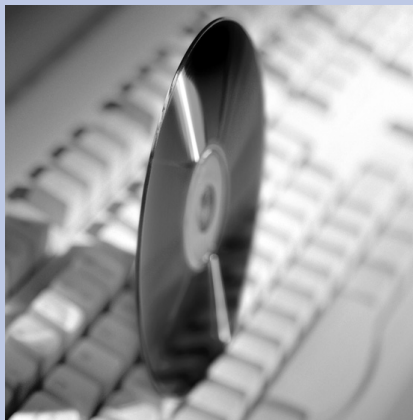


Datum

**22.11.2010**



## SHS VIVEON AG

Homepage: [www.shs-viveon.com](http://www.shs-viveon.com)

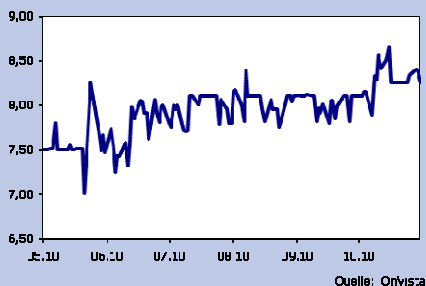
Branche: IT/Software

ISIN: **DE000A0XFWK2**  
 Preis (18.11.10): € 8,67  
 Marktkapitalisierung € 8,7 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 13.200  
 52W Hoch € 9,10  
 52W Tief € 5,00  
 Streubesitz 53%

### Aktionärsstruktur

Aufsichtsrat **35%**  
 Vorstand **5%**  
 Management **7%**

### Kursentwicklung



### Daniel Grossjohann

+49 (0)69 – 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

### Dragan Lukjanovic

+49 (0)69 – 61 99 33 30  
[lukjanovic@vararesearch.de](mailto:lukjanovic@vararesearch.de)

## SHS VIVEON AG

### Neue Aufstellung erfolgreich abgeschlossen

■ **Empfehlung: Kaufen**    ■ **Kursziel: € 18,20**

Herr Gilmozzi hat seit seiner Ernennung zum CEO Ende 2009 die operative und finanzielle Restrukturierung erfolgreich umgesetzt. Allein die Anpassung der Kostenstruktur bringt bereits 2010 eine Entlastung um € 1 Mio. und schlägt sich in einer kontinuierlich steigenden Profitabilität über den bisherigen Jahresverlauf nieder. Zudem strebt das Unternehmen nun mittelfristig ein nachhaltig zweistelliges Umsatzwachstum an. Ab 2012 stellt das Unternehmen seinen Aktionären Dividendenausschüttungen in Aussicht. In unseren Augen ist der erfolgreich vollzogene Turnaround im Kurs noch nicht berücksichtigt. Sollte das Unternehmen wie erwartet ab 2011 zweistelliges organisches Wachstum erreichen, wird die Unterbewertung mit einem 2011er EV/EBITDA von 3,9 noch deutlicher.

### Investment Highlights

- Der Abbau des Overheads, das Downgrading in den m:access und die Integration der Shared Services haben alleine in 2010 ein Einsparpotenzial von rund € 1 Mio. gehoben. Der Erfolg der Restrukturierung zeigt sich auch darin, dass die Ergebnisziele für 2010 angehoben wurden, obwohl die ursprünglichen Umsatzziele nicht gehalten werden konnten.
- SHS VIVEON zeigt, trotz geringer Größe, bereits eine gute Profitabilität, die wir auf die stabile Nischenposition zurückführen. Die Entwicklung zeigt auch das Skalierungspotenzial, dass das Geschäftsmodell birgt.
- Im dritten Quartal hat SHS VIVEON die positive Entwicklung aus den Vorquartalen fortgesetzt. Gesamtleistung und Ergebnis legten gegenüber dem Vorquartal erneut zu, wobei sich die Ergebniseffekte überproportional niederschlugen.
- Für das Wachstum ab 2011 gibt es drei wesentliche Treiber: Ausbau des Vertriebs und der Berater, Forcierung (internationaler) Partnerschaften für Reselling und Technologieinvestitionen (Rechenzentrum). Die Skalierung der Softwareerlöse ist, neben effizienteren Strukturen im Unternehmen, der wesentliche Treiber für die Marge. Der Anteil wiederkehrender, vor allem softwarebezogener Umsatzerlöse soll von aktuell 15% auf 25% im Jahr 2012 ausgebaut werden.
- Auf Grund eines stabilen und loyalen Aktionärskreises konnte die Bilanz von Altlasten bereinigt werden (Kapitalerhöhung und Rückführung der Wandelschuldverschreibung). Auch finanziell ist die Restrukturierung damit geglückt. Die Eigenkapitalquote zum Jahresende dürfte bei rund 40% liegen (Ende 2009: 10%).

