Anstieg der übrigen Aufwendungsarten. Haupteinflussfaktor für die Dynamik in den Umsatz- und Ergebnisresultaten des diesjährigen Quartals ist das im Jahr 2011 akquierierte Italiengeschäft. Das Management erwartet mittelfristig wesentliche Synergieeffekte zu erwirtschaften, um so die Margen wieder auf ein Vorkrisenniveau anheben zu können. Zusätzlich wird sich langfristig die Skalierbarkeit des vwd Geschäftsmodells bei zunehmender Verbreitung der Produktpalette in Italien positiv auswirken. Positiv verliefen im ersten Quartal diesen Jahres auch die Geschäfte in der Schweiz und der Bereich der standardisierten Lösungen zur Anlageberatung.

Der Aufwendungen aus dem Finanzergebnis stiegen aufgrund einer Erhöhung der Belastungen im Rahmen der EDG Put-Option. Bei gleichbleibender Anzahl der Aktien erwirtschaftete die vwd AG einen Gewinn pro Aktie von €0,005 gegenüber €0,004 im Vorjahresquartal.

Die liquiden Mittel erhöhten sich von €11,8 auf €17,4m im Vorquartal. Die Eigenkapitalquote sank von 31,4% auf 27,8% im Vorquartal, bedingt durch einen saisonellen Anstieg der Erhaltenen Anzahlungen.



Quelle: vwd AG

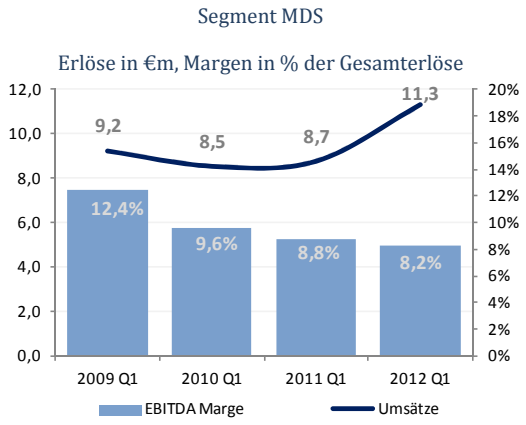
Zahlen gerundet in €m	2011 Q1	2012 Q1
Umsätze	18,24	21,38
Δ%	(1%)	17%
Sonstige Leistungen	0,19	0,72
Δ%	--	291%
Gesamtleistung	18,42	22,10
Δ%	0%	20%
Materialkosten	6,20	7,95
Δ%	--	28%
Materialkostenanteil	33,7%	36,0%
Personalaufwand	8,24	9,17
Δ%	--	11%
Personalaufwandsquote	44,7%	41,5%
Sonstige Aufwendungen	2,33	2,97
Δ%	7%	27%
Sonstiger Aufwandsanteil	12,7%	13,4%
EBITDA	1,64	2,01
Δ%	5%	22%
EBITDA Marge	9,0%	9,4%
Abschreibungen	1,05	1,27
Δ%	(4%)	21%
Abschreibungsintensität	5,7%	5,7%
EBIT	0,60	0,74
Δ%	25%	24%
EBIT Marge	3,3%	3,5%
Finanzergebnis	0,29	0,34
Δ%	51%	15%
EBT	0,30	0,41
Δ%	7%	33%
EBT Marge	1,7%	1,9%
Steueraufwand	0,15	0,22
Δ%	(1%)	40%
Steuerquote	50%	53%
EAT	0,15	0,19
Δ%	15%	26%
EAT Marge	0,8%	0,9%
Ausergewöhnliches Ergebnis	0,00	0,00
Minderheitenanteile	(0,04)	(0,07)
Jahresüberschuss	0,11	0,13
Δ%	(18%)	17%
EAT Marge	0,6%	0,6%
Anzahl Aktien	26,11	26,11
Gewinn pro Aktie	0,004	0,005

2.1 Market Data Solution (MDS)

- Haupteinflussfaktor der positiven Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Segment MDS ist das Italiengeschäft, welches sich nach den Erwartungen des Managements entwickelte. Synergie- und Skaleneffekte, vor allem durch das Italiengeschäft werden die Margen mittelfristig wieder auf ein Vorkrisenniveau bringen. Eine Kostendegression im Personalbereich konnte den Anstieg in den übrigen Aufwendungsarten nicht ganz

kompensieren.

