



Researchstudie (Anno)

SHS VIVEON

**2013 Jahr des Übergangs und der Investitionen -
Wachstumskurs weiterhin intakt -
Ausbau des Partnervertriebs trägt erste Früchte**

Kursziel: 14,30 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

Kaufen

Kursziel: 14,30

aktueller Kurs: 9,80
7.11.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl³: 2,068

Marketcap³: 20,26
EnterpriseValue³: 18,59
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 79,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite X

SHS VIVEON AG *5

Unternehmensprofil

Branche: Software

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

Mitarbeiter: 243 Stand: 30.9.2013

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi, Dr. Jörg Seelmann-
Eggebert



Die SHS VIVEON AG ist ein international agierender Business- und IT-Lösungsanbieter für Customer Management Lösungen. Das Unternehmen bietet marktführende Expertise im Customer Value und Customer Risk Management. Weitere Kernkompetenzen umfassen: Customer Analytics, Corporate Performance Management, Big Data sowie Business Intelligence und Data Warehousing. Die SHS VIVEON AG, mit Sitz in München, ist am M:access der Börse München notiert und mit drei Tochtergesellschaften an sechs Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH (D), SHS VIVEON GmbH (D) und SHS VIVEON Schweiz AG (CH). Mit rund 250 Mitarbeitern und mehr als 200 Kunden in 15 Ländern gehört SHS VIVEON zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. SHS VIVEON zählt namhafte Unternehmen aus Finanzdienstleistung, Industrie, Handel und Telekommunikation zu seinen Kunden, darunter BayWa, BMW Financial Services, BP, Credit Suisse, Deutsche Telekom, Ingram Micro, Kabel Deutschland RaabKarcher, Orange, Shell, SüdLeasing, Vodafone und Zalando.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	23,09	27,75	25,60	30,50
EBITDA	1,91	2,20	0,13	2,08
EBIT	1,42	1,65	-0,47	1,53
Jahresüberschuss	1,23	1,29	-0,55	1,01

Kennzahlen in EUR	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Gewinn je Aktie	0,60	0,62	-0,27	0,49
Dividende je Aktie	0,10	0,12	0,00	0,15

Kennzahlen	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
EV/Umsatz	0,82	0,67	0,73	0,61
EV/EBITDA	9,85	8,46	147,52	8,96
EV/EBIT	13,22	11,26	-39,21	12,19
KGV	16,43	15,72	neg.	20,02
KBV		3,64		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
04.12.2013: 16. MKK

****letztes Research von GBC:**

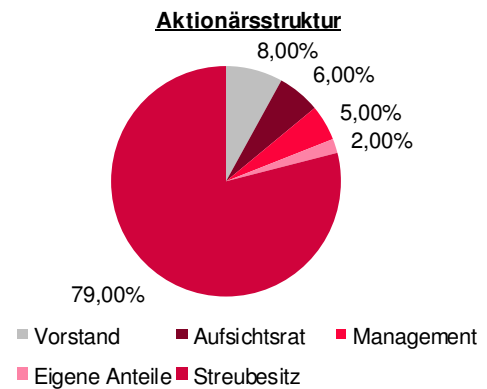
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
30.9.2013: RS / KAUFEN
12.2.2013: RG / 13,96* / HALTEN
11.2.2013: RS / KAUFEN
5.11.2012: RG / 13,96* / KAUFEN
11.10.2012: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
*Splitbereinigtes Kursziel **oben aufgeführte
Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen,
bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg
angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