### Kennzahlen

	Um- satz	Netto Erg.	ber. EPS	ber. KGV	EV/ Sales	EV/ EBITDA	EBITDA- Marge	Div.- Rendite
2008	26,0	-3,4	-9,06	n.m.	0,50	10,4	4,8%	0,0%
2009	25,3	-0,6	-0,69	n.m.	0,27	7,7	3,5%	0,0%
2010e	21,5	0,9	0,99	8,7	0,36	4,6	8,0%	0,0%
2011e	24,2	1,2	1,24	7,0	0,32	3,9	8,2%	0,0%
2012e	26,9	1,4	1,35	6,4	0,29	3,3	8,8%	4,7%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Unternehmensprofil

Die SHS VIVEON AG mit Hauptsitz in München und sieben weiteren Standorten in der DACH-Region ist ein auf das Themenfeld Customer Management ausgerichtetes Business und IT-Beratungsunternehmen. Die Softwarelösungen der Tochter GUARDEAN GmbH adressieren dabei die Bereiche Customer Risk und Credit Management. Alleinstellung im Markt bildet die Kombination von Value- und Risk-Aspekten bei der Kundenbewertung. In 2009 und 2010 hat das Unternehmen unter neuem Management eine finanzielle und operative Restrukturierung erfolgreich durchlaufen. Der Turnaround wurde 2010 nachhaltig erreicht, im kommenden Jahr stehen organisches Wachstum und der Ausbau des wiederkehrenden Umsatzanteils im Zentrum.

## Unternehmensinformationen

Gründungsjahr	<b>1991</b>
IPO	<b>1999</b>
Designated Sponsor	<b>VEM Aktienbank AG</b>
Zulassungssegment	<b>m:access</b>
Indexzugehörigkeit	<b>keine</b>
Geschäftsjahr	<b>01.01.- 31.12.</b>
Berichterstattung	<b>vierteljährlich</b>
Rechnungslegung	<b>HGB</b>
Aktienrückkäufe	<b>nein</b>
IR Kontakt	<b>Stefan Berndt</b>
Vorstand	<b>Stefan Gilmozzi</b>
Vertragslaufzeit CEO	<b>k.A.</b>
Aufsichtsrat	<b>Dirk Roesing, Herbert Brenke, Sven Fritsche, Dr. Welf Müller, Klaus C. Plönzke,</b>

## Finanzkalender

22.11.- 24.11.2010	<b>Eigenkapital forum (Investoren- gespräche)</b>
08.12.2010 28.03.2011	<b>MKK Geschäfts- Bericht 2010</b>

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	25,992	25,338	21,537	24,229	26,894
Bruttoergebnis	25,242	23,172	20,193	22,776	25,443
EBITDA	1,243	0,887	1,714	1,987	2,367
EBIT	-2,987	0,416	1,294	1,529	1,858
Vorsteuerergebnis	-14,822	-2,567	0,975	1,430	1,764
Jahresüberschuss	-15,018	-2,611	0,963	1,240	1,353
Bereinigter JÜ	-3,395	-0,551	0,942	1,240	1,353
EPS berichtet (in Euro)	-40,07	-3,29	1,02	1,24	1,35
EPS bereinigt (in Euro)	-9,06	-0,69	0,99	1,24	1,35
DPS (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41

Quelle: Vara Research GmbH

## Bilanz

(in € Mio.)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Imm. Vermögenswerte	2,029	1,780	1,610	1,440	1,270
Forderungen aus LuL und Vorräte	3,992	4,283	3,231	3,635	4,034
Kasse und WP	1,621	1,947	2,247	3,052	4,144
Summe Aktiva	11,985	10,012	8,749	10,094	11,551
Eigenkapital	0,272	1,019	3,530	4,770	6,123
Rückstellungen	3,055	1,901	1,901	1,901	1,901
Zinstragende Verb.*	4,019	4,011	0,511	0,511	0,511
Nichtzinstragende Verb.	1,320	0,512	0,386	0,435	0,483
Summe Passiva	11,985	10,012	8,749	10,094	11,551