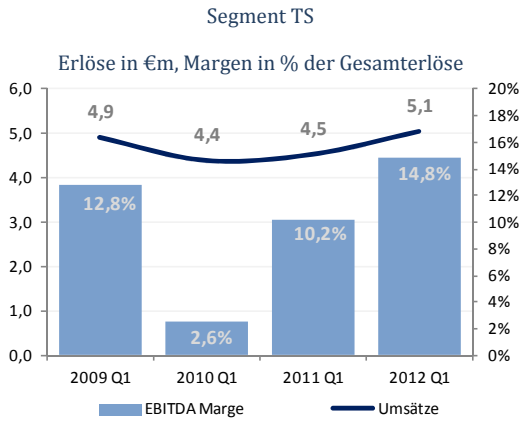
- Erfreulich ist die Entwicklung in der Schweiz, wo die Maßnahmen in den letzten Quartalen zu einer erhöhten Nachfrage nach Terminallösungen und dem „vwd market manager financial“ führten.
- Das Privatkundengeschäft bleibt dagegen hinter den Erwartungen zurück.



Quelle: vwd AG

2.2 Segment Technology Solution (TS)

- Das EBITDA Ergebnis entwickelte sich, aufgrund der Kostendegression in Material- und Personalaufwand, überproportional zum Umsatzwachstum. Hier zeigt sich die Skalierbarkeit des vwd Geschäftsmodells.
- Hervorzuheben ist eine gestiegene Nachfrage der „vwd sales process solution“, welche sich schon im Vorquartal positiv entwickelt hatte. Das Unternehmen hat sich damit rechtzeitig positioniert, um von den gehobenen regulatorischen Anforderungen im Finanzsektor profitieren zu können.
- Auch der Erfolg aus dem Projektgeschäft aus dem Vorquartal konnte fortgeführt werden.
- Die positive Entwicklung in der Schweiz konnte ebenso in diesem Segment mit den Portfolio Services (BPO) für das Portfolio Management Geschäft weiter ausbaut werden.
- Das Bestandskundengeschäft der Kursteilversorgung, welches ein wichtiger Bestandteil der Geschäftsstrategie hinsichtlich seines Anteils an wiederkehrenden Erlösen ist, verläuft weiterhin stabil.
- Leicht rückläufig entwickelten sich die Erlöse aus dem Transaktionsgeschäft.
- In Italien hat man mit der Markteinführung der ersten TS Segmentprodukte, wie z.B. dem vwd Trader, begonnen.



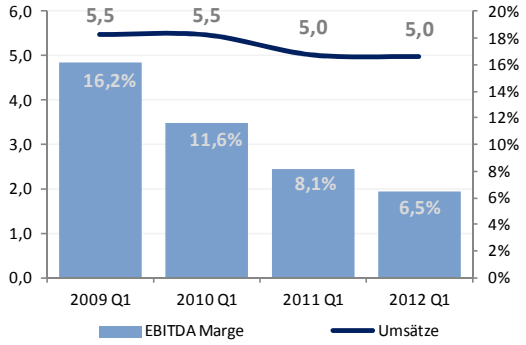
Quelle: vwd AG

2.3 Segment Specialized Marketing Solutions (SMS)

- Die Umsätze im Segment SMS konnten sich gegenüber dem Vorquartal stabilisieren. Jedoch waren die Margen stark rückläufig aufgrund einer deutlichen Erhöhung der Materialkosten. Die Vertragsverlängerung mit einer großen deutschen Tageszeitung sowie die Gewinnung zweier Neukunden in Österreich können als positive Signale zur Stabilisierung des Geschäfts für Veröffentlichungs- und Kommunikationsdienstleistungen betrachtet werden.
- Die Werbeeinnahmen durch das Finanzportal finanztreff.de waren bedingt durch die Branchenentwicklung rückläufig.
- Auch die weiterhin gute Entwicklung im Geschäft mit dem Zertifikaterating und der Value-at-Risk Berechnung konnte den Margenrückgang nicht auffangen.
- In der Vergangenheit wurden im Segment SMS hohe Skaleneffekte erwirtschaftet. Wir erwarten, dass dies auch in Zukunft wieder möglich sein wird. Allerdings benötigt es dazu ein höheres Umsatzniveau als dies gegenwärtig der Fall ist. Der Bereich der Veröffentlichungs- und Kommunikationsdienstleistungen leidet weiterhin unter den schwierigen Rahmenbedingungen. Erfreulicherweise zeigte sich jedoch eine Festigung der Geschäftsentwicklung im ersten Quartal diesen Jahres. Eine Erholung des Branchenumfelds sowie Maßnahmen wie die Ausweitung des Fondslisting vom Print- in den Onlinebereich sollten insgesamt das Segment SMS mittelfristig auf die Erfolgsspur zurückbringen.

