22. Mai 2017

Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research

SHS VIVEON AG

Übergangsphase mit Chancen und Risiken

Urteil: **Speculative Buy** (zuvor: Buy) | Kurs: **4,86 Euro** | Kursziel: **8,60 Euro**

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

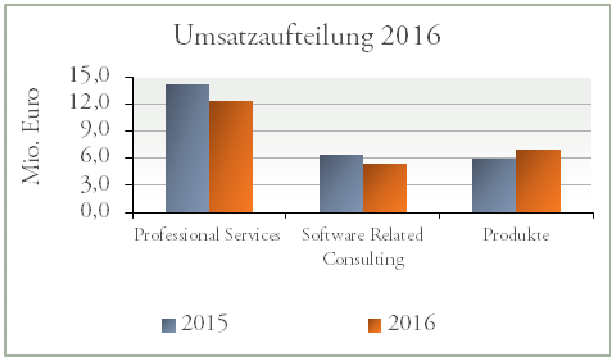
Sitz:	München
Branche:	Software und Beratung
Mitarbeiter:	215
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Kurs:	4,86 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienzahl:	2,13 Mio. Stück
Market Cap:	10,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	9,0 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 81 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	7,30 / 4.40 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	23,1 Tsd. Euro

SHS VIVEON hat im letzten Jahr entgegen den Erwartungen einen rückläufigen Umsatz verzeichnet, das Ergebnis aber dank niedrigerer Kosten deutlich verbessert. Unsere Ergebnisschätzungen wurden damit punktgenau erfüllt. Für eine Überraschung sorgte das Unternehmen aber mit der Meldung über den Rücktritt des langjährigen Vorstandschefs Stefan Gilmozzi. Bis ein Nachfolger gefunden ist, wird der Vorstand durch Dr. Andreas Beyer komplettiert, der interimsweise aus dem Aufsichtsrat in den Vorstand gewechselt ist. Da wir davon ausgehen, dass der personelle Wechsel nicht ohne Folgen für die Ausrichtung des Unternehmens bleiben und dass der Veränderungsprozess Zeit und Ressourcen beanspruchen wird, haben wir auf die Ereignisse mit einer Rücknahme unserer Umsatz- und Gewinnschätzung reagiert, deren Prognoserisiko wir zudem nun als erhöht einstufen. Grundsätzlich sind wir aber von den hohen Potenzialen von SHS VIVEON weiter überzeugt, was auch in dem unseren Schätzungen weiter zugrundeliegendem Wachstumsszenario und dem auf dieser Basis ermittelten hohen Kurspotenzial zum Ausdruck kommt. Unser Rating lautet nun „Speculative Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	24,3	26,5	24,6	24,5	26,0	27,5
EBITDA (Mio. Euro)	1,5	-0,2	0,3	0,2	0,9	1,4
Jahresüberschuss	0,9	-1,2	-0,3	-0,1	0,3	0,7
EpS	0,41	-0,56	-0,16	-0,06	0,14	0,32
Dividende je Aktie	0,15	0,10	0,00	0,00	0,05	0,11
Umsatzwachstum	-0,7%	9,0%	-7,0%	-0,5%	6,0%	6,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	125,0%
KUV	0,43	0,39	0,42	0,42	0,40	0,38
KGV	11,7	-	-	-	33,8	15,0
KCF	3,2	29,2	64,0	21,5	14,8	10,7
EV / EBITDA	5,8	-	26,1	40,7	9,9	6,2
Dividendenrendite	3,1%	2,1%	0,0%	0,0%	1,1%	2,2%

Deutlicher Umsatzrückgang

SHS VIVEON hat im letzten Jahr entgegen der eigenen Ankündigung einen deutlichen Umsatzrückgang verzeichnet. Mit 24,6 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um 7 Prozent unterschritten, auch unsere Schätzung hatte mit 26,5 Mio. Euro darüber gelegen. Zur Begründung führt das Unternehmen zwei Aspekte an: Einerseits spiegelt sich darin der strategische Rückzug aus dem margenschwachen Body-Lease-Geschäft wider, in dessen Rahmen SHS VIVEON Free-Lancer oder Drittanbieter vermittelt. Andererseits berichtet das Unternehmen von größeren Projekten, die entgegen der Erwartung vor dem Bilanzstichtag nicht mehr abgerechnet werden konnten und die deswegen erst im laufenden Jahr umsatzwirksam werden. Das Unternehmen betont in diesem Zusammenhang, dass es sich um normale Verzögerungen und nicht um qualitative Probleme in der Projektabwicklung handelt.