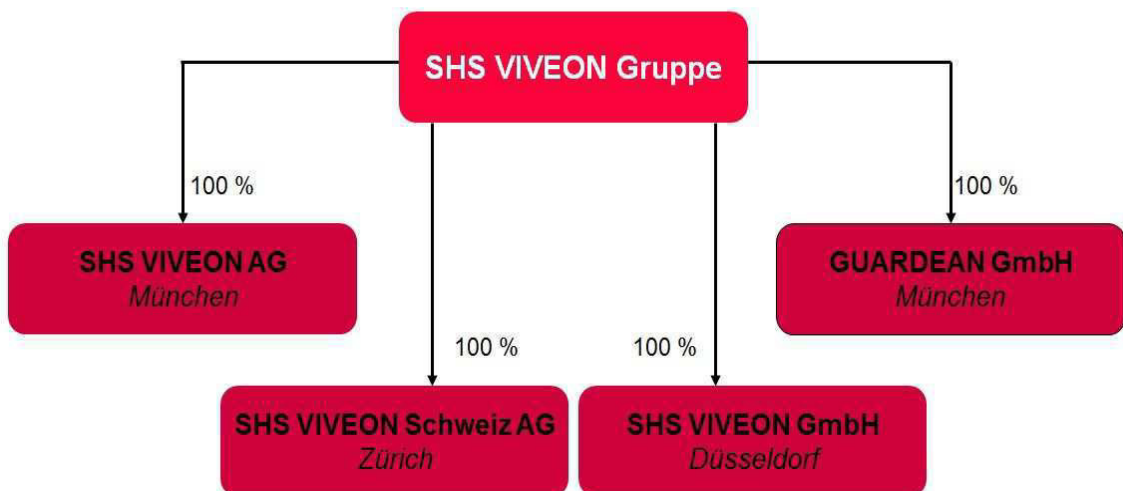
Anteilseigner	Anteile
Vorstand	8,0 %
Aufsichtsrat	6,0 %
Management	5,0 %
Eigene Anteile	2,0 %
Streubesitz	79,0 %



Quelle: SHS VIVEON, GBC

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: SHS VIVEON, GBC

Geschäftsentwicklung 9M 2013

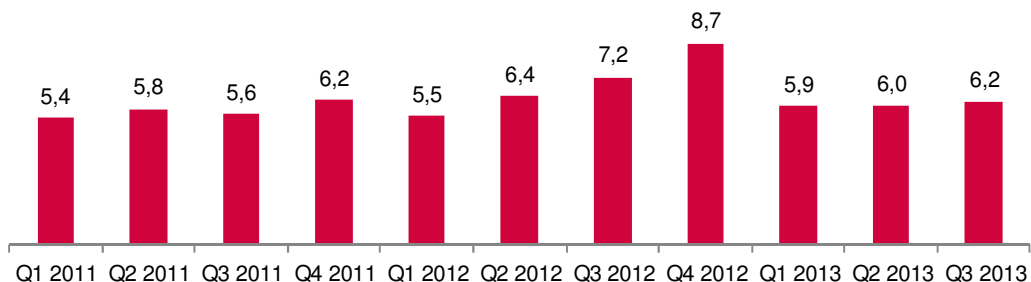
in Mio. €	9M 2012	Δ 2012/2013	9M 2013
Umsatzerlöse	19,09	-5,3 %	18,07
EBITDA	1,44	K. A.	-0,74
EBITDA-Marge	7,6 %	K. A.	neg.
EBIT	1,04	K. A.	-1,17
EBIT-Marge	5,5 %	K. A.	neg.
Jahresüberschuss	0,75	K. A.	-1,26
EPS in €	0,36		neg.

Quelle: SHS VIVEON, GBC

Umsatzentwicklung - Umsatz unter Vorjahr; Aufwärtstrend seit Q3 2013

Die SHS VIVEON AG erzielte in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 18,07 Mio. € und lag damit rund 5 % unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau. Nach einem schwächeren ersten Quartal 2013 konnte der operative Aufwärtstrend im zweiten Quartal 2013, aber insbesondere auch im dritten Quartal 2013, mit leichten Verbesserungen weiter fortgesetzt werden. Im dritten Quartal 2013 beliefen sich die Umsatzerlöse auf 6,2 Mio. € gegenüber 7,2 Mio. € im Vorjahresquartal 2012. Die nachfolgende Grafik macht zudem deutlich, dass die umsatzstarken Quartale in der zweiten Jahreshälfte liegen, insbesondere das wichtige Schlussquartal ist hier hervorzuheben. Im vierten Quartal werden aufgrund von saisonalen Gründen typischerweise die höchsten Umsätze erzielt.

