



## Researchstudie (Anno)

**SHS VIVEON AG**

**Forcierung des Produktgeschäfts trägt Früchte -  
Erstmalige Dividendenausschüttung angekündigt -  
Kursziel deutlich angehoben**

**Kursziel: 27,92 €**

**Rating: Kaufen**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite IV

---

**Kaufen**

**Kursziel: 27,92**

aktueller Kurs: 14,17  
23.4.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,000

Marketcap<sup>3</sup>: 14,17  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 12,74  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 60,0 %

Transparenzlevel:  
m:access

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG

**Analysten:**

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**SHS VIVEON AG <sup>\*5,7</sup>**

**Unternehmensprofil**

Branche: Software

Fokus: Business- und IT-Beratung für  
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 195 Stand: 31.12.2011

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi, Dr. Michael Sauter,  
Dr. Jörg Seelmann-Eggebert



Die SHS VIVEON AG ist ein international agierender Business- und IT-Lösungsanbieter im Bereich Customer Management. Zusammen mit dem Software-Tochterunternehmen GUARDEAN GmbH, einem Anbieter für Software Produkten für effizientes Customer Risk Management, bieten das Unternehmen marktführende Expertise in den Bereichen Customer Value und Customer Risk Management. Weitere Kernkompetenzen sind: Customer Analytics sowie Business Intelligence und Data Warehouse. GUARDEAN Software integriert, vereinfacht und beschleunigt alle risikorelevanten Customer Management Prozesse wie Informationsbeschaffung, Antragsmanagement, Kundenbewertung, Debitorenüberwachung bis hin zum Forderungsmanagement. Mit mehr als 200 Kunden in 15 Ländern gehört SHS VIVEON zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. Die Unternehmensgruppe ist mit drei Tochtergesellschaften an acht Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH, SHS VIVEON GmbH und SHS VIVEON Schweiz AG (CH).

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	21,45	23,09	27,50	32,00
EBITDA	1,81	1,91	2,30	3,04
EBIT	1,36	1,42	1,80	2,59
Jahresüberschuss	0,93	1,23	1,36	1,76

Kennzahlen in EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Gewinn je Aktie	0,93	1,23	1,36	1,76
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,30	0,40

Kennzahlen	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
EV/Umsatz	0,62	0,55	0,46	0,40
EV/EBITDA	7,34	6,67	5,54	4,19
EV/EBIT	9,76	8,95	7,08	4,92
KGV	15,24	11,49	10,43	8,06
KBV		3,13		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
10.05.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht  
23.05.2012: Hauptversammlung  
09.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht  
08.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
23.2.2012: RS / 18,20 / KAUFEN  
14.2.2012: RG / 18,20 / KAUFEN  
5.9.2011: RG / 18,20 / KAUFEN  
17.8.2011: RS / 18,20 / KAUFEN  
11.5.2011: RS / 18,20 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Konsolidierungskreis.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

## Markt und Marktumfeld

Konjunktorentwicklung.....	2
Prognosen.....	2

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle Situation.....	7
SWOT-Analyse.....	8
Akquisition der SHS VIVEON GmbH.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	13
Fazit .....	14

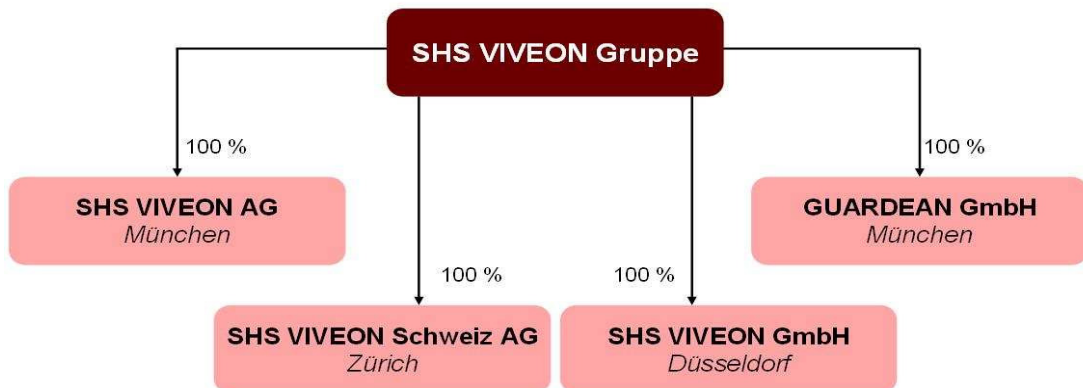
## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen

### Konsolidierungskreis

Der Konsolidierungskreis der SHS VIVEON AG umfasst neben der SHS VIVEON AG die SHS VIVEON Schweiz AG sowie das Produkthaus GUARDEAN GmbH. Zudem wurde zum 1. April 2012 die SHS VIVEON GmbH übernommen. Die Organisationsstruktur der Gesellschaft ist dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen.

