

Update

Buy

Target Price: 3,20 EUR

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

Kurs aktuell: 2,90
Hoch Tief
Kurs 52 W.: 3,60 2,65
Marktkap. (Mio. EUR) 74,68
Anzahl Aktien (in Mio.) 25,75

Aktionäre

CornerStone Capital 36,7%
DAH Beteiligungs GmbH 36,5%
Edmund J. Keferstein 15,1%
Spencer Bosse 4,7%
Free Float 7,0%

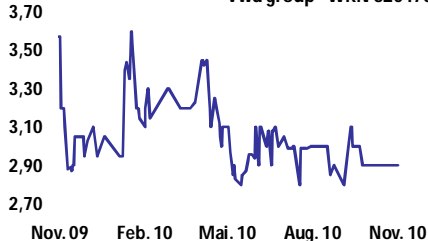
Performance

4 Wochen 0,00%
13 Wochen -3,33%
26 Wochen -2,36%
52 Wochen -18,77%
lfd. Jahr -4,92%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,04	40%
2010e	0,04	100%
2011e	0,06	100%

EUR vwd group - WKN 520470



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

Vereinigte Wirtschaftsdienste AG

Weiterhin schwieriges Marktumfeld

- Der Konzernumsatz der ersten neun Monate ging um -5,4 Prozent auf 55,6 Mio. Euro zurück. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen fiel mit 5,5 Mio. Euro sogar -21,8 Prozent niedriger aus. Das operative Ergebnis von vwd halbierte sich nahezu auf 2,2 Mio. Euro. Die EBIT-Marge lag bei 4 Prozent, nach 7,2 Prozent im Vorjahr.
- Das bisherige Geschäftsjahr 2010 verläuft schwierig für vwd. Nachdem in den Vorjahren noch Steigerungen bei Umsatz und Ergebnis erzielt werden konnten, macht sich die Finanz- und Wirtschaftskrise jetzt voll bemerkbar. Kündigungen, die in der Krise getätigt wurden, werden jetzt wirksam. Dazu sorgt die Investitionszurückhaltung in der Finanzbranche dafür, dass Umsätze aus großen Projekten fehlen. Auch verlief die Neukundengewinnung nicht so erfolgreich wie gewünscht.
- Die Segmente büßten alle in ähnlichem Maße Umsatz ein wie der Gesamtkonzern. Der Rückgang lag jeweils zwischen -4 und -6 Prozent. Weniger moderat als beim Umsatz fiel der Rückgang beim Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen aus. Lediglich das Segment SMS konnte beim EBITDA gegenüber dem Vorjahr sogar zulegen (+2,4%). Ein 20 Prozent niedrigeres EBITDA verzeichnete das Segment MDS. Im Bereich TS mussten mit -45 Prozent die größten Einbußen beim EBITDA hingenommen werden.
- Mit der Kursteilversorgung von Printmedien und wiederkehrenden Erlösen im Segment MDS verfügt vwd über eine Umsatzbasis, die wenig oder keinen Rückgang verzeichnete. In Q4 sollte ein Sprung bei Umsatz und Ergebnis gelingen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass vwd von einer steigenden Investitionsneigung in der Finanzbranche profitieren wird. Bis dahin wird die Gesellschaft die Krisenzeit durchstehen müssen, die die meisten Unternehmen bereits in den vergangenen beiden Jahren erlebt haben, als vwd davon wenig betroffen war.
- Wir haben erwarten, dass vwd die Ziele für das Gesamtjahr (Umsatz 75 Mio. Euro, EBITDA 7 Mio. Euro) erreichen wird. Wir behalten unsere Schätzungen bei. Der faire Wert liegt weiter bei 3,19 Euro. Aufgrund des gesunkenen Aktienkurses lautet die Empfehlung jetzt „Kaufen“ (nach „Akkumulieren“).