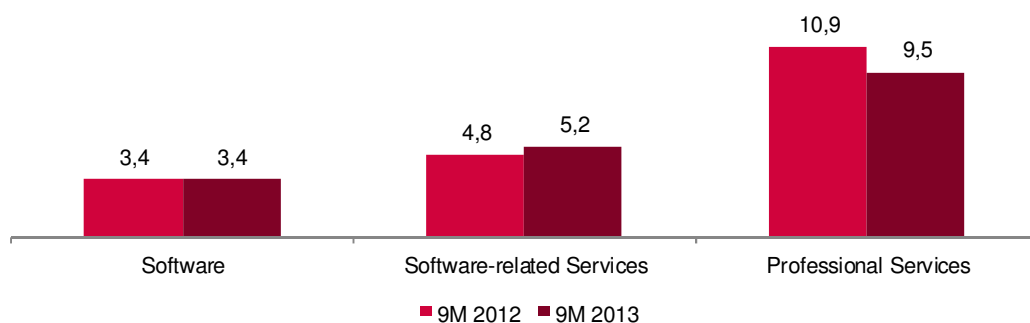
Umsatzentwicklung nach Quartalen (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON, GBC

Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsätze der drei Segmente „Software“, „Software-related Services“ sowie „Professional Services“. Der Umsatzrückgang nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 ist dabei ausschließlich auf das Segment „Professional Services“ zurückzuführen. Im Bereich „Software-related Services“ konnten hingegen die Umsätze um knapp 10 % auf 5,2 Mio. € gesteigert werden.

Umsatz nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON, GBC

Für die rückläufige Umsatzentwicklung nach den ersten drei Quartalen 2013 gab es diverse Gründe. Hier ist zum einen die bewusste Kündigung eines Subunternehmervertrags von Seiten der SHS VIVEON AG zu nennen. Diese indirekte Vertragsbeziehung wurde durch einen eigenen Rahmenvertrag mit dem Kunden Vodafone ersetzt. Dies hatte einen temporären Umsatzrückgang in der ersten Jahreshälfte 2013 zur Folge. Zudem belastete die Entscheidung des SHS-Kunden O2 Beratungsdienstleistungen in die eigene Wertschöpfungskette zu integrieren und nicht mehr an externe Dienstleister zu vergeben.

Des Weiteren wurde ein internationaler Software-Rollout mit BMW vorübergehend gestoppt, welcher in der Zwischenzeit wieder aufgenommen wurde. Dies belastete den Bereich „Software-related Services“. Zudem entwickelte sich das Produktgeschäft in den ersten neun Monaten 2013 noch auf einem vergleichsweise geringen Niveau. Im dritten Quartal 2013 konnten jedoch erste Lizenzabschlüsse durch den Partnervertrieb erzielt werden. Hier konnten im Berichtsquartal zwei Neukunden gewonnen werden.

Ergebnisentwicklung - Nach schwächerem 1. HJ 2013 positives EBITDA im Q3 2013

Die Rohertragsmarge lag nach den ersten drei Quartalen 2013 mit über 97 % unverändert auf einem sehr hohen Niveau. Der Materialaufwand reduzierte sich im Berichtszeitraum 2013 auf -0,90 Mio. €, gegenüber -1,60 Mio. € im Vorjahr. Dieser Rückgang erklärt sich vor allem durch die geringere Inanspruchnahme von externen Mitarbeitern. Der Hintergrund hierfür ist, dass Freelancer verstärkt durch eigene Mitarbeiter ersetzt wurden.

Auf der Kostenseite hat die Gesellschaft auf die schwächer als geplante Umsatzentwicklung entsprechend reagiert und Anpassungsmaßnahmen (u. a. Verschlankung Headquarter und Shared Services, Personalabbau) getroffen, um die operativen Kosten zu reduzieren. Dies zeigt sich deutlich bei den Zahlen des dritten Quartals 2013. So lagen die Personalaufwendungen im dritten Quartal 2013 mit 4,22 Mio. € sowohl unter dem Vorjahresquartal (Q3 2012: 4,63 Mio. €) als auch unter den beiden Vorquartalen (Q1 2013: 5,15 Mio. € und Q2 2013: 4,84 Mio. €).

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen entfalteten die umgesetzten Maßnahmen im dritten Quartal 2013 (Q3 2013: 1,26 Mio. € vs. Q1 2013: 1,39 Mio. € und Q2 2013: 1,46 Mio. €) bereits ihre Wirkung.

Die operative Trendwende sowie die Rückkehr in die Gewinnzone konnte die SHS VIVEON AG im dritten Quartal 2013 vollziehen. Nach den beiden defizitären Vorquartalen wurde im dritten Quartal 2013 wieder ein positives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 0,30 Mio. € erzielt.