Quelle: Unternehmen

Steigender Produktanteil

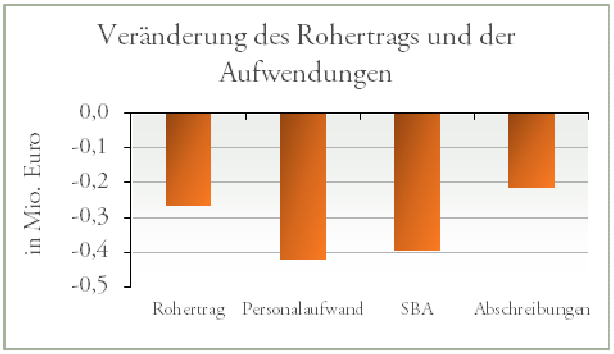
Diese Verzögerungen betrafen insgesamt den Bereich Software-related Consulting, dessen Umsatzbeitrag um 16 Prozent auf 5,4 Mio. Euro zurückging. Der Umsatz des Bereiches Professional Services, in dem SHS VIVEON Consulting-Leistungen ohne Bezug zu eigenen Softwareprodukten erbringt, reduzierte sich vor allem aufgrund des Rückzugs aus dem Freelancer-Geschäft um 12,7 Prozent. Bereinigt um diesen Effekt spricht das Unternehmen von einem Rückgang um 4 Prozent. Positiv hat sich hingegen das Produktgeschäft entwickelt, das um 16 Prozent auf 6,9 Mio. Euro gewachsen und dessen Anteil damit um 5,6 Prozentpunkte auf 28,1 Prozent gestiegen ist. Dabei konnten die Lizenzerlöse mit einem Plus von 44 Prozent auf 1,1 Mio. Euro besonders stark erhöht werden.

Rohmarge legt deutlich zu

Der Rückzug aus dem Freelancer-Geschäft wirkte sich über den entsprechend reduzierten Materialaufwand aus dem Bezug von Fremdleistungen positiv auf die Rohmarge aus, die sich im Vorjahresvergleich von 85,2 auf 90,5 Prozent verbesserte. Dadurch fiel der Rückgang des Rohertrags mit -1,2 Prozent auf 22,3 Mio. Euro deutlich moderater aus.

Aufwand reduziert

Den moderaten Rückgang des Rohertrags konnte SHS mit einer deutlichen Reduktion der wichtigsten Aufwandsarten mehr als kompensieren. So sank der Personalaufwand dank einer um vier auf 215 gesenkten durchschnittlichen Mitarbeiterzahl sowie leicht reduzierter durchschnittlicher Personalkosten (u.a. wegen geringeren erfolgsabhängigen Komponenten) um 2,4 Prozent auf 17,0 Mio. Euro. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken um 0,4 Mio. Euro bzw. um fast 7 Prozent, während sich die Abschreibungen, die im Vorjahr noch durch eine außerplanmäßige Firmenwertabschreibung in die Höhe getrieben worden waren, um 0,2 Mio. Euro reduzierten (das entspricht fast -28 Prozent).



Quelle: Unternehmen

Ergebnis deutlich verbessert

Dadurch konnten die Ergebniskennzahlen deutlich verbessert werden, das EBITDA legte um 0,6 Mio.

Euro zu und drehte mit 0,3 Mio. Euro ins Plus. Das EBIT blieb mit -0,2 Mio. Euro zwar negativ, verbesserte sich damit aber um 0,8 Mio. Euro. Da auch das negative Finanzergebnis geringer ausgefallen ist, betrug die Verbesserung des Jahresüberschusses fast 0,9 Mio. Euro. Mit -0,3 Mio. Euro hat es unsere Schätzungen genau wie das EBIT exakt getroffen.

Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	*Änderung*
Umsatz	26,48	24,64	*-7,0%*
Rohertrag	22,55	22,29	*-1,2%*
Rohmarge	*85,2%*	*90,5%*	
EBITDA	-0,23	0,34	-
EBITDA-Marge	*-0,9%*	*1,4%*	
EBIT	-1,00	-0,22	-
EBIT-Marge	*-3,8%*	*-0,9%*	
EBT	-1,12	-0,30	-
EBT-Marge	*-4,2%*	*-1,2%*	
Jahresüberschuss	-1,20	-0,34	-
Nettomarge	*-4,5%*	*-1,4%*	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Operativer Cashflow bleibt positiv

Dies trifft auch auf den operativen Cashflow und den Free-Cashflow zu, die mit 0,2 Mio. Euro bzw. mit -0,3 Mio. Euro unseren Erwartungen entsprachen. Der im Vorjahresvergleich trotz der EBITDA-Verbesserung reduzierte operative Cash-Überschuss ist vor allem dem deutlichen Abbau der Verbindlichkeiten aus Leistungen und Lieferungen und der Erhöhung des Bestands an unfertigen Projekten (Vorräte) geschuldet, die die Reduktion der Forderungen überkompensiert haben. Auf beiden Seiten der Bilanz hat sich dabei der Rückzug aus dem Freelancer-Geschäft bilanzverkürzend ausgewirkt. Die im Vorjahresvergleich erhöhten Auszahlungen für Investitionen sind hingegen vor allem auf den Ausbau der eigenen Cloud-Infrastruktur zurückzuführen, mit der SHS VIVEON auf einen großen Auftrag von Hyundai Capital Europe im SaaS-Bereich sowie auf das geplante weitere Wachstum auf diesem Gebiet reagiert hat. Inkl. der Mittelabflüsse aus Finanzierungstätigkeit (vor allem die Dividendenzahlung) hat sich der Liquiditätsbestand um 0,5 Mio. Euro auf 2,9 Mio. Euro reduziert, blieb in Relation zur ebenfalls gesunkenen Bilanzsumme aber nahezu unverändert bei fast 35 Prozent.

Stabile Bilanz

Auch die Eigenkapitalquote hat trotz des verlustbedingt gesunkenen Eigenkapitals mit 37,0 Prozent nur moderat abgenommen (Vorjahr: 37,8 Prozent) und bedeutet weiterhin eine solide Bilanzstruktur. Dies gilt auch im Hinblick auf die Zusammensetzung der Assets. Durch die planmäßigen Abschreibungen auf die bilanziellen Firmenwerte und auf andere immaterielle Vermögensgegenstände hat sich deren bilanzielles Gewicht binnen Jahresfrist von 9,5 auf 8,4 Prozent reduziert. Dazu trägt auch bei, dass SHS VIVEON im letzten Jahr trotz intensiver Aktivitäten auf dem Gebiet der Produktentwicklung keine Aktivierung vorgenommen und somit stille Reserven aufgebaut hat.

Überraschender Vorstandwechsel

Während die letztjährigen Zahlen somit mit Ausnahme des Umsatzes im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind, sorgte das Unternehmen mit einer anderen Meldung Anfang April für eine faustdicke Überraschung. Sie betraf den plötzlichen Rücktritt des seit 2006 amtierenden Vorstandsvorsitzenden Stefan Gilmozzi. Eine explizite Begründung wurde nicht veröffentlicht, doch sie dürfte in unterschiedlichen Auffassungen bezüglich der Ursachen der in Summe der letzten Jahre unbefriedigenden Geschäftsentwicklung und der daraus abzuleitenden Handlungsoptionen gelegen haben. Die Suche nach einem Nachfolger läuft, interimsweise ist Anfang Mai das bisherige Aufsichtsratsmitglied Dr. Andreas Beyer in den Vorstand gewechselt und wird dort an der Seite des bisherigen Vorstands Dr. Jörg Seelmann-Eggebert vor allem den Bereich Finanzen verantworten. Für den Aufsichtsrat wurde an seine Stelle Herr Gerhard Rumpff bestellt, der über umfangreiche Erfahrung in Führungspositionen von Software- und IT-Unternehmen verfügt und dessen Wahl der kommenden Hauptversammlung vorgeschlagen werden soll.

Prognose mit Fragzeichen

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung und der daraus möglicherweise resultierenden Änderungen bezüglich des künftigen Kurses muss die im Geschäftsbericht veröffentlichte Prognose für 2017 nach unserer Auffassung mit einem Fragezeichen versehen werden. Diese sieht einen stabilen Umsatz vor, dessen Zusammensetzung sich aber weiter in Richtung eigener Produkte verschieben soll. Gleichzeitig soll das restliche Geschäft mit externen Mitarbeitern und Sublieferanten, das sich im letzten Jahr noch im sechsstelligen Bereich bewegt hat, komplett zurückgefahren werden. Ergebnisseitig wurde eine weitere Verbesserung des EBITDA und des EBIT um ca. 0,7 Mio. Euro in Aussicht gestellt, womit die Rückkehr in die Gewinnzone erreicht wäre. Abzuwarten bleibt indes, in welchem Ausmaß sich die Kosten des Vorstandswechsels bemerkbar machen und ob sich die Situation nachteilig auf die Fluktuation auswirkt. Auch die Initiierung eines etwaigen strategischen Veränderungsprozesses könnte sich zunächst dämpfend auf die Umsatz- und Ergebnisdynamik auswirken. Schließlich hat SHS VIVEON bereits im Geschäftsbericht auf eine unterplanmäßige Entwicklung zu Jahresanfang hingewiesen.

