09. Mai 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

SHS VIVEON

EBITDA trotz Sonderbelastungen wieder positiv

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 5,10 Euro | **Kursziel:** 7,60 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!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	90
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Ticker:	SHWK:GR
Kurs:	5,10 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,13 Mio. Stück
Market-Cap:	10,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	7,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 81 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,25 / 3,61 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	7,5 Tsd. Euro / Tag

Im letzten Geschäftsjahr hat SHS VIVEON einen um ein Drittel geringeren Umsatz von 12,0 Mio. Euro erzielt und ist mit -0,4 Mio. Euro ins Minus gerutscht. Dennoch war das Jahr unseres Erachtens sehr erfolgreich. Denn die Zahlen sind Ausdruck der bereits 2017 eingeleiteten tiefgreifenden Umstrukturierung, in deren Rahmen das Geschäftsmodell klar auf die eigene Software ausgerichtet, die Komplexität und die Kostenbasis deutlich reduziert, der Vertrieb neu positioniert und ausgebaut und zahlreiche interne Prozesse neu aufgesetzt wurden. Die Erfolge dieser Maßnahmen konnten teilweise bereits im zweiten Halbjahr beobachtet werden, in dem auf EBITDA-Basis die Rückkehr in die schwarzen Zahlen erreicht wurde (das gilt auch für das Gesamtjahr), doch sie werden vor allem im laufenden Jahr sichtbar werden, für das SHS VIVEON die Rückkehr zu profitablem Wachstum in Aussicht stellt. Die zentrale Herausforderung stellt nun die dauerhafte Erhöhung der vertrieblichen Dynamik dar, wofür es bereits erste vielversprechende Signale gibt. Die angekündigte Strategieanpassung in Richtung einer cloudbasierten, offenen Plattform-Lösung für das Risk- und Kreditmanagement, für die im Jahresverlauf weitere Details vorgestellt werden sollen, könnte die Entwicklung mittelfristig beflügeln.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	24,6	18,5	12,0	12,4	13,1	13,9
EBITDA (Mio. Euro)	0,3	1,3	0,2	0,6	0,7	1,0
Jahresüberschuss	-0,3	0,4	-0,4	0,2	0,4	0,6
EpS	-0,15	0,17	-0,17	0,10	0,20	0,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,09
Umsatzwachstum	-7,3%	-24,8%	-34,8%	3,0%	6,0%	6,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	101,3%	32,1%
KUV	0,44	0,59	0,90	0,88	0,83	0,78
KGV	-	30,5	-	50,8	25,3	19,1
KCF	29,4	-	4,3	16,2	16,6	14,2
EV / EBITDA	28,4	6,0	42,1	12,2	10,6	7,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,7%

Umsatzprognose leicht übertroffen

SHS VIVEON hat im letzten Geschäftsjahr 12,0 Mio. Euro erlöst und damit die eigene Prognose leicht übertroffen. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet das einen Rückgang um 35 Prozent, was aber angesichts des zwischenzeitlichen Ausstiegs aus dem produktungebundenen Beratungsgeschäft so angekündigt worden war. Da der Ausstieg komplett erst zur Jahresmitte 2018 vollzogen worden ist, enthält die Umsatzzahl noch 0,6 Mio. Euro an Erlösen aus dem inzwischen aufgegebenen Bereich. Die Umsätze unterscheidet SHS VIVEON in wiederkehrende (recurring) und nicht wiederkehrende (non-recurring) Erlöse, wobei in den ersteren, auf die letztes Jahr 60 Prozent der Gesamteinnahmen entfallen sind, wiederkehrende Lizenzerlöse, Softwaremieten, SaaS-, Wartungs- und Hosting-Erlöse subsumiert werden. Unter non-recurring werden somit alle anderen Einnahmen zusammengefasst, bei denen es sich vor allem um Dienstleistungen aus Einzelbeauftragungen wie etwa Customizing oder Change-Requests handelt. Aber auch die einmaligen Einnahmen aus Kauflizenzen, die nach Unternehmensangaben nur noch eine untergeordnete Rolle spielen, werden hier erfasst. Im letzten Jahr waren in dieser Größe zudem auch noch die Resteinnahmen aus dem aufgegebenen Geschäft enthalten.

