08. Mai 2018
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
2017 WINNER

SHS VIVEON AG

Starke Fokussierung als neues Erfolgsrezept

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 4,00 Euro | **Kursziel:** 7,30 Euro

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Marktumfeld 9

Strategie 11

Zahlen 13

Equity-Story 16

DCF-Bewertung 18

Fazit 21

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 22

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 23

Impressum & Disclaimer 24

Snapshot

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	ca. 130
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Kurs:	4,00 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,13 Mio. Stück
Market-Cap:	8,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	4,0 Mio. Euro
Free Float:	ca. 81 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,149 / 3,69 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	14,3 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

SHS VIVEON hat ein bewegtes Jahr hinter sich, in dem das Unternehmen aufgrund der in Summe der letzten Jahre unbefriedigenden Entwicklung einen tiefgreifenden Wandel initiiert und durchlaufen hat. In dessen Rahmen wurden das eigene Leistungsspektrum massiv verschlankt und die Führungs-, Organisations- und Kostenstrukturen umgebaut. Im Ergebnis konzentriert sich SHS VIVEON nun auf das Geschäft mit seinen Softwareprodukten zum Customer Risk und Credit Management, in dem das Unternehmen auf eine starke Marktstellung und exzellente Referenzen bauen kann. Der strategische Fokus des verkleinerten Unternehmens gilt nun der Erhöhung der vertrieblichen Schlagkraft sowie der weiteren Standardisierung der Produkte, um damit das margenstarke und berechenbare SaaS-Geschäft auszubauen. Eine konsequente Weiterentwicklung in diese Richtung stellt das jüngst vorgestellte SaaS-Produkt myCredit Monitor dar, mit dem diejenigen Kunden angesprochen werden sollen, für die Standard-DebiTEX zu umfangreich ist. Sollte mit dieser neuen Aufstellung die Rückkehr zum profitablen Wachstum gelingen, würde das der SHS-Aktie nach unserer Einschätzung ein sehr hohes Potenzial eröffnen.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	26,5	24,6	18,5	12,5	12,8	13,5
EBIT (Mio. Euro)	-0,2	0,3	1,2	0,0	0,4	0,6
Jahresüberschuss	-1,2	-0,3	0,1	-0,7	-0,2	0,1
EpS	-0,56	-0,15	0,05	-0,35	-0,08	0,03
Dividende je Aktie	0,10	0,00	0,06	0,00	0,00	0,05
Umsatzwachstum	9,0%	-7,3%	-24,6%	-32,4%	2,5%	5,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	0,32	0,35	0,46	0,68	0,67	0,63
KGV	-	-	84,5	-	-	138,2
KCF	24,0	23,1	-	2,6	19,1	14,7
EV / EBIT	-	14,8	3,2	158,7	9,7	6,9
Dividendenrendite	2,5%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	1,3%

Executive Summary

- **Konzentration auf Customer Risk und Credit Management:** SHS VIVEON hat sich auf die Themen Customer Risk und Credit Management spezialisiert und deckt beide Bereiche mit Softwareprodukten und dazugehörigen Dienstleistungen ab. Mit den Lösungen von SHS VIVEON können Unternehmen die Risken aus Kundenbeziehungen besser einschätzen, steuern und reduzieren und dadurch Kosten von Betrug, Zahlungsausfällen etc. einsparen.

- **Erstklassige Referenzen:** Die Produkte von SHS VIVEON sind bei zahlreichen namhaften Unternehmen im Einsatz, zu denen auch Großkonzerne wie etwa BP und Shell, Vodafone, BMW Financial Services und Huyndai Capital Europe zählen. Teilweise nutzen die Kunden die Software konzernweit über sämtliche Ländergrenzen hinweg, was im Fall von Shell insgesamt über 40 Ländergesellschaften umfasst.

- **Tiefgreifende Restrukturierung in 2017:** Nachdem es SHS trotz der grundsätzlich guten Marktposition in Summe der Jahre seit 2012 nicht mehr gelungen war, zu wachsen und profitabel zu wirtschaften, wurde im Frühjahr 2017 ein tiefgreifender Wandel eingeleitet, in dessen Rahmen das eigene Leistungsspektrum massiv verschlankt und die Führungs-, Organisations- und Kostenstrukturen umgebaut wurden. Unter einer neuen Führung wurde insbesondere das Geschäftsmodell auf die eigenen Softwareprodukte konzentriert und Beratungsaktivitäten ohne Bezug zu diesen Produkten aufgegeben.

- **Verkauf des Beratungsgeschäfts sorgt für Gewinn:** Den größten Einschnitt stellte der Verkauf der Beratungsaktivitäten im ehemaligen Segment Customer Value dar, in dessen Rahmen rund 40 Mitarbeiter mitsamt den entsprechenden Kundenverträgen und Projekten von der mVISE AG aus Düsseldorf übernommen wurden. Der dafür erhaltene Preis hat es im letzten Jahr SHS VIVEON ermöglicht, trotz des operativen Verlustes und trotz der restrukturierungsbedingten Mehrkosten ein positives Ergebnis auszuweisen. Darüber hinaus sorgte der mit der Transaktion verbundene Mittelzufluss für eine sehr komfortable Liquiditätsausstattung, die sich nach unseren Schätzungen auf mehr als 30 Prozent der Bilanzsumme belaufen dürfte.

- **Stärkung der Ertragspotenziale:** Durch die Konzentration auf das Softwaregeschäft hat sich das Skalierungspotenzial des Geschäftsmodells deutlich erhöht. Darüber hinaus bemüht sich SHS VIVEON um eine stärkere Standardisierung der Produkte und will damit das abobasierte SaaS-Geschäft forcieren. Damit sollen nicht nur höhere Margen erzielt, sondern auch der Anteil von wiederkehrenden Einnahmen erhöht werden.

- **Reines SaaS-Produkt vorgestellt:** Als konsequente Fortführung dieser Strategie hat SHS VIVEON jüngst eine neue Credit Managment-Lösung (myCredit Monitor) vorgestellt, die bei einem reduzierten Funktionsumfang ausschließlich als cloudbasierte Standardsoftware vertrieben werden soll und mit der das Unternehmen Kunden adressieren will, für die die Standardversion zu umfangreich und zu teuer ist.

- **Hohes Kurspotenzial:** Auf Basis der Annahme, dass die angestrebte Rückkehr zum profitablen Wachstum gelingt, sehen wir den fairen Wert der SHS-Aktie aktuell bei 7,30 Euro, was in Relation zum aktuellen Börsenkurs ein sehr hohes, wenn auch noch spekulatives, Kurspotenzial signalisiert.

SWOT-Analyse

Stärken

- Mit seinen Softwareprodukten RiskSuite und DebiTEX gehört SHS VIVEON seit vielen Jahren zu den führenden Spezialisten für Customer Risk und Credit Management.
- Das Unternehmen verfügt über eine große Kundenbasis, die sich auf mehrere große Zielbranchen verteilt und zahlreiche exzellente Referenzen enthält.
- Der im letzten Jahr initiierte Restrukturierungsprozess wurde schnell und nach bisherigem Eindruck erfolgreich umgesetzt.
- Durch den Verkauf der produktunabhängigen Beratung wurde ein hoher Ertrag erzielt, mit dem im letzten Jahr trotz der Restrukturierung ein Gewinn ausgewiesen werden konnte.
- Auch dank dieser Transaktion verfügt SHS VIVEON über eine sehr gute Liquiditätsausstattung sowie über eine solide Bilanz.