Schätzungen modifiziert

Wir haben uns vor diesem Hintergrund entschlossen, der Unternehmensprognose nicht zu folgen und einen vorsichtigeren Ansatz zu wählen. Das bedeutet, dass wir unsere Schätzungen gegenüber der Erststudie vom 14. März teils spürbar reduziert haben. Dies betrifft sowohl den Umsatz, für den wir für dieses Jahr statt wie bisher 27 Mio. Euro nun einen Wert von 24,5 Mio. Euro annehmen, als auch das Ergebnis. Die bisherige Schätzung eines EBITDA von 1,0 Mio. Euro, die wir bisher mit dem steigenden Produktanteil, sinkenden Aufwendungen für die Produktentwicklung, den Effekten des im Herbst angekündigten Kostensenkungsprogramms und den Degressionseffekten des höheren Umsatzes begründet hatten, halten wir nun für zu optimistisch. Stattdessen belassen wir das EBITDA in etwa auf dem Vorjahreswert von 0,2 Mio. Euro, womit auch die bisherige Erwartung der diesjährigen Rückkehr in die Gewinnzone hinfällig ist. Stattdessen unterstellen wir nun für das laufende Jahr ein operatives EBIT von -0,1 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis in gleicher Höhe.

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	24,5	26,0	27,5	29,2	30,9	32,8	34,8	36,9
Umsatzwachstum		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	-0,5%	2,0%	3,7%	6,0%	6,7%	7,5%	8,3%	8,7%
EBIT	**-0,1**	**0,5**	**1,0**	**1,7**	**2,1**	**2,5**	**2,9**	**3,2**
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,2	0,3	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1
NOPAT	**-0,1**	**0,4**	**0,7**	**1,2**	**1,4**	**1,7**	**1,9**	**2,1**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
+ 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	0,3	0,7	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,5
- Zunahme Net Working Capital	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cashflow	**0,2**	**0,4**	**0,6**	**0,9**	**1,1**	**1,3**	**1,6**	**1,7**

SMC Schätzmodell

Grundannahmen für Folgejahre unverändert

Da wir aber die grundsätzliche Aufstellung von SHS VIVEON weiter für potenzialträchtig halten, behandeln wir innerhalb des Modells das laufende Jahr als ein – weiteres – Übergangsjahr und belassen für die Folgejahre das Grundszenario unverändert. Dieses beruht auf der Annahme, dass das Unternehmen wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren und seine Profitabilität verbessern kann und wird. Dementsprechend haben wir die ab 2018 schon bisher unterstellte Wachstumsrate von 6 Prozent p.a. und somit im Gleichschritt mit dem deutschen Softwaresektor unverändert gelassen. Auch den unterstellten Pfad der schrittweisen Margenverbesserung haben wir unverändert gelassen, wobei aber die nun veränderte Basis aus 2017 sowohl für den Umsatz- als auch für den Margenpfad eine abwärtsgerichtete Niveauverschiebung bedeutet. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2024 kalkulieren wir nun mit einem Umsatz von 36,9 Mio. Euro (bisher: 40,6 Mio. Euro) und einer EBITDA-Marge von 9,6 Prozent (bisher: 10,1 Prozent). Das aus diesen Anpassungen resultierende Schätzmodell im Detailprognosezeitraum findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung sind im Anhang aufgeführt. Für die Zeit danach (Terminal Value) kalkulieren wir mit einer „ewigen" Cashflow-Wachstumsrate von 1 Prozent und einer EBIT-Marge von 5,8 Prozent, in der, wie schon bisher, ein 33-prozentiger Sicherheitsabschlag gegenüber dem Zielwert des detaillierten Prognosezeitraums enthalten ist.