Die Abschreibungen lagen nach den ersten neun Monaten 2013 mit 0,43 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau (VJ: 0,40 Mio. €). Hiervon entfielen 0,15 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €) auf den Geschäfts- und Firmenwert der Guardean GmbH sowie der SHS VIVEON GmbH. Da die SHS VIVEON AG nach HGB bilanziert, muss der Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abgeschrieben werden. Die restlichen Abschreibungen betreffen hauptsächlich angeschaffte IT-Hardware, die im Zusammenhang mit Cloud-Services und Rechenzentrumsleistungen steht. Das Finanzergebnis fiel aufgrund der geringen Verschuldung mit -0,05 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €) nur leicht negativ aus.

Bilanzielle Lage - Unverändert solide Bilanzrelationen; EK-Quote von knapp 50 %

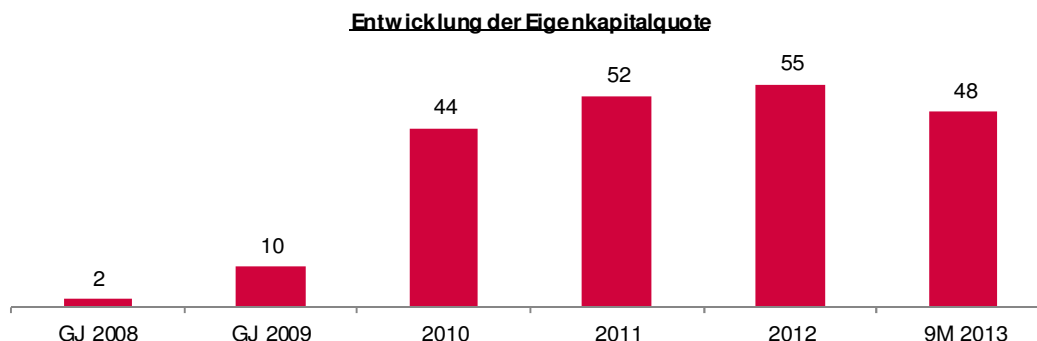
in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	9M 2013
Eigenkapital	3,46	4,53	5,57	4,43
EK-Quote	44,0 %	52,0 %	54,9 %	48,3 %
Operatives Anlagevermögen	1,98	2,09	2,19	1,91
-davon Immaterielle Vermögenswerte	1,62	1,49	1,61	1,43
Net Working Capital	0,59	1,01	1,71	2,89
Nettoverschuldung	-0,89	-1,43	-1,67	0,35

Quelle: SHS VIVEON, GBC

Die SHS VIVEON AG konnte die Bilanzqualität dank der guten operativen Ergebnisse in den vergangenen Jahren sowie einer Kapitalmaßnahme in 2010 maßgeblich verbessern. Trotz des operativen Verlusts nach den ersten neun Monaten 2013 verfügt die Gesellschaft gemäß unserer Einschätzung weiterhin über eine gesunde Bilanz- und Kapitalstruktur.

Dies beweist die solide Eigenkapitalquote von 48,3 % zum 30.9.2013. Die zum Jahresende 2012 vorhandene positive Nettoliquidität von knapp 1,7 Mio. € hat sich infolge des negativen operativen Cash Flows sowie der Dividendenausschüttung von 0,26 Mio. € in eine annähernd ausgeglichene Nettoliquidität gewandelt. Zudem wurde das restliche Gesellschafterdarlehen von 0,34 Mio. € im Q1 2013 vollständig zurückgeführt.

Die nachstehende Grafik zeigt die kontinuierliche Verbesserung der Eigenkapitalquote in den vergangenen Jahren. Den Rückgang der Eigenkapitalquote im bisherigen Jahresverlauf 2013 sehen wir als eine temporäre Entwicklung. Gegen Ende des Geschäftsjahres 2013 sollte sich der Wert unserer Ansicht nach wieder erhöhen.



Quelle: SHS VIVEON, GBC

Der Geschäfts- und Firmenwert belief sich Ende September 2013 auf 1,39 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €) und macht damit rund 15 % der Bilanzsumme aus. Der leichte Rückgang ist dabei auf die Bilanzierung nach HGB zurückzuführen. Die Geschäfts- und Firmenwerte werden nach HGB planmäßig über die voraussichtliche Nutzungsdauer von 15 Jahren abgeschrieben.