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	73,36	79,20	75,50	79,42	85,50
EBITDA	10,89	9,66	7,03	7,98	8,49
EBIT	8,27	5,76	2,93	3,88	4,38
Nettoergebnis	4,44	3,13	1,24	1,94	2,40
EPS	0,14	0,10	0,04	0,06	0,07
BVPS	1,19	1,17	1,14	1,22	1,24
CFPS	0,21	0,17	0,42	0,43	0,24
RoE	14,51 %	10,41 %	4,23 %	6,15 %	7,52 %
RoS	6,05 %	3,95 %	1,64 %	2,44 %	2,81 %
EBIT-Marge	11,27 %	7,27 %	3,88 %	4,88 %	5,13 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Geschäftsentwicklung	3
3	Ausblick	4
4	Aktie	5
5	Finanzteil	6
5.1	Gewinn- und Verlustrechnung.....	6
5.2	Bilanzen	7
5.3	Kapitalflussrechnung.....	8
6	Bewertung	9
6.1	DCF-Modell	9
6.2	WACC.....	10
6.3	Fair Value – Sensitivitäten	10
7	Kontakt	11
8	DISCLAIMER	12

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 Marktdatensystemen, Applikationen und Portfoliomanagementlösungen an. Im Fokus stehen dabei standardisierte Softwarelösungen, die hohe Skalenerträge erzielen.

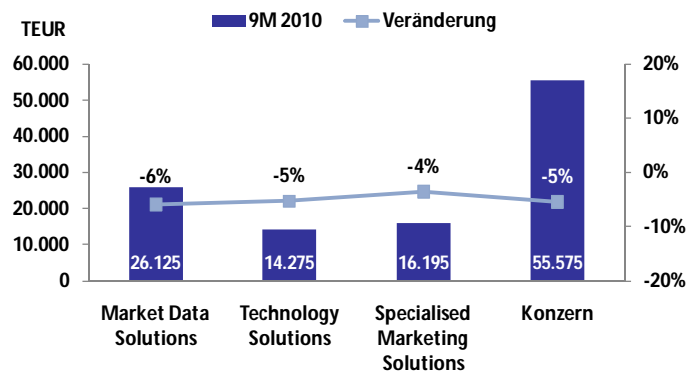
Das Geschäftsfeld Technology Solutions (TS) bietet daneben Informations-, Technologie- und Transaktionslösungen (Tradelink) sowie Consulting-Dienstleistungen für kundenspezifische Anforderungen der Financial Community. Dazu gehören die Realisierung und das Hosting professioneller Internetpräsenzen für 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 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

Das bisherige Geschäftsjahr 2010 verläuft schwierig für vwd. Nachdem in den Vorjahren noch Steigerungen bei Umsatz und Ergebnis erzielt werden konnten, macht sich die Finanz- und Wirtschaftskrise jetzt voll bemerkbar. Kündigungen, die in der Krise getätigt wurden, werden jetzt wirksam. Dazu sorgt die Investitionszurückhaltung in der Finanzbranche dafür, dass Umsätze aus großen Projekten fehlen. Auch verlief die Neukundengewinnung nicht so erfolgreich wie gewünscht. Die aufgrund von Kündigungen wegfallenden Kunden konnten nicht vollständig durch Neuabschlüsse kompensiert werden. Der Konzernumsatz der ersten neun Monate ging um -5,4 Prozent auf 55,6 Mio. Euro zurück. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen fiel mit 5,5 Mio. Euro sogar -21,8 Prozent niedriger aus. Neben dem Umsatzrückgang war hierfür verantwortlich, dass verstärkt margenschwächere Produkte und Dienstleistungen nachgefragt wurden.