Segment SMS

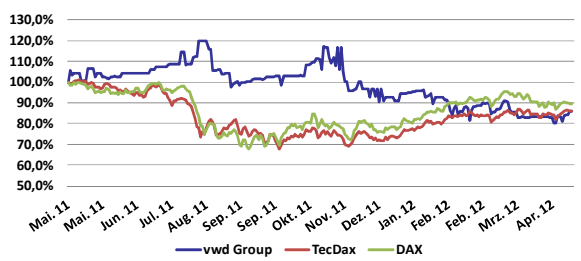
Erlöse in €m, Margen in % der Gesamterlöse



Quelle: vwd AG

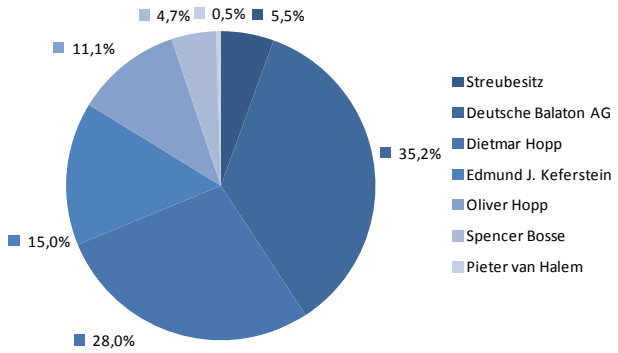
3 Aktie

Aktienkursentwicklung



Quelle: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda Research

Aktionärsstruktur



Quelle: vwd AG

4 Investment Case

Ausgesprochenes Ziel der vwd AG ist es ein europaweit führender Anbieter von kundenorientierten, finanzmarktdatenverbundenen Lösungen zu werden. Der Markteintritt in Italien bedeutet einen wichtigen Schritt in diese Richtung. Kurzfristig wird das Hauptaugenmerk des Managements auf Optimierung der Steuerung der Konzerneinheiten gerichtet sein. Dies sollte zu Synergie- und Skaleneffekten durch Ausnutzung von Cross-Selling Potenzialen führen. Das Potenzial der Ausbreitung der gesamten Produktpalette auf die Märkte Niederlande, Belgien, Schweiz und vor allem Italien ist noch nicht ausgeschöpft. Akquisitionen zur Erschließung neuer Märkte sind Bestandteil der mittel- bis langfristigen Wachstumsstrategie des Unternehmens. Neben der geographischen Marktausbreitung kann die vwd AG von folgenden Entwicklungen profitieren:

- Die vwd AG hat frühzeitig auf den Trend wachsender regulatorischer Anforderungen an Verbraucherschutz und Haftung in der Anlageberatung und beim Emissionsprozess reagiert und Produkte auf den Markt gebracht (z.B. vwd sales process solution, PIB, KIID). Mit weiteren Entwicklungen will die vwd AG wesentlich zu einer Standardisierung des Anlageprozesses beitragen.
- Mit einer erhöhten Informationstiefe und Vernetzung der Dienstleistungen will der Konzern den erhöhten Anspruch im Markt gegenüber Transparenz in Risiken und Chancen gerecht werden. (z.B. Zertifikateratings, vwd portfolio manager mit integrierter Portfoliorisikoanalyse).
- Bei einer sich erholenden Stimmung innerhalb der Finanzbranche wird es zu einer Erholung der Investitionsbereitschaft und damit zu vermehrten Projektgeschäften kommen. Vor allem durch die Änderungen des Marktumfelds und der regulatorischen Bestimmungen sind Institute gezwungen, ihre Geschäftsmodelle zu überprüfen, welches zu einer erhöhten Nachfrage nach Outsourcing und Beratung führen sollte.