Schwächen

- Seit dem Jahr 2012 konnte SHS VIVEON in Summe kein Wachstum mehr erzielen, gleichzeitig hat sich die Profitabilität in den letzten Jahren trendmäßig verschlechtert.
- Als Folge der Restrukturierung wird der Umsatz auch im laufenden Jahr deutlich zurückgehen, die Rückkehr zum Wachstum wird erst für 2019 erwartet.
- Auch das diesjährige Ergebnis wird noch negativ ausfallen, auf der Nettoebene könnte sich der Breakeven sogar bis 2020 ziehen.
- Durch den Verzicht auf einen Konzernabschluss ist die Aussagekraft des Zahlenwerks etwas eingeschränkt, wobei es sich allerdings bei der einzigen operativen Einheit außerhalb der AG nur um eine sehr kleine Gesellschaft handelt.
- Bedingt durch die geringe Marktkapitalisierung ist der Handel in der Aktie von SHS VIVEON relativ illiquide und dadurch vor allem für größere Anleger unattraktiv.

Chancen

- Das Unternehmen zeigt sich zuversichtlich, mit der neuen Aufstellung die vertriebliche Dynamik erhöhen und damit auf den Wachstumskurs zurückkehren zu können.
- Auf Basis der reduzierten Kosten und des höheren Softwareanteils könnte künftiges Wachstum sehr stark auf die Gewinne durchschlagen.
- Mit dem neuen SaaS-Produkt myCredit Monitor werden eine hochskalierbare Erlösquelle und ein zusätzliches, großes Marktsegment erschlossen.
- Die aktuelle Börsenbewertung spiegelt vor allem die Enttäuschung über die letzten Jahre wider und bietet somit viel Potenzial nach oben, falls die Rückkehr zum profitablen Wachstum gelingt.

Risiken

- Die Erwartung, dass es mit der neuen Aufstellung gelingt, die Dynamik der Neukundengewinnung wieder zu erhöhen, könnte enttäuscht werden.
- Die Marktakzeptanz für myCredit Monitor könnte die Erwartungen verfehlen.
- Die von SHS VIVEON angebotenen Funktionalitäten könnten von größeren Softwareanbietern (ERP, CRM) in ihre Lösungen aufgenommen werden.
- Größere Implementierungs- oder Customizing-Projekte könnten die Kapazitäten des verkleinerten Unternehmens überfordern; gleichzeitig könnte die Sorge davor die Vertriebschancen reduzieren.

Profil

Spezialist für Customer Management

Die SHS VIVEON AG entwickelt und vertreibt Software für Customer Risk- und Credit Management, mit der sich die Risiken von Kundenbeziehungen systematisch erfassen, bewerten und effizient steuern lassen. Die Funktionalität der SHS-Produkte umfasst solche Aspekte wie Bonitätsprüfung, Vermeidung von Betrugs- und Rückabwicklungsfällen, Optimierung der Auswahl der Zahlungsmethoden im E-Commerce oder eine effiziente Abwicklung der Administrationsprozesse rund um Warenkreditversicherungen. Die Wurzeln des Unternehmens reichen zurück bis 1991, seit Mai 1999 ist die Gesellschaft börsennotiert, seit dem Herbst 2009 besteht die Hauptnotiz im Segment M:access der Börse München. Aktuell hat SHS VIVEON rund 130 Mitarbeiter, die sich neben der AG selbst noch auf eine Tochtergesellschaft in der Schweiz und auf insgesamt sechs Standorte in Deutschland, Österreich und der Schweiz verteilen. Hauptsitz des Unternehmens ist München.

Tiefgreifender Wandel in 2017

Nachdem die Entwicklung der letzten Jahre in Summe hinter den Erwartungen geblieben war, hat sich das Unternehmen 2017 einem tiefgreifenden Wandel unterzogen. Neben dem Wechsel an der Vorstandspitze gehörte dazu vor allem die starke Fokussierung der zuvor deutlich breiter gefassten Aktivitäten, in dessen Rahmen ein kompletter Bereich mit rund 40 Mitarbeitern (produktunabhängige Beratung) veräußert wurde. Darüber hinaus wurde ein erst ein Jahr zuvor entwickeltes und vorgestelltes Produkt zur Kampagnensteuerung eingestellt und die Beratungsaktivitäten zu Drittprodukten (vor allem Microsoft Dynamics und Adobe Campaign) auf Projekte im Zusammenhang mit eigenen Produkten reduziert. Schließlich wurden umfangreiche Kostensenkungsmaßnahmen durchgeführt und eingeleitet, wie etwa die Reduzierung der Büroflächen und der damit verbundenen Kosten oder der Personalabbau in der Verwaltung. Auch die Kosten für IT, Kommunikation und Fuhrpark wurden kräftig gesenkt.

Zweiköpfiger Vorstand

Ausgangspunkt der Restrukturierung war die überraschende Amtsniederlegung durch den langjährigen Vorstandsvorsitzenden Stefan Gilmozzi, die in unterschiedlichen Auffassungen bezüglich der Ursachen der in Summe der letzten Jahre unbefriedigenden Geschäftsentwicklung und der daraus abzuleitenden Handlungsoptionen begründet war. Die Vakanz wurde interimsweise durch Aufsichtsratsmitglied Dr. Andreas Beyer geschlossen, seit Anfang Oktober fungiert Axel Kock als neuer CEO. Herr Kock bringt eine 25-jährige Erfahrung im IT-Sektor (unter anderem bei IBM) mit und hat in den letzten Jahren als Geschäftsführer der Pegasystems GmbH gearbeitet, die unter seiner Führung in vier Jahren um mehr als 60 Prozent gewachsen ist und sich von einem regionalen Start-up zu einem etablierten Spezialisten für Kundenbindungs-Software entwickelt hat. Komplettiert wird der Vorstand durch Dr. Jörg Seelmann-Eggebert, der bereits seit März 2000 im Unternehmen und seit 2012 Vorstandmitglied ist.

Zwei Produktlinien

Kern der neuen Aufstellung sind zwei Produktlinien (RiskSuite und DebiTEX) sowie das e-Commerce-Modul proofitBOX. Dabei stellt DebiTEX die Credit Management Lösung dar, mit der Unternehmen alle internen und externen Informationen ihrer Kunden im B2B-Geschäft (z.B. über die Einbindung von Auskunfteien oder über die Auswertung von Finanzdaten der Kunden) stets im Blick haben. Sie können damit auch den Datenaustausch mit Warenkreditversicherungen automatisieren und so schnell auf Veränderungen beim Kunden reagieren. Die Lösung wird unter anderem konzernweit und damit in 40 Ländern von dem Energiemulti Shell eingesetzt und kann mit der Partnersoftware Onguard Collections zu einem vollständigen Tool für Forderungsmanagement erweitert werden. Kunden, die DebiTEX einsetzen, können die Forderungsausfälle, die Zahlungsfristen und die

Versicherungskosten spürbar reduzieren und berichten nach Angaben von SHS von einer um 87 Prozent schnelleren Bonitätsprüfung, einer um 42 Prozent reduzierten Außenstandsdauer und von 69 Prozent weniger Forderungsausfällen.