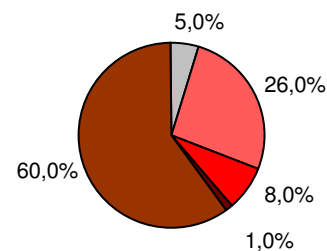


Quelle: GBC, SHS VIVEON

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2011
Aufsichtsrat	26,00 %
Vorstand	5,00 %
Management	8,00 %
Eigene Anteile	1,00 %
Streubesitz	60,00 %

**Aktionärsstruktur (in %)**



Quelle: GBC, SHS VIVEON

## Markt und Marktumfeld

### Konjunktorentwicklung - IT-Branche gut durch die Krise gekommen

Die deutsche Wirtschaft zeigte sich im abgelaufenen Kalenderjahr 2011 erneut in einer sehr robusten Verfassung und konnte gemessen am preisbereinigten BIP (Bruttoinlandsprodukt) um +3,0 % gegenüber dem Vorjahr zulegen. Dies ist der zweite signifikante Anstieg in Folge und verdeutlicht somit die gute konjunkturelle Entwicklung. Die wichtigsten Impulse für diese Entwicklung kamen vor allem aus dem Inland, insbesondere aus dem Konsumbereich. Parallel hierzu bewirkten Aufholeffekte einen Anstieg der Investitionsbereitschaft im Ausrüstungsbereich (darunter Maschinen und Geräte, Fahrzeuge und Bauten).

Angesichts der Kapitalmarkturbulenzen als Folge der Staatsschuldenkrisen wird auch eine Abschwächung des deutschen Wirtschaftswachstums erwartet. Wirtschaftsforschungsinstitute, Wirtschaftsverbände und die Bundesregierung erwarten in ihren revidierten Prognosen für das Jahr 2012 einen BIP-Anstieg in einer Bandbreite zwischen +0,4 % und +1,3 %.

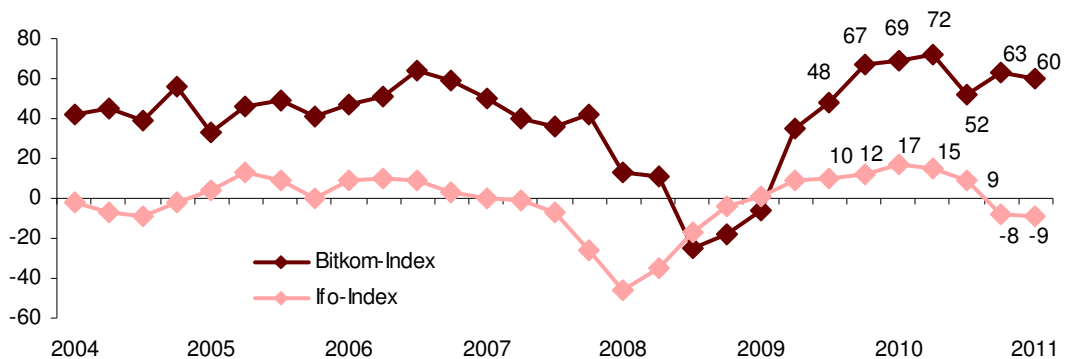
### Prognosen - Wachstum in den Segmenten IT-Services und Software erwartet

Vor diesem Hintergrund ist in 2011 das Wachstum des deutschen ITK-Marktes verhältnismäßig schwach ausgefallen. Gemäß Branchenverband BITKOM wurden im abgelaufenen Kalenderjahr im ITK-Markt rund 148,6 Mrd. € umgesetzt, was gegenüber dem Vorjahr einem Plus von 0,5 % gleichkommt. In der Aufteilung nach Teilbereichen wird jedoch eine heterogene Entwicklung ersichtlich. Demnach konnten die für die SHS VIVEON AG relevanten Teilmärkte IT-Services (+3,2 %) und Software (+5,1 %) überdurchschnittlich stark wachsen. Hauptsächlich für das schwache Wachstum des Gesamtmarktes zeigten sich der Telekommunikationsbereich (-0,7 %) sowie der Bereich Consumer Electronics (-6,3 %) verantwortlich.

Insgesamt wird die aktuelle Branchenstimmung als positiv eingestuft. Bei einem erwarteten Umsatzniveau der ITK-Branche von 151,0 Mrd. € beläuft sich das prognostizierte Branchenwachstum für 2012 auf +1,6 %. Auch im laufenden Kalenderjahr dürften gemäß Erwartungen die Teilsegmente IT-Services (+3,0 %) und Software (+4,4 %) überdurchschnittlich stark zum Branchenwachstum beisteuern.

In dieses Bild reihen sich die Umsatzerwartungen der Branchenunternehmen (dargestellt durch den BITKOM-Index), welche zum vierten Quartal 2011 bei 60 Punkten und damit auf einem weiterhin hohen Niveau liegen. Im Vergleich hierzu liegt der Saldo der gesamtwirtschaftlichen Geschäftserwartungen (dargestellt durch den Ifo-Index) mit -9 Punkten deutlich darunter:

