

Datum **27.04.2012**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 20,50 (alt: € 18,05)

Änderungen

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	
Ums	27,7	+2%	32,7	+3%
EBIT	1,86	-5%	2,54	-3%
EPS	1,30	-19%	1,64	-6%
EPS*	1,30	-19%	1,64	-6%
DPS	0,23	-52%	0,29	-44%

*bereinigt

Homepage: www.shs-viveon.com
 Branche: IT/Software

ISIN: DE000A0XFWK2
 Bloomberg: SHWK:GR
 Reuters: SHSGk:DE
 Preis (25.04.12): € 15,42
 Marktkapitalisierung: € 15,4 Mio.
 Enterprise Value: € 13,7 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage): € 14.310
 52W Hoch: € 16,01
 52W Tief: € 8,50
 Streubesitz: 62 %

Finanzkalender

10.05.2012 Q1-Bericht
 23.05.2012 Hauptversammlung
 09.08.2012 Q2-Bericht
 08.11.2012 Q3-Bericht

Aktionärsstruktur

Aufsichtsrat 25%
 Management 8%
 Vorstand 5%

Kursentwicklung



Daniel Großjohann
 +49 (0)69 - 61 99 33 31
grossjohann@vararesearch.de

Benjamin Ludacka
 +49 (0)69 - 61 99 33 30
ludacka@vararesearch.de

SHS VIVEON AG

Übernahme als Startschuss für künftiges Wachstum

Gestützt auf den Erwerb der SHS VIVEON GmbH (konsolidierter Umsatzbeitrag 2012: ca. € 4 Mio.) wird SHS VIVEON 2012 ein mindestens 20%iges Wachstum zeigen. Um 2013 bis 2015 nachhaltig jeweils ca. 20% p.a. wachsen zu können, ist in unseren Augen die zeitnahe Gewinnung von Vertriebspartnern für die Softwarelösung erforderlich. Da das angestrebte Wachstum mit geringen Kapitalinvestitionen einhergeht, erlaubt es regelmäßige Ausschüttungen an die Aktionäre, für das Geschäftsjahr 2011 wird erstmals eine Dividende ausgezahlt. Bei Erreichung der angestrebten 2015er Ziele ist die Aktie, verglichen mit Unternehmen die heute schon entsprechende Margen und Wachstumsraten aufweisen, klar unterbewertet (EV/Sales: 0,49 vs. ≥1; EV/EBIT: 7,4 vs. 10 bis 14) – trotz des über 30%igen Kursanstiegs im Februar.

Investment Highlights

- Mit einem Umsatzanstieg um 7,6% und einer deutlichen EPS-Verbesserung (+34,5%) hat SHS bestätigt, dass das Unternehmen auf dem richtigen Weg ist. Der Personalaufbau (+8,3% in 2011) wird sich in den kommenden Jahren fortsetzen. Zentraler Meilenstein für 2012 sollte nun die Beschleunigung des Wachstums sein, insbesondere im Produktbereich. Als besonders aussichtsreich sind hierbei Vertriebspartnerschaften zu werten – SHS VIVEON könnte sich beispielsweise einen OEM-Partner aus den Bereichen Online-Shop- oder ERP-Lösung vorstellen, der die GUARDEAN-Lösung im Verbund mit einer eigenen Software vertreibt.
- SHS VIVEON wuchs 2011 in allen Geschäftsfeldern. Die Software-related Services-Umsätze stiegen 29,9% und damit stärker als die Softwareumsätze, die um 7,2% zulegten. Künftig sehen wir strategiebedingt die höchsten Zuwachsraten bei den margenstarken Softwareerlösen. Die Professional Services, die wir als den margenstärksten Geschäftsbereich einstufen, zeigten nur geringes Wachstum (+0,6%). Die Verbesserung des Umsatzmixes bewirkt einen positiven Margeneffekt, der 2011 jedoch von Investitionen in Mitarbeiter und Vertrieb überlagert wurde. Die 2011er EBITDA-Marge von 8,3% (Vj.: 8,4%) sank daher leicht. Auch 2012 dürften Wachstumsinvestitionen die Marge noch belasten und positive Effekte aus dem Umsatzmix überlagern.
- Ausblick: In den kommenden Jahren will SHS VIVEON umsatzseitig durchschnittlich 20% p.a. wachsen und das EBITDA-Margenniveau in den zweistelligen Prozentbereich führen. Wir halten diese Ziele für gut erreichbar, wenn es gelingt Vertriebspartner für die Softwarelösung zu finden. Die hierdurch bewirkte Veränderung im Umsatzmix führt dann zu einer merklichen Margenverbesserung. Unser Kursziel von € 20,50 basiert vorsichtshalber auf durchschnittlichen Wachstumsraten von 17% (2012 bis 2015), so dass wir noch weiteres Aufwärtspotenzial sehen.

