

03. März 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



SHS VIVEON

Profitabilitätsverbesserung
stärker als angekündigt

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 9,35 € | Kursziel: 13,70 € (zuvor: 11,60 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

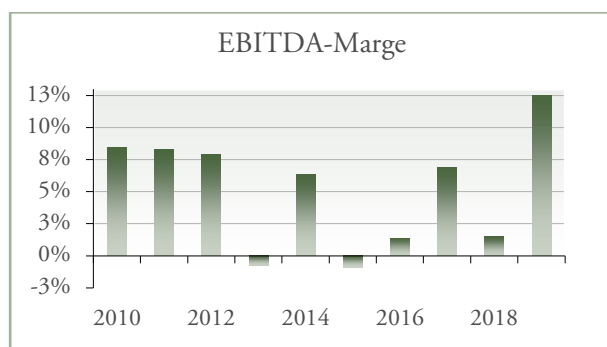
Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	ca. 85
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Ticker:	SHWK:GR
Kurs:	9,35 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,13 Mio. Stück
Market-Cap:	20,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	15,8 Mio. Euro
Free Float:	70,14 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	11,70 / 3,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	20,0 Tsd. Euro / Tag

Vorläufigen Zahlen zufolge hat SHS VIVEON letztes Jahr eine beeindruckende Ergebnisentwicklung verzeichnet. Während sich der Umsatz bereinigt um aufgegebene Geschäftsbereiche moderat um 6,4 Prozent erhöht hat, konnte das EBITDA um 740 Prozent auf 1,5 Mio. Euro gesteigert werden, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge von 12,5 Prozent. Damit wurde die unternehmenseigene Prognose, die im Sommer auf 10 bis 11 Prozent (zuvor: mittlerer einstelliger Bereich) kräftig angehoben worden war, übertroffen. Auch unsere Gewinnsschätzungen haben sich als zu vorsichtig erwiesen. Obwohl SHS erhebliche Vorleistungen für die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells in Richtung einer umfassenden Plattform für die Digitalisierung des gesamten risikobehafteten Lead-to-Cash-Prozesses angekündigt und bereits in den letzten Monaten sein Management-Team spürbar ausgebaut hat, soll der Margenanstieg auch in Zukunft fortgesetzt werden. Für das laufende Jahr strebt SHS VIVEON ein Umsatzwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich sowie eine EBITDA-Marge zwischen 13 und 14 Prozent an. Auch wir kalkulieren in unserem Bewertungsmodell mit einer fortgesetzten Profitabilitätsverbesserung und haben auf dieser Basis ein neues Kursziel von 13,70 Euro ermittelt.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	18,5	12,0	12,1	13,1	14,2	15,3
EBITDA (Mio. Euro)	1,3	0,2	1,5	1,8	2,2	2,5
Jahresüberschuss	0,4	-0,4	0,7	1,0	1,3	1,5
EpS	0,17	-0,17	0,31	0,45	0,61	0,70
Dividende je Aktie	0,06	0,00	0,00	0,10	0,20	0,23
Umsatzwachstum	-24,8%	-34,8%	0,8%	8,0%	8,0%	8,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	43,6%	36,9%	15,4%
KUV	1,08	1,66	1,64	1,52	1,41	1,30
KGV	56,0	-	30,1	21,0	15,3	13,3
KCF	-	7,9	16,4	13,6	11,8	10,4
EV / EBITDA	12,4	87,4	10,4	8,6	7,1	6,2
Dividendenrendite	0,6%	0,0%	0,0%	1,1%	2,2%	2,5%

Moderates Umsatzwachstum

Vorläufigen Zahlen zufolge hat SHS VIVEON im letzten Geschäftsjahr 12,1 Mio. Euro Erlöst und damit die eigene Prognose, die auf einen Wert oberhalb von 12,0 Mio. Euro lautete, erreicht. Gegenüber dem Vorjahr wurde somit ein moderates Umsatzwachstum von 0,8 Prozent erzielt, wobei zu berücksichtigen ist, dass 2018 noch Umsätze aus einem inzwischen aufgegebenen Geschäftsbereich in Höhe von 0,6 Mio. Euro erzielt wurden. Korrigiert um diese Größe ist der Umsatz um 6,4 Prozent gewachsen. Nach Unternehmensangaben waren rund 55 Prozent der Umsätze wiederkehrender Natur, wozu SHS VIVEON Mietlizenzen, Erlöse aus Support- und Service-Verträgen, Einnahmen aus Hosting- und Cloud-Dienstleistungen sowie reine SaaS-Einnahmen zählt. Auf die einmaligen Kauflizenzen entfielen hingegen lediglich 5 Prozent der Umsätze. Den Rückgang des berichteten Anteils der wiederkehrenden Einnahmen gegenüber dem ersten Halbjahr und dem Geschäftsjahr 2018 (jeweils 60 Prozent) begründet das Unternehmen mit einer veränderten Abgrenzung und sieht grundsätzlich einen intakten Aufwärtstrend dieser Erlösarten. Zur Begründung verweist SHS auf das im letzten Jahr akquirierte neue Auftragsvolumen, das zu 60 Prozent aus wiederkehrenden Erlösen bestand.



