



Researchstudie (Update)

SHS VIVEON

**Sehr gutes Lizenzgeschäft im 1. HJ 2014 -
Beratungsgeschäft noch unter Vorjahr -
Dynamisches Wachstum im
Segment Software wird sich fortsetzen**

Kursziel: 14,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

SHS VIVEON AG*5

Kaufen

Kursziel: 14,50

aktueller Kurs: 8,55
13.8.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2
WKN: A0XFWK
Börsenkürzel: SHW
Aktienanzahl³: 2,065
Marketcap³: 17,66
EnterpriseValue³: 17,51
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 Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

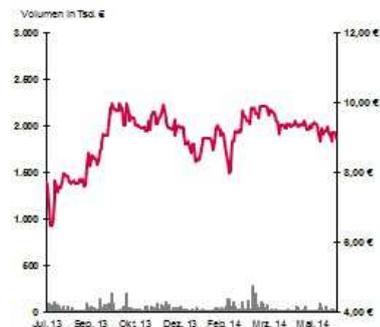
Fokus: Business- und IT-Beratung für
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 224 Stand: 30.06.2014

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 225 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..

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	27,75	24,45	25,50	28,50
EBITDA	2,20	-0,18	1,83	3,10
EBIT	1,65	-0,75	1,33	2,60
Jahresüberschuss	1,29	-0,87	0,94	1,89

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,62	-0,42	0,46	0,91
Dividende je Aktie	0,25	0,00	0,15	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,58	0,72	0,69	0,61
EV/EBITDA	7,27	-97,25	9,57	5,65
EV/EBIT	9,69	-23,34	13,16	6,73
KGV	13,69	neg.	18,78	9,34
KBV		3,68		