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2010	21,4	1,0	0,99	8,1	0,29	4,6	6,6	44,2%
2011	23,1	1,2	1,23	9,1	0,41	6,6	6,5	30,9%
2012e	27,7	1,3	1,30	11,9	0,49	7,4	5,4	25,9%
2013e	32,7	1,6	1,64	9,4	0,42	5,4	4,1	27,0%
2014e	38,2	2,2	2,21	7,0	0,36	4,1	4,1	29,5%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Übernahme stärkt
Innovationskraft und
Leistungsportfolio..**

**...Umsatzbeitrag von € 4
Mio. im ersten Jahr**

**Zukauf der SHS VIVEON
GmbH: Gute Chance bei
geringem Risiko**

**Vision 2015: Margen-
erhöhung und
Wachstumsbeschleunig-
ung würden zu
Neubewertung führen**

**Dividendenausschüttung
ist steuerfrei**

Zum 01.04.2012 hat die SHS VIVEON AG die im September 2011 gegründete SHS VIVEON GmbH zu 100% übernommen. Die SHS VIVEON GmbH verfügt unter anderem über umfangreiches Know-how bei Konzeption und Umsetzung technologisch-innovativer Themen und Mitarbeiter mit langjährigen Erfahrungen in komplexen, internationalen Projekten. Die Leistungsportfolien beider Gesellschaften ergänzen sich. Synergien sind vor allem aus der Ausweitung des Angebotsportfolios der AG zu erwarten.

Der annualisierte Umsatz der SHS VIVEON GmbH dürfte 2012 bei knapp € 4,5 Mio. liegen, die Mitarbeiterzahl zum Zeitpunkt der Übernahme lag bei 40. Bedingt durch den Konsolidierungszeitpunkt haben wir den Umsatzeffekt für 2012 auf € 4 Mio. geschätzt. Umfangreiches technologisches Know-how bietet hier nach Unternehmensangaben eine optimale Ergänzung zum Leistungsportfolio der SHS VIVEON AG. Da die Gesellschaft sich in der Gründungsphase befindet und die Belegschaft (aktuell 40 Mitarbeiter/Berater) stark wächst ist mit einem deutlichen unterjährigen Umsatzanstieg zu rechnen. Für die Jahre ab 2013 sind zweistellige Wachstumsraten vorgesehen.

Der Erwerb der SHS VIVEON GmbH birgt nur ein geringes finanzielles Risiko. Dies ist bedingt durch eine sehr anreizorientierte Kaufpreisgestaltung. Neben den € 25.000,- für die Stammeinlage werden vier erfolgsabhängige Kaufpreiszahlungen fällig, die an die EBITDAs der Jahre 2012 bis 2015 geknüpft sind. Wir sind davon ausgegangen, dass die Zahlungen bei normaler Geschäftsentwicklung von Jahr zu Jahr ansteigen. Da die SHS VIVEON GmbH eine Consultinggesellschaft ist, kann die ergebnisorientierte Kaufpreisgestaltung auch als Anreizsystem für die Schlüsselmitarbeiter verstanden werden. Bei einer normalen Ergebnisentwicklung der SHS VIVEON GmbH gehen wir von einem kumulierten Kaufpreis von rund € 1 Mio. aus. Dies entspräche einem EV/Sales von rund 0,25 auf 2012er Basis und wäre für ein Consultinggeschäftsmodell als eher günstig einzustufen. Wir trauen der neuen Einheit EBIT-Margen im höheren einstelligen Prozentbereich zu.