Turnaround im zweiten Halbjahr

Ergebnisseitig wurde die Prognose eines positiven EBITDA im Gesamtjahr ebenfalls eingehalten. Nach einem Verlust von -0,1 Mio. Euro im ersten Halbjahr konnte im Gesamtjahr ein EBITDA-Überschuss von 0,2 Mio. Euro ausgewiesen werden, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge von 1,5 Prozent. Im Vorjahr hatte das EBITDA zwar noch 1,3 Mio. Euro betragen, doch war dies ausschließlich dem Ertrag aus der Teilbetriebsveräußerung des produktunabhängigen Beratungsgeschäfts zu verdanken. Hierdurch waren die sonstigen betrieblichen Erträge 2017 auf knapp 4,0 Mio. Euro geklettert, wohingegen sie 2018 bei nur 0,7 Mio. Euro gelegen haben. Separat betrachtet wurde somit im zweiten Halbjahr bei einem Umsatz von 6,4 Mio. Euro (-22 Prozent zum Vorjahr, aber 15 Prozent plus gegenüber dem ersten Halbjahr) ein EBITDA von 0,3 Mio. Euro erwirtschaftet, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge von 4,7 Prozent.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	*Änderung*
Umsatz	18,47	12,04	*-34,8%*
Rohertrag	16,55	10,76	*-35,0%*
Rohmarge	*89,6%*	*89,4%*	
SBE	3,97	0,66	*-83,3%*
EBITDA	1,27	0,18	*-85,8%*
EBITDA-Marge	*6,9%*	*1,5%*	
EBIT	0,77	-0,29	-
EBIT-Marge	*4,2%*	*-2,4%*	
Vorsteuerergebnis	0,69	-0,36	-
EBT-Marge	*3,7%*	*-3,0%*	
Jahresüberschuss	0,36	-0,36	-
Netto-Marge	*1,9%*	*-3,0%*	
Free-Cashflow	-0,80	2,28	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Hohe Sonderbelastungen kompensiert

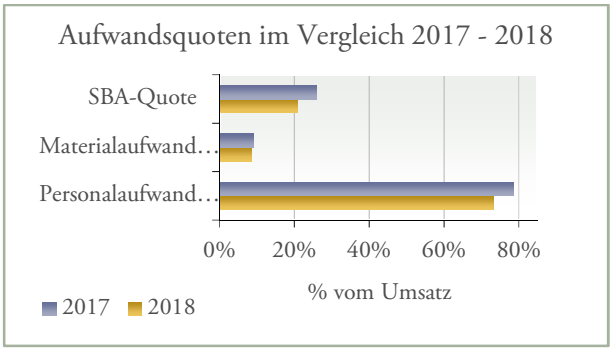
Die Zielerreichung ist umso höher zu bewerten, als im zweiten Halbjahr zwei ungeplante Entwicklungen kompensiert werden mussten, deren negative Ergebniswirkung von SHS VIVEON auf fast 1,0 Mio. Euro beziffert wird. Zum einen hat das Unternehmen das Restrukturierungsprogramm noch einmal intensiviert und hierfür zusätzliche Aufwendungen (vor allem Abfindungen) in Höhe von fast 0,6 Mio. Euro in Kauf genommen. Zweitens konnte die eigentlich fest eingeplante dritte Earn-Out-Tranche aus der Teilbetriebsveräußerung nicht realisiert werden, da sich zwischen den Parteien Nachverhandlungsbedarf ergeben hatte. Nach Unternehmensangaben wurde aber inzwischen eine einvernehmliche Lösung gefunden, so dass die dritte Earn-Out-Tranche im laufenden Jahr in Höhe von rund 30 Prozent des ursprünglich geplanten Beitrages umsatzwirksam werden wird.

Jahresergebnis negativ

Bei Abschreibungen von 0,5 Mio. Euro fiel das EBIT im Gesamtjahr 2018 mit -0,3 Mio. Euro erwartungsgemäß negativ aus . Das gilt auch für das Vorsteuerergebnis und das Nettoergebnis, die sich beide auf knapp -0,4 Mio. Euro belaufen haben.