**Bitkom vs. Ifo-Konjunkturtest**



Quelle: BITKOM; GBC AG

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>25,338</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,447</b>	<b>100,68%</b>	<b>23,086</b>	<b>100,00%</b>	<b>27,500</b>	<b>100,00%</b>	<b>32,000</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderungen	-0,335	-1,34%	-0,144	-0,68%	0,135	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,645	2,58%	0,685	3,21%	0,189	2,08%	0,300	1,09%	0,500	1,56%
Materialaufwand	-2,475	-9,90%	-1,670	-7,84%	-2,068	-6,00%	-1,700	-6,18%	-2,560	-8,00%
<b>Rohhertrag</b>	<b>23,172</b>	<b>92,68%</b>	<b>20,317</b>	<b>95,37%</b>	<b>21,342</b>	<b>96,08%</b>	<b>26,100</b>	<b>94,91%</b>	<b>29,940</b>	<b>93,56%</b>
Personalaufwand	-16,830	-67,32%	-13,877	-65,14%	-14,342	-66,46%	-18,100	-65,82%	-20,800	-65,00%
Abschreibungen	-0,470	-1,88%	-0,451	-2,11%	-0,487	-1,96%	-0,500	-1,82%	-0,450	-1,41%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-5,455	-21,82%	-4,631	-21,74%	-5,090	-21,46%	-5,700	-20,73%	-6,100	-19,06%
<b>EBIT</b>	<b>0,416</b>	<b>1,66%</b>	<b>1,359</b>	<b>6,38%</b>	<b>1,424</b>	<b>6,21%</b>	<b>1,800</b>	<b>6,55%</b>	<b>2,590</b>	<b>8,09%</b>
Erträge aus Beteiligungen	0,010	0,04%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Erträge aus WP und Ausleihungen	0,114	0,46%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinserträge	0,009	0,04%	0,000	0,00%	0,010	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinsaufwendungen	-0,656	-2,62%	-0,353	-1,66%	-0,098	-0,33%	-0,080	-0,29%	-0,080	-0,25%
<b>EBT</b>	<b>-0,107</b>	<b>-0,43%</b>	<b>1,005</b>	<b>4,72%</b>	<b>1,336</b>	<b>5,88%</b>	<b>1,720</b>	<b>6,25%</b>	<b>2,510</b>	<b>7,84%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-2,460	-9,84%	-0,073	-0,34%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ertragssteuern	-0,024	-0,09%	0,003	0,01%	-0,087	-0,88%	-0,361	-1,31%	-0,753	-2,35%
Sonstige Steuern	-0,020	-0,08%	-0,018	-0,08%	-0,016	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-2,611</b>	<b>-10,44%</b>	<b>0,917</b>	<b>4,30%</b>	<b>1,233</b>	<b>4,99%</b>	<b>1,359</b>	<b>4,94%</b>	<b>1,757</b>	<b>5,49%</b>

## Geschäftsentwicklung 2011

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	21,45	+ 7,6 %	23,09
EBITDA	1,81	+ 5,6 %	1,91
EBITDA-Marge	8,4 %	-0,1 Pp.	8,3 %
EBIT	1,36	+ 4,8 %	1,42
EBIT-Marge	6,3 %	-0,1 Pp.	6,2 %
Jahresüberschuss	0,92	+ 34,5 %	1,23
EPS in €	0,92		1,25

Quelle: SHS VIVEON; GBC

### Umsatzentwicklung - Solides Wachstum in beiden Bereichen

Die SHS VIVEON AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2011 zurückblicken. Auf der einen Seite konnten sowohl beim Umsatz als auch beim operativen Ergebnis weitere Steigerungen erzielt werden und auf der anderen Seite wurden Maßnahmen eingeleitet, welche nach unserer Einschätzung das Fundament für ein nachhaltiges Wachstum in den kommenden Jahren gelegt haben. Hier sind unter anderem die Verstärkung der Vertriebsmannschaft sowie der Aufbau des indirekten Vertriebskanals zu nennen. Diesen beiden Themen wird im Rahmen der definierten Wachstumsstrategie eine hohe Priorität eingeräumt und soll entsprechend in Zukunft sukzessive fortentwickelt werden. Zudem konnten auch auf der finanziellen Ebene weitere Fortschritte erreicht werden, die es der Gesellschaft erlauben, erstmalig in der Unternehmensgeschichte eine Dividende an die Aktionäre auszuschütten.

Die Konzernumsätze erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 um 7,6 % auf 23,09 Mio. € (VJ: 21,45 Mio. €). Dabei lag der Umsatz des Bereichs „**IT-Consulting**“ bei 18,50 Mio. € (VJ: 17,17 Mio. €), während sich der Umsatz im Bereich „**Software**“ auf 4,59 Mio. € (VJ: 4,28 Mio. €) belief.

Die Auslastungsquote im **Consulting-Geschäft** sollte nach unserer Ansicht in 2011 mit rund 70 % auf einem guten Niveau gelegen haben. Bei den Tagessätzen im Rahmen der Kundenprojekte sollte eine stabile bis leicht erhöhte Entwicklung zu beobachten gewesen sein. Gleichzeitig wurden in 2011 im Vergleich zu 2010 verstärkt freie Mitarbeiter zu den Projekten hinzugezogen. Wichtige Kunden im Consulting-Bereich kommen aus den Branchen Telekommunikation und Finanzdienstleistungen.