Das Net Working Capital belief sich zum 30.9.2013 gemäß unserer Definition auf 2,89 Mio. € und ist damit um rund 1 Mio. € angestiegen. Dies ist im Wesentlichen auf einen Rückgang der Rückstellungen zurückzuführen. Dies betrifft neben Steuerrückstellungen auch die sonstigen Rückstellungen für Tantiemen sowie Urlaubs- und Gewährleistungsansprüche. Der deutliche Anstieg der passiven Rechnungsabgrenzungsposten um rund 0,5 Mio. € ist auf die vereinnahmten Wartungserlöse der Tochtergesellschaft GUARDEAN zurückzuführen.

In den ersten neun Monaten 2013 lagen die Investitionen mit 0,16 Mio. € (VJ: 0,24 Mio. €) auf einem moderaten Niveau und unterhalb der Abschreibungen (9M 2013: 0,43 Mio. €). Rund 0,04 Mio. € wurden für die Beteiligung an der Accuravis Inkasso GmbH (Anteil: 25 %) investiert.

SWOT - ANALYSE SHS VIVEON AG

Stärken

- Schlanke Kostenstruktur
- Gesunde Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von rund 50 % sowie keine Nettoverschuldung
- Hohe Skalierbarkeit im Produktgeschäft
- Breit diversifizierte Kundenbasis und gute Marktstellung in den Branchen Telekommunikation, Finanzdienstleistungen sowie E-Commerce 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
- Dividendenausschüttung ist in den kommenden Jahren steuerfrei

Schwächen

- Produktgeschäft hat noch nicht die kritische Größe erreicht
- Umsätze aus dem Partnergeschäft im Produktbereich noch gering
- Hohe Abhängigkeit von einigen Großkunden im Consulting-Bereich

Chancen

- Steigerung der Umsätze aus wiederkehrenden Erlösen
- Im Zuge der weltweit stetig steigenden (Kunden-) Datenmengen suchen Unternehmen verstärkt nach intelligenten IT- und Analytics-Lösungen
- Deutliche Umsatzzuwächse durch den neu etablierten Partnervertrieb
- Fokussierung des Produktgeschäfts ermöglicht weitere Skalierung und führt zu einer Verbesserung der Marge
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds

Risiken

- Der Wegfall von Großkunden könnte zu Umsatzeinbußen führen
- Konjunkturelle Abschwächung kann sich negativ auf die IT-Budgets auswirken
- Vertriebsfolge aus dem Partnergeschäft könnte die Erwartungen verfehlen und das Wachstumstempo bremsen

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	27,75	25,60	30,50
EBITDA (Marge)	2,20 (7,9 %)	0,13 (0,5 %)	2,08 (6,8 %)
EBIT (Marge)	1,65 (6,0 %)	-0,47 (8,1 %)	1,53 (5,0 %)
Jahresüberschuss	1,29	-0,55	1,01
EPS	0,62	-0,27	0,49

Berechnungen: GBC

Umsatzprognosen - Wieder deutliches Wachstum in 2014 erwartet

Wir sind der festen Überzeugung, dass die SHS VIVEON AG nach dem Übergangsjahr 2013 in den kommenden Geschäftsjahren wieder auf einen nachhaltigen Wachstumskurs zurückkehren wird. Im laufenden Geschäftsjahr 2013 konnten unsere ursprünglichen Erwartungen jedoch nicht erfüllt werden. Das mittelfristige Ziel eines Umsatzes von bis zu 50 Mio. € bis 2016 wurde vom Vorstand bestätigt, allerdings wurde die Zielerreichung infolge des Investitionsjahres 2013 um ein Jahr nach hinten verschoben.

Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2013 nun mit einem Umsatzvolumen von 25,60 Mio. €. Dies impliziert einen Umsatz von rund 7,5 Mio. € im vierten Quartal 2013. Damit sollte das Schlussquartal auch im laufenden Geschäftsjahr 2013 das umsatzstärkste sein. Für das kommende Geschäftsjahr 2014 gehen wir dann von einem deutlichen Umsatzanstieg auf 30,50 Mio. € aus. Dabei sollten das Wachstum von allen drei Bereichen Software, Software-related Services und Professional Services getragen werden, wobei wir höhere Zuwachsraten im Produktbereich erwarten.