Quelle: Unternehmen

Erhöhte EBITDA-Prognose übertroffen

Deutlich dynamischer hat sich das Ergebnis entwickelt, das einerseits von einem verbesserten Umsatzmix und andererseits von den massiven Kostensenkungen profitiert hat. Das EBITDA erhöhte sich im Vorjahresvergleich um 740 Prozent auf 1,5 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge von

12,5 Prozent, dem mit Abstand besten Wert der letzten zehn Jahre. Damit wurde die Prognose, die bereits im Sommer auf einen Wert zwischen 10 und 11 Prozent (zuvor: mittlerer einstelliger Bereich) erhöht worden war, klar übertroffen.

Rückkehr in die Profitabilität

Hierdurch konnte auch die angekündigte Rückkehr des Nettoergebnisses in die schwarzen Zahlen vollzogen werden. Während sich das Vorsteuerergebnis um 1,4 Mio. Euro auf 1,1 Mio. Euro verbesserte, drehte der Jahresüberschuss von -0,4 auf +0,7 Mio. Euro ins Plus. Eine noch bessere Ergebnisdynamik wurde durch eine hohe Steuerbelastung verhindert, die sich auf fast 39 Prozent des Vorsteuerergebnisses summierte und die das Unternehmen mit Unterschieden zwischen dem Einzelabschluss der AG und dem Konzernabschluss bezüglich der Behandlung von latenten Steuern begründet.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019*	Änderung
Umsatz	12,04	12,14	+0,8%
EBITDA	0,18	1,52	+742,1%
EBITDA-Marge	1,5%	12,5%	
Vorsteuerergebnis	-0,36	1,08	-
EBT-Marge	-3,0%	8,9%	
Jahresüberschuss	-0,36	0,66	-
Netto-Marge	-3,0%	5,5%	

Mio. Euro und Prozent, * vorläufige Zahlen; Quelle: Unternehmen

Hohe Nettoliquidität

Konkrete Angaben zum Cashflow wurden noch nicht veröffentlicht. Allerdings hat SHS bereits mitgeteilt, dass sich die Liquidität um rund 1 Mio. Euro erhöht hat. In Abwesenheit von nennenswerten Finanzierungsaktivitäten dürfte dies mit dem Free-Cashflow gleichzusetzen sein, der sich somit auf fast 10 Prozent der Umsätze belaufen hat. Da SHS frei von Finanzverbindlichkeiten ist, entspricht die Liquidität von rund 4,3 Mio. Euro gleichzeitig der Nettoliquidität,

die sich somit auf etwa 60 Prozent der von uns zum Jahresende geschätzten Bilanzsumme belaufen dürfte.

Weitere Margensteigerung angekündigt

SHS VIVEON will den positiven Trend des letzten Jahres auch 2020 fortsetzen und hat angekündigt, den Umsatz um einen einstelligen Prozentsatz steigern und die EBITDA-Marge weiter auf 13 bis 14 Prozent erhöhen zu wollen. Auch das Nettoergebnis soll überproportional zum Umsatz zulegen, dabei aber noch im sechsstelligen Bereich verbleiben.

Management-Kapazitäten ausgebaut

Diese Profitabilitätsverbesserung will SHS VIVEON trotz der geplanten Investitionen in Expertise, Technologie und Produktlösungen erreichen, die das Unternehmen für die Umsetzung der nun ebenfalls vorgestellten Strategie für die nächste Wachstumsphase (siehe unten) tätigen will und die größtenteils aus Personalkosten für geeignete Mitarbeiter bestehen werden. Bereits in den letzten Monaten wurde deswegen das Management-Team deutlich verstärkt, indem der Vorstand mit Eva Sophie Wiesmüller als Chief Technology and Product Officer erweitert und darunter ein hochwertig qualifiziertes Senior Management Team etabliert wurde. Weitere Kapazitäten will SHS unter anderem für die Bereiche Vertrieb und Produktentwicklung schaffen, betont aber dabei, dass das Budget für Personalkosten trotz dieser Expansion noch unter dem Niveau aus 2018 bleiben wird.