Hauptumsatzträger RiskSuite

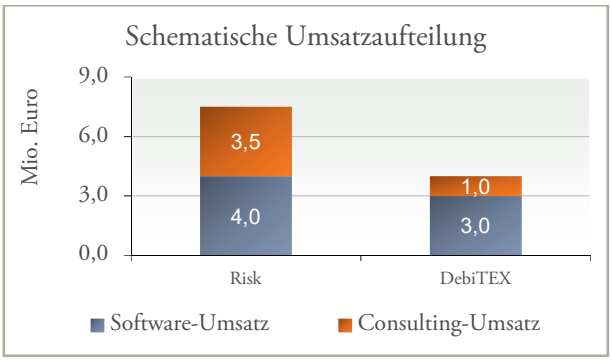
Vergleichbare Aufgaben, vor allem aber im Hinblick auf die Risiken im B2C-Geschäft mit einer großen Anzahl von Kunden (ab 1.000), erfüllt die modulare Software RiskSuite. Die Lösung, die inkl. der damit verbundenen Consulting-Einnahmen im laufenden Jahr den Umsatzschwerpunkt darstellen dürfte, erlaubt unter anderem ein automatisiertes und regelbasiertes Antragsmanagement für Kreditentscheidungen mit Hilfe von Scorings, Ratings und Entscheidungsregeln. Darüber hinaus bietet sie eine effektive Betrugsprävention durch automatisierte Erkennung häufiger Betrugsmuster sowie eine zuverlässige Erfüllung wichtiger Compliance-Vorgaben wie etwa die Beachtung von Sanktionslisten im Rahmen von Terrorismus- oder Geldwäschebekämpfung. Eingesetzt wird RiskSuite vor allem von Unternehmen aus dem Bankenbereich, von Telekommunikationsgesellschaften sowie von Finanzdienstleistern und Händlern.

Lösung für E-Commerce

Ebenfalls auf das Endkundengeschäft richtet sich das Produkt proofitBOX, mit dem im E-Commerce automatisiert die Auswahl der angebotenen Zahlungsmethoden optimiert wird. Anhand von externen Daten wie auch eigenen Auswertungen (z.B. Inhalt des Warenkorbs) wird damit vollautomatisch in Echtzeit entschieden, ob für den Verkäufer riskantere Zahlungsmethoden wie der Rechnungskauf, die erwiesenermaßen die Abschlusswahrscheinlichkeit erhöhen, angeboten werden sollen oder nicht. Die Lösung wird oft zusammen mit der RiskSuite verkauft, kann aber auch separat eingesetzt werden.

Softwareanteil von 60 Prozent

Im laufenden Jahr will SHS VIVEON rund 60 Prozent der Umsätze mit Software erzielen, wobei darunter unterschiedliche Einnahmenarten subsumiert werden. Dazu zählen sowohl die Lizenz-, Support- und Wartungserlöse des klassischen Softwaregeschäfts, als auch die Hosting- und Mieteinnahmen, die SHS VIVEON mit neuen, cloudbasierten Modellen (Software as a Service (SaaS)) generiert. Dazu unterhält das Unternehmen ein eigenes Rechenzentrum mit hochperformanten Servern und höchsten Sicherheitsstandards. Welcher Anteil der Einnahmen mit dem SaaS- und Hostingmodell erwirtschaftet wird, hat SHS nicht veröffentlicht.



Quelle: Unternehmen

Unterschiedlicher Beratungsbedarf

Neben dem Softwareumsatz bietet SHS auch produktbezogenes Consulting an, in dessen Rahmen die entsprechenden Prozesse beim Kunden analysiert und mit Hilfe der Software optimiert werden. Besonders beratungsintensiv ist die Lösung RiskSuite, die eine modulare und stark individualisierbare Softwareplattform darstellt, mit der Unternehmen ihre individuellen komplexen Entscheidungsprozesse und Risikostrategien abbilden, verwalten und optimieren können. Dementsprechend liegt der Consulting-Umsatz in diesem Bereich fast gleichauf mit dem Softwareumsatz, obwohl SHS hier auch das E-Commerce-Modul proofitBOX subsumiert, das hochgradig standardisiert ist und deswegen weitestgehend Out-of-the-box verkauft wird. Einen höheren Standardisierungsgrad weist die Software DebiTEX auf, die zunehmend im SaaS-Modell verkauft wird. Der Consulting-Umsatz beläuft sich in diesem Bereich auf lediglich ein Viertel der Gesamteinnahmen und fällt vor allem im Zusammenhang mit der Großkundenversion DebiTeX Enterprise an, die einen erweiterten Funktionsumfang bietet und umfangreiche Implementierungs- und Customizing-Leistungen erfordert.

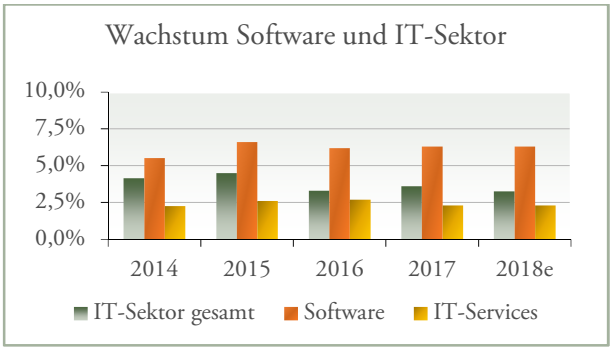
Breite Kundenbasis mit Top-Referenzen

Mit seiner jahrelangen Fokussierung auf das Thema Customer Management hat sich SHS VIVEON eine starke Marktstellung mit einer breiten Kundenbasis und sehr namhaften Referenzen erarbeitet. DebiTEX wird beispielsweise von Unternehmen wie Shell, BP, AGFA, Saint-Gobain, BayWa oder Bosch Sicherheitssysteme eingesetzt, und dies teilweise konzernübergreifend über Ländergrenzen hinweg. Die Kundenliste der RiskSuite weist hingegen eine stärkere Branchenkonzentration auf die drei Bereiche Telekommunikation (Vodafone, Swisscom, Telekom Austria), Finanzdienstleistungen (BMW Financial Services, Hyundai Capital Europe, SüdLeasing, Financial Services Toyota) und Direktbanken (Consors, Comdirect, 1822direct) auf. Das E-Commerce-Modul proofitBOX schließlich wird vor allem von Internetshops wie home24 oder shop-apotheke.de eingesetzt.

Marktumfeld

Softwarebranche als Wachstumstreiber

Als Anbieter von Software und angrenzenden Dienstleistungen agiert SHS VIVEON in Märkten mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Insbesondere der Software-Sektor gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft. So ist der deutsche Softwaremarkt seit 2010 um durchschnittlich mehr als 6 Prozent pro Jahr gewachsen, im letzten Jahr sogar um 6,3 Prozent (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM eine weiterhin hohe Dynamik und prognostiziert einen Anstieg des Branchenumsatzes um erneut 6,3 Prozent auf 24,4 Mrd. Euro. Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist demgegenüber etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im Schnitt der letzten acht Jahre betrug das Wachstum 2,3 Prozent p.a., auch in 2017 erhöhten sich die Umsätze um 2,3 Prozent auf 39,0 Mrd. Euro.



Quelle: BITKOM

Cloud-Computing und SaaS auf dem Vormarsch

Eine wichtige Änderung vollzieht sich in den letzten Jahren im Hinblick auf die Art und Weise, wie Software bereitgestellt und abgerechnet wird. So gehört Cloud Computing inzwischen in vielen Unternehmen zum Alltag. Das betrifft sowohl Speicher- und Rechenkapazitäten als auch eben die Software, die nicht mehr lokal installiert, sondern per internes Netzwerk (private Cloud) oder per Internet bereitgestellt (public Cloud) wird (Software as a Service). Nach Angaben des letztjährigen Cloud Monitors von Bitkom Research und KPMG nutzten 2016 bereits 65 Prozent der befragten Unternehmen Cloud-Dienste, nach 54 und 44 Prozent in den beiden Vorjahren. Dabei dominieren zwar noch Private-Cloud-Lösungen, doch auch die Nutzung von Services aus dem Internet hat sich zwischen 2014 und 2016 fast verdoppelt auf 29 Prozent. Besonders oft genutzt werden aus der public Cloud Office-Anwendungen, Sicherheitslösungen, Groupware und Collaborations-Software. Die Unternehmen schätzen am SaaS-Modell die flexible geographische Verfügbarkeit, die rasche Skalierbarkeit und organisatorische Flexibilität sowie die Verbesserungen der Performance und der IT-Sicherheit (Quelle: Cloud Monitor 2017).