Finanztermine

06.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 14,70 / KAUFEN

19.5.2014: RS / 14,70 / KAUFEN

12.3.2014: RS / 14,30 / KAUFEN

7.11.2013: RS / 14,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

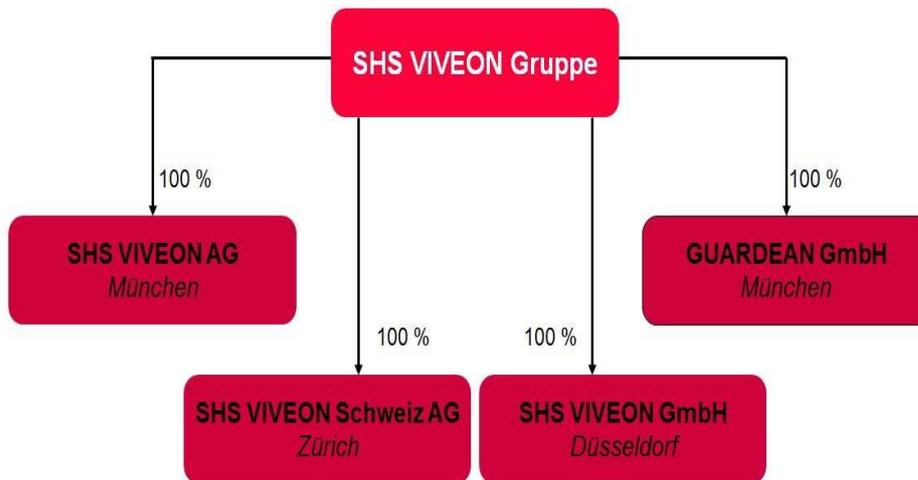
EXECUTIVE SUMMARY

- Der Umsatz im Bereich Software konnte im ersten Halbjahr 2014 deutlich zulegen. Vor allem bei den Lizenzverkäufen konnten eine Reihe von Abschlüssen erzielt werden. Dagegen entwickelte sich das Beratungsgeschäft rückläufig, was vor allem auf eine niedrigere Mitarbeiteranzahl im Vergleich zum Vorjahr zurückzuführen ist. Zudem konnten Beratungsleistungen im Rahmen von Migrationsprojekten auf ein neues Software-Release nicht vollständig abgerechnet werden.
- Das operative Ergebnis konnte im ersten Halbjahr 2014 deutlich verbessert werden. Das EBITDA belief sich auf 0,3 Mio. € nach einem Verlust im Vorjahr. Neben den erfreulichen Lizenzverkäufen konnte auch die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft gegenüber dem Vorjahr deutlich erhöht werden. Die Mehrleistungen im Zusammenhang mit Migrationsprojekten belasteten das Ergebnis in den ersten Monaten mit über 0,7 Mio. €. Diese werden sich in der zweiten Jahreshälfte jedoch nicht wiederholen.
- Die SHS VIVEON AG kommt bei ihrer Ausrichtung als internationaler Lösungsanbieter gut voran. Als einen wesentlichen Wachstumstreiber sehen wir den fest etablierten Partnervertrieb. Die stärkere Fokussierung auf den Ausbau des Produktgeschäfts hat nach unserer Einschätzung zur Folge, dass sich das Umsatzwachstum weniger dynamisch entwickeln wird, als bislang von uns erwartet. Gleichzeitig wird sich die strategische Ausrichtung hin zum Lösungsanbieter positiv auf die Margensituation auswirken. Für das kommende Geschäftsjahr 2015 haben wir daher unsere Umsatzprognose auf 28,50 Mio. € (bisher: 32,00 Mio. €) angepasst. Gleichzeitig haben wir für 2015 unsere Schätzung hinsichtlich der EBITDA-Marge von 9,7 % auf 10,9 % angehoben.
- **Das Kursziel für die Aktie der SHS VIVEON AG sehen wir nun bei 14,50 € (bisher: 14,70 €). Damit messen wir der Aktie weiterhin ein deutliches Aufwärtspotential bei. Aufgrund der klaren Unterbewertung vergeben wir für die Aktie der SHS VIVEON AG das Rating Kaufen.**

UNTERNEHMEN

Profil

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der SHS VIVEON AG:

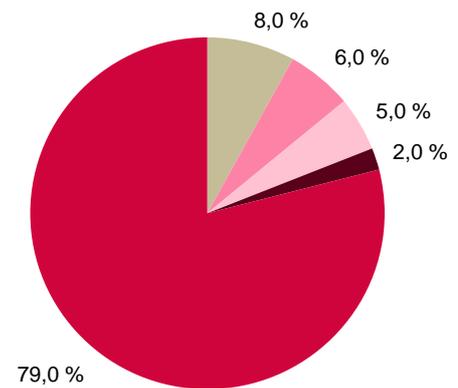


Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2014
Vorstand	8,0 %
Aufsichtsrat	6,0 %
Management	5,0 %
Eigene Anteile	2,0 %
Streubesitz	79,0 %

Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG



■ Vorstand
 ■ Aufsichtsrat
 ■ Management
■ Eigene Anteile
 ■ Streubesitz

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014

GuV (in Mio. €)	HJ 2013	Δ in %	HJ 2014
Umsatzerlöse	11,91	-7,0%	11,07
EBITDA	-1,04	k. A.	0,26
EBITDA-Marge	-8,8%	k. A.	2,3%
EBIT	-1,34	k. A.	0,00
EBIT-Marge	-11,2%	k. A.	0,0%
Jahresüberschuss	-1,39	k. A.	-0,03

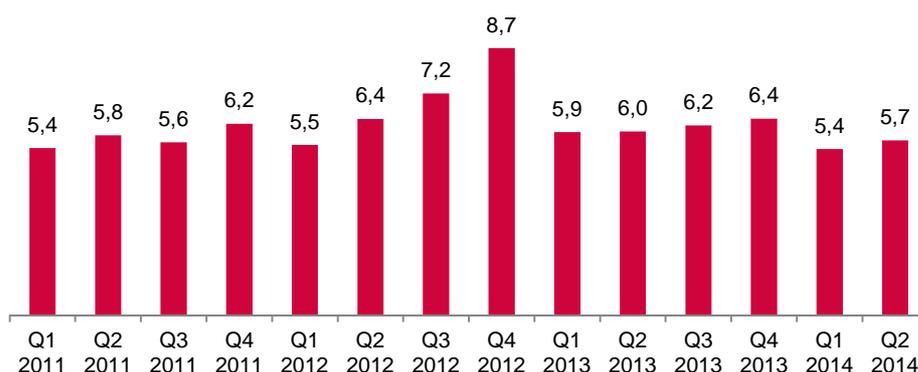
Quelle: SHS VIVEON; GBC

Umsatzentwicklung – Umsatz noch unter Vorjahr; Produktgeschäft zeigt starkes Wachstum