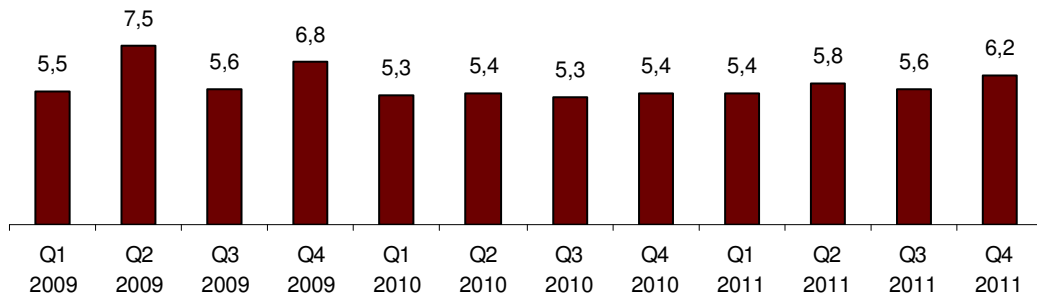
Die Umsätze im **Software-Segment** setzen sich zusammen aus Lizenzverkäufen und Wartungserlösen für die Produkte **DebiTex** und **RiskSuite**. Darüberhinaus bietet die Tochtergesellschaft GUARDEAN das Hosting im eigenen Rechenzentrum an. Dabei sollten die Lizenzerlöse in 2011 bei rund 8 % der Gesamtumsätze (~ 1,8 Mio. €) und die Wartungserlöse bei rund 12,5 % (~ 2,8 Mio. €) gelegen haben.

Die **Lizenzverkäufe** sollten bei Neukunden aber auch bei Bestandskunden stattgefunden haben. So profitierte der Bereich Software vom konzernweiten Roll-Out beim Mineralölunternehmen Shell. Hier wurde die Lösung DebiTex in insgesamt 24 Ländern in Europa und Asien implementiert. Die erfolgreichen Roll-Outs bei BMW, BP und Shell waren unter anderem mit für den deutlichen Anstieg des **Auslandsanteils** an den Konzernumsätzen von 14 % in 2010 auf 26 % in 2011 verantwortlich. Der noch im Aufbau befindliche indirekte Vertriebskanal sollte nach unserer Einschätzung lediglich einen geringen Teil zu den Lizenzverkäufen beigesteuert haben.

Eine große Nähe zum Software-Segment weisen auch die „**Software-related-Services**“ auf, also die Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit der Implementierung kundenspezifischer Lösungen, vornehmlich der Produkte **DebiTex** und **RiskSuite**. Die Umsätze betragen hier in 2011 rund 6,7 Mio. €.

Ein Blick auf die Quartalsbetrachtung zeigt, dass die Quartalsumsätze in 2011 jeweils über dem entsprechenden Vorjahresniveau lagen. Zudem konnte im traditionell starkem Schlussquartal wieder ein Umsatz von mehr als 6 Mio. € erzielt werden, was sich auch durch den Lizenzabschlüsse einiger Aufträge im Software-Bereich erklärt.

**Umsatzentwicklung nach Quartalen (in Mio. €)**



Quelle: SHS VIVEON; GBC

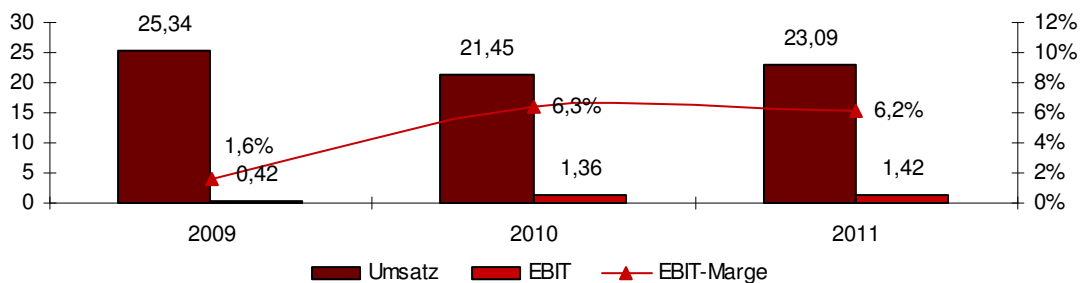
**Ergebnisentwicklung - Investitionen in Vertrieb und Personal belasten EBIT-Marge kurzfristig**

Die **Rohertagsmarge** entwickelte sich im Geschäftsjahr 2011 mit 91,91 % (VJ: 95,37 %) rückläufig. Dies ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Erträge um rund 0,4 Mio. € auf 0,19 Mio. €. In 2011 wurden weniger Rückstellungen als im Vorjahr aufgelöst. Zweitens erhöhte sich der Materialaufwand, da verstärkt freie Mitarbeiter zu Kundenprojekten hinzugezogen wurden.

Die Personalaufwendungen stiegen in 2011 unterproportional auf 14,34 Mio. € (VJ: 13,88 Mio. €) an. Im Jahresdurchschnitt erhöhte sich die Mitarbeiteranzahl um 15 auf 195. Die Einstellungen erfolgten hierbei vor allem in den Bereichen Vertrieb und Beratung. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen mit -5,09 Mio. € um rund 10 % höher aus als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Hierfür verantwortlich waren unter anderem Kosten zur Personalgewinnung, die im ersten Halbjahr anfielen und mit 0,22 Mio. € zu Buche schlugen.

Die Abschreibungen beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 auf 0,49 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €). Hierin enthalten ist eine Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert von 0,17 Mio. €. Da SHS VIVEON nach HGB bilanziert, muss der Geschäfts- und Firmenwert für die Tochtergesellschaft GUARDEAN ratierlich abgeschrieben werden

**Umsatz und Ergebnisprognose (in Mio. €)**



Quelle: SHS VIVEON; GBC

Die niedrigere Rohertagsmarge in Verbindung mit höheren Personalbeschaffungskosten hatte zur Folge, dass sich die **EBIT-Marge** in 2011 geringfügig auf 6,2 % nach 6,3 % im Vorjahr reduzierte.