Nach unserer Auffassung stellt das Hauptrisiko für die vwd AG eine zunehmende Konsolidierung unter den Finanzdienstleistern dar. Allerdings ist die vwd AG als Anbieter von vertikalen Systemlösungen in seinen Kernmärkten in vielen Marktbereichen tätig, so dass ein Konsolidierung in einem verstärkten und breiteren Ausmaße als dies zu erwarten ist, stattfinden müsste, um die Geschäftsprozesse zu gefährden.

Aufgrund der hohen Markteintrittsbarrieren, dem hohen Bekanntheitsgrad in Deutschland, der Ausrichtung von vertikalen Systemlösungen, sowie niedrigen Grenzkosten bei sich ausweitenden Geschäft zufolge der hauptsächlich Software basierten Produkten, sehen wir die vwd AG als hervorragend positioniert, um von dem Unternehmen sich bietenden Chancen und einem erholenden Branchenumfeld überproportional zu profitieren.

5 Fazit

Die Resultate des ersten Quartals 2012 lagen im Rahmen der Vorstellungen des Managements. Der Ausblick für das Jahr 2012 wurde bestätigt. Man erwartet eine Belebung der Investitionsbereitschaft im Branchenumfeld. Der erneute Anstieg der Erhaltenen Anzahlung ausgehend von einem hohen Niveau im Vorquartal und die Belebung des Projektgeschäfts im Segment TS signalisieren die angenommene Entwicklung. Die Resultate des Quartals bestätigen unsere Erwartungen der Geschäftsentwicklung für das Jahr 2012 und den längerfristigen Ausblick. Daher bleiben unsere Schätzungen unverändert. Als größtes kurzfristiges Risiko sehen wir einen konjunkturellen Einbruch bedingt durch die gegenwärtige Schuldenkrise, welcher sich vor allem auf die Kundenbereiche der vwd auswirken würde. Wie in unserer letzten Studie erwähnt, gehen wir von einem Szenario der Übernahme der ausstehenden EDG Anteile zur der im Geschäftsbericht 2011 angesetzten Höhe aus. Der faire Wert des mit 90% gewichteten DCF Bewertungsmodells bleibt bei €2,98. Die Aktualisierung des mit 10% gewichteten Peer Bewertungsmodells ergibt eine Änderung des entsprechenden fairen Wertes von €3,22 auf €3,48. Damit resultiert eine leichte Erhöhung des Kursziels von €3,00 auf €3,03 und im Vergleich zum derzeitigen Aktienkurs die Empfehlung „Kaufen“.