Die SHS VIVEON AG erzielte im ersten Halbjahr 2014 einen Umsatz von 11,07 Mio. €, nach 11,91 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht einem Umsatzrückgang von rund 7 %. Die rückläufige Umsatzentwicklung ist dabei im Wesentlichen auf die im Vergleich zum Vorjahreszeitraum geringere Mitarbeiteranzahl zurückzuführen. Zudem konnten Beratungsdienstleistungen im Rahmen von Migrationsprojekten auf ein neues Software-Release nicht vollständig abgerechnet werden, da diese zu Festpreisen beauftragt wurden. Hingegen ist die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Auch das wichtige Lizenzgeschäft im Produktbereich konnte gegenüber dem Vorjahr deutlich zulegen.

Die Gesamtleistung lag im ersten Halbjahr 2014 mit 11,8 Mio. € (VJ: 12,3 Mio. €) nur rund 4 % unter dem Vorjahr. Aufgrund der Bilanzierung nach HGB werden Beratungsdienstleistungen im Rahmen von langlaufenden Projekten teilweise erst bei Projektfertigstellung als Umsatz erfasst. Der verstärkte Anteil langlaufender Projekte erklärt den deutlichen Anstieg der Bestandsveränderungen (1. HJ 2014: 0,71 Mio. € vs. 1. HJ 2013: 0,35 Mio. €).

Umsatz auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON; GBC

Ein Blick auf Quartalsebene zeigt, dass SHS VIVEON im zweiten Quartal 2014 einen Umsatz von 5,7 Mio. € (VJ: 5,9 Mio. €) erzielte nach 5,4 Mio. € (VJ: 5,7 Mio. €) im Vorquartal.

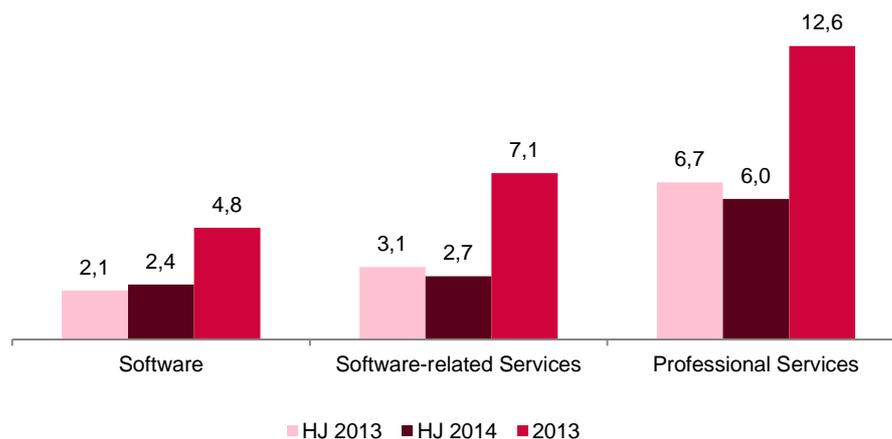
Sehr erfreulich hat sich der Bereich Software entwickelt. Hier konnten die Umsätze im ersten Halbjahr 2014 um rund 13 % auf 2,35 Mio. € (VJ: 2,08 Mio. €) gesteigert werden. Dank einer Vielzahl von Neukunden konnten die Lizenz Erlöse dabei deutlich auf 0,76 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €) zulegen. Allein im zweiten Quartal 2014 wurden Produktlizenzen

für 0,5 Mio. € verkauft. Die Aufträge wurden dabei sowohl durch den direkten Vertrieb als auch durch das Partnernetzwerk gewonnen. Die wiederkehrenden Erlöse aus Wartungsverträgen und aus ASP-Verträgen lagen im ersten Halbjahr 2014 bei rund 1,6 Mio. €.

Ein Umsatzrückgang musste hingegen im Bereich Software-related Services verzeichnet werden. Hier beliefen sich die Umsätze auf 2,71 Mio. €, gegenüber 3,10 Mio. € im Vorjahr. Dies lässt sich vor allem dadurch erklären, dass im Rahmen eines neuen Software-Release für das Produkt DebiTEX Mehrleistungen durch die Beratungsmannschaft erbracht werden mussten, welche nicht abgerechnet werden konnten. Folglich mussten neue Kundenprojekte nach hinten verschoben werden. Das Unternehmen beziffert den Effekt hierfür auf rund 0,75 Mio. €.