Das Finanzergebnis erfuhr infolge der verbesserten Bilanzrelationen eine merkliche Steigerung. Das Finanzergebnis erhöhte sich folglich auf -0,09 Mio. € in 2011 nach -0,35 Mio. € im Vorjahr. Dank der noch vorhandenen Verlustvorträge lag die Steuerquote mit rund 8 % auf einem sehr moderaten Niveau.

Unter Berücksichtigung der über die Börse zurückgekauften eigenen Aktien ermittelt sich für das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 ein Gewinn je Aktie in Höhe von 1,25 €. Damit liegt das KGV bei lediglich rund 11.

Die inzwischen soliden Bilanzstrukturen in Verbindung mit dem positiven freien Cash Flow sind die Grundlage für die Aufnahme einer nachhaltigen Dividendenpolitik. Dies hatte der Vorstand bereits für die kommende Hauptversammlung im Mai 2012 angekündigt. Die Dividende liegt bei 0,20 € und ist auf Ebene der Aktionäre steuerfrei.

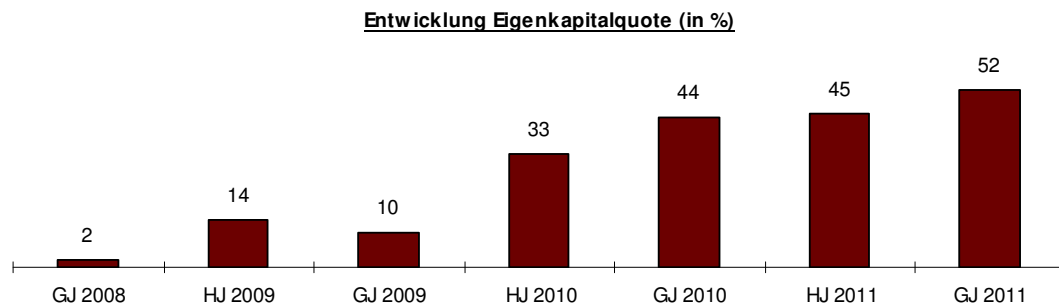
## Bilanzielle Situation - Verbesserungen auf allen Ebenen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	1,02	3,46	4,53
<i>EK-Quote</i>	10,2 %	44,0 %	51,9 %
Nettoverschuldung	2,06	-0,89	-1,43
Operatives Anlagevermögen	2,18	1,98	2,09
Net Working Capital	0,71	0,59	1,01

Quelle: SHS VIVEON; GBC

Auf bilanzieller und finanzieller Seite konnte die SHS VIVEON auf allen Ebenen Verbesserungen erzielen. So konnte einerseits die Eigenkapitalquote weiter erhöht werden und andererseits die positive Nettoliquidität weiter gesteigert werden.

Der bilanzielle Gesundungsprozess lässt sich eindrucksvoll an der Entwicklung der Eigenkapitalquote seit 2008 belegen. Diese konnte von 2 % Ende 2008 auf nunmehr solide 52 % ausgebaut werden.



Quelle: SHS VIVEON; GBC

Dank eines freien Cash Flows in Höhe von 0,70 Mio. € konnte die positive Nettoliquidität auf 1,43 Mio. € zum 31.12.2012 erhöht werden. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen fielen in 2011 mit 0,49 Mio. € höher als im Vorjahr aus. Die Investitionen kamen im Wesentlichen der Modernisierung des eigenen Rechenzentrums zu Gute.

Außerdem wurde das Gesellschafterdarlehen um mehr als 0,5 Mio. € zurückgeführt. Damit belief sich das verbliebene Gesellschafterdarlehen zum 31.12.2011 nur noch auf 0,37 Mio. €. Ansonsten ist die SHS VIVEON AG annähernd frei von jeglichen zinsbaren Verbindlichkeiten.

Des Weiteren hat die Gesellschaft rund 0,14 Mio. € für den Erwerb eigener Aktien aufgewendet. Insgesamt kaufte SHS VIVEON bis Ende 2011 14.360 eigene Aktien zu einem Durchschnittspreis von rund 10 € über die Börse zurück. Die eigenen Aktien sind teilweise für den Erwerb der SHS VIVEON GmbH vorgesehen.

## SWOT - ANALYSE

### Stärken

- Schlanke Kostenstruktur nach den erfolgreich durchgeführten Einsparmaßnahmen
- Solide Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 52 % und einer positiven Nettoliquidität
- Hohe Skalierbarkeit im Produktgeschäft
- Breit diversifizierte Kundenbasis und gute Marktstellung in den Branchen Telekommunikation, Finanzdienstleistungen sowie Industrie und Handel
- Bewährtes Geschäftsmodell mit nachhaltiger Profitabilität
- Hohe Auslastungsquote im Beratungsgeschäft
- Flächendeckende Präsenz im DACH-Markt
- In der Zwischenzeit enge Verzahnung zwischen Beratungsgeschäft und Produktbereich
- Wenig kapitalintensives Geschäftsmodell und niedriger Investitionsbedarf
- Aufnahme einer Dividendenausschüttung; Dividende wird auch in den kommenden Jahren steuerfrei sein

### Schwächen

- Produktgeschäft hat noch nicht die kritische Größe erreicht
- Partnergeschäft im Produktgeschäft noch zu wenig ausgeprägt
- Hohe Abhängigkeit von einigen Großkunden im Consulting-Bereich