6 Finanzteil

6.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung

Zahlungsangaben in mio. €, gerundet	Geschäftsjahr 2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	**76**	**81**	**89**	**99**	**109**	**118**	**125**	**131**
Sonstige Erträge	3	4	3	3	3	3	4	4
Gesamterlöse	**79**	**85**	**91**	**102**	**113**	**122**	**129**	**135**
*Materialkosten **	(27)	(27)	(30)	(33)	(37)	(40)	(42)	(44)
Personalkosten	(33)	(35)	(36)	(38)	(40)	(41)	(42)	(42)
Sonstige Aufwendungen	(4)	(5)	(5)	(5)	(6)	(7)	(7)	(8)
Abschreibungen	(12)	(14)	(15)	(17)	(19)	(21)	(22)	(23)
Betriebsergebnis	**3**	**4**	**6**	**9**	**11**	**14**	**16**	**18**
Finanzergebnis	(1)	(5)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
Ergebnis vor Steuern	**2**	**(1)**	**5**	**8**	**11**	**14**	**15**	**18**
Ertragssteuern	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)
Ergegnis nach Steuern	**1**	**(2)**	**4**	**5**	**8**	**9**	**11**	**12**
Minderheitenbeteiligungen	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Außergewöhnliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	**1**	**(3)**	**3**	**5**	**7**	**9**	**10**	**12**
Gewinn- und Verlustrechnung (Wachstumsraten)								
Umsatzerlöse	**(4%)**	**6%**	**10%**	**12%**	**10%**	**8%**	**6%**	**5%**
Sonstige Erträge	5%	23%	(29%)	12%	10%	8%	6%	5%
Gesamterlöse	**(4%)**	**7%**	**8%**	**12%**	**10%**	**8%**	**6%**	**5%**
*Materialkosten **	(1%)	1%	11%	12%	10%	8%	6%	5%
Personalkosten	2%	7%	2%	7%	4%	3%	3%	1%
Sonstige Aufwendungen	9%	17%	(9%)	7%	16%	14%	11%	9%
Abschreibungen	(19%)	14%	11%	12%	10%	8%	6%	5%
Betriebsergebnis	**(24%)**	**9%**	**58%**	**47%**	**34%**	**23%**	**12%**	**14%**
Finanzergebnis	n.m.	319%	(85%)	4%	(24%)	(32%)	(58%)	(54%)
Ergebnis vor Steuern	**(52%)**	**n.m.**	**n.m.**	**53%**	**39%**	**26%**	**14%**	**15%**
Ertragssteuern	(58%)	18%	78%	53%	39%	26%	14%	15%
Ergegnis nach Steuern	**(48%)**	**n.m.**	**n.m.**	**53%**	**39%**	**26%**	**14%**	**15%**
Minderheitenbeteiligungen	(2%)	(18%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Außergewöhnliches Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	**(61%)**	**n.m.**	**n.m.**	**62%**	**43%**	**28%**	**15%**	**15%**
Gewinn- und Verlustrechnung (Umsatzanteil)								
Umsatzerlöse	**96%**	**96%**	**97%**	**97%**	**97%**	**97%**	**97%**	**97%**
Sonstige Erträge	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Gesamterlöse	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
*Materialkosten **	(34%)	(32%)	(33%)	(33%)	(33%)	(33%)	(33%)	(33%)
Personalkosten	(41%)	(41%)	(39%)	(37%)	(35%)	(33%)	(33%)	(31%)
Sonstige Aufwendungen	(5%)	(6%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(6%)	(6%)
Abschreibungen	(15%)	(16%)	(17%)	(17%)	(17%)	(17%)	(17%)	(17%)
Betriebsergebnis	**4%**	**4%**	**6%**	**8%**	**10%**	**11%**	**12%**	**13%**
Finanzergebnis	(2%)	(6%)	(1%)	(1%)	(1%)	(0%)	(0%)	(0%)
Ergebnis vor Steuern	**3%**	**(2%)**	**6%**	**8%**	**10%**	**11%**	**12%**	**13%**
Ertragssteuern	(1%)	(1%)	(2%)	(2%)	(3%)	(3%)	(4%)	(4%)
Ergegnis nach Steuern	**2%**	**(3%)**	**4%**	**5%**	**7%**	**8%**	**8%**	**9%**
Minderheitenbeteiligungen	(1%)	(1%)	(1%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)
Außergewöhnliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	**1%**	**(3%)**	**3%**	**5%**	**6%**	**7%**	**8%**	**9%**

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

*incl. aktivierten Eigenleistungen und Bestandsveränderungen

6.2 Bilanzen

Bilanz

Zahlungsangaben in mio. €, gerundet	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
				Geschäftsjahr				
Aktiva								
Umlaufvermögen								
Bargeldreserven	3	8	4	7	10	13	14	15
Kurzfristige Vermögensanlagen	5	4	4	4	4	6	14	24
Forderungen	5	8	8	9	9	10	11	11
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0	0
Vorrauszahlungen	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	2	1	1	1	1	2	2	2
Summe Umlaufvermögen	**14**	**20**	**17**	**21**	**25**	**31**	**40**	**51**
Anlagevermögen								
Sachanlagen	4	4	5	5	6	6	7	7
Immaterielle Vermögenswerte	10	11	12	14	17	19	20	22
Firmenwerte	47	47	47	47	47	47	47	47
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0
Latente Steuern	2	3	3	3	3	3	3	3
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0	0
Summe Anlagenvermögen	**64**	**67**	**68**	**70**	**73**	**76**	**78**	**80**
Bilanzsumme	**78**	**87**	**84**	**91**	**98**	**106**	**118**	**131**
Passiva								
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistun	6	11	7	8	8	9	10	10
Rückstellungen	6	8	8	9	9	9	10	10
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7	6	6	6	6	6	6	6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	10	17	8	11	11	12	12	13
Summe Kurzfristige Verbindlichkeiten	**30**	**43**	**29**	**33**	**35**	**36**	**38**	**39**
Langfristige Verbindlichkeiten								
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	8	6,3	6	4	2	0	0	0
Ertragssteuerschulden	2	3,0	3	3	3	3	3	3
Sonstige Verbindlichkeiten	8	7,4	8	8	8	8	8	8
Summe Langfristige Verbindlichkeiten	**19**	**16,7**	**17**	**15**	**13**	**11**	**11**	**11**
Eigenkapital								
Gezeichnetes Kapital	26	26	30	30	30	30	30	30
Kapitalrücklage	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges Kapital	-13	-12	-8	-8	-8	-8	-8	-8
Gewinnrücklage	15	12	15	20	27	36	46	58
Anteile anderer Gesellschafter	2	2	2	2	2	2	2	2
Summe Eigenkapital	**30**	**27**	**38**	**43**	**50**	**59**	**70**	**81**
Bilanzsumme	**78**	**87**	**84**	**91**	**98**	**106**	**118**	**131**