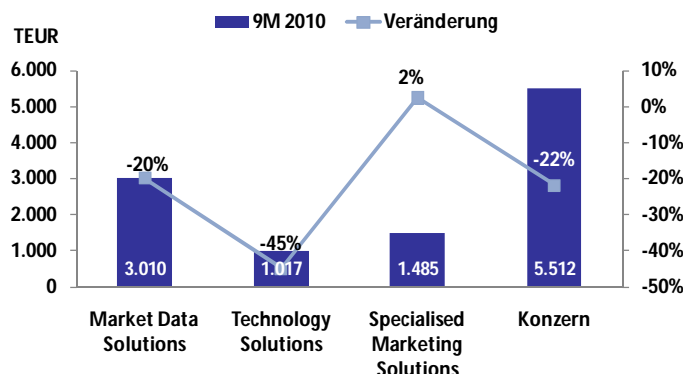
Umsatzentwicklung in den ersten neun Monaten 2010



Quelle: Unternehmen

Die Segmente büßten alle in ähnlichem Maße Umsatz ein wie der Gesamtkonzern. Der Rückgang lag jeweils zwischen -4 und -6 Prozent verglichen mit -5 Prozent auf Konzernebene.

Entwicklung EBITDA in den ersten neun Monaten 2010



Quelle: Unternehmen

Weniger moderat als beim Umsatz fiel der Rückgang beim Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen aus. Lediglich das Segment Specialised Marketing Solutions (SMS) konnte beim EBITDA gegenüber dem Vorjahr sogar zulegen (+2,4%). Dies war insbesondere der erstmaligen vollständigen Konsolidierung der EDG Gruppe zu verdanken. Ein 20 Prozent niedrigeres EBITDA verzeichnete das Segment Market Data Solutions (MDS). Dies war auf fehlendes Projektgeschäft sowie schwaches Privatkundengeschäft zurückzuführen. Bei den wiederkehrenden Erlösen wurden hingegen keine Einbußen verzeichnet. Im Bereich Technology Solutions (TS) mussten mit -45 Prozent die größten Einbußen beim EBITDA hingenommen werden. Auch hier waren fehlende Umsätze aus dem Projekt- sowie aus dem Transaktionsgeschäft (niedrige Transaktionsvolumina) verantwortlich.

Das operative Ergebnis von vwd halbierte sich nahezu verglichen mit den ersten neun Monaten des Vorjahres auf 2,2 Mio. Euro. Dazu trugen höhere Abschreibungen wegen Kaufpreisallokationen der erworbenen Tochtergesellschaften bei. Die EBIT-Marge lag bei 4 Prozent, nach 7,2 Prozent im Vorjahr.

Das Periodenergebnis des ersten Halbjahres betrug 1 Mio. Euro, was einem Rückgang von 62 Prozent entspricht. Beeinflusst wurde das Ergebnis von einem fiktiven Zinsaufwand für Put-Optionen, sowie einem Ertrag aus einbehaltenen Dividenden bestimmter Aktien, die vwd aus Rechtsgründen nicht ausgeschüttet hat.

3 Ausblick

Die vwd Group bewegt sich weiterhin in einem schwierigen Marktumfeld. Investitionsentscheidungen für größere Projekte werden hinaus geschoben und laufende Projekte verzögert. Auch liegen die Marketing-Budgets noch nicht wieder auf Vor-Krisen-Niveau. Wir erwarten weiterhin eine gewisse Erholung schon zum Jahresende. Auch das Management rechnet mit einem starken vierten Quartal, in dem einige Projekte abgeschlossen werden sollen.