### Chancen

- Steigerung der Umsätze aus wiederkehrenden Erlösen
- Zusätzliche Umsätze aus dem Ausbau des Partnergeschäfts im Produktbereich
- Fokussierung des Produktgeschäfts ermöglicht weitere Skalierung des Geschäftskonzeptes und Optimierung der Margensituation
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds

### Risiken

- Wegfall von Großkunden
- Konjunkturelle Abschwächung kann sich negativ auf die IT-Budgets auswirken

## Akquisition der SHS VIVEON GmbH

Mit Wirkung zum 2. April 2012 hat die SHS VIVEON AG ihre Technologie-Kompetenz durch den vollständigen Erwerb der **SHS VIVEON GmbH** deutlich ausgebaut. Die erstmalige Konsolidierung erfolgt zum 2. April. 2012.

Die SHS VIVEON GmbH hat ihren Sitz in Düsseldorf und beschäftigt dort derzeit mehr als 40 Mitarbeiter. Der Kundenfokus ist dabei auf die Branchen Telekommunikation und Logistik gerichtet. Durch die Übernahme der SHS VIVEON GmbH wird die Technologie-Kompetenz rund um das Kerngeschäft im Customer Management verstärkt.

Die SHS VIVEON GmbH wird in Zukunft als integrierter Geschäftsbereich mit dem Themenschwerpunkt IT Solutions & Innovations im Konzern geführt. Im laufenden Geschäftsjahr 2012 erwarten wir bereits einen Umsatzbeitrag des neuen Segments von rund 4 Mio. €. Gleichzeitig sollte der neue Bereich in 2012 ein leicht positives Ergebnis erzielen, welches sich in den Folgejahren weiter erhöhen sollte.

Der zu leistende Kaufpreis errechnet sich dabei in Abhängigkeit von den operativen Ergebnissen für den Zeitraum 2012 bis 2016 und wird anteilig in einer Bar- und in einer Aktienkomponente beglichen. Der Cash-Abfluss sollte nach unserer Ansicht überschaubar sein und durch die Ergebnisse der SHS VIVEON GmbH sowie die Ausgabe von eigenen Aktien zu finanzieren sein.

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012 (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2013e
Umsatzerlöse	27,50	27,00	32,00
EBITDA (Marge)	2,30 (8,4 %)	2,21 (8,2 %)	3,04 (9,5 %)
EBIT (Marge)	1,80 (6,6 %)	1,79 (6,6 %)	2,59 (8,1 %)
Jahresüberschuss	1,38	1,27	1,76
EPS	1,38	1,27	1,76

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen - Weiterer Anstieg der Produktumsätze erwartet

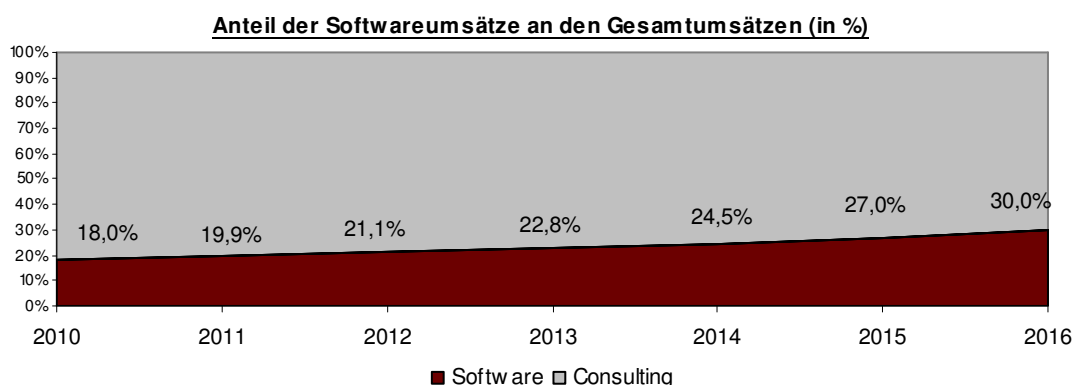
Wir sind zuversichtlich, dass sich der eingeschlagene Wachstumskurs im laufenden Geschäftsjahr 2012 fortsetzen wird. Für die beiden Jahre 2012 und 2013 rechnen wir mit einer **deutlichen Wachstumsrate** von 19,1 % respektive 16,4 %. Damit haben wir unsere bisherigen Prognosen angehoben (siehe obige Tabelle).

Mittelfristig hat der Vorstand ein Umsatzziel von 50 Mio. € in Aussicht gestellt. Im Rahmen unserer Prognosen folgen wir hier einer konservativeren Betrachtungsweise und sehen die Konzernumsätze bis 2015 auf knapp 40 Mio. € ansteigen. Mögliches anorganisches Wachstum haben wir in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt.

Als wesentliche Wachstumstreiber erachten wir die Intensivierung der eigenen Vertriebsaktivitäten sowie den Ausbau des nationalen und internationalen Partnergeschäfts. Als mögliche Partner kommen hier OEM-Hersteller (ERP, E-Commerce) und Systemintegratoren in Betracht. Diese beiden Maßnahmen sollten ein überproportionales Wachstum des Produktgeschäfts bewirken. Die hohe Skalierbarkeit der Lösungen sollte mit einer stetigen Erhöhung der wiederkehrenden Erlöse einhergehen.