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

6.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung

Zahlungsangaben in mio. €, gerundet	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
				Geschäftsjahr				
1. Kapitalfluss aus laufendem Geschäft								
Konzernergebnis vor Ertragssteuern	**2**	**(1)**	**5**	**8**	**11**	**14**	**15**	**18**
Abschreibungen	4	5	5	5	6	7	7	8
Sonstige Zahlungsunwirksame Änderungen	1	6	0	0	0	0	0	0
Veränderung des gebundenen Kapitals	(1)	3	(15)	1	(2)	(4)	(4)	(5)
Kapitalfluss aus laufendem Geschäft	**7**	**13**	**(5)**	**13**	**14**	**16**	**19**	**21**
2. Kapitalfluss aus Investitionen								
Anlageinvestitionen	(2)	(3)	(6)	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)
Sonstige Invesitionen	0	(2)	0	0	0	(2)	(8)	(10)
Kapitalfluss aus Investitionen	**(2)**	**(5)**	**(6)**	**(8)**	**(8)**	**(11)**	**(18)**	**(20)**
3. Kapitalfluss aus Finanzierungen								
Sonstige Finanzierungsaktivitäten	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
Gezahlte Dividenden	(1)	0	0	0	0	0	0	0
Ausgabe (Abgang) von Aktien	0	0	8	0	0	0	0	0
Ausgabe (Abgang) von Darlehnen	(2)	(2)	(0)	(2)	(2)	(2)	0	0
Kapitalfluss aus Finanzierungen	**(4)**	**(3)**	**7**	**(3)**	**(3)**	**(3)**	**(0)**	**(0)**
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode								
Wechselkurseffekte	0	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung des Finanzmittelfonds	**1**	**5**	**(3)**	**3**	**3**	**3**	**1**	**1**
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	1	3	8	4	7	10	13	14
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	**3**	**8**	**4**	**7**	**10**	**13**	**14**	**15**

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

7 Bewertung

7.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse des Unternehmens verwendet.

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

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 5/2012)

			Phase 1			
(m EUR)	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Gesamterlöse	**91**	**102**	**113**	**122**	**129**	**135**
Veränderungsrate	10%	12%	10%	8%	6%	5%
EBIT	**6**	**9**	**11**	**14**	**16**	**18**
Veränderungsrate	58%	47%	34%	23%	12%	14%
Marge	6%	8%	10%	11%	12%	13%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	**-1**	**-1**	**-1**	**0**	**0**	**0**
EBT ex. Zinsergebnis	5	8	11	14	15	18
operativer Steueraufwand	**-2**	**-2**	**-3**	**-4**	**-5**	**-5**
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Abschreibungen	**5**	**5**	**6**	**7**	**7**	**8**
Abschreibungsquote (% Umsatz)	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Veränderung langf. Rückstellungen	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Anteil Umsatz	-	-	-	-	-	-
CF-Geschäftsbedarf	**-15**	**1**	**-2**	**-4**	**-4**	**-5**
Working-Capital-Ratio (% Umsatz)	-16%	1%	-2%	-3%	-3%	-4%
Investitionen	**-6**	**-8**	**-8**	**-9**	**-9**	**-10**
Investitionsquote (% Umsatz)	-6%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Sonstige	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Free Cash-Flow	**-12**	**3**	**2**	**3**	**5**	**5**

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

7.2 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 Annahmen	
Wachstumsprämissen	
Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2018)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	5,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens	1,35
Eigenkapitalkostensatz	**10,6%**
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	**4,9%**
Wert des Eigenkapitals	57
Wert des Fremdkapitals	12
Gearing	21,9%
WACC	**9,54%**

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30 jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Unser Beta zur Berechnung der Kapitalkosten haben wir Thomson Reuters entnommen.