\* Eine 2010 begebene Unternehmensanleihe i.H.v. 900T€ ist unter sonstige Verbindlichkeiten erfasst

Quelle: Vara Research GmbH

## Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EV/Umsatz	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	10,4	7,7	4,6	3,9	3,3
EV/EBIT	n.m.	16,4	6,1	5,1	4,2
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	8,7	7,0	6,4
PCPS	n.m.	n.m.	5,9	5,1	4,7
Preis/Buchwert	38,6	0,0	2,3	1,8	1,4
Bruttomarge (in %)	97,1	91,5	93,8	94,0	94,6
EBITDA-Marge (in %)	4,8	3,5	8,0	8,2	8,8
EBIT-Marge (in %)	-11,5	1,6	6,0	6,3	6,9
Nettomarge (in %)	-13,1	-2,2	4,4	5,1	5,0
ROE (in %)	-	-85,3	41,4	29,9	24,8
	2497,8				
ROCE (in %)	-50,1	12,9	24,3	25,3	28,7
Umsatz/Mitarb. (in TEUR)	106,5	111,9	113,7	113,0	112,3
Nettoerg./Mitarb. (in TEUR)	-13,9	-2,4	5,0	5,8	5,6
Eigenkapitalquote (in %)	2,3	10,2	40,4	47,3	53,0
Free Cash Flow pro Aktie	-27,7	0,0	1,2	1,2	1,5
Steuerquote (in %)	-1,3	-1,7	1,3	13,3	23,3

Quelle: Vara Research GmbH

**Fairer Wert bei € 18,20  
pro Aktie**

**Profitabilität nachhaltig  
ausgebaut**

**Wachstum durch  
Neueinstellungen,  
Verstärkung des  
Vertriebs und  
Partnerschaften**

## ■ Bewertung

Das Bewertungsergebnis, ermittelt aus FCF-Bewertung und Peer-Gruppen-Vergleich liefert einen fairen Wert pro Aktie von € 18,20.

### Free-Cash-Flow-Methode

Seit Jahresbeginn haben die Erfolge der Restrukturierungsmaßnahmen sich deutlich im Ergebnis niedergeschlagen. Von Quartal zu Quartal gelangen jeweils der Ausbau der Profitabilität und eine leichte Steigerung der Unternehmensleistung. Insgesamt ist der Umsatz 2010, auch bedingt durch den Personalabbau, aber noch etwa 15% rückläufig. Das Unternehmen hat damit den Grundstein für profitables Wachstum und die Nutzung von Skaleneffekten gelegt.

Stärke und Alleinstellung Customer Management Spezialisten SHS VIVEON ist die Kombination von Customer Value Management und Customer Risk Management. Mittelfristig dürften sich aus dieser Kombination Synergien und Cross-Selling-Potenziale ergeben (gegenwärtig ist dies nur eingeschränkt der Fall). Basierend hierauf und auf dem gezielten Personalaufbau, insbesondere im Vertrieb, gehen wir für die Jahre 2011 bis 2014 von zweistelligen Wachstumsraten im Umsatz aus. Neben den in 2009 und 2010 etablierten neuen Kostenstrukturen wird in den kommenden Jahren der wachsende Anteil von wiederkehrenden Umsätzen (Softwarelizenzen, Hosting) zu Margenerhöhungen führen. Bei der Berücksichtigung dieser Effekte waren wir jedoch aus Gründen der Vorsicht konservativ. Zudem haben wir berücksichtigt, dass die 2011er Marge durch die geplanten Neueinstellungen noch belastet wird. In unserem Modell erreicht die EBITDA-Marge in 2014 mit 10,8% ihr Hoch und fällt 2016 dann wieder leicht ab.

**Fairer Wert nach FCF-  
Bewertung bei € 20,50  
pro Aktie**

Das Beta für SHS VIVEON haben wir auf 1,5 gesetzt, ausschlaggebende Faktoren waren die geringe Marktkapitalisierung und die noch geringen Handelsumsätze. Basierend auf einer Eigenkapitalquote von 40% errechnen sich durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten von 7,9%. Unter Berücksichtigung eines Liquiditätsabschlages von 25% ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 20,50.