Weiterentwicklung zum Plattformanbieter

Im Rahmen der Telefonkonferenz wurde die bereits im letzten Jahr angekündigte Fortschreibung der Strategie erläutert. Im Kern will sich SHS in Zukunft noch stärker als ein führender Spezialist für die digitale Transformation des gesamten risikobehafteten Lead-to-Cash-Prozesses, also der Handhabung sämtlicher Risiken einer Kundenbeziehung, positionieren. Dazu sollen die beiden Kernprodukte zusammengeführt und umfassend modernisiert werden, um in punkto Nutzerfreundlichkeit, Performance, Flexibilität, Standardisierung und Modularität eine Spitzenposition in der Branche zu besetzen. Diese Plattform

soll zudem offen für andere Systeme ausgestaltet sein, um reibungslos weitere Datenquellen und Funktionalitäten einbinden zu können. Perspektivisch soll hieraus ein Marktplatz für Credit-Risk-as-a-Service-Angebote entstehen und SHS weitere Einnahmen ermöglichen. Auch das Angebot von Managed Services, bei denen SHS dauerhaft Teile des Prozesses für Kunden übernimmt, ist angedacht, wobei sowohl hier als auch bezüglich der Partnerangebote transaktionsbasierte Abrechnungsmodelle vorstellbar sind. Schließlich soll die Plattform auch White-Label-fähig sein, damit Kunden sie in den eigenen Ökosystemen unter dem eigenen Namen nutzen können.

Stärkere Internationalisierung

Mit einem derart erweiterten Angebot will SHS verstärkt größere Kunden (ab 250 Mio. Euro Umsatz) adressieren und deren Anteil am Kundenportfolio überdurchschnittlich steigern. Dabei soll der Fokus auch stärker internationalisiert und das Gewicht der Kunden aus der DACH-Region, das sich derzeit noch auf rund 70 Prozent der Umsätze beläuft, durch das überproportionale Wachstum in anderen Regionen auf rund die Hälfte reduziert werden. Hierfür sollen sowohl der eigene Direktvertrieb als auch der Partnervertrieb weiter ausgebaut werden.

Ergebnisschätzungen übertroffen

Mit den vorläufigen Zahlen wurde unsere Umsatzschätzung (12,4 Mio. Euro) zwar nicht ganz erreicht, dafür aber wurden unsere Ergebnisschätzungen teils deutlich übertroffen. So hatten wir mit einem EBITDA von 1,3 Mio. Euro und einem EBT von 0,9 Mio. Euro gerechnet und beim Nettoergebnis 0,6 Mio. Euro erwartet.

Umsatzwachstum etwas vorsichtiger

Etwas unter unseren Erwartungen ist die neue Umsatzprognose ausgefallen. Während wir bisher für 2020 mit einem Zuwachs um 10 Prozent kalkuliert hatten, strebt SHS eine Wachstumsrate im oberen einstelligen Bereich an. Zusammen mit dem etwas unter unseren Erwartungen ausgefallenen Umsatz aus 2019 dürfte somit unsere bisherige Umsatzschätzung für 2020 (13,6 Mio. Euro) nun etwas zu ehrgeizig

sein. Das Management betont zwar, dass die Umsatzprognose bewusst konservativ ausgestaltet worden ist und unter anderem trotz der zuletzt sehr ausgeprägten Kundentreue mit pauschalen Kündigungsraten arbeitet, doch wir haben uns dennoch entschieden, zunächst kein Übertreffen der Zielsetzung zu unterstellen und deswegen die Wachstumsschätzung für dieses Jahr auf 8 Prozent abzusenken. Dieses Wachstumsniveau lassen wir bis 2023 konstant, bevor wir aus Vorsichtsüberlegungen die Steigerungsraten für die restlichen Jahre des detaillierten Prognosezeitraums auf 6 Prozent abschmelzen lassen. In absoluten Zahlen ergibt sich daraus für 2020 eine Umsatzerwartung von 13,1 Mio. Euro und für 2027 ein Zielwert von 21,0 Mio. Euro.