Neue Lizenzmodelle

Die zunehmend cloudbasierte Bereitstellung von Software hat zudem den Weg bereitet für neue Lizenzmodelle. Statt des früher üblichen Erwerbs einer Einmallizenz (oft in Kombination mit einem mehrjährigen Wartungsvertrag) können die Unternehmen die Software nun mieten. Gemessen an den reinen Lizenzkosten ist die Mietlösung in der Regel zwar teurer, (was sie für die Anbieter so attraktiv macht), doch sie birgt mehrere Vorteile. Dazu gehören vor allem der Wegfall einer hohen einmaligen Investitionssumme, die schnellere Verfügbarkeit von neuen Versionen und Funktionen und die flexible Skalierbarkeit des Lizenzumfangs. Viele große Softwareunternehmen wie Adobe, Autodesk oder Microsoft setzen inzwischen fast ausschließlich auf das Abo-Modell (engl.: subscription), zumal es auch einen wirksamen Schutz gegen kundenseitige Unterlizensierung bietet.

CRM-Markt führend im Softwaresektor

Eine besonders starke Dynamik innerhalb des Softwaresektors weist der Markt für Customer Relation-

ship Management (CRM) auf, der thematisch mit den von SHS VIVEON adressierten Segmenten verwandt ist. Laut Gartner wurde im letzten Jahr mit Customer Relationship-Lösungen weltweit ein Umsatz von 39,5 Mrd. US-Dollar erzielt. Auch für die Zukunft geht Gartner davon aus, dass der CRM-Sektor das am stärksten wachsende Segment des Softwaremarktes bleibt und rechnet für 2018 mit einer weiteren Umsatzsteigerung um 16 Prozent. Angeführt wird der Markt klar von Salesforce.com, dessen Marktanteil bei etwa 20 Prozent liegen dürfte. Dahinter folgen SAP mit 13 Prozent, Oracle mit 9 Prozent und Microsoft mit seiner Dynamics 365-Lösung (4 Prozent) (Quelle: Gartner: "Market Share Analysis: Customer Relationship Management Software, Worldwide, 2016.").

Zersplitterter Markt

Bis auf SAP, das ein eigenes Customer Risk-Modul anbietet, führen die großen CRM-Anbieter keine entsprechenden Lösungen im Angebot. Dementsprechend ist das Feld der Wettbewerber von vielen kleinen Nischenanbietern geprägt. Im Bereich Credit Management nennt SHS VIVEON die Prof. Schumann GmbH aus Göttingen als einen wichtigen Konkurrenten, die nach eigenen Angaben einen Kundenstamm von 290 Unternehmen bedient. Darüber hinaus bieten auch die Auskunfteien selbst eigene Lösungen und Schnittstellen zu ihren Datenbanken. Ein potenzieller Konkurrent ist auch das irische Unternehmen Experian plc, das mit seinen 17.000 Mitarbeitern in 35 Ländern aktiv ist und unter anderem auch Lösungen für das Credit Management anbietet. Im vorletzten Geschäftsjahr (per Ende März 2017) haben die Iren 4,3 Mrd. US-Dollar umgesetzt und dabei eine EBIT-Marge von fast 28 Prozent erwirtschaftet. Allerdings hat das Unternehmen nach Aussage von SHS keine starke Stellung im deutschen Markt, weswegen SHS hierzulande außerhalb der SAP-Welt eine führende Rolle für sich beansprucht.

Strategie

Refokussierung auf die Stärken

Kern der aktuellen Strategie ist die Konzentration auf die etablierten Softwareprodukte DebiTEX, RiskSuite und proofitBOX. Nachdem die Analyse der wiederholt unbefriedigenden Wachstumsdynamik die fehlende vertriebliche und organisatorische Fokussierung als die zentrale Ursache identifiziert hatte, wurde das Leistungs- und Produktspektrum im letzten Jahr kräftig zusammengestrichen und auf Bereiche beschränkt, in denen SHS VIVEON klar erkennbare Wettbewerbsvorteile oder gar Alleinstellungsmerkmale aufweist. Die zuvor breite Aufstellung hatte zwar den Vorteil, dass den Kunden ein umfangreiches Leistungsspektrum rund um Customer Management angeboten werden konnte, dies allerdings auf Gebieten (wie etwa CRM-Projekte), auf denen es zahlreiche größere und besser positionierte Wettbewerber gibt. Nun will SHS stärker auf Partnerschaften setzen, um die selbst nicht mehr angebotenen Leistungen abzudecken.

Ausbau der Funktionsvielfalt

Die Konzentration auf die drei Produkte erfordert, dass sie im Konkurrenzvergleich überlegene Eigenschaften aufweisen. Dazu zählt SHS VIVEON vor allem die Funktionsvielfalt und postuliert hierfür für sich eine Führungsposition. So stellt der automatisierte Zugriff auf über 50 nationale und internationale Auskunfteien sowie auf zahlreiche Warenkreditversicherer und Zahlunsgerfahrungspools ebenso einen wichtigen Vorteil dar wie die große Anzahl an standardmäßig enthaltenen oder zubuchbaren Funktionen wie etwa Monitoring, Analytics, Simulation, Scoring & Decisioning. Schließlich schätzen die Kunden auch die vielfältigen Möglichkeiten, die Dashboards, Templates und Reportings nach eigenem Bedarf zu gestalten. Um diese Stärken weiter auszubauen, sollen deswegen die vorhandenen Kapazitäten auf die Weiterentwicklung der Produkte konzentriert werden. Eine weitere Option stellen Kooperationen mit Anbietern von Speziallösungen oder Modulen dar, wie sie beispielsweise im April mit der BIG Blockchain Intelligence Group Inc. abgeschlossen wurde. In Rahmen dieser Vereinbarung wird SHS die BIG-Risikobewertungsdienstleistung für Kryptowährungen in sein Angebot integrieren und mit vertreiben. Damit könnten Unternehmen nun auch das Risiko von Transaktionen auf Basis von Kryptowährungen bewerten und zum Beispiel ausschließen, dass die angebotenen Coins nicht im Zusammenhang mit kriminellen Aktivitäten (Darknet-Transaktionen) stehen oder gegen Geldwäschestandards verstoßen, wofür BIG die Transaktionshistorie im Wallet der Gegenpartei automatisch analysiert.

Erhöhung des Standardisierungsgrades

Gleichzeitig bemüht sich SHS VIVEON, den Standardisierungsgrad der Software zu erhöhen, um damit sowohl den Implementierungsaufwand zu reduzieren als auch die anschließende Wartung und Aktualisierung der Software zu erleichtern. Kundenseitig dürfte dies die Vertriebschancen erhöhen, weil der Umfang der anfänglichen Implementierungsprojekte reduziert und die Unsicherheit über künftige Investitionen (etwa für neue Versionen) reduziert wird, während SHS VIVEON von einer verbesserten Skalierbarkeit des Geschäfts profitieren würde.