Tabelle 1: Bewertung nach der Free-Cash-Flow-Methode

(in € Mio.)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	21,54	24,23	26,89	29,58	31,06	32,62	34,25	35,96	37,76	39,65	41,63
EBITDA	1,71	1,99	2,37	2,90	3,36	3,52	3,53	3,34	3,51	3,69	3,87
EBITDA-Marge	8,0%	8,2%	8,8%	9,8%	10,8%	10,8%	10,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
EBIT	1,29	1,53	1,86	2,34	2,77	2,91	2,88	2,66	2,80	2,94	3,08
EBIT-Marge	6,0%	6,3%	6,9%	7,9%	8,9%	8,9%	8,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Steuern	0,03	0,22	0,45	0,70	0,83	0,87	0,86	0,80	0,84	0,88	0,93
+ Abschreibungen	0,42	0,46	0,51	0,56	0,59	0,62	0,65	0,68	0,71	0,75	0,79
- Investitionen	0,24	0,47	0,35	0,38	0,40	0,49	0,51	0,54	0,56	0,59	0,62
- Veränderung WC	-1,11	0,42	0,42	0,42	0,23	0,19	0,20	0,21	0,22	0,24	0,25
Operativer Cash flow	2,56	0,88	1,15	1,39	1,89	1,97	1,95	1,79	1,88	1,98	2,08
Diskontierungsfaktor	0,93	0,86	0,80	0,74	0,68	0,63	0,59	0,54	0,50	0,47	0,43
Wert oper. CF heute	2,37	0,75	0,91	1,02	1,29	1,25	1,14	0,98	0,95	0,92	0,90
Kum. Wert der op. CFs	12,49										
Barwert des Restwertes	14,01										
Unternehmenswert	26,49										
- Nettoverschuldung	-0,84										
- Anteile Dritter	0,00										
Wert des Eigenkapitals	27,33										
- Liquiditätsabschlag	25,0%										
Fairer Wert je Aktie in €	20,50										
Langfr. Wachstumsrate	1,0%										

Quelle: Vara Research GmbH

## Fairer Wert Peer-Group-Analyse: € 15,86

### Peer-Group-Methode

Als Vergleichsunternehmen für die in der Nische Customer Management positionierten SHS VIVEON bieten sich (kleinere), spezialisierte und börsennotierte (IT-) Beratungshäuser an. Das Peer-Unternehmen Syskoplan ist ein IT-Dienstleister, der auf das CRM-Thema ausgerichtet ist und im Bereich „Customer Value Management“ als Wettbewerber der SHS VIVEON auftritt. Die Dortmunder adesso ist ein auf wenige Branchen fokussiertes IT-Dienstleistungsunternehmen, der Produktanteil am Umsatz ist in etwa mit der Situation bei SHS VIVEON vergleichbar. Über einen sehr ausgeprägten Branchenfokus (Finanzdienstleister) verfügt das IT-Dienstleistungsunternehmen GFT. Der Produktanteil am Umsatz ist gering. Seven Principles ist als IT-Beratungshaus auf die gleichen Branchen wie SHS VIVEON ausgerichtet – Telekommunikation und Finanzen, jedoch nicht im gleichen Thema. Die SNP AG hat als führender Anbieter von Software und Software-related-Services für Business Landscape Optimization im SAP-Umfeld in den letzten Jahren den Umsatzanteil eigener Softwarelösungen erheblich ausgebaut, was sich in den Margen niederschlägt. Bei All for One und itelligence handelt es sich um etablierte SAP-Beratungshäuser, die auch im Bereich Hosting aktiv sind. Gemäß der Peer-Group-Analyse erhalten wir für SHS VIVEON einen fairen Wert von € 15,86 pro Aktie.