Weiterer Margenanstieg erwartet

Unverändert gelassen haben wir hingegen unsere Schätzung der EBITDA-Marge. Mit 13,9 Prozent liegt diese für 2020 am oberen Ende der Unternehmens-Guidance, wirkt aber nach der starken Ergebnisverbesserung schon in 2019 nun leichter erreichbar. Auch den anschließenden Entwicklungspfad der Marge, für die wir einen schrittweisen Anstieg auf 18,5 Prozent unterstellen, haben wir unverändert gelassen. Die unterstellte steigende operative Profitabilität spiegelt sich auch in der EBIT- und der Nettomarge wider, für die wir im Zeitablauf ebenfalls einen deutlichen Aufwärtstrend modelliert haben. Allerdings liegen sie nun etwas unter dem bisherigen Ansatz, weil wir mit Rücksicht auf die zu erwartenden Investitionen in die Softwareentwicklung höhere Aktivierungen und anschließend auch höhere Abschreibungen angenommen haben. Dennoch erwarten wir für die EBIT-Marge einen Anstieg von 10,7 Prozent im laufenden Jahr auf 16,6 Prozent im Jahr 2027 (Zielwert bisher: 17,2 Prozent im Jahr 2026). Absolut erwarten wir für 2020 ein EBIT von 1,4 Mio. Euro und einen Gewinn je Aktie von 0,45 Euro. Die von uns für die Jahre 2020 bis 2027 unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Freie Liquidität angesetzt

Angesichts der hohen Cash-Überschüsse und der sehr hohen Nettoliquidität haben wir die Hälfte des von uns per Ende 2019 geschätzten Liquiditätsbestandes als nicht betriebsnotwendig definiert und dem fairen Wert zugeschlagen. Eine Änderung haben wir auch bei der Ermittlung des Terminal Value vorgenommen, zu dessen Berechnung wir aus Risikoerwägungen einen Abschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums vornehmen. Bisher hatten wir diesen Abschlag auf 50 Prozent taxiert, was für ein Unternehmen, das sich erst anschickte, zurück in die Profitabilität zurückzukehren, gerechtfertigt war. Nach der beeindruckenden Ergebnisentwicklung im letzten Jahr und dem Erreichen der höchsten Profitabilitätswerte der letzten zehn Jahre halten wir diese starke Vorsicht aber nicht mehr für angemessen und haben den Abschlag auf 33 Prozent reduziert, so dass wir für die Berechnung des Terminal Value mit einer EBIT-Marge von 11,1 Prozent und einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent kalkulieren.

WACC reduziert

Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4 Prozent (bisher: 4,5 Prozent) ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Da der Aktienmarkt von der aktuellen Basis aus künftig deutlich stärker auf Zinserhöhungen reagieren dürfte, haben wir im Gegenzug die Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent erhöht (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Als Beta nehmen wir wie bisher einen Wert von 1,3. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz nach CAPM in Höhe von 9,5 Prozent, woraus sich bei einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent ein

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	13,1	14,2	15,3	16,5	17,7	18,7	19,9	21,0
Umsatzwachstum		8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	10,7%	13,5%	14,5%	15,4%	15,7%	16,0%	16,5%	16,6%
EBIT	1,4	1,9	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3	3,5
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
NOPAT	0,9	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3
+ Abschreibungen & Amortisation	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7
- Zunahme Net Working Capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Free Cashflow	1,0	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3

SMC Schätzmodell

neuer WACC-Satz von 6,7 Prozent (zuvor 6,9: Prozent) ergibt.

Kursziel: 13,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 29,2 Mio. Euro bzw. 13,68 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 13,70 Euro ableiten. Gegenüber unserer Studie vom 13. November hat sich das Kursziel somit spürbar erhöht (bisher: 11,60 Euro), was auf eine Kombination der erläuterten Modelländerungen und des Roll-over-Effekts durch den Wechsel auf das Basisjahr 2020 zurückzuführen ist. Für die Aktie, die vor der jüngsten Marktschwäche unser altes Kursziel nahezu punktgenau erreicht hat, bedeutet das neue Kursziel ein weiteres deutliches Aufwärtspotenzial. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Schätzunsicherheit, die wir auf der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter mit 4 Punkten bewerten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,7 und 7,7 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 11,09 und 18,90 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,7%	18,90	17,40	16,22	15,26	14,47
6,2 %	16,89	15,75	14,83	14,07	13,43
6,7 %	15,30	14,41	13,68	13,06	12,54
7,2%	14,01	13,30	12,71	12,20	11,77
7,7 %	12,94	12,37	11,88	11,46	11,09

Fazit

Mit den vorläufigen Zahlen für 2019 hat SHS VIVEON die im Sommer deutlich angehobene Ergebnisprognose übertroffen. Mehr als das: Mit einer EBITDA-Marge von 12,5 Prozent wurde das beste Ergebnis seit zehn Jahren erreicht, auch bei der Vorsteuer- und der Nettomarge wurden 2019 und damit gleich im Jahr der Rückkehr in die schwarzen Zahlen neue Höchstwerte ausgewiesen.