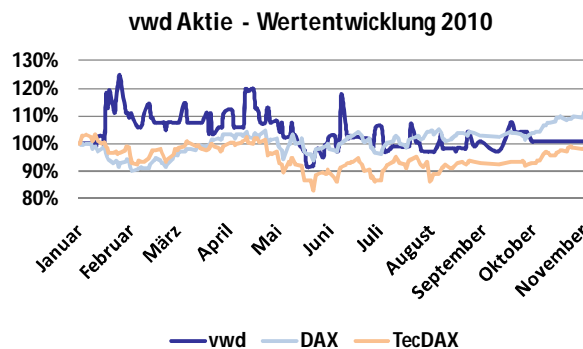
Das Management arbeitet daran, die Kostenbasis weiter zu verbessern und prüft mögliche Zukäufe. Hier könnte kurzfristig Wachstum erzeugt werden. Mit der Kursteilversorgung von Printmedien und wiederkehrenden Erlösen, z.B. im Bereich MDS, verfügt vwd über eine stabile Umsatzbasis. Die Gesellschaft ist solide finanziert (Eigenkapitalquote von 38 Prozent). Wir gehen nach wie vor davon

aus, dass vwd von einer steigenden Investitionsneigung in der Finanzbranche profitieren wird und dann wieder Umsatzwachstum erzielen kann. Bis dahin wird die Gesellschaft die Krisenzeit durchstehen müssen, die die meisten Unternehmen bereits in den vergangenen beiden Jahren erlebt haben, als vwd davon wenig betroffen war.

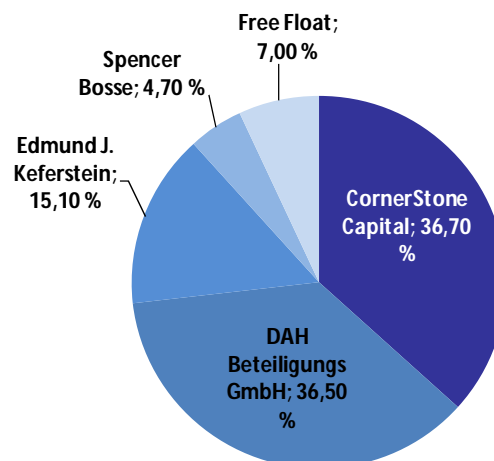
Der von uns ermittelte faire Wert liegt weiterhin bei 3,19 Euro. Durch den in letzter Zeit gesunkenen Aktienkurs ergibt sich aktuell ein Upside-Potenzial von 10 Prozent. Die Empfehlung lautet daher wieder „Kaufen“.

4 Aktie

Die Aktie der vwd AG konnte in der ersten Jahreshälfte deutlich größere Zugewinne verbuchen als DAX und TecDAX. Den größten Sprung machte die vwd Aktie im Februar, als sie 25 Prozent über dem Kurs zu Jahresbeginn notierte. Im April und Juni wurden ebenfalls höhere Zugewinne von ca. 20 Prozent erreicht. Seit Mitte Mai notiert die vwd Aktie, mit Ausnahme einiger Ausreißer, im Bereich des Jahresanfangswerts. Seit Anfang Oktober liegt der Kurs unverändert bei 2,90 Euro.