Tabelle 1: Peer Group Bewertung

	MCap (in € Mio.)	EV/Umsatz (2011e)	EV/EBITDA (2011e)	EV/EBIT (2011e)	KGV (2011e)
Syskoplan	45,60	0,52	5,73	7,54	18,82
adesso	28,86	0,24	3,30	4,68	9,60
Seven Principles	19,48	0,24	4,52	6,14	9,22
GFT	105,83	0,34	6,65	7,26	15,54
All for One	29,47	0,27	3,24	6,50	11,12
itelligence	146,63	0,45	4,80	7,97	15,40
SNP	96,08	3,31	11,97	13,26	20,42
Mittelwert	67,42	0,77	5,74	7,62	14,30
SHS Viveon	8,67	0,32	3,94	5,12	6,99
Abschlag/Aufschlag		-58%	-31%	-33%	-51%
Fairer Wert		21,16	13,95	14,19	17,73
Fairer Wert (gesamt)					15,86

Stand 18.11.2010; Quelle: Vara Research GmbH / FACTSET

### EV/EBITDA und EV/EBIT stärker gewichtet

Bedingt durch den verzerrenden Effekt der SNP bei der Kennzahl „EV/Umsatz“ und Verzerrungen beim „KGV“ durch stark unterschiedliche Steuerraten in 2011, haben wir diese beiden Kennzahlen bei der Ermittlung des Fairen Wertes nur halb so stark gewichtet wie „EV/EBITDA“ und „EV/EBIT“.

**SHS VIVEON:  
Margenniveau in 2011  
noch nicht voll entfaltet**

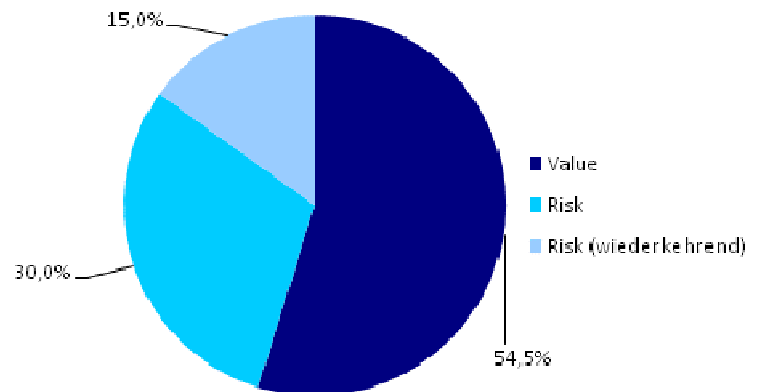
Der Vergleich der 2011er Margen zeigt, dass SHS VIVEON im kommenden Jahr bereits höhere Margen ausweist, als die meisten anderen Unternehmen in der Peer-Gruppe. Bemerkenswert ist dies insbesondere, da die geplanten Neueinstellungen das Margenniveau 2011 noch belasten. Mittelfristig trauen wir der Gesellschaft ein zweistelliges EBITDA-Margenniveau zu.

Tabelle 2: Peer Group Analyse, Kennzahlen

	EBITDA-Marge (2011e)	EBIT-Marge (2011e)	Netto-Marge (2011e)	EK-Quote (2010e)	ROE (2010e)
Syskoplan	9,0%	6,8%	4,1%	58,3%	5,8%
adesso	7,3%	5,1%	3,5%	49,8%	8,6%
Seven Principles	5,4%	4,0%	2,8%	51,7%	10,8%
GFT	5,1%	4,7%	3,6%	56,7%	10,6%
All for One	8,4%	4,2%	3,1%	53,5%	6,3%
itelligence	9,4%	5,7%	3,5%	39,6%	13,9%
SNP	27,7%	25,0%	17,4%	70,6%	31,6%
Mittelwert	10,3%	7,9%	5,4%	54,3%	12,5%
SHS Viveon	8,2%	6,3%	5,1%	40,4%	41,4%

Stand 18.11.2010; Quelle: Vara Research GmbH / FACTSET

Graphik 1: Umsatzanteile nach Geschäftsbereichen (2010e)



Quelle: SHS VIVEON AG

Die beiden Geschäftsbereiche der SHS VIVEON sind Risk und Value. Während im Bereich Value ausschließlich Consulting-Dienstleistungen angeboten werden, können im Bereich Risk, neben Dienstleistungen auch Softwarelösungen angeboten werden. Der Anteil wiederkehrender Umsätze (u.a. Einnahmen für Softwarewartung) liegt derzeit bei rund 15%.