SHS VIVEON hat eine konkrete Wachstumsvision für die Jahre bis 2015 kommuniziert. Akquisitionsbedingt könnte unseres Erachtens in 2012 ein Wachstum möglich sein, dass über der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 20% bis 2015 liegt. Neben der Steigerung der Wachstumsrate (der 2011er Wert lag im hohen einstelligen Bereich) strebt das Unternehmen bis 2015 einen EBITDA-Margenausbau auf über 12,5% (2011: 8,3%) an. Hierfür ist unseres Erachtens eine Vertriebspartnerschaft im Softwarebereich erforderlich. Die neuen Wachstums- und Margen-Relationen dürften zu einer Neubewertung der Aktie durch den Kapitalmarkt führen.

Erstmals in der Unternehmensgeschichte wird SHS VIVEON eine Dividende in Höhe von € 0,20 pro Aktie auszahlen. Wir waren bisher nicht von einer Dividendenausschüttung für 2011 ausgegangen, haben jedoch die erwarteten künftigen Dividenden an die gezeigte Ausschüttungsquote angepasst. Künftig soll es regelmäßige Dividendenzahlungen geben. Besonderheit ist die Steuerfreiheit der Dividende, die durch das steuerliche Einlagenkonto begründet ist. Auch mittelfristig werden die Ausschüttungen der SHS VIVEON an die Aktionäre daher steuerfrei bleiben.

Auch bei eher konservativer Schätzung noch erhebliches Kurspotenzial

Vorstandserweiterung stützt Wachstumskurs

Rückkaufprogramm wird fortgesetzt

Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen (vor den Gesamtjahreszahlen 2011) sind wir den künftig erwarteten Umsatz leicht angehoben, sind aus Gründen der Vorsicht für die Jahre nach 2013 aber leicht unter den in der Guidance kommunizierten 20% p.a. geblieben. Unsere Margenschätzung basiert auf dem erwarteten Umsatzmix, somit ist es in erster Linie das Anwachsen der margenstarken Softwareumsätze, das die EBITDA-Marge in 2015 auf 12,5% bringt. Auch bei unseren eher konservativen Annahmen ergibt sich aus der DCF-Bewertung ein erhebliches Kurspotenzial. Mit einer Dividendenzahlung hatten wir ursprünglich erst für das Geschäftsjahr 2012 gerechnet. Die 2011 gezeigte Ausschüttungsquote haben wir als Maßstab für künftige Dividendenzahlungen genommen, was zu einer reduzierten Dividendenerwartung in den Jahren ab 2012 geführt hat.

Mit Wirkung zum 01.04.2012 wurden dem bisherigen Alleinvorstand, Herrn Gilmozzi, mit Herrn Dr. Sauter und Herrn Dr. Seelmann-Eggebert zwei Vorstandskollegen zu Seite gestellt. Beide Neuvorstände sind seit längerem in führender Position für SHS tätig. Dr. Sauter vertritt den Bereich Customer Value und ausgewählte Branchen (Industrie, Handel) im Bereich Customer Risk. Dr. Seelmann-Eggebert verantwortet die übrigen Kundenbranchen des Customer Risk Bereiches sowie das operative Geschäft in Österreich und in der Schweiz. Herr Gilmozzi ist als Vorstandsvorsitzender u.a. für die Bereiche Finanzen, IR, M&A sowie das neue Geschäftsfeld IT-Solutions & Innovations zuständig.