Zahlreiche Verbesserungen

Die operative Ergebnisverbesserung konnte SHS VIVEON vor allem durch die konsequente Umsetzung des Restrukturierungsprogramms erreichen, in dessen Rahmen die Kosten sehr deutlich gesenkt, die Komplexität reduziert und die Prozesse und Strukturen im Hinblick auf eine verbesserte Effizienz überprüft und angepasst wurden. Die im letzten Jahr erzielten Kosteneinsparungen beziffert das Unternehmen auf knapp 0,3 Mio. Euro der Personalaufwendungen und fast 0,5 Mio. Euro der Sachkosten. Bei letztgenannten wirkten sich vor allem Einsparungen bei den Büromieten aus, aber auch in den Bereichen Telefonie, Fuhrpark und allgemeine IT wurden ebenso Kostensenkungspotenziale realisiert wie in zahlreichen Dienstleistungsverträgen. Durch diese Kostensenkungen, die teilweise ohnehin erst in 2019 wirksam werden, konnten die wichtigsten Aufwandsarten trotz der Restrukturierungskosten teilweise spürbar stärker reduziert werden als der Umsatz. Die Personalaufwandsquote nahm genau wie die SBA-Quote um rund 5 Prozentpunkte ab (auf 73,3 respektive 20,7 Prozent), die Materialaufwandsquote reduzierte sich um 0,6 Prozentpunkte auf 8,5 Prozent (jeweils zum Umsatz). Lediglich die Abschreibungen sind mit knapp 0,5 Mio. Euro weitgehend stabil geblieben, wodurch sich ihr relatives Gewicht erhöht hat.



Quelle: Unternehmen

Sehr starker Cashflow

Sehr positiv hat sich der operative Cashflow entwickelt, der von -0,6 Mio. Euro in 2017 auf +2,5 Mio. Euro gedreht ist. Entscheidend dafür war ein positiver Beitrag in Höhe von 4,7 Mio. Euro aus der Änderung des Umlaufvermögens, wofür vor allem die Zahlung des Preises für das Ende 2017 verkaufte produktunabhängige Beratungsgeschäft gesorgt hat. Daneben dürften sich darin auch die forcierten Anstrengungen widerspiegeln, Altlasten zu beseitigen und zum Beispiel ältere Projekte einvernehmlich mit dem Kunden abzuschließen. Bei investitionsbedingten Auszahlungen von 0,2 Mio. Euro betrug der Free-Cashflow +2,3 Mio. Euro (Vorjahr: -0,8 Mio. Euro), der unter anderem für die komplette Tilgung von Bankverbindlichkeiten (1,8 Mio. Euro) genutzt wurde. In Summe erhöhte sich die Liquidität dadurch um 0,4 Mio. Euro auf 3,3 Mio. Euro.

Solide Bilanz

Damit entspricht die Liquidität mehr als der Hälfte der Bilanzsumme, die sich 2018 von 10,6 auf 6,1 Mio. Euro reduziert hat. Ein weiteres Viertel des bilanziellen Vermögens entfällt auf Forderungen, die größtenteils namhafte, bonitätsstarke Kunden betreffen. Immaterielle Vermögensgegenstände machten Ende 2018 hingegen lediglich 0,3 Mio. Euro aus, wovon mehr als die Hälfte auf den Goodwill einer früheren Übernahme zurückzuführen ist, der planmäßig Ende 2019 komplett abgeschrieben sein wird. Aktivierte Eigenleistungen sind nach der letztjährigen Aufnahme der Aktivierung von Softwareentwicklungen bisher lediglich im Umfang von knapp 80 Tsd. Euro in der Bilanz enthalten. Demgegenüber wird die Passivseite der Bilanz klar vom Eigenkapital dominiert, das sich trotz des letztjährigen Verlustes auf 3,6 Mio. Euro und damit auf fast 60 Prozent der Bilanzsumme beläuft.

Vertriebsdynamik nimmt zu

Neben den verbesserten Profitabilitätskennzahlen berichtet SHS VIVEON auch von einer zunehmenden vertrieblichen Dynamik. Nachdem im letzten Jahr das

Geschäft mit Bestandskunden stabilisiert und ausgeweitet werden konnte, zeigen sich nach Unternehmensangaben inzwischen auch erste Erfolge des ausgebauten und neu strukturierten Vertriebs. Dies gilt vor allem für den Bereich Kreditmanagement (DEBITEX), für den sowohl 2018 als auch im bisherigen Verlauf 2019 schon mehrere Neukunden gewonnen werden konnten. Doch auch bezüglich des Bereiches Risk Management, dessen Vertriebsumbau bis zum Ende des dritten Quartals 2018 gedauert hatte, sieht das Unternehmen aufgrund der seitdem quantitativ und qualitativ deutlich ausgebauten Vertriebspipeline Grund zur Zuversicht, betont aber, dass der Lackmustest der Konvertierung von Vertriebsgelegenheiten in Abschlüsse in der Breite noch aussteht. Doch auch hier konnten bereits erste Kunden gewonnen werden. Insgesamt scheint die neue Kundenakquise damit bereits deutlich an Schwung gewonnen zu haben.