# SWOT-Analyse

## Stärken

- Erfolgreiche operative und finanzielle Restrukturierung durch den neuen Vorstand. Die Anpassung der Kostenstrukturen bringt allein 2010 etwa € 1 Mio. an Einsparungen
- Klare Konzernstruktur und saubere Bilanz mit geringem Verschuldungsgrad
- Positioniert in einer zukunftssträchtigen Nische
- Treue Aktionäre („smart money“), Management ist am Unternehmen beteiligt
- Namhafte Referenzkunden (mit zahlreichen Fortune 500-Unternehmen), langfristige Kundenbeziehungen, hohe Kundenbindung
- Das Unternehmen verfügte immer über ein gesundes Kerngeschäft
- Alleinstellung durch die Kombination von Value und Risk im Customer Management
- SHS VIVEON besitzt eigene, im Markt etablierte Softwarelösungen
- „One Company“-Ansatz dürfte zu einer höheren Effizienz im Zusammenspiel der Unternehmenseinheiten führen

## Chancen

- Steigende IT-Budgets; nach vollzogener Anpassung der Kostenstrukturen kann SHS VIVEON in 2011 die Zeichen wieder auf Wachstum stellen
- Vertriebskooperation (Software) als Werttreiber
- Skalierung durch Wachstum im Produktgeschäft
- Neu eingestellte, erfahrene Senior Consultants bringen Kunden mit
- Verbesserte Finanzsituation erleichtert Neukundenakquise
- Anteil wiederkehrender Erlöse soll von 15% auf 25% (2012) anwachsen
- Dividende für 2012 in Aussicht gestellt
- Unterbewertung kann durch verbesserte Kapitalmarktkommunikation beseitigt werden
- Erschließung weiterer Branchen (z.B. eCommerce)
- Softwarelösung könnte für Auskunfteien interessant sein

## Schwächen

- Preisdruck durch intensiven Wettbewerb und Auskunfteien
- Unternehmensgröße noch nicht optimal, um Skalierungseffekte voll zu nutzen
- Investorenvertrauen in Strategie und Geschäftsmodell muss zurückkehren, um die Unterbewertung zu beenden
- Geringe Marktkapitalisierung und geringe Handelsliquidität
- Beratungsgeschäft ist kaum skalierbar
- Noch rückläufige Umsätze in 2010 (jedoch deutlich verbesserte Profitabilität)
- Referenzkunden kommen schwerpunktmäßig aus den Bereichen Finanzdienstleistungen und Telekommunikation (Klumpenrisiken)
- Noch kein Track Record, basierend auf der neuen operativen Struktur
- Geschäftsmodell ist nicht leicht zu verstehen

## Risiken

- Starker Personalabbau könnte einen Verlust von Kunden zur Folge haben (Abwerbung durch ehemalige Mitarbeiter)
- Auskunfteien könnten in die Marktnische von SHS VIVEON drängen und eigene Software anbieten
- Einige der Wettbewerber sind größere Konzerne oder Töchter von finanzstarken Großkonzernen
- Verlust wichtiger Mitarbeiter
- Geringe Unternehmensgröße könnte Neukundenakquise erschweren
- Ein Darlehen an eine ehemalige Tochter (Buchwert: € 0,175 Mio.; Nominalwert: € 1,15 Mio.) könnte weiteren Abschreibungsbedarf nach sich ziehen.



## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	25,992	25,338	21,537	24,229	26,894
Veränd. fert./unfert. Erzeugnisse	0,315	-0,335	-0,462	-0,519	-0,576
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,476	0,645	0,770	0,866	0,962
Gesamtleistung	27,783	25,647	21,846	24,577	27,280
Materialaufwand	-2,541	-2,475	-1,652	-1,801	-1,837
Rohergebnis	25,242	23,172	20,193	22,776	25,443
Personalaufwand	-17,406	-16,830	-13,848	-15,580	-17,293
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-6,593	-5,455	-4,631	-5,209	-5,782
EBITDA	1,243	0,887	1,714	1,987	2,367
Abschreibungen/Amortisation	-4,230	-0,470	-0,420	-0,458	-0,509
EBIT	-2,987	0,416	1,294	1,529	1,858
Finanzergebnis	-0,212	-0,523	-0,340	-0,099	-0,095
A.o. Ergebnis vor Steuern	-11,623	-2,460	0,021	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	-14,822	-2,567	0,975	1,430	1,764
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,196	-0,044	-0,013	-0,190	-0,411
Anteile Fremder	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	-15,018	-2,611	0,963	1,240	1,353
Bereinigungen	11,623	2,060	-0,021	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	-3,395	-0,551	0,942	1,240	1,353
Gewichtete Anzahl Aktien	0,37	0,79	0,95	1,00	1,00
EPS	-40,07	-3,29	1,02	1,24	1,35
EPS bereinigt	-9,06	-0,69	0,99	1,24	1,35
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,517	-2,771	2,489	1,273	1,441
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,215	-0,347	-0,238	-0,468	-0,349
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,065	3,438	-1,951	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	0,374	0,325	0,300	0,805	1,092
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,621	1,947	2,247	3,052	4,144