7.3 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		je Aktie				
	(EUR)	Diskontierungszinssatz				
	ß = 1,35	9,04%	9,29%	9,54%	9,79%	10,04%
Wachstum	1,0%	3,07	2,93	2,79	2,66	2,54
	1,5%	3,18	3,02	2,88	2,74	2,62
	2,0%	3,30	3,13	**2,98**	2,83	2,70
	2,5%	3,44	3,26	3,09	2,94	2,79
	3,0%	3,60	3,40	3,22	3,05	2,90

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
	(Mio.EUR)	Diskontierungszinssatz				
	ß = 1,35	9,04%	9,29%	9,54%	9,79%	10,04%
Wachstum	1,0%	91	87	83	79	76
	1,5%	95	90	86	82	78
	2,0%	98	93	**89**	84	80
	2,5%	102	97	92	87	83
	3,0%	107	101	96	91	86

7.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich - mit Hilfe einer Peer Group Analyse - einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt, welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung, inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen, die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Zur aktuellen Schätzung des Implied Equity Values gehen wir von einem Nettofinanzvermögen von €8,8m ausgehend von den Angaben im Bericht zum ersten Quartals diesen Jahres, sowie von €6,9m in Pensionsverpflichtungen und €1,8m in Minderheitenanteilen. Letztere zwei Werte stammen aus dem Geschäftsbericht 2011.

Peer Group Multiples

Peers	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Eps		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
FactSet Research Systems Inc	5,6	5,1	4,6	15,9	14,7	13,4	16	15	14	26,0	22,8	19,9
Fidessa Group PLC	2,6	2,5	2,3	12,2	11,6	11,3	18	17	16	1779,1	1649,0	1556,0
Iress Market Technology Ltd	3,6	3,4	3,2	8,9	10,0	9,2	13	11	10	15,9	14,8	13,6
Morningstar Inc	3,5	3,2	n.a.	12,0	9,8	n.a.	16	13	n.a.	28,4	23,6	n.a.
Thomson Reuters Corp	2,4	2,4	2,3	9,1	8,7	8,4	13	12	12	14,1	13,1	12,0
EquityStory AG	2,6	2,3	2,1	9,5	9,1	8,1	10	9	8	12,3	10,8	9,0
vwd Group	0,6	0,5	0,5	5,1	4,0	3,1	9,2	6,2	4,7	18,1	11,8	8,5
Median	2,6	2,5	2,3	9,5	9,8	8,8	12,7	12,3	10,7	18,1	14,8	12,8
Mean	3,0	2,8	2,5	10,4	9,7	8,9	13,5	11,9	10,6	270,6	249,4	269,8
Peer Benchmark	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**9,5**	**9,1**	**8,0**	**12,7**	**12,3**	**13,1**	**9,1**	**7,9**	**6,7**
Discount (-)/Premium (+) in %	-42	-44	-42	-46	-56	-61	-28	-49	-64	98	49	28

Valuation

Peer Benchmark	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**9,5**	**9,1**	**8,0**	**12,7**	**12,3**	**13,1**	**9,1**	**7,9**	**6,7**
vwd Group financials	89	99	109	10	13	17	6	9	11	0,1	0,2	0,3
Implied Enterprise Value	92	94	92	99	122	138	74	105	149			
Implied Equtiy Value	92	94	93	99	122	138	74	105	149			
Number of Shares	26	26	26	26	26	26	26	26	26			
Implied fair value per share	**3,6**	**3,7**	**3,6**	**3,8**	**4,7**	**5,3**	**2,9**	**4,1**	**5,8**	**1,1**	**1,4**	**1,7**
Weights	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	33%	33%	33%
Results					**4,17**						**1,4**	
Weights	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:							**3,48 EUR**					
Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %												
Fair Value per Share 3,48 EUR												

Source: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda | Research 2012

Company Analysis

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH

Equity Research

8 Kontakt

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

Tilsiter Straße 1
60487 Frankfurt am Main

Telefon: + 49 (069) 50701-0
Telefax: + 49 (069) 50701-126
Internet: http://www.vwd.de
E-Mail: 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 Seriveses & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	Sectors: Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
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
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	Sectors: Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
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
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	Sectors: Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
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
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	Legal Adviser

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

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA

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.