Erweiterte Strategie angekündigt

Eine weitere Stärkung der Marktposition erhofft sich SHS VIVEON von einer strategischen Fortentwicklung zum Anbieter einer cloudbasierten, integrierten, modularen und offenen Plattform zur ganzheitlichen Abdeckung der Risiko- und Kreditaspekte einer Kundenbeziehung entlang der gesamten Prozesskette, von der Lead-Generierung bis zum Umsatz (Risk & Credit as a Service & Solution Platform). Details dieser Strategie will das Unternehmen im weiteren Jahresverlauf vorstellen, doch bereits jetzt ist absehbar, dass wichtige Schwerpunkte auf der Gewinnung und Einbindung von Partnern sowie auf der eigenen Softwareentwicklung liegen werden. Diese ließ sich SHS VIVEON bereits im letzten Jahr 2,0 Mio. Euro oder 17 Prozent der Umsätze kosten; dieses Niveau dürfte auch in Zukunft mindestens erreicht werden. Bezüglich der Partnerstrategie betont SHS VIVEON, dass hierbei kein Wiedereinstieg in den Vertrieb von Fremdprodukten geplant ist, sondern dass die Partnerschaften auf solche Lösungen konzentriert werden sollen, die in einem engen Zusammenhang (z.B. ergänzende Funktionalitäten) mit den eigenen Produkten stehen und somit die Wertschöpfungstiefe der Plattform und so auch den Kundennutzen erhöhen.

Zurück auf den Wachstumspfad

Auswirkungen auf die Umsätze dürfte diese Strategieweiterentwicklung frühestens 2020 haben. Für das laufende Jahr rechnet der Vorstand aber aufgrund der verbesserten vertrieblichen Dynamik mit einer Gesamtleistung von mindestens 12,0 Mio. Euro. Nominell liegt das zwar in etwa auf Vorjahresniveau, doch bereinigt um die im letzten Jahr noch verbuchten Erlöse aus dem aufgegebenen Geschäft in Höhe von 0,6 Mio. Euro wäre damit die Rückkehr auf den Wachstumspfad mit einem Anstieg um ca. 7 Prozent geschafft. Deutliche Effekte soll dies im Ergebnis haben: Während die EBITDA-Marge im mittleren einstelligen Bereich erwartet wird, soll das Nettoergebnis wieder positiv ausfallen.

Gute Voraussetzungen

Gestützt wird die Ergebnisprognose nicht zuletzt von den Kosteneinsparungen, die im letzten Jahr umgesetzt wurden, die aber erst in 2019 ihre volle Wirkung entfalten werden. Und da SHS VIVEON nach eigener Aussage im letzten Jahr die Restrukturierung abgeschlossen hat, sind für 2019 keine wesentlichen Restrukturierungsaufwendungen mehr zu erwarten. Schließlich hat das Unternehmen nach eigenen Angaben 2019 auch die noch vorhandenen Altlasten in Form von noch offenen Leistungsverbindlichkeiten oder kritischen Projekten beseitigt, womit das Potenzial für unerfreuliche Überraschungen, ein wiederholtes Ärgernis in der Vergangenheit, entscheidend reduziert worden sein dürfte. Nach Aussage des Unternehmens sind alle erkennbaren Risiken durch entsprechende Rückstellungen bilanziell berücksichtigt worden.

Schätzungen weitgehend unverändert

Mit den letztjährigen Zahlen wurden unsere Schätzungen leicht übertroffen. Demgegenüber liegt die Prognose für 2019 mit einer Gesamtleistung von 12,0 Mio. Euro leicht unter unserer Schätzung von 12,4 Mio. Euro. Da wir aber davon ausgehen, dass SHS VIVEON ausgesprochen konservativ plant, halten wir an der Schätzung ebenso fest wie an den für die nächsten Jahre unterstellten Wachstumsraten. Diese taxieren wir auf 6 Prozent p.a. und gehen folglich davon

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	12,4	13,1	13,9	14,8	15,7	16,6	17,6	18,6
Umsatzwachstum		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	1,7%	4,0%	5,9%	7,8%	9,5%	10,8%	12,0%	12,2%
EBIT	**0,2**	**0,5**	**0,8**	**1,1**	**1,5**	**1,8**	**2,1**	**2,3**
Steuersatz	5,0%	20,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
NOPAT	**0,2**	**0,4**	**0,6**	**0,8**	**1,0**	**1,2**	**1,4**	**1,5**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ 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	0,6	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4	1,6	1,8
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cashflow	**0,5**	**0,4**	**0,5**	**0,7**	**0,9**	**1,1**	**1,3**	**1,4**