Ausbau der SaaS- und Subscription-Angebote

Eine konsequente Weiterentwicklung des Standardisierungsgedankens ist das SaaS-Angebot, bei dem die Software von SHS VIVEON in der Cloud gehostet und betrieben wird. Dies eröffnet erhebliches Skalierungspotenzial und erschließt in Kombination mit einem Subscription-Modell eine verlässliche und wiederkehrende Erlösquelle. Auch bietet das Modell kundenseitig die Vorteile einer reduzierten Kapitalbindung und einer schnelleren und flexibleren Nutzung (ohne langwierige Implementierungsprojekte) und könnte damit SHS VIVEON neue Kundenkreise vor

allem im Mittelstand erschließen. Über die gesamte Laufzeit können in dem Subscription-Modell zudem im Normalfall höhere Einnahmen generiert werden als im traditionellen Softwareverkauf.

myCredit Monitor

Weit fortgeschritten ist die Standardisierung bereits bei DebiTEX und bei proofitBOX. Während die letztere ohnehin einen hohen Standardisierungsgrad aufweist und keinen größeren Implementierungsaufwand erfordert, gibt es von DebiTEX neben der High-End-Version DebiTEX Enterprise auch eine Standardversion, die zwar einen reduzierten Funktionsumfang hat, dafür aber günstiger ist und kundenseitig rasch in Betrieb genommen werden kann und auch im SaaS-Modell angeboten wird. Als nächsten Schritt hat SHS VIVEON Anfang Mai unter dem Namen myCredit Monitor eine neue Lösung für das Credit Management vorgestellt. Es handelt sich um ein cloudbasiertes, über den Browser zugängliches Derivat von DebiTEX, das Kunden ohne jeglichen Installationsaufwand sofort nutzen und auch ohne lange Vertragsbindung jederzeit wieder kündigen können. Das Angebot richtet sich an Unternehmen mit bis zu 2.000 Kunden und kostet in der kleinsten Lizenz (bis 1.000 Kunden und 3 Mitarbeiter) 299 Euro im Monat. Neben den niedrigen Kosten und der hohen Flexibilität bietet die Lösung somit auch eine hohe Sicherheit bezüglich der Kosten. SHS VIVEON will mit dem Produkt somit vor allem solche Unternehmen ansprechen, für die DebiTEX zu umfangreich und zu teuer ist.

Vertriebsorientierung gestärkt

Ein wichtiges Element der letztjährigen Umstrukturierung war die Stärkung des Vertriebs, der zuvor zwar bereits ausgebaut worden war, aber keine klare Fokussierung hatte. Um seine Schlagkraft zu erhöhen, wurden Leitungsstellen neu besetzt, die Anreizmodelle vereinfacht und zusätzliche Mitarbeiter eingestellt. Auch soll für die standardisierten Produkte wie proofitBOX und vor alles das neue myCredit Monitor der Onlinevertrieb weiter ausgebaut werden. SHS setzt dabei auf SEO, Blogs und Webinare und will vor allem bei myCredit Monitor den Online-Weg nicht nur für die Kundenansprache, sondern auch für den Abschluss und für die Auslieferung der Software (Nutzung per Browser) nutzen.

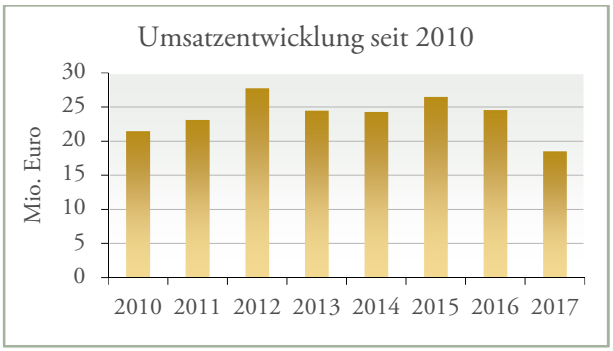
Kostendisziplin

Nach den letztjährigen Kostensenkungen legt der Vorstand weiterhin einen großen Wert auf die Kostendisziplin. Nachdem das Unternehmen zuvor Strukturen aufgebaut hatte, die für seine Größe zu teuer und zu komplex gewesen waren, dauert der Verschlankungsprozess noch an. So wurden für die inzwischen zu groß dimensionierten Büroräume in München und in Düsseldorf erst im laufenden Jahr Lösungen gefunden, die sich erst im weiteren Jahresverlauf entlastend auswirken werden. Dies gilt auch für Teile des Fuhrparks und der personellen Kapazitäten im Verwaltungsbereich. Aber auch losgelöst von den nachlaufenden Maßnahmen der letztjährigen Restrukturierung will SHS VIVEON künftig stärker auf Lösungen, Prozesse und Strukturen achten, die der Unternehmensgröße angemessen sind.

Zahlen

Wachstumsschwäche seit 2012

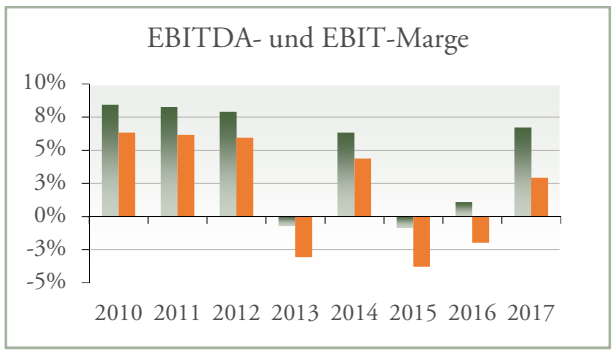
Während SHS VIVEON zu Beginn des Jahrzehnts noch beachtliche Zuwachsraten verzeichnen und im Jahr 2012 mit einem Umsatz von 27,8 Mio. Euro das Niveau aus der Zeit vor der Finanzkrise wieder erreichen und sogar übertreffen konnte, brachten die Folgejahre bis 2016 eine insgesamt stagnierende Entwicklung. Diese resultierte schließlich 2017 in einer umfassenden Restrukturierung, in deren Rahmen SHS VIVEON sich unter anderem von dem produktunabhängigen Beratungsgeschäft getrennt hat. In Verbindung mit der vor allem im ersten Halbjahr unzureichenden Auslastung sorgte dies für einen Umsatzrückgang um ein Viertel auf 18,5 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen; bis 2015 Konzernabschluss, anschließend Einzelabschluss

Sinkende Profitabilität

Die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre spiegelt die fehlende Umsatzdynamik wider. Während bis 2012 noch eine EBIT-Marge von knapp oder sogar über sechs Prozent ausgewiesen werden konnte, rutschte das Unternehmen in drei der folgenden vier Jahre ins Minus. Teilweise war dies angesichts der aufgestockten Kapazitäten den nicht erfüllten Wachstumserwartungen geschuldet, teilweise mussten in zwei Jahren umfangreiche nicht fakturierbare Mehrleistungen im Rahmen von Festpreisprojekten erbracht werden, die die Ergebnisse mit jeweils 1 Mio. Euro belastet hatten. Aber auch die Entwicklung neuer Produkte wie der inzwischen eingestellten Kampagnen-Software sowie der zwischendurch deutlich gestiegene Umsatzanteil von lediglich durchgeleiteten Leistungen von Drittanbietern hatten die Margen belastet.



Quelle: Unternehmen; bis 2015 Konzernabschluss, anschließend Einzelabschluss

Teilbetriebsverkauf prägt das Ergebnis

Auch das letztjährige Ergebnis wurde von fehlenden Deckungsbeiträgen sowie von Restrukturierungskosten (allein 0,4 Mio. Euro für Abfindungen) belastet. Dass SHS VIVEON dennoch mit 1,2 Mio. Euro das höchste EBITDA seit 2014 ausweisen konnte, war auf den Verkauf des Geschäftsbereiches Professional Service Customer Value (produktunabhängige Beratung) zurückzuführen, in dessen Rahmen 40 Mitarbeiter und die entsprechenden Kunden und Projekte an die mVISE AG aus Düsseldorf veräußert wurden. Der Kaufpreis betrug 3,25 Mio. Euro zuzüglich zweier Earn-out-Tranchen in 2018 und 2019, sofern von dem übernommenen Teilgeschäftsbereich festgelegte Umsatzziele erreicht werden. Die Transaktion sorgte für einen positiven Ergebniseffekt in Höhe von 3,64 Mio. Euro, der unter den sonstigen betrieblichen Erträgen gebucht wurde. Den Umfang des verkauften Geschäfts beziffert SHS VIVEON auf eine Gesamtleistung von 5,5 bis 6,0 Mio. Euro pro Jahr. Da die Transaktion aber erst zum 01. Oktober wirksam wurde, wird sich der Abgang des Geschäftsbereiches erst in den Umsatzzahlen des laufenden Jahres im vollen Umfang bemerkbar machen.