Aktionärsstruktur



5 Finanzteil

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	65,1	73,4	79,2	75,5	79,4	85,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	2,4	2,9	2,0	1,5	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	-25,7	-26,2	-30,1
Rohergebnis	44,5	51,4	55,2	52,0	55,0	57,7
Personalaufwand	-23,7	-27,3	-32,0	-31,6	-32,5	-35,1
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-1,9	-2,6	-3,9	-4,1	-4,1	-4,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,6	-13,3	-13,5	-13,4	-14,5	-14,1
Betriebsergebnis	5,3	8,3	5,8	2,9	3,9	4,4
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	-1,1	-1,0	-0,8
Ergebnis vor Steuern	5,4	7,6	4,9	1,9	2,9	3,6
Steuerergebnis	-3,1	-3,2	-1,8	-0,6	-1,0	-1,2
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	2,3	4,4	3,1	1,2	1,9	2,4
Minderheitenanteile		1,0	0,6	0,3	0,5	0,6
Jahresüberschuss	2,3	3,4	2,5	0,9	1,5	1,8
Ergebnis je Aktie	0,06	0,14	0,10	0,04	0,06	0,07
Profit & Loss (Year on Year)						
Umsatzerlöse		12,7%	8,0%	-4,7%	5,2%	7,7%
Sonstige betriebliche Erträge		48,8%	20,2%	-30,1%	-25,0%	40,0%
Bestandsveränderungen						
Andere aktivierte Eigenleistungen				-33,3%	50,0%	-33,3%
Materialaufwand		9,4%	11,8%	-5,6%	2,1%	15,0%
Rohergebnis		15,6%	7,3%	-5,7%	5,7%	4,8%
Personalaufwand		15,1%	17,4%	-1,3%	2,8%	7,9%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA		39,4%	48,9%	5,1%	0,0%	0,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-2,6%	1,7%	-0,7%	8,5%	-2,9%
Betriebsergebnis		56,2%	-30,4%	-49,1%	32,3%	13,1%
Beteiligungsergebnis						
Abschreibungen auf Finanzanlagen						
Zinserträge		-39,4%	-80,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Zinsaufwendungen		228,2%	10,5%	15,8%	-9,1%	-20,0%
Ergebnis vor Steuern		42,0%	-36,3%	-61,5%	55,9%	24,2%
Steuerergebnis		2,8%	-44,5%	-64,5%	55,9%	24,2%
Ergebnis		94,9%	-29,6%	-60,3%	55,9%	24,2%
Profit & Loss (% of Revenues)						
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,5%	3,2%	3,6%	2,6%	1,9%	2,5%
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%	-33,0%	-35,3%
Rohergebnis	68,3%	70,1%	69,6%	68,9%	69,3%	67,4%
Personalaufwand	-36,4%	-37,1%	-40,4%	-41,9%	-40,9%	-41,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-2,9%	-3,6%	-4,9%	-5,4%	-5,2%	-4,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,9%	-18,1%	-17,0%	-17,7%	-18,3%	-16,5%
Betriebsergebnis	8,1%	11,3%	7,3%	3,9%	4,9%	5,1%
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%	-1,5%	-1,3%	-0,9%
Ergebnis vor Steuern	8,2%	10,4%	6,1%	2,5%	3,7%	4,2%
Steuerergebnis	-4,7%	-4,3%	-2,2%	-0,8%	-1,2%	-1,4%
Ergebnis	3,5%	6,1%	3,9%	1,6%	2,4%	2,8%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.2 Bilanzen

Bilanzen - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Aktiva						
<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	5,1	4,3
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	6,2	11,0	10,5
Summe kurzfristige Vermögenswerte	13,2	18,5	17,1	15,3	19,1	18,2
<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	5,0	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
Summe langfristige Vermögenswerte	36,4	55,8	63,8	63,9	62,0	59,9
Bilanzsumme	49,6	74,3	80,9	79,2	81,1	78,1
Eigenkapital						
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	12,7	12,7	12,7
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
Summe Eigenkapital	19,4	30,6	30,0	29,3	31,5	32,0
Langfristiges Fremdkapital						
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	1,3	1,3
Finanzverbindlichkeiten	0,8	9,3	10,5	10,2	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	2,7	3,0
Summe langfristiges Fremdkapital	6,5	18,2	18,5	19,3	17,5	17,3
Kurzfristiges Fremdkapital						
Andere Rückstellungen	1,3	1,7	1,8	1,3	2,0	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	3,6	3,0
Steuerverbindlichkeiten	2,9	1,9	0,7	0,7	0,9	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	4,5	7,8	11,9	9,8	9,4	9,6
Summe kurzfristiges Fremdkapital	23,7	25,5	32,4	30,6	32,1	28,8
Bilanzsumme	49,6	74,3	80,9	79,2	81,1	78,1