## Bilanz

(in € Mio.)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	5,083	2,376	2,195	2,204	2,045
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,029	1,780	1,610	1,440	1,270
Sachanlagen	0,424	0,404	0,392	0,571	0,582
Finanzanlagen	2,630	0,193	0,193	0,193	0,193
Umlaufvermögen	6,789	7,568	6,487	7,823	9,440
Vorräte	0,882	0,542	0,409	0,460	0,511
Forderungen aus LuL	3,992	4,283	3,231	3,635	4,034
Sonstige Forderungen	0,293	0,797	0,601	0,676	0,750
Kasse und Wertpapiere	1,621	1,947	2,247	3,052	4,144
Sonstiges Aktiva	0,113	0,067	0,067	0,067	0,067
Summe Aktiva	11,985	10,012	8,749	10,094	11,551
Eigenkapital	0,272	1,019	3,530	4,770	6,123
Rücklagen	0,272	1,019	3,530	4,770	6,123
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	3,055	1,901	1,901	1,901	1,901
Verbindlichkeiten	6,118	5,129	1,354	1,459	1,564
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,019	4,011	0,511	0,511	0,511
Verbindlichkeiten aus LuL	0,780	0,605	0,457	0,514	0,570
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichk.	1,320	0,512	0,386	0,435	0,483
Sonstige Passiva	2,540	1,964	1,964	1,964	1,964
Summe Passiva	11,985	10,012	8,749	10,094	11,551

\* Eine 2010 begebene Unternehmensanleihe i.H.v. 900T€ ist unter sonstige Verbindlichkeiten erfasst

## Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,50	0,27	0,36	0,32	0,29
EV/EBITDA	10,37	7,70	4,57	3,94	3,31
EV/EBIT	n.m.	16,39	6,05	5,12	4,22
P/E berichtet	n.m.	n.m.	8,54	6,99	6,41
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	8,73	6,99	6,41
PCPS	n.m.	n.m.	5,95	5,11	4,66
Preis/Buchwert	106,52	0,00	2,33	1,82	1,42
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Bruttomarge	97,1%	91,5%	93,8%	94,0%	94,6%
EBITDA-Marge	4,8%	3,5%	8,0%	8,2%	8,8%
EBIT-Marge	-11,5%	1,6%	6,0%	6,3%	6,9%
Vorsteuermarge	-12,3%	-0,4%	4,4%	5,9%	6,6%
Nettomarge	-13,1%	-2,2%	4,4%	5,1%	5,0%
ROE	-2497,8%	-85,3%	41,4%	29,9%	24,8%
ROCE	-50,1%	12,9%	24,3%	25,3%	28,7%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	106,5	111,9	113,7	113,0	112,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	-13,9	-2,4	5,0	5,8	5,6
Anzahl Mitarbeiter	244	227	190	215	240
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	2,3%	10,2%	40,4%	47,3%	53,0%
Gearing	881,9%	202,6%	-23,7%	-34,4%	-44,6%
Dividendenrendite (Stammaktien)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%
<b>Cash-Flow Kennzahlen</b>					
Cash-Flow pro Aktie	-27,20	-0,91	1,46	1,70	1,86
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,00	0,00	1,21	1,23	1,51
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	16,3%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%
Capex/Umsatz	0,9%	0,9%	1,1%	1,9%	1,3%
Working Capital/Umsatz	11,8%	17,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Steuerquote	-1,3%	-1,7%	1,3%	13,3%	23,3%

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH**  
**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Grossjohann, Analyst,**  
**und Dragan Lukjanovic, Analyst der Vara Research GmbH**

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
-			

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:**  
**(22.11.2010)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**  
**(Schlusskurse vom 18.11.2010)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

**Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen**

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.**
- **betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,**
- **waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.