Die Unternehmensstrategie sieht eine kontinuierliche und dauerhafte Erhöhung der Softwareerlöse vor. Dies geht einher mit einem steigenden Anteil der wiederkehrenden Wartungserlöse. Nachdem der Produktumsatz im bisherigen Jahresverlauf 2013 bislang leicht unter unseren Erwartungen lag, rechnen wir hier sowohl im Schlussquartal, als auch im kommenden Geschäftsjahr 2014, wieder mit größeren Lizenzabschlüssen bei Kunden. Dies sollte dann einen deutlich steigenden Produktumsatz in 2014 zur Folge haben. Bis zum Jahr 2016 sollte der Softwareumsatz gemäß unseren Prognosen dann auf deutlich über 10 Mio. € ansteigen (2012: 5,8 Mio. €).

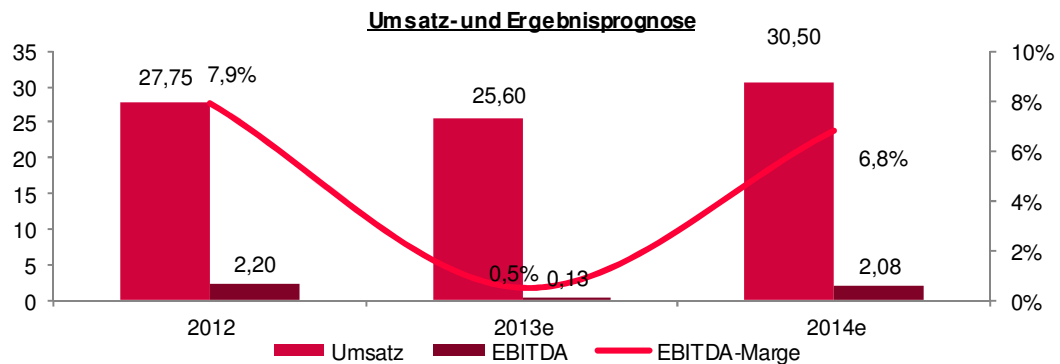
Das Beratungsgeschäft im Bereich „Software-related Services“ sollte in den kommenden Jahren von den weiteren Rollouts bei Bestandskunden (BMW, Vaillant, BP und Shell) in neue Regionen profitieren und somit eine gute Auslastung der Beratungsmannschaft gewährleisten. Zusätzlich dienen diese erfolgreichen Kundenprojekte als wertvolle internationale Referenzen für potentielle Neukunden.

Deutliche Fortschritte konnte die Gesellschaft sowohl beim Aufbau des eigenen Vertriebs als auch bei der Erweiterung des Partnernetzwerks erzielen. Mittlerweile konnten bereits über zehn Systemintegratoren und IT-Unternehmen für den Partnervertrieb gewonnen werden. Hierbei handelt es sich unter anderem um weltweit agierende Unternehmen, wie z. B. Armada, CROC, Marsh, AON oder Cognizant.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir aus dem Partnervertrieb Umsatzerlöse von knapp 0,5 Mio. €. Im dritten Quartal 2013 sollte sich der Umsatzbeitrag nach unserer Schätzung auf rund 0,1 Mio. € belaufen haben. Nach Unternehmensangaben entwickelt sich die Vertriebspipeline überaus vielversprechend. Die Anzahl der generierten Leads befindet sich auf einem sehr hohen Niveau, so dass wir gute Chancen für ein deutliches Wachstum in den kommenden Jahren sehen. Der indirekte Vertriebskanal sollte sich nach unserer Einschätzung als eine der tragenden Wachstumssäulen in den kommenden Jahren erweisen. Eine erfolgreicher Partnervertrieb ist eine wesentliche Voraussetzung für die von uns unterstellte Margesteigerung in 2014 und darüber hinaus.

Ergebnisprognosen - Verbesserung der EBITDA-Marge in 2014 auf rund 7 %

Das nachstehende Schaubild zeigt unsere Prognosen hinsichtlich Umsatz und EBITDA für die beiden Geschäftsjahre 2013 sowie 2014.



Berechnungen: GBC

Beim EBITDA gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 von einem leicht positiven Wert von 0,13 Mio. € aus. Nachdem im dritten Quartal 2013 auf EBITDA-Basis wieder ein positives Ergebnis erzielt wurde, sollte das EBITDA im traditionell stärksten Quartal gemäß unseren Schätzungen bei rund 0,9 Mio. € liegen.