Geschäftszahlen	GJ 2016	GJ 2017	*Änderung*
Umsatz	24,55	18,50	*-24,6%*
Rohertrag	22,01	16,35	*-25,7%*
Rohmarge	*89,7%*	*88,4%*	
SBE	0,36	3,96	*+1.011%*
EBITDA	0,27	1,24	*+365,2%*
EBITDA-Marge	*1,1%*	*6,7%*	
EBIT	-0,49	0,54	-
EBIT-Marge	*-2,0%*	*2,9%*	
Vorsteuerergebnis	-0,58	0,45	-
EBT-Marge	*-2,4%*	*2,4%*	
Jahresüberschuss	-0,33	0,10	-
Netto-Marge	*-1,3%*	*0,5%*	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Komfortable Liquiditätsposition

Eine Cashflow-Rechnung hat SHS VIVEON für das letzte Jahr nicht vorgelegt. Da die bilanzielle Liquidität zum 31.12.2017 mit 2,7 Mio. Euro leicht über dem Vorjahresniveau von 2,6 Mio. Euro lag und es 2017 keine nennenswerten Finanzierungsaktivitäten gegeben hat, dürfte der Free-Cashflow in etwa ausgeglichen gewesen sein. Einen wichtigen Beitrag dazu hat der Verkauf von 126 Tsd. eigenen Aktien geleistet, mit dem die Gesellschaft 0,5 Mio. Euro erlöste. Nach Verrechnung mit Darlehen von 1,5 Mio. Euro konnte SHS VIVEON somit zum Jahresende über eine Nettoliquidität in Höhe von 1,2 Mio. Euro oder fast 9 Prozent der Bilanzsumme von 13,3 Mio. Euro verfügen. Dabei war der Kaufpreis von mVISE in diesem Wert noch nicht enthalten, weil die erste Tranche erst nach dem Jahreswechsel eingegangen ist. Unter Berücksichtigung dieser Forderung in Höhe von 3,4 Mio. Euro summierte sich die Nettoliquidität zum Jahresende auf mehr als ein Drittel der Bilanzsumme.

Dividende angekündigt

Auch die Eigenkapitalquote ist mit 40,3 Prozent sehr solide, weswegen sich SHS VIVEON gut aufgestellt sieht, um für 2017 eine Dividende vorzuschlagen. Diese soll sich auf 6 Cent je Aktie belaufen, was aktuell einer Dividendenrendite von 1,5 Prozent entspräche. Da die Ausschüttung aus dem Einlagenkonto erfolgt, ist sie für die Aktionäre steuerfrei. Damit nimmt SHS VIVEON nach nur einem Jahr die Dividendenzahlung wieder auf und will sich damit erneut als ein zuverlässiger Dividendenzahler bestätigen: Seit 2011 wurden mit Ausnahme des Verlustjahres 2013 durchgehend Dividenden ausgeschüttet, die sich inklusive des nun vorgeschlagenen Betrages auf 0,76 Euro je Aktie summieren.

Hoher Anteil immaterieller Assets

Neben der Liquidität und den sonstigen Vermögensgegenständen (die Forderung gegenüber mVISE) weist die Aktivseite der Bilanz eine dritte große Position auf, die immateriellen Vermögensgegenstände, die sich zum Jahreswechsel auf 3,2 Mio. Euro belief. Sie resultiert aus der Aktivierung der Software Risk-Suite, die im Zuge der Verschmelzung der früher für sie verantwortlichen Tochter auf die AG zum 01. Januar 2016 resultierte. Der Wert wird planmäßig über zehn Jahre abgeschrieben und trug letztes Jahr maßgeblich zu Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von fast 0,46 Mio. Euro bei.

Schweizer Tochter profitabel

Ebenfalls im Anlagevermögen enthalten ist der Buchwert der Schweizer Tochter SHS VIVEON Schweiz AG in Höhe von 0,136 Mio. Euro. Diese ist die einzige operativ aktive Einheit des Konzerns außerhalb der AG und hat im letzten Jahr einen Umsatz von 0,67 Mio. CHF und ein Nettoergebnis von 0,04 Mio. CHF erwirtschaftet. Auf der Passiv-Seite der AG-Bilanz wird zudem eine Verbindlichkeit gegenüber der Schweizer Tochter ausgewiesen, die sich im letzten Jahr von 0,19 auf 0,76 Mio. Euro erhöhte und damit die gute Liquiditätsausstattung der AG etwas relativiert.

EBITDA-Breakeven angekündigt

Wie der fehlende Konzernabschluss, den das Unternehmen nachvollziehbar mit Kostenaspekten begründet, so erschwert auch der letztjährige Wandel die Beurteilung der aktuellen Aufwands- und Ertragsstrukturen. Während nämlich die Bilanz bereits das Unternehmen in seiner heutigen Aufstellung wiedergibt, ist

die letztjährige GuV noch stark von der Restrukturierung und vor allem von dem Beitrag des Beratungsgeschäftes geprägt. Einen ersten Einblick auf die Situation liefert deswegen die im Rahmen des Geschäftsberichts veröffentlichte Prognose für 2018, die von einem Umsatz in der Größenordnung von 11 bis 13 Mio. Euro sowie von einem im Laufe des Jahres erreichten ausgeglichenen EBITDA (auf Monatsbasis) ausgeht. 2019 soll der Umsatz leicht steigen und eine einstellige EBITDA-Marge ermöglichen.

Equity-Story

Starke Marktposition

SHS VIVEON gehört seit Jahren zu den führenden Spezialisten für die Themen Customer Risk und Credit Management und verfügt über zahlreiche erstklassige Referenzen sowie über eine breite Installationsbasis der eigenen Softwareprodukte.

Restrukturierungsprozess abgeschlossen

Die Wachstums- und Ergebnisschwäche der letzten Jahre mündete letztes Jahr in einer deutlichen Verschlankung des Leistungs- und Produktportfolios sowie einer umfassenden Restrukturierung der Organisations-, Führungs- und Kostenstrukturen. Diesen Prozess konnte SHS VIVEON in einem vergleichsweise kurzen Zeitraum abschließen, so dass die Entwicklung des laufenden Jahres wieder weitgehend frei von außerordentlichen Belastungen sein sollte.

Stärkere Vertriebsorientierung

Ein wesentliches Element der neuen Strategie ist eine stärkere Vertriebsorientierung, mit der SHS VIVEON die Potenziale der attraktiven Marktpositionierung stärker als in der Vergangenheit nutzen will. Dazu wurde der Vertrieb umstrukturiert und verstärkt und soll im laufenden Jahr durch eine starke Online-Komponente ergänzt werden.