Wie am 30.03. mitgeteilt, ist das Aktienrückkaufprogramm für den geplanten Rückkauf von bis zu 50.000 eigenen Aktien (5% des Grundkapitals) verlängert worden. Dies dürfte den Kurs bei Marktschwächen stützen und zeigt auch, dass das Unternehmen sich selbst als unterbewertet ansieht.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	25,338	21,447	23,086	27,703	32,690	38,247
Bestandsveränderungen	-0,335	-0,144	0,135	0,162	0,191	0,224
Aktiviert Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,645	0,685	0,189	0,227	0,267	0,313
Gesamtleistung	25,647	21,988	23,410	28,092	33,149	38,784
Materialaufwand	-2,475	-1,670	-2,068	-2,481	-2,928	-3,426
Rohergebnis	23,172	20,317	21,342	25,611	30,221	35,358
Personalaufwand	-16,830	-13,877	-14,342	-17,066	-19,785	-22,766
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-5,455	-4,631	-5,090	-6,107	-7,207	-8,432
EBITDA	0,887	1,809	1,911	2,438	3,229	4,160
Abschreibungen/Amortisation	-0,470	-0,451	-0,487	-0,582	-0,690	-0,807
EBIT	0,416	1,359	1,424	1,856	2,539	3,353
Finanzergebnis	-0,523	-0,353	-0,088	-0,198	-0,196	-0,193
A.o. Ergebnis vor Steuern	-2,460	-0,073	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	-2,567	0,932	1,336	1,658	2,343	3,160
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,044	-0,016	-0,103	-0,360	-0,703	-0,948
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	-2,611	0,917	1,233	1,298	1,640	2,212
Bereinigungen	2,060	0,073	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	-0,551	0,990	1,233	1,298	1,640	2,212
Gewichtete Anzahl Aktien	0,79	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS	-3,29	0,92	1,23	1,30	1,64	2,21
EPS bereinigt	-0,69	0,99	1,23	1,30	1,64	2,21
DPS	0,00	0,00	0,20	0,23	0,29	0,39

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	101,2	102,5	101,4	101,4	101,4	101,4
Materialaufwand	-9,8	-7,8	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0
Bruttoergebnis	91,5	94,7	92,4	92,4	92,4	92,4
Personalaufwand	-66,4	-64,7	-62,1	-61,6	-60,5	-59,5
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-21,5	-21,6	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0
EBITDA	3,5	8,4	8,3	8,8	9,9	10,9
Abschreibungen/Amortisation	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
EBIT	1,6	6,3	6,2	6,7	7,8	8,8
Finanzergebnis	-2,1	-1,6	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5
A.o. Ergebnis vor Steuern	-9,7	-0,3	-	-	-	-
EBT	-10,1	4,3	5,8	6,0	7,2	8,3
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-0,2	-0,1	-0,4	-1,3	-2,1	-2,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-10,3	4,3	5,3	4,7	5,0	5,8
Bereinigungen	8,1	0,3	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	-2,2	4,6	5,3	4,7	5,0	5,8

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Bilanz

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	2,376	1,978	2,088	2,168	2,258	2,364
Imm. Vermögensgegenstände	1,780	1,619	1,487	1,317	1,147	0,977
Sachanlagen	0,404	0,358	0,602	0,851	1,112	1,388
Finanzanlagen	0,193	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	7,568	5,830	6,534	7,630	8,995	10,783
Vorräte	0,542	0,400	0,535	0,642	0,758	0,887
Forderungen aus LuL	4,283	2,487	3,225	3,870	4,566	5,343
Sonstige Forderungen	0,797	0,911	0,755	0,906	1,069	1,251
Kasse und Wertpapiere	1,947	2,032	2,019	2,212	2,601	3,303
Sonstiges Aktiva	0,067	0,044	0,097	0,097	0,097	0,097
Summe Aktiva	10,012	7,851	8,719	9,895	11,350	13,244
Eigenkapital	1,019	3,457	4,530	5,478	6,688	8,310
Rücklagen	1,019	3,457	4,530	5,478	6,688	8,310
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	1,901	1,730	1,762	1,762	1,762	1,762
Verbindlichkeiten	5,129	1,052	1,387	1,614	1,859	2,132
Zinstragende Verbindlichkeiten*	4,011	0,241	0,253	0,253	0,253	0,253
Verbindlichkeiten aus LuL	0,605	0,507	0,795	0,955	1,126	1,318
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	0,512	0,304	0,339	0,406	0,480	0,561
Sonstige Passiva	1,964	1,612	1,040	1,040	1,040	1,040
Summe Passiva	10,012	7,851	8,719	9,895	11,350	13,244