Im kommenden Geschäftsjahr 2014 sollten die Skaleneffekte aus dem steigenden Produktgeschäft dann verstärkt zum Tragen kommen, so dass wir hier wieder mit einem deutlichen Anstieg der EBITDA-Marge auf 6,8 % rechnen. Zudem werden sich die infolge des schwächeren ersten Halbjahr 2013 zügig umgesetzten Anpassungsmaßnahmen positiv auf die Kostenstruktur in 2014 auswirken. Mögliche Akquisitionen haben wir im Rahmen unserer Schätzungen nicht berücksichtigt.

Als Zielmarge haben wir im Rahmen unseres DCF-Modells einen konservativen Wert von 9,8 % unterstellt. Bei einer erfolgreichen Entwicklung des Produktgeschäfts in den kommenden Jahren sehen wir hier durchaus noch weiteres Potenzial nach oben.

Die Abschreibungen sowie das Finanzergebnis sollten in 2013 mit geschätzten -0,60 Mio. € respektive -0,08 Mio. € fast unverändert auf Vorjahresniveau liegen. Aufgrund des operativen Verlusts im ersten Halbjahr 2013 (EBIT: Q1 2013: -0,86 Mio. € bzw. Q2 2013: -0,47 Mio. €) wird die SHS VIVEON AG nach unseren Prognosen das Geschäftsjahr 2013 mit einem Jahresfehlbetrag von -0,55 Mio. € abschließen. Im kommenden Geschäftsjahr 2014 erwarten wir dann, einhergehend mit den deutlich steigenden Umsätzen, einen positiven Jahresüberschuss von 1,01 Mio. €. Auf Basis der derzeit ausstehenden Aktienanzahl (2,068 Mio. Stück) entspricht dies einem Gewinn je Aktie von 0,49 €.

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 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,8 % unterstellt. Die Steuerquote haben wir mit 28,00% berücksichtigt. 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 % sowie eine Steuerquote von 28,00 %.

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 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,5 %.

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 2014 entspricht als Kursziel 14,30 € (bisher: 13,96 €).

Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von über 40 % für die SHS-Aktie. Die Aktie ist vor dem Hintergrund der Ertragsperspektiven unterbewertet.

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	9,8%	ewige EBITA - Marge	8,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	10,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Umsatz (US)	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
US Veränderung	25,60	30,50	33,55	36,91	40,60	44,66	49,12	54,03	
US zu operativen Anlagevermögen	-7,8%	19,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
EBITDA	11,64	12,20	13,16	13,93	15,04	15,95	16,37	18,01	
EBITDA-Marge	0,13	2,08	3,29	3,62	3,98	4,38	4,81	5,30	
EBITA	0,5%	6,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	
EBITA-Marge	-0,47	1,53	2,74	3,06	3,40	3,78	4,20	4,64	
Steuern auf EBITA	-1,9%	5,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%
zu EBITA	0,00	-0,43	-0,77	-0,86	-0,95	-1,06	-1,18	-1,30	
EBI (NOPLAT)	0,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Kapitalrendite	-0,47	1,10	1,97	2,20	2,44	2,72	3,02	3,34	
Working Capital (WC)	-12,2%	26,1%	35,8%	36,2%	37,5%	39,1%	40,4%	40,9%	39,2%
WC zu Umsatz	2,00	3,00	3,52	3,88	4,26	4,69	5,16	5,67	
Investitionen in WC	7,8%	9,8%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	-0,29	-1,00	-0,52	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	-0,52	
AFA auf OAV	2,20	2,50	2,55	2,65	2,70	2,80	3,00	3,00	
AFA zu OAV	-0,60	-0,55	-0,55	-0,56	-0,58	-0,59	-0,62	-0,66	
Investitionen in OAV	27,3%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investiertes Kapital	-0,61	-0,85	-0,60	-0,66	-0,63	-0,69	-0,82	-0,66	
	4,20	5,50	6,07	6,53	6,96	7,49	8,16	8,67	
EBITDA									
Steuern auf EBITA	0,13	2,08	3,29	3,62	3,98	4,38	4,81	5,30	
Investitionen gesamt	0,00	-0,43	-0,77	-0,86	-0,95	-1,06	-1,18	-1,30	
Investitionen in OAV	-0,90	-1,85	-1,12	-1,01	-1,02	-1,12	-1,28	-1,18	
Investitionen in WC	-0,61	-0,85	-0,60	-0,66	-0,63	-0,69	-0,82	-0,66	
Investitionen in Goodwill	-0,29	-1,00	-0,52	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	-0,52	
Freie Cashflows	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
	-0,77	-0,20	1,40	1,75	2,01	2,20	2,35	2,82	37,98
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26,54	29,52							
Barwert expliziter FCFs	7,64	8,64							
Barwert des Continuing Value	18,90	20,88							
Nettoschulden (Net debt)	-0,30	-0,02							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	26,84	29,54							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	26,84	29,54							
Ausstehende Aktien in Mio.	2,066	2,066							
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,99	14,30							
Kapitalkostenermittlung :									
risikolose Rendite									2,0%
Marktrisikoprämie									5,5%
Beta									1,54
Eigenkapitalkosten									10,5%
Zielgewichtung									100,0%
Fremdkapitalkosten									8,0%
Zielgewichtung									0,0%
Taxshield									25,0%
WACC									10,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
35,2%	14,99	14,04	13,21	12,48	11,84
37,2%	15,64	14,64	13,76	12,98	12,30
39,2%	16,29	15,23	14,30	13,48	12,76
41,2%	16,94	15,82	14,84	13,98	13,22
43,2%	17,60	16,42	15,39	14,48	13,68