Der Umsatz im Segment Professional Services lag im ersten Halbjahr 2014 bei 6,01 Mio. € und damit unterhalb des Vorjahresniveaus von 6,73 Mio. €. Diese Entwicklung ist bedingt durch den Personalabbau seit den Umstrukturierungsmaßnahmen im Frühjahr 2013. Ein größerer Teil des Mitarbeiterabbaus (~ 45 Mitarbeiter) sollte nach unserer Einschätzung den Bereich Professional Services betroffen haben. Dies hatte zur Folge, dass trotz einer höheren Auslastungsquote das Umsatzniveau des Vorjahres nicht erreicht wurde.

Umsatz nach Bereichen (in Mio. €)



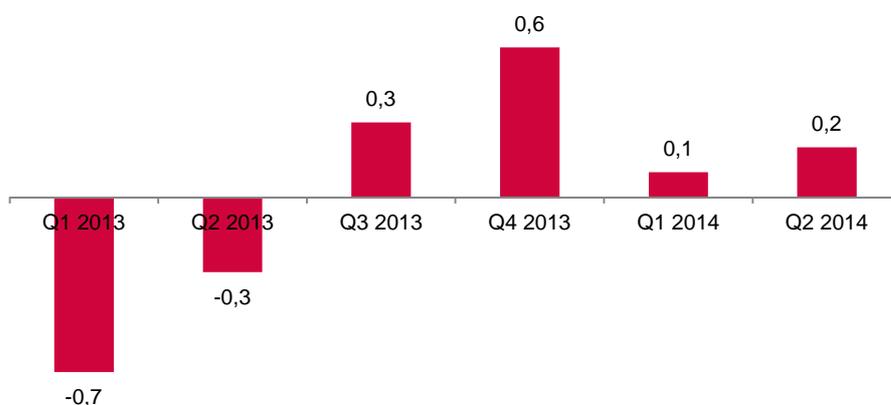
Quelle: SHS VIVEON; GBC

Ergebnisentwicklung – EBITDA deutlich verbessert gegenüber dem VJ

Der Materialaufwand hat sich in den ersten sechs Monaten 2014 leicht auf -0,9 Mio. € (VJ: -0,6 Mio. €) erhöht, was sich dadurch erklärt, dass wieder verstärkt freie Mitarbeiter im Rahmen der Projekte miteinbezogen wurden. Deutlich rückläufig entwickelte sich hingegen der Personalaufwand. Der Personalaufwand lag hier im ersten Halbjahr 2014 bei -8,4 Mio. € (VJ: -10,0 Mio. €). Die Personalkosten wurden bereits in der zweiten Jahreshälfte 2013 infolge der eingeleiteten Einsparmaßnahmen reduziert. Dies spiegelt sich auch in der Entwicklung der Mitarbeiteranzahl wider. Nachdem bis Mitte des Vorjahres rund 260 im Konzern tätig waren, lag die Mitarbeiteranzahl Ende Juni bei 224.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im ersten Halbjahr 2014 deutlich auf 0,3 Mio. € (VJ: -1,0 Mio. €) verbessert werden. Mit einer EBITDA-Marge von 2,3 % konnte SHS VIVEON unsere Ergebniserwartung nicht erfüllen. Bereinigt um die Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit Migrationsprojekten wäre das operative im ersten Halbjahr 2014 jedoch nochmals deutlich besser ausgefallen.

Entwicklung EBITDA auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Die Abschreibungen lagen im ersten Halbjahr 2014 bei 0,26 Mio. € (VJ: 0,29 Mio. €). Da die SHS VIVEON AG infolge der HGB-Bilanzierung den Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abschreiben muss. Diese Abschreibungen beliefen sich, wie bereits im Vorjahr, auf rund 0,1 Mio. €.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	HJ 2014
Eigenkapital	5,57	4,88	4,83
EK-Quote (in %)	54,9%	56,2%	47,9%
Operatives Anlagevermögen	2,19	1,84	1,80
Working Capital	1,71	2,91	1,60
Net Debt	-1,67	-0,15	-1,43

Quelle: SHS VIVEON ; GBC

Die bilanzielle Situation der SHS VIVEON AG ist nach unserer Einschätzung unverändert als gesund zu bezeichnen. Die Eigenkapitalquote liegt per Ende Juni 2014 mit rund 48 % auf einem soliden Niveau. Zudem verfügt die Gesellschaft über eine positive Nettoliquidität von mehr als 1,3 Mio. €.