SMC Schätzmodell

aus, dass SHS VIVEON in etwa im Gleichschritt mit dem deutschen Softwaresektor wachsen wird. Unverändert gelassen haben wir auch unsere EBITDA-Schätzungen. Mit der für 2019 angenommenen EBITDA-Marge von 5 Prozent liegen wir inline mit der Unternehmensprognose, eine EBITDA-Marge im mittleren einstelligen Bereich erzielen zu wollen. Anschließend kalkulieren wir, wie bisher, mit einem schrittweisen Anstieg der Profitabilität und halten bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2026 einen Wert von 13,5 Prozent für erreichbar.

Gewinn in 2019

Änderungen haben sich aus der Integration der Ist-Zahlen 2018 in das Modell vor allem im Hinblick auf die Abschreibungen ergeben, die wir nun etwas niedriger als bisher schätzen. Hierdurch erwarten wir nun bereits für das laufende Jahr ein positives EBIT und einen Jahresüberschuss in Höhe von jeweils 0,2 Mio. Euro, während wir bisher mit einer schwarzen Null gerechnet hatten. Da zudem die Abschreibungen auf den Goodwill dieses Jahr auslaufen dürften, wird das EBIT 2020 etwas stärker als das EBITDA zulegen, wir rechnen mit einer Margenverbesserung von 1,7 Prozent in 2019 auf 4,0 Prozent in 2020. Anschließend steigt die EBIT-Marge im Gleichschritt mit der EBITDA-Marge auf 12,2 Prozent im Jahr 2026, was für ein etabliertes Softwareunternehmen eine eher konservative Schätzung ist. Die von uns für die Jahre 2019 bis 2026 unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,9 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,3, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie: 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,5 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir kalkulieren folglich weiterhin mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent und arbeiten zur Risikoreduktion weiter mit einem 33-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums.

Kursziel: 7,60 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 16,2 Mio. Euro bzw. 7,58 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 7,60 Euro ableiten. Gegenüber unserem letzten Update hat sich das Kursziel somit spürbar erhöht, was auf eine Kombination der erhöhten EBIT-Reihe und des Diskontierungseffekts zurückzuführen ist. Darüber hinaus haben wir angesichts der sehr hohen Nettoliquidität einen kleinen Teil davon (25 Prozent) als nicht betriebsnotwendig definiert und dem Unternehmenswert zugeschlagen. Für die Aktie, die auf die Veröffentlichung der Zahlen mit einem kräftigen Kurssprung reagiert hat, bedeutet das neue Kursziel ein weiteres Aufwärtspotenzial von fast 50 Prozent.

Hohes Schätzrisiko

Dieses hohe Kurspotenzial ist allerdings noch mit einer erhöhten Schätzunsicherheit behaftet. Dies gilt insbesondere für den nachhaltigen Erfolg der intensivierten Vertriebsbemühungen. Mit der Vorlage des Geschäftsberichts 2018 und mit den darin enthaltenen Zahlen hat die Unsicherheit unseres Erachtens zwar durchaus abgenommen, doch das letzte Jahr war noch von zu vielen Sondereffekten geprägt. Wir behalten deswegen die Einstufung des Risikos als hoch vorerst bei und vergeben dementsprechend auf der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter auf 5 Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,9 und 7,9 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 6,01 und 10,71 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,9%	10,71	9,82	9,11	8,53	8,05
6,4 %	9,52	8,83	8,28	7,81	7,42
6,9 %	8,57	8,03	**7,58**	7,20	6,88
7,4%	7,79	7,36	7,00	6,68	6,41
7,9 %	7,15	6,80	6,50	6,24	6,01

Fazit

SHS VIVEON hat die versprochene operative Gesundung im letzten Jahr geliefert. Obwohl der Umsatz bedingt durch die Trennung vom produktunabhängigen Beratungsgeschäft mit 12,0 Mio. Euro um mehr als ein Drittel gesunken ist und obwohl das Ergebnis unterhalb des EBITDA ins Minus gerutscht ist, lassen sich bei einem genaueren Blick deutliche Fortschritte erkennen. Denn die Zahlen enthalten hohe Restrukturierungskosten, mit denen unter anderem erhebliche Kosteneinsparungen erzielt, die Komplexität deutlich reduziert und die Organisation wie auch der Vertrieb neu aufgestellt wurde.