Fazit

Die SHS VIVEON AG verzeichnete in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 einen Umsatzrückgang von rund 5 %. Diese Entwicklung ist auf das Segment „Professional Services“ zurückzuführen. Hier belastete unter anderem die bewusste Kündigung eines Subunternehmervertrags von Seiten der SHS VIVEON AG, welcher durch einen eigenen Rahmenvertrag mit dem Kunden ersetzt wurde. Die operative Trendwende sowie die Rückkehr in die Gewinnzone konnte die SHS VIVEON AG im dritten Quartal 2013 erreichen. Nach den beiden defizitären Vorquartalen wurde im dritten Quartal 2013 wieder ein positives EBITDA von 0,3 Mio. € erzielt. Hier machten sich die umgesetzten Anpassungsmaßnahmen bereits positiv bemerkbar.

Die SHS VIVEON AG verfügt unverändert über gesunde Bilanzkennzahlen. Dies zeigt sich an einer fast ausgeglichenen Nettoverschuldung sowie einer hohen Eigenkapitalquote von knapp 50 %. Gleichzeitig versetzt die solide Finanzmittelposition die Gesellschaft in die komfortable Lage, mögliches anorganisches Wachstum voranzutreiben. Mit einer Beteiligung an der Accuravis Inkasso GmbH wurde hier in 2013 bereits ein erster kleinerer Schritt vollzogen.

Wir sind der festen Überzeugung, dass die SHS VIVEON AG nach dem Übergangsjahr 2013 im kommenden Geschäftsjahr 2014 sowie in den Folgejahren wieder auf den Wachstumskurs zurückkehren wird. Bis zum Jahr 2016 soll sich der Umsatz im Rahmen der definierten Wachstumsstrategie der Schwelle von 50 Mio. € annähern. Dies soll dabei sowohl durch organisches, als auch durch anorganisches Wachstum erfolgen. Gleichzeitig soll der reine Produktumsatz auf über 10 Mio. € deutlich ansteigen. Ein wesentlicher Bestandteil ist hierbei die erfolgreiche Etablierung des Partnervertriebs. Des Weiteren wird dann eine zweistellige EBITDA-Marge angestrebt.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit einem Umsatz von 25,60 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr 2014 erwarten wir wieder ein deutliches Umsatzwachstum auf über 30 Mio. €. Dies geht einher mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf rund 7 %. In den Folgejahren gehen wir dank steigender Lizenz- und Wartungserlöse im Produktbereich sowie einer Erhöhung der ASP- und Outsourcing-Services von einer weiteren Steigerung der EBITDA-Marge aus.

Wir haben im Rahmen unseres DCF-Modells ein neues Kursziel für die Aktie der SHS VIVEON AG in Höhe von 14,30 € (bisher: 13,96 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein Kurspotential von über 40 % für die SHS-Aktie. Die Aktie ist vor dem Hintergrund der Ertragsperspektiven nach unserer Ansicht unterbewertet. Wir empfehlen daher die Aktie von SHS VIVEON unverändert zum Kauf.

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

§ 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (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



GBC AG[®]
- 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