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

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

in % der Bilanzsumme	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	23,7	25,2	24,0	21,9	19,9	17,9
Imm. Vermögensgegenstände	17,8	20,6	17,1	13,3	10,1	7,4
Sachanlagen	4,0	4,6	6,9	8,6	9,8	10,5
Finanzanlagen	1,9	-	-	-	-	-
Umlaufvermögen	75,6	74,3	74,9	77,1	79,3	81,4
Vorräte	5,4	5,1	6,1	6,5	6,7	6,7
Forderungen aus LuL	42,8	31,7	37,0	39,1	40,2	40,3
Sonstige Forderungen	8,0	11,6	8,7	9,2	9,4	9,4
Kasse und Wertpapiere	19,4	25,9	23,2	22,4	22,9	24,9
Sonstiges Aktiva	0,7	0,6	1,1	1,0	0,9	0,7
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	10,2	44,0	52,0	55,4	58,9	62,7
Rücklagen	10,2	44,0	52,0	55,4	58,9	62,7
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	19,0	22,0	20,2	17,8	15,5	13,3
Verbindlichkeiten	51,2	13,4	15,9	16,3	16,4	16,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,1	3,1	2,9	2,6	2,2	1,9
Verbindlichkeiten aus LuL	6,0	6,5	9,1	9,6	9,9	10,0
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	5,1	3,9	3,9	4,1	4,2	4,2
Sonstige Passiva	19,6	20,5	11,9	10,5	9,2	7,9
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	-2,771	1,644	1,311	1,204	1,599	2,205
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,347	-0,223	-0,609	-0,661	-0,780	-0,913
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	3,438	-1,368	-0,698	-0,350	-0,430	-0,591
Veränderung der Zahlungsmittel	0,325	0,085	-0,013	0,193	0,389	0,702
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,947	2,032	2,019	2,212	2,601	3,303

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	0,27	0,29	0,41	0,49	0,42	0,36
EV/EBITDA	7,70	3,44	4,94	5,60	4,23	3,28
EV/EBIT	16,39	4,58	6,63	7,36	5,38	4,07
P/E berichtet	n.m.	8,74	9,08	11,88	9,40	6,97
P/E bereinigt	n.m.	8,10	9,08	11,88	9,40	6,97
PCPS	n.m.	4,87	8,54	12,81	9,64	6,99
Preis/Buchwert	n.m.	2,32	2,47	2,81	2,31	1,86
Rentabilitätskennzahlen in %						
Bruttomarge	91,5%	94,7%	92,4%	92,4%	92,4%	92,4%
EBITDA-Marge	3,5%	8,4%	8,3%	8,8%	9,9%	10,9%
EBIT-Marge	1,6%	6,3%	6,2%	6,7%	7,8%	8,8%
Vorsteuermarge	-0,4%	4,7%	5,8%	6,0%	7,2%	8,3%
Nettomarge	-2,2%	4,6%	5,3%	4,7%	5,0%	5,8%
ROE	-85,3%	44,2%	30,9%	25,9%	27,0%	29,5%
ROCE	12,9%	26,5%	25,6%	28,7%	34,0%	39,1%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	111,9	119,1	118,4	113,1	123,4	132,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	-2,4	5,5	6,3	5,3	6,2	7,7
Anzahl Mitarbeiter	227	180	195	245	265	289
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	10,2%	44,0%	52,0%	55,4%	58,9%	62,7%
Gearing	202,6%	-51,8%	-39,0%	-19,3%	-21,7%	-25,9%
Dividendenrendite (Stammaktien)	0,0%	0,0%	1,8%	1,5%	1,9%	2,5%
Cash-Flow Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	-3,49	1,64	1,31	1,20	1,60	2,21
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,00	1,52	0,82	0,54	0,82	1,29
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Capex/Umsatz	0,9%	1,2%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%
Working Capital/Umsatz	17,8%	13,9%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Steuerquote	-1,7%	1,7%	7,7%	21,7%	30,0%	30,0%

*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

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 Benjamin Ludacka, 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
SHS VIVEON	22.11.2010	Kaufen	€ 18,20
SHS VIVEON	26.05.2011	Kaufen	€ 18,80
SHS VIVEON	17.08.2011	Kaufen	€ 18,05
SHS VIVEON	18.11.2011	Kaufen	€ 18,05

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:

(27.04.2012)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Schlusskurse vom 25.04.2012)

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.