Die Effekte dieser Maßnahmen konnten bereits im zweiten Halbjahr beobachtet werden, in dem trotz der noch zu verarbeitenden Restrukturierungskosten auf EBITDA-Basis der Turnaround gelungen war, doch vor allem werden sie im laufenden Jahr sichtbar werden. Dementsprechend will SHS VIVEON 2019 auch beim Nettoergebnis wieder in die schwarzen Zahlen zurückkehren.

Für die weitere Entwicklung halten wir es aber noch für viel wichtiger, dass es gelingt, die vertriebliche Dynamik dauerhaft zu verbessern. Die ersten Signale dazu sind vielversprechend, doch vor allem für den Risk Bereich steht der signifikante Nachweis noch aus. Darüber hinaus will das Unternehmen im weiteren Jahresverlauf eine Strategieweiterentwicklung vorstellen, mit der die eigene Positionierung gestärkt und das Wachstums- und Margenpotenzial spürbar erhöht werden sollen. Dabei wird es darum gehen, die eigenen Softwarelösungen zu einer einheitlichen cloudbasierten SaaS-Plattform weiter zu entwickeln, an die modular weitere Tools und Module vor allem von Partnern angedockt werden können, um damit ein umfassendes Ökosystem rund um das Thema Risk und Credit Management zu etablieren. Wir halten diesen Ansatz für vielversprechend und sehen vor dem Hintergrund, dass der Vorstandsvorsitzende ähnliche Konzepte bereits bei anderen Unternehmen erfolgreich umgesetzt hat, gute Realisierungschancen.

Doch für die Abbildung der daraus erwachsenden Potenziale in unserem Modell wollen wir die konkreten Planungen abwarten. Bis dahin lassen wir unsere Schätzungen weitgehend unverändert und sehen den fairen Wert nun bei 7,60 Euro je Aktie. Bei dem noch etwas erhöhten Schätzrisiko rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Speculative Buy“, das wir hiermit bestätigen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
1. Immat. VG	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
2. Sachanlagen	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
II. UV Summe	5,3	6,0	6,8	7,5	8,4	9,4	10,6	11,9	13,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	3,6	3,8	4,3	4,7	5,3	6,1	7,0	8,1	9,2
II. Rückstellungen	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5
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	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7
BILANZSUMME	**6,1**	**6,6**	**7,4**	**8,2**	**9,1**	**10,2**	**11,5**	**12,9**	**14,3**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	12,0	12,4	13,1	13,9	14,8	15,7	16,6	17,6	18,6
Rohertrag	10,8	11,2	11,9	12,6	13,3	14,2	15,0	15,9	16,9
EBITDA	0,2	0,6	0,7	1,0	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5
EBIT	-0,3	0,2	0,5	0,8	1,1	1,5	1,8	2,1	2,3
EBT	-0,4	0,2	0,5	0,8	1,2	1,6	1,9	2,2	2,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,6
JÜ	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,6
EPS	-0,17	0,10	0,20	0,27	0,37	0,49	0,59	0,69	0,75

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	2,5	0,7	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8
CF aus Investition	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
CF Finanzierung	-1,9	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
Liquidität Jahresanfa.	2,8	3,3	3,7	4,2	4,6	5,1	5,8	6,6	7,6
Liquidität Jahresende	3,3	3,7	4,2	4,6	5,1	5,8	6,6	7,6	8,5

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-34,8%	3,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rohertragsmarge	90,0%	90,1%	90,2%	90,3%	90,4%	90,5%	90,6%	90,6%	90,6%
EBITDA-Marge	1,5%	5,0%	5,4%	7,2%	9,0%	10,7%	12,0%	13,2%	13,5%
EBIT-Marge	-2,4%	1,7%	4,0%	5,9%	7,8%	9,5%	10,8%	12,0%	12,2%
EBT-Marge	-3,0%	1,8%	4,1%	6,1%	8,1%	9,9%	11,3%	12,5%	12,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-3,0%	1,7%	3,3%	4,1%	5,4%	6,7%	7,6%	8,4%	8,6%

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 09.05.2019 um 15:00 Uhr fertiggestellt und am 09.05.2019 um 15:10 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
30.10.2018	Speculative Buy	7,10 Euro	1), 3), 4)
08.05.2018	Speculative Buy	7,30 Euro	1), 3), 4)
24.11.2017	Speculative Buy	7,30 Euro	1), 3)
22.05.2017	Speculative Buy	8,60 Euro	1)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie 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.