Zudem verfügt die Gesellschaft unter anderem mit BMW, BP und Shell über hervorragende Referenzkunden. Hier konnte bereits in der Vergangenheit über konzernweite Roll-Outs ein substantielles Wachstum bei den Bestandskunden erreicht werden.

In 2011 lag der **Anteil der wiederkehrenden Erlöse** an den Gesamtumsätzen bei rund 12,5 %. In Verbindung mit den Lizenzverkäufen erwarten wir, dass dieser Anteil bis 2016 auf rund 30 % ansteigen wird.



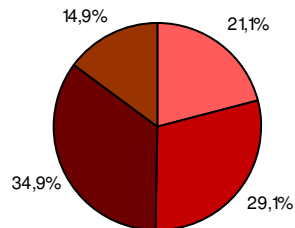
Quelle: GBC

Das stetige Wachstum im Produktgeschäft sollte zudem eine steigende Nachfrage im Bereich der **Software-related-Services** nach sich ziehen.

Einen Wachstumsimpuls wird des Weiteren die Konsolidierung der neu erworbenen SHS VIVEON GmbH mit sich bringen. Wir erwarten durch das Neugeschäft **IT-S** einen zusätzlichen Umsatz von rund 4 Mio. € bei einer positiven EBIT-Marge im unteren einstelligen Bereich. Die Konsolidierung erfolgt hier Anfang April 2012.

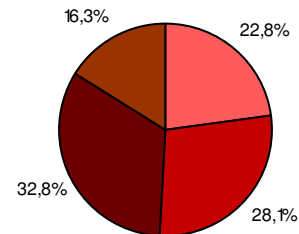
Die nachstehenden Graphiken zeigen die erwartete Umsatzverteilung nach den einzelnen Segmenten für die beiden Geschäftsjahre 2012 sowie 2013.

**Umsatzverteilung nach Segmenten für 2012**



■ Software  
■ Software-related Services  
■ Value Consulting  
■ IT-S Consulting

**Umsatzverteilung nach Segmenten für 2013**



■ Software  
■ Software-related Services  
■ Value Consulting  
■ IT-S Consulting

Quelle: GBC

### Ergebnisprognosen - EBITDA-Marge von 10 % in Reichweite

Die erwarteten steigenden Umsätze in 2012 und 2013 werden aufgrund von Skaleneffekten höhere operative Ergebnisse zur Folge haben. Zudem sollte sich die Basis an Wartungserlösen kontinuierlich erhöhen. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sehen wir in 2012 bei 2,30 Mio. € (bisherige Schätzung: 2,21 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 8,4 % entspricht. Somit haben wir unsere Ergebnisprognose leicht nach oben angepasst. Hierbei gilt des Weiteren zu berücksichtigen, dass der neue Bereich **IT-S** infolge von Anlaufkosten in 2012 noch keinen wesentlichen Ergebnisbeitrag beisteuern wird und folglich die EBITDA-Marge temporär belastet.

Für 2013 gehen wir von einem weiterem Zuwachs beim EBITDA auf dann 3,04 Mio. € aus. Der Anteil des **Produktgeschäfts** sollte sich dann auf knapp 23 % (GJ 2011: 19,9 %) belaufen. Gleichzeitig werden gemäß unseren Annahmen die Umsätze im Bereich **Software-related-Services** einen Anteil von rund 28 % an den Gesamtumsätzen ausmachen. Insofern werden in 2013 rund 15 Mio. € durch Lizenzverkäufe, Wartungsverträge und Beratungsdienstleistungen erlöst, die im Zusammenhang mit dem eigenen Lösungsportfolio von SHS VIVEON stehen.

Die Steuerquote sollte aufgrund der noch vorhandenen Verlustviträge mit 21,0 % letztendlich auf einem geringeren Niveau liegen. In den Folgejahren unterstellen wir eine Konzernsteuerquote von 30,0 %.

Die Kennzahl EV/EBITDA für 2012 und 2013 liegt mit 5,1 bzw. 4,1 auf einem attraktiven Niveau. Auch das erwartete KGV von rund 10 für 2012 und 7,7 für 2013 indiziert eine Unterbewertung der Aktie.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die SHS VIVEON AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 10,00 % (bisher: 4,00 %). Das Management strebt bis 2015 eine CAGR von 20 % an. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 9,68 % (bisher: 8,20 %) angenommen. Bei einer erfolgreichen Entwicklung des Softwaregeschäfts mit einer eingehenden Erhöhung der wiederkehrenden Erlöse könnte sich unsere Annahme als zu konservativ erweisen. Zudem haben wir eine Steuerquote von 30,0 % unterstellt.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %, was dem langfristigen Inflationsniveau entspricht.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SHS VIVEON AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 2,00 % (bisher: 3,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 11,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0 % (bisher: 80,0 %) annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,49 (bisher: 10,02 %).