Ausbau des Skalierungspotenzials

Die Konzentration auf das Softwaregeschäft bedingt ein im Vergleich mit der Vergangenheit deutlich stärkeres Skalierungspotenzial des Geschäftsmodells, was Raum lässt für höhere Profitabilität. Dieses Potenzial will SHS VIVEON zusätzlich durch einen höheren Standardisierungsgrad der eigenen Softwareprodukte weiter erhöhen. Insbesondere forciert SHS VIVEON dabei den Ausbau des SaaS-Geschäfts, wofür in den letzten Jahren neue Produktversionen entwickelt und vorgestellt wurden, bei denen auf einen hohen Standardisierungsgrad geachtet wurde. Auch hat SHS VIVEON seine Rechenzentrumskapazitäten erneuert und erweitert, um das Cloud-Geschäft dynamisch ausbauen zu können. Damit soll der Dienstleistungsanteil weiter reduziert werden, wofür das Unternehmen vor allem in dem Bereich Credit Management (DebiTEX) noch großen Spielraum sieht. Demgegenüber dürfte die RiskSuite auch weiterhin einen hohen Individualisierungsgrad aufweisen.

Neues Marktsegment adressiert

Die konsequenteste Umsetzung dieser Strategie stellt das jüngst vorgestellte Produkt MyCredit Monitor dar, das eine gegenüber DebiTEX im Funktionsumfang reduzierte, vollständig cloudbasierte Credit-Management-Lösung darstellt, die ausschließlich als SaaS im Subscription-Modell angeboten wird. Damit bietet SHS VIVEON nicht nur über eine neue, hochgradig skalierbare Produktversion, sondern adressiert damit ein neues Marktsegment von Unternehmen, die einen geringeren Debitorenbestand haben und für die die Standard DebiTEX-Lösung schlicht überdimensioniert und zu teuer ist.

Komfortable bilanzielle und finanzielle Ausstattung

Dank des Teilbetriebsverkaufs des Bereichs Professional Service Customer Value hat SHS VIVEON letztes Jahr trotz der operativen Schwäche und der hohen Restrukturierungsaufwendungen nach zwei Verlustjahren wieder ein positives Ergebnis ausgewiesen. Darüber hinaus sorgte der daraus resultierende Liquiditätszufluss für einen Anstieg der Nettofinanzposition (inkl. des Verkaufserlöses) von mehr als einem Drittel der Bilanzsumme. Auch die Eigenkapitalausstattung ist mit einer Eigenkapitalquote von über 40 Prozent solide.

Breakeven angekündigt

Operativ will SHS VIVEON im laufenden Jahr wieder den Breakeven erreichen, wenn auch möglicherweise erst im weiteren Jahresverlauf und damit noch nicht unbedingt auf Gesamtjahresbasis. Dafür soll

nächstes Jahr bei einem moderaten Umsatzwachstum eine einstellige EBITDA-Marge erreicht werden.

Großes Nachholpotenzial für die Aktie

Die enttäuschende Geschäftsentwicklung der letzten Jahre hat sich an der Börse in einem deutlichen Kursverfall niedergeschlagen. Von den ehemals zweistelligen Kursen ist die Aktie inzwischen weit entfernt, die aktuelle Marktkapitalisierung von 8,5 Mio. Euro wird zu mehr als der Hälfte über die Summe aus der Nettoliquidität und der Kaufpreisforderung gegenüber mVISE abgedeckt. Sollten die letztjährigen Restrukturierungsmaßnahmen in einer Rückkehr auf einen moderaten Wachstumskurs und in die nachhaltige Profitabilität münden, bietet diese Konstellation ein hohes Potenzial für eine Neubewertung der Aktie.

Attraktive Dividendenpolitik

SHS VIVEON verfolgt eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik und hat selbst für die operativ enttäuschenden Geschäftsjahre 2015 und 2017 eine Ausschüttung vorgenommen bzw. angekündigt. Sollte sich die Ertragssituation wie geplant wieder verbessern, würde das cashflow-starke Geschäftsmodell wieder deutlich steigende Ausschüttungen ermöglichen.

DCF-Bewertung

Erfolgreiche Wende unterstellt

Wir haben in unserem letzten Update die Reduktion des Geschäftsmodells auf die eigenen Softwareprodukte und die damit zusammenhängenden Dienstleistungen vorgenommen. Seitdem hat das Unternehmen zwar angekündigt, auch das Beratungsgeschäft rund um Microsoft Dynamics nicht mehr als ein separates Betätigungsfeld zu bearbeiten, doch handelte es sich hierbei ohnehin nur um einen kleinen Bereich mit etwa 10 Mitarbeitern und 1 Mio. Euro Jahresumsatz. Deswegen ist der hieraus resultierende Anpassungsbedarf für unsere Schätzungen nur noch begrenzt. Wichtiger ist für unsere Wertermittlung, dass wir weiterhin an der Grundannahme festhalten, dass es SHS VIVEON gelingen wird, sich auf Basis der letztjährigen Restrukturierung als ein fokussiertes Softwarehaus zu behaupten und wieder auf einen profitablen Wachstumskurs zurückzukehren.

Wachstum im Branchendurchschnitt

In Konsequenz der Aufgabe des CRM-Geschäfts hat SHS VIVEON die eigene Umsatzprognose von 12 bis 14 Mio. Euro auf 11 bis 13 Mio. Euro reduziert. Wir hatten bisher mit 13 Mio. Euro kalkuliert und haben die Umsatzschätzung nun auf 12,5 Mio. Euro abgesenkt. Anschließend unterstellen wir wachsende Umsätze, wobei wir die Zuwachsraten in zwei Schritten auf 6 Prozent p.a. und damit auf den Durchschnittswert des Softwaresektors ansteigen lassen. Daraus resultiert eine Umsatzzielgröße am Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2025 in Höhe von 18,0 Mio. Euro.

Marge vorsichtiger modelliert

Etwas vorsichtiger als zuletzt haben wir auch die unterstellte Margenentwicklung gestaltet. Obwohl sich durch den Ausstieg aus dem CRM-Geschäft ceteris paribus der Softwareanteil erhöht und damit auch grundsätzlich höhere Margen möglich werden, haben wir in unseren Überlegungen der vorsichtigen Ergebnisprognose für 2018 ein höheres Gewicht eingeräumt. Konkret will SHS VIVEON 2018 im Jahresverlauf auf Monatsbasis ein ausgeglichenes EBITDA

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	12,5	12,8	13,5	14,3	15,1	16,0	17,0	18,0
Umsatzwachstum		2,5%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	-5,7%	-1,6%	0,4%	3,0%	5,4%	7,6%	9,2%	10,7%
EBIT	**-0,7**	**-0,2**	**0,1**	**0,4**	**0,8**	**1,2**	**1,6**	**1,9**
Steuersatz	5,0%	5,0%	20,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6
NOPAT	**-0,7**	**-0,2**	**0,0**	**0,3**	**0,5**	**0,8**	**1,1**	**1,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	0,1	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,6
- Zunahme Net Working Capital	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	**3,2**	**0,3**	**0,4**	**0,6**	**0,8**	**1,0**	**1,1**	**1,3**

schaffen, was im Gesamtjahr noch mit einem negativen EBITDA kompatibel wäre. Auch wenn wir davon ausgehen, dass der Vorstand nun zu einer konservativen Erwartungsbildung tendiert, haben wir unsere Schätzung, die bisher für 2018 von einem EBITDA-Überschuss von 0,3 Mio. Euro ausging, etwas abgesenkt und kalkulieren nun mit einem ausgeglichenen EBITDA. Nach Abschreibungen, Zinsen und Steuern korrespondiert dies mit einem Jahresfehlbetrag von 0,7 Mio. Euro. Da wir die anschließende Margenverbesserung ebenfalls etwas vorsichtiger ausgestaltet haben, rechnen wir auch für 2019 trotz des denn klar positiven EBITDA noch mit einem leicht negativen Nettoergebnis. Die nachhaltige Rückkehr in die schwarzen Zahlen folgt 2020, bis 2025 haben wir nun eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 12,2 Prozent angenommen. Die EBIT-Marge erreicht dann 10,7 Prozent. Für ein etabliertes Softwareunternehmen sind das sehr zurückhaltende Annahmen, je nach Komplexitätsgrad der Software und Wettbewerbssituation sind in der Branche EBITDA-Margen oberhalb von 20 Prozent keine Seltenheit. Da es aber noch nicht gesichert ist, ob es SHS VIVEON in der gegenwärtigen Aufstellung gelingen wird, wieder nachhaltig auf einen profitablen Wachstumskurs einzuscheren, halten wir diese vorsichtige Vorgehensweise für angemessen. Aus diesem Grund haben wir auch den Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge unverändert bei einem Drittel gelassen und kalkulieren folglich zur Ermittlung des Terminal Value mit einer „ewigen“ EBIT-Marge von 7,2 Prozent. Die ewige Wachstumsrate liegt weiterhin bei 1 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2025 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,3 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,9 Prozent.