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - vwd group						
Zahlen in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit						
Jahresüberschuss	2,3	4,4	3,1	1,2	1,9	2,4
Abschreibungen auf Gegenstände des AV	1,9	2,6	3,9	4,1	4,1	4,1
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	1,2	0,8
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	6,2	3,2	0,0
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	4,8	5,3	4,5	10,9	11,0	6,2
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
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	-1,5	-13,6	-5,2	-2,0	-2,2	-2,3
Ein-/Auszahlung für die Aufnahme/Tilgung von Schulden	-0,6	10,2	-4,1	-1,9	-2,1	-1,9
Auszahlung an Minderheitsgesellschafter	-0,3	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Auszahlungen an Gesellschafter der vwd AG	-1,0	0,0	0,0	-1,0	-0,9	-1,5
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1,9	9,6	-5,1	-3,9	-4,0	-4,4
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	1,5	1,3	-5,8	5,0	4,8	-0,5
Zahlungsmittel zum 1.1.	-1,1	0,3	6,6	1,2	6,2	11,0
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	4,9	0,4	0	0	0
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0	0	0	0
Zahlungsmittel zum 31.12.	0,3	6,6	1,2	6,2	11,0	10,5

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6 Bewertung

6.1 DCF-Modell

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

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.11.2010 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 11/2010)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	75,50	79,42	85,50	88,07	90,71	93,43
Veränderungsrate	10%	5%	8%	3%	3%	3%
EBIT	2,93	3,88	4,38	6,43	7,71	7,10
Veränderungsrate	-	32%	13%	47%	20%	-8%
Marge	3,9%	4,9%	5,1%	7,3%	8,5%	7,6%
Zins/Beteiligungsergebnis	-1,06	-0,97	-0,77	-0,90	-0,80	-0,80
EBT ex. Zinsergebnis	1,87	2,91	3,61	5,53	6,91	6,30
operativer Steueraufwand	-0,63	-0,97	-1,21	-1,94	-2,35	-2,11
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	33,5%	33,5%	33,5%	35,0%	34,0%	33,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	4,10	4,10	4,10	3,61	3,17	2,80
Abschreibungsquote (%Umsatz)	5,4%	5,2%	4,8%	4,1%	3,5%	3,0%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,50	0,26	-0,53	-0,42	-0,30	-0,30
Anteil Umsatz	0,7%	0,3%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,3%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	5,10	4,70	0,20	-1,70	-1,60	-1,70
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	6,8%	5,9%	0,2%	-1,9%	-1,8%	-1,8%
Investitionen	-2,00	-2,20	-2,30	-2,47	-2,27	-2,80
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,6%	-2,8%	-2,7%	-2,8%	-2,5%	-3,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	8,94	8,80	3,88	2,62	3,57	2,19

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6.2 WACC

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

// WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,5%
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
Eigenkapitalkostensatz	7,8%

Fremdkapitalkosten

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

Wert des Eigenkapitals	83
Wert des Fremdkapitals	50
Gearing	60,2%
WACC	6,71%

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.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 3,19. Er ist damit um 10 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,90). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		6,21%	6,46%	6,71%	6,96%	7,21%
Wachstum	1,5%	3,17	2,99	2,83	2,69	2,56
	2,0%	3,38	3,18	2,99	2,83	2,68
	2,5%	3,66	3,41	3,19	3,00	2,83
	3,0%	4,01	3,71	3,45	3,22	3,02
	3,5%	4,50	4,11	3,78	3,50	3,25

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		6,21%	6,46%	6,71%	6,96%	7,21%
Wachstum	1,5%	81,61	77,06	72,95	69,22	65,82
	2,0%	87,13	81,84	77,11	72,86	69,02
	2,5%	94,15	87,82	82,25	77,31	72,90
	3,0%	103,34	95,54	88,79	82,89	77,70
	3,5%	115,93	105,86	97,36	90,08	83,79

7 Kontakt

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG
Tilsiter Straße 1

60487 Frankfurt

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

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda 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
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> 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))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	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
Factset

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick-von Flotow



8 DISCLAIMER

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

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

- 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.