Die neue Positionierung als ein fokussierter Lösungsanbieter hat sich somit bewährt und soll in Zukunft weiterentwickelt werden. Die von SHS VIVEON neu präsentierte Strategie sieht im Kern die Weiterentwicklung der Produkte zu einer einheitlichen, modernen Softwareplattform vor, mit der die Kunden in die Lage versetzt werden sollen, ihren gesamten risikobehafteten Lead-to-Cash-Prozess effizient abzubilden, zu steuern und zu optimieren, und zwar einheitlich für das ganze Unternehmen, über alle Länder-, Sprach- und Währungsgrenzen hinweg.

Auf dem Weg dorthin hat SHS bereits sein Management-Team deutlich verstärkt und will die Softwareentwicklung intensivieren, betont aber, gleichzeitig

auch die Margen kontinuierlich weiter steigern zu wollen. Allein für das laufende Jahr wird ein weiterer Anstieg der EBITDA-Marge auf 13 bis 14 Prozent angestrebt

Mit unserer Prognose, die sich auf 13,9 Prozent beläuft, füllen wir uns weiterhin wohl. Das gilt auch für die Gesamtheit unserer Schätzungen, für die wir weiter das Szenario eines moderaten Umsatzwachstums mit sukzessive steigenden Margen unterstellen.

Auf dieser Grundlage haben wir einen fairen Wert von 13,70 Euro je Aktie ermittelt und sehen für die Aktie, weiteres Kurspotenzial. Mit der gesunden Basis, die sich nicht zuletzt in einer sehr hohen Nettoliquidität bemerkbar macht, und der vielversprechenden Wachstumsstrategie sehen wir SHS VIVEON gut aufgestellt, um die Erfolgsgeschichte des letzten Jahres auch in Zukunft fortzuschreiben. Unser Urteil bleibt „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0
1. Immat. VG	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
2. Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
II. UV Summe	6,4	7,7	8,9	10,2	11,6	13,2	14,8	16,6	18,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	4,3	5,2	6,4	7,4	8,7	10,0	11,4	13,0	14,7
II. Rückstellungen	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	1,3	1,5	1,7	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,7
BILANZSUMME	7,0	8,2	9,6	11,0	12,5	14,1	15,8	17,6	19,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	12,1	13,1	14,2	15,3	16,5	17,7	18,7	19,9	21,0
Rohertrag	11,6	12,5	13,6	14,6	15,8	16,9	17,9	19,0	20,2
EBITDA	1,5	1,8	2,2	2,5	2,9	3,2	3,4	3,7	3,9
EBIT	1,1	1,4	1,9	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3	3,5
EBT	1,1	1,4	1,9	2,2	2,6	2,8	3,1	3,4	3,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,3	2,4
JÜ	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,3	2,4
EPS	0,31	0,45	0,61	0,70	0,81	0,88	0,96	1,06	1,13

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	1,2	1,5	1,7	1,9	2,2	2,3	2,5	2,7	2,8
CF aus Investition	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
CF Finanzierung	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Liquidität Jahresanfa.	3,3	4,3	5,3	6,4	7,5	8,7	10,0	11,4	13,0
Liquidität Jahresende	4,3	5,3	6,4	7,5	8,7	10,0	11,4	13,0	14,6

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	0,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rohermargemarge	95,2%	95,7%	95,7%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%
EBITDA-Marge	12,5%	13,9%	15,6%	16,6%	17,6%	17,9%	18,2%	18,5%	18,5%
EBIT-Marge	8,8%	10,7%	13,5%	14,5%	15,4%	15,7%	16,0%	16,5%	16,6%
EBT-Marge	8,9%	10,8%	13,7%	14,7%	15,7%	15,9%	16,3%	16,9%	17,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,5%	7,3%	9,2%	9,8%	10,5%	10,7%	10,9%	11,3%	11,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 03.03.2020 um 13:15 Uhr fertiggestellt und am 03.03.2020 um 13:25 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
13.11.2019	Buy	11,60 Euro	1), 3), 4)
25.07.2019	Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
09.05.2019	Speculative Buy	7,60 Euro	1), 3), 4)
30.10.2018	Speculative Buy	7,10 Euro	1), 3), 4)
08.05.2018	Speculative Buy	7,30 Euro	1), 3), 4)
24.11.2017	Speculative Buy	7,30 Euro	1), 3)
22.05.2017	Speculative Buy	8,60 Euro	1)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.