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 27,92 €.**

**Damit haben wir das bisherige Kursziel von 18,20 € deutlich nach oben korrigiert.**

## SHS VIVEON AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,7%	ewige EBITA - Marge	8,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	27,50	32,00	35,20	38,72	42,59	46,85	51,54	56,69	
<i>US Veränderung</i>	19,1%	16,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	12,50	12,80	13,04	13,28	13,52	13,52	13,52	13,71	
EBITDA	2,30	3,04	3,41	3,76	4,13	4,54	5,00	5,50	
<i>EBITDA-Marge</i>	8,4%	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
EBITA	1,80	2,59	2,93	3,23	3,56	3,93	4,32	4,75	
<i>EBITA-Marge</i>	6,5%	8,1%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Steuern auf EBITA	-0,38	-0,78	-0,88	-0,97	-1,07	-1,18	-1,30	-1,43	
<i>zu EBITA</i>	21,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,42	1,81	2,05	2,26	2,49	2,75	3,03	3,33	
Kapitalrendite	45,9%	50,4%	45,5%	38,5%	39,0%	39,4%	39,4%	39,4%	36,8%
Working Capital (WC)	1,40	2,00	3,17	3,48	3,83	4,22	4,64	5,10	
<i>WC zu Umsatz</i>	5,1%	6,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Investitionen in WC</i>	-0,39	-0,60	-1,17	-0,32	-0,35	-0,38	-0,42	-0,46	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,20	2,50	2,70	2,92	3,15	3,46	3,81	4,13	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,50	-0,45	-0,49	-0,53	-0,57	-0,62	-0,68	-0,74	
<i>AFA zu OAV</i>	22,7%	18,0%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,61	-0,75	-0,69	-0,74	-0,80	-0,93	-1,02	-1,07	
Investiertes Kapital	3,60	4,50	5,87	6,40	6,98	7,68	8,45	9,24	
EBITDA	2,30	3,04	3,41	3,76	4,13	4,54	5,00	5,50	
Steuern auf EBITA	-0,38	-0,78	-0,88	-0,97	-1,07	-1,18	-1,30	-1,43	
Investitionen gesamt	-1,00	-1,75	-2,26	-1,46	-1,15	-1,31	-1,44	-1,53	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,61	-0,75	-0,69	-0,74	-0,80	-0,93	-1,02	-1,07	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,39	-0,60	-1,17	-0,32	-0,35	-0,38	-0,42	-0,46	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-0,40	-0,40	-0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,92	0,51	0,28	1,33	1,91	2,05	2,26	2,54	37,84
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,54	27,71							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6,71	6,90							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	18,83	20,80							
Nettoschulden (Net debt)	-2,06	-2,00							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27,60	29,70							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	27,60	29,70							
Ausstehende Aktien in Mio.	0,986	0,986							
Fairer Wert der Aktie in EUR	27,92	30,06							

Kapitalkostenermittlung :	
<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
<i>Eigenkapitalkosten</i>	10,5%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
<i>Fremdkapitalkosten</i>	8,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
<i>Taxshield</i>	25,0%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
32,8%	29,24	27,36	25,72	24,28	23,01
34,8%	30,57	28,57	26,82	25,29	23,94
36,8%	31,89	29,77	27,92	26,30	24,86
38,8%	33,22	30,98	29,02	27,30	25,78
40,8%	34,55	32,18	30,12	28,31	26,71



## Fazit

Produktgeschäft und neues Geschäftsfeld als Wachstumstreiber; Erstmalige Dividendenausschüttung, Kursziel deutlich angehoben

Die SHS VIVEON AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2011 zurückblicken. So wurden der Umsatz und auch das operative Ergebnis gegenüber den Vorjahr gesteigert. Zudem wurden Maßnahmen eingeleitet, welche die Grundlage für ein nachhaltiges Wachstum in den kommenden Jahren geschaffen haben. Hier sind die Verstärkung der Vertriebsmannschaft sowie den Aufbau des indirekten Vertriebskanals zu nennen. Diesen beiden Themen wird im Rahmen der definierten Wachstumsstrategie eine hohe Priorität beigemessen und soll in Zukunft schrittweise fortentwickelt werden.

Aus bilanzieller und finanzieller Sicht konnte SHS VIVEON auf allen Ebenen Fortschritte erzielen. So konnte sowohl die Eigenkapitalquote als auch die Nettoliquidität weiter verbessert werden. Die soliden Bilanzstrukturen in Verbindung mit dem positiven Cash Flow sind die Voraussetzung für die Aufnahme einer nachhaltigen Dividendenpolitik. Die Dividende soll bei 0,20 € liegen und ist auf Ebene der Aktionäre steuerfrei.

Ein wichtiger strategischer Schritt gelang zudem mit der Übernahme der SHS VIVEON GmbH im April 2012. Die SHS VIVEON GmbH beschäftigt derzeit über 40 Mitarbeiter und wird die Technologie-Kompetenz rund um das Kerngeschäft im Customer Management deutlich verstärken. In 2012 gehen wir bereits von einem Umsatzbeitrag von rund 4 Mio. € sowie einem leicht positiven Ergebnis aus.

Wir erwarten, dass sich der eingeschlagene Wachstumskurs im laufenden Geschäftsjahr 2012 fortsetzt. Für 2012 und 2013 rechnen wir mit einer deutlichen Wachstumsrate von 19,1 % respektive 16,4 %. Das Produktgeschäft sollte dabei überproportional zulegen. Bis 2016 sehen wir den Anteil der Softwareerlöse dabei auf rund 30 % ansteigen.

**Das Kursziel haben wir infolge der veröffentlichten Jahreszahlen deutlich nach oben auf 27,92 € (bisher: 18,20 €) angepasst. Hierfür verantwortlich ist vor allem die höher als bislang antizipierte nachhaltige EBITDA-Marge. Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der SHS VIVEON AG.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

**<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

## **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

## **§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)**

## **§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)