Sehr positiv entwickelt hat sich der operative Cash Flow im ersten Halbjahr 2014. Dieser belief sich auf 1,5 Mio. € (VJ: -1,7 Mio. €). Neben dem leicht positiven EBITDA ist der starke Cash Flow auf hohe Gebühren aus den laufenden Wartungsverträgen zurückzuführen. So erhöhten sich die Rechnungsabgrenzungsposten auf der Passivseite auf 0,8 Mio. € zum 30.6.2014, gegenüber 0,1 Mio. € zum Ende des Geschäftsjahres 2013. Zudem hat sich der Anstieg der erhaltenen Anzahlungen um rund 0,6 Mio. € positiv auf das Net Working Capital ausgewirkt. Der Anstieg der erhaltenen Anzahlungen auf rund 0,7 Mio. € sollte nach unserer Ansicht im Zusammenhang mit langlaufenden Festpreisprojekten stehen.

Im Rahmen des wieder aufgenommenen Aktienrückkaufprogramms wurden im ersten Halbjahr 2014 rund 10.000 eigene Aktien zurückgekauft, was einen Mittelabfluss von rund 0,1 Mio. € zur Folge hatte. Insgesamt befinden sich knapp 50.000 eigene Aktien im Besitz des Unternehmens.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 13	GJ 14e (neu)	GJ 14e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 15e (alt)
Umsatzerlöse	24,45	25,50	28,00	28,50	32,00
EBITDA	-0,18	1,83	2,00	3,10	3,10
EBITDA-Marge	-0,7%	7,2%	7,1%	10,9%	9,7%
EBIT	-0,75	1,33	1,50	2,60	2,60
EBIT-Marge	-3,1%	5,2%	5,4%	9,1%	8,1%
JÜ	-0,87	0,94	1,07	1,89	1,89
EPS in €	-0,42	0,46	0,52	0,91	0,91

Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Umsatzschätzungen angepasst; Höhere Marge erwartet dank überproportionalem Produktwachstum

Wir haben mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2014 unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2014 und 2015 angepasst. Dabei haben wir bei unseren Prognosen berücksichtigt, dass im Rahmen der Unternehmensstrategie ein stärkerer Fokus auf den Ausbau des Produktgeschäfts gerichtet wird. Gleichzeitig erwarten wir in 2014 und 2015 ein geringeres Wachstum im Beratungsgeschäft.

Dies hat zur Folge, dass wir unsere Umsatzschätzungen nach unten revidiert haben. Gleichzeitig unterstellen wir eine Verbesserung der Margensituation infolge des überproportionalen Wachstums im Produktbereich. Basierend auf einer höher als bislang angenommener EBITDA-Marge wird daher das absolute operative Ergebnis von der niedrigeren Umsatzbasis unbeeinflusst bleiben.

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir nunmehr mit einem Umsatz von 25,50 Mio. € (bisher: 28,00 Mio. €). Das erwartete EBITDA haben wir jedoch nur leicht auf 1,83 Mio. € (bisher: 2,00 Mio. €) reduziert. Für das kommende Geschäftsjahr 2015 haben wir unsere Umsatzprognose auf 28,50 Mio. € (bisher: 32,00 Mio. €) angepasst. Das EBITDA sehen wir unverändert bei 3,10 Mio. €. Dies entspricht dann einer EBITDA-Marge von 10,9 %.

Als wesentlichen Wachstumstreiber im Bereich Software erachten wir den inzwischen etablierten Partnervertrieb. Für den Channel-Vertrieb konnten inzwischen 11 feste Partner im In- und Ausland gewonnen werden. Die Lizenzerlöse aus dem Partnervertrieb für das laufende Geschäftsjahr 2014 sehen wir bereits bei rund 1 Mio. €, nach rund 0,3 Mio. € in 2013. Das erste Halbjahr 2014 entwickelte sich in dieser Hinsicht bereits viel versprechend und auch die Vertriebspipeline ist nach Unternehmensangaben umfangreich. Zudem konnte mit dem britischen Handelsunternehmen Travis Perkins einer der größten Neukunden überhaupt gewonnen werden. Das Projekt hat eine Laufzeit von mehreren Jahren und das Projektvolumen liegt bei rund 1,5 Mio. €, verteilt auf die Gesamtlaufzeit.