Kursziel: 7,30 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,9 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 15,6 Mio. Euro bzw. 7,32 Euro je Aktie, woraus wir das neue unveränderte Kursziel von 7,30 Euro ableiten. Dass sich das Kursziel gegenüber unserer letzten Einschätzung nicht verändert hat, liegt daran, dass die Effekte der etwas reduzierten Umsatz- und Margenannahmen durch den Roll-over-Effekt zum Jahreswechsel kompensiert wurden. Auch haben wir zur Berücksichtigung der hohen Nettoliquidität das abziehbare Fremdkapital um 1,5 Mio. Euro reduziert.

Hohes Schätzrisiko

Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert unser Modell trotz der an einigen Stellen betont vorsichtigen Annahmen ein hohes Aufwärtspotenzial von über 80 Prozent. Allerdings basiert diese Wertermittlung auf Schätzungen, deren Unsicherheit wir derzeit als hoch einstufen. SHS VIVEON hat im letzten Jahr einen Wandel eingeleitet, dessen erfolgreicher Ausgang noch nicht gesichert ist. Dies gilt sowohl für den Markterfolg der neuen Strategie und der intensivierten Vertriebsbemühungen wie auch für den Umbau der Organisation. Solange der Erfolg des Veränderungsprozesses nicht absehbar ist, sehen wir unsere Schätzungen deswegen mit einer höheren Unsicherheit behaftet. Auch bietet das verfügbare Zahlenmaterial, das noch stark von den aufgegebenen Geschäftsbereichen geprägt ist, noch keinen belastbaren Einblick auf die Aufwandsstruktur des Unternehmens in seiner aktuellen Form. Deswegen taxieren wir die Einstufung des Risikos auf der Skala von 1 Punkt (sehr

niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter auf 5 Punkte, was einem hohen Schätzrisiko entspricht.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 5,98 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,9 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 9,98 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,9%	9,98	9,22	8,62	8,13	7,73
6,4%	8,96	8,38	7,91	7,52	7,19
6,9%	8,15	7,70	**7,32**	7,00	6,73
7,4%	7,49	7,13	6,82	6,56	6,33
7,9%	6,94	6,64	6,39	6,17	5,98

Fazit

SHS VIVEON hat sich nach mehreren in Summe enttäuschenden Jahren 2017 einer umfassenden Restrukturierung unterzogen und in diesem Rahmen sowohl das eigene Leistungsspektrum massiv verschlankt als auch die Führungs-, Organisations- und Kostenstrukturen überholt. Eine Folge dieser Maßnahmen war ein deutlich rückläufiger Umsatz, der auch im laufenden Jahr noch weit unter dem letzten Jahr liegen wird.

Doch auf dieser reduzierten Basis will SHS VIVEON nun als ein fokussierter Softwareanbieter wieder auf einen profitablen Wachstumskurs zurückkehren. Das Unternehmen hat sich dabei bewusst auf die Bereiche konzentriert, in denen es nicht nur eine „Mitläuferposition", sondern eine führende Stellung inne hat. Gleichzeitig bietet das reine Softwaregeschäft ein größeres Skalierungspotenzial, das in Zukunft deutlich höhere Margenniveaus ermöglichen könnte. Um dieses Potenzial weiter zu erhöhen, will SHS VIVEON zukünftig noch stärker auf das abobasierte SaaS-Modell setzen und hat dafür jüngst mit myCredit Monitor eine neue Lösung für das Credit Management vorgestellt, die vom Umfang, Standardisierungsgrad und Pricing her auf den niedrigschwelligen Online-Vertrieb vor allem an kleinere Kunden optimal ausgerichtet ist.

Wir sehen realistische Chancen, dass der Turnaround gelingt und haben dementsprechend das Szenario einer erfolgreichen Rückkehr auf den Wachstumspfad und einer sukzessiven Margenverbesserung unserer Wertermittlung zugrunde gelegt. Der daraus trotz der vorsichtigen Annahmen resultierende faire Wert von 7,30 Euro signalisiert für die Aktie ein hohes Aufwärtspotenzial. Allerdings sehen wir unsere Schätzungen aktuell noch mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet, weswegen dieses Potenzial spekulativer Natur ist. Unser Votum heißt dementsprechend weiter „Speculative Buy".

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	3,7	3,1	2,6	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2
1. Immat. VG	3,2	2,6	2,1	1,7	1,4	1,1	0,9	0,8	0,6
2. Sachanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
II. UV Summe	9,4	8,0	8,6	9,4	10,3	11,4	12,6	13,9	15,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	5,4	4,5	4,3	4,4	4,7	5,1	5,8	6,6	7,6
II. Rückstellungen	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,8	2,9	3,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	6,1	4,8	5,0	5,1	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1
BILANZSUMME	**13,3**	**11,3**	**11,4**	**11,8**	**12,4**	**13,3**	**14,3**	**15,5**	**16,8**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	18,5	12,5	12,8	13,5	14,3	15,1	16,0	17,0	18,0
Rohertrag	16,4	11,3	11,5	12,1	12,9	13,7	14,5	15,4	16,3
EBITDA	1,2	0,0	0,4	0,6	0,9	1,2	1,5	1,9	2,2
EBIT	0,5	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,8	1,2	1,6	1,9
EBT	0,5	-0,8	-0,2	0,1	0,5	0,9	1,3	1,7	2,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,1	-0,7	-0,2	0,1	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4
JÜ	0,1	-0,7	-0,2	0,1	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4
EPS	0,05	-0,35	-0,08	0,03	0,14	0,27	0,41	0,53	0,64

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-0,2	3,3	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5
CF aus Investition	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	-0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	2,6	2,7	4,2	4,5	4,9	5,5	6,2	7,0	7,9
Liquidität Jahresende	2,7	4,2	4,5	4,9	5,5	6,2	7,0	7,9	9,0

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-24,6%	-32,4%	2,5%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rohertragsmarge	88,4%	90,0%	90,1%	90,2%	90,3%	90,4%	90,5%	90,6%	90,6%
EBITDA-Marge	6,7%	0,2%	3,2%	4,3%	6,1%	7,9%	9,7%	11,0%	12,2%
EBIT-Marge	2,9%	-5,7%	-1,6%	0,4%	3,0%	5,4%	7,6%	9,2%	10,7%
EBT-Marge	2,4%	-6,2%	-1,5%	0,6%	3,2%	5,8%	8,1%	9,9%	11,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,5%	-5,9%	-1,4%	0,5%	2,1%	3,9%	5,4%	6,6%	7,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber
sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst
Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt

4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.

8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde

9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH

10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 08.05.2018 um 13:55 Uhr fertiggestellt und am 08.05.2018 um 14:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.11.2017	Speculative Buy	7,30 Euro	1), 3)
22.05.2017	Speculative Buy	8,60 Euro	1)
14.04.2017	Buy	10,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss
Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright
Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.