Auch der Bereich Software-related Services wird von dem guten Auftragsbestand in der zweiten Jahreshälfte profitieren und zu einer hohen Auslastungsquote führen. Dies betrifft nach unserer Einschätzung sowohl Bestandskunden, bei denen der Software-Rollout vorangetrieben wird, als auch neu gewonnene Kunden. Auf der Ergebnisseite wird es sich im Bereich Software-related Services zudem positiv bemerkbar machen, dass sich der Sondereffekt aus den Migrationsprojekten nicht wiederholen wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SHS VIVEON AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,9 % (bisher: 10,4 %) 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 % sowie eine Steuerquote von 29,80 %.

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 1,38.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,8 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,8 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht einem Kursziel in Höhe 14,50 € (bisher: 14,70 €).

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 14,70 € leicht reduziert. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 60 % für die Aktie der SHS VIVEON AG. Die Aktie ist damit unserer Ansicht nach weiterhin klar unterbewertet und spiegelt nicht die guten Geschäftsperspektiven der Gesellschaft wider.

DCF-MODELL

SHS VIVEON - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,9%	ewige EBITA - Marge	9,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	27,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	12,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	25,50	28,50	30,21	32,02	33,94	35,98	38,14	40,43	
US Veränderung	4,3%	11,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	14,17	15,83	16,45	17,10	17,77	18,47	19,19	20,21	
EBITDA	1,83	3,10	3,29	3,48	3,69	3,91	4,15	4,40	
EBITDA-Marge	7,2%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
EBITA	1,33	2,60	2,79	2,97	3,17	3,38	3,61	3,85	
EBITA-Marge	5,2%	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%
Steuern auf EBITA	-0,34	-0,68	-0,72	-0,77	-0,82	-0,88	-0,94	-1,00	
zu EBITA	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	0,98	1,92	2,06	2,20	2,35	2,50	2,67	2,85	
Kapitalrendite	20,6%	39,3%	38,9%	39,7%	40,4%	41,2%	41,9%	42,7%	39,7%
Working Capital (WC)	3,10	3,50	3,71	3,93	4,17	4,42	4,68	4,96	
WC zu Umsatz	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
Investitionen in WC	-0,19	-0,40	-0,21	-0,22	-0,24	-0,25	-0,27	-0,28	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,80	1,80	1,84	1,87	1,91	1,95	1,99	2,00	
AFA auf OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54	-0,55	
AFA zu OAV	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,50	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,58	-0,56	
Investiertes Kapital	4,90	5,30	5,55	5,81	6,08	6,37	6,67	6,96	
EBITDA	1,83	3,10	3,29	3,48	3,69	3,91	4,15	4,40	
Steuern auf EBITA	-0,34	-0,68	-0,72	-0,77	-0,82	-0,88	-0,94	-1,00	
Investitionen gesamt	-0,65	-0,90	-0,75	-0,77	-0,79	-0,82	-0,85	-0,85	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,50	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,58	-0,56	
Investitionen in WC	-0,19	-0,40	-0,21	-0,22	-0,24	-0,25	-0,27	-0,28	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,83	1,52	1,82	1,94	2,07	2,22	2,37	2,55	33,71

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27,41	28,56
Barwert expliziter FCFs	9,86	9,30
Barwert des Continuing Value	17,55	19,26
Nettoschulden (Net debt)	-0,42	-1,38
Wert des Eigenkapitals	27,82	29,94
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	27,82	29,94
Ausstehende Aktien in Mio.	2,07	2,07
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,47	14,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,8%

Kapitalrendite	WACC				
	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%
39,2%	15,48	14,90	14,37	13,89	13,44
39,4%	15,55	14,97	14,44	13,95	13,50
39,7%	15,62	15,03	14,50	14,01	13,55
39,9%	15,69	15,10	14,56	14,06	13,61
40,2%	15,75	15,16	14,62	14,12	13,66

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:

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/Offenlegung.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 (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 Interessenskonflikte 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), stellvertr. Chefanalyst

§ 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