Dividendenerwartung geändert

Angepasst haben wir auch unsere Dividendenerwartung. Nachdem sich die von uns noch in der Erststudie formulierte Vermutung, dass SHS VIVEON angesichts der Ergebnisverbesserung in 2016 die Dividende trotz des noch leicht negativen Ergebnisses auf dem Niveau des Vorjahres belassen würde, als unzutreffend erwiesen hat und da wir nun auch für 2017 von keiner Ergebnisverbesserung ausgehen, rechnen wir erst für das Jahr 2019 mit einer Ausschüttung (für das Geschäftsjahr 2018).

Kursziel: 8,60 Euro je Aktie

Bei unveränderten Rahmendaten des Modells resultierte aus diesen neuen Schätzungen in dem von uns favorisierten Szenario (WACC 6,9 Prozent, ewiges Wachstum 1,0 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 18,4 Mio. Euro, respektive 8,64 Euro je Aktie. Daraus leiten wir 8,60 Euro als neues Kursziel ab. Gegenüber dem bisherige Wert (10,50 Euro) fällt das Kursziel aufgrund der veränderten Schätzungen damit nun spürbar niedriger aus, doch in Relation zum aktuellen Kurs signalisiert es weiterhin ein hohes Aufwärtspotenzial von fast 80 Prozent.

Schätzrisiko erhöht

Allerdings stufen wir das Risiko unserer Schätzungen nun etwas höher ein. Der Führungswechsel stellt gleichermaßen Chance und Risiko dar. Was davon künftig stärker ins Gewicht fällt, wird in hohem Maße davon abhängen, inwiefern es gelingt, unter der veränderten Führung das Profil des Unternehmens zu schärfen und die bisherigen Wachstumshindernisse zu beseitigen. Eine zentrale Herausforderung ist dabei, die Unruhe, die erfahrungsgemäß im Zuge von Veränderungsprozessen innerhalb von Unternehmen aufkommen kann, auf ein Minimum zu reduzieren, weil gerade in dem personalintensiven Consulting-Geschäft eine zufriedene und motivierte Belegschaft das entscheidende Erfolgskriterium darstellt. Solange die Richtung und der Ausgang des Veränderungsprozesses im Unternehmen nicht absehbar sind, sehen wir unsere Schätzungen deswegen mit einer höheren Unsicherheit behaftet, weswegen wir die Einstufung des Risikos auf der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) nun auf 5 Punkte taxieren.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,9 und 7,9 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 6,45 und 13,00 Euro, womit unser Modell selbst in einem pessimistischen Szenario einen fairen Wert weit oberhalb des aktuellen Kurses signalisiert.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,9%	13,00	11,75	10,76	9,95	9,27
6,4%	11,34	10,38	9,60	8,95	8,40
6,9%	10,02	9,26	**8,64**	8,11	7,66
7,4%	8,94	8,34	7,83	7,39	7,01
7,9%	8,05	7,56	7,14	6,77	6,45

Fazit

SHS VIVEON hat im letzten Jahr bei einem rückläufigen Umsatz das Ergebnis klar verbessert und damit unsere Ergebnisschätzung getroffen. Für eine große Überraschung sorgte das Unternehmen hingegen Anfang April mit der Meldung über den Rücktritt des langjährigen Vorstandsvorsitzenden Stefan Gilmozzi, der in unterschiedlichen Auffassungen bezüglich der Ursachen der in Summe der letzten Jahre unbefriedigenden Geschäftsentwicklung und der daraus abzuleitenden Handlungsoptionen begründet gewesen sein dürfte.

Ein Nachfolger wird derzeit gesucht, interimsweise ist Dr. Andreas Beyer aus dem Aufsichtsrat in den Vorstand gewechselt. Die aus den Ereignissen resultierende Verunsicherung hat sich in den letzten Wochen belastend auf den Aktienkurs ausgewirkt und dürfte erst abnehmen, wenn das endgültige personelle Tableau feststeht und die Frage nach etwaigen strategischen Veränderungen geklärt sind. Auch dürften die Anleger derzeit genau beobachten, wie sich die Entwicklung auf die Stimmung innerhalb des Unternehmens auswirkt.

Wir haben dieser veränderten Lage in zweierlei Hinsicht Rechnung getragen. Einerseits haben wir unsere Schätzungen abgesenkt und damit die mutmaßlich geringere Dynamik in der Übergangsphase und die zu erwartenden Kosten des Change-Prozesses berücksichtigt. Zum anderen haben wir die Risikoeinstufung unserer Schätzungen erhöht.

Unverändert gelassen haben wir hingegen unsere Grundannahme, dass es SHS VIVEON gelingen wird, die nach unserer Überzeugung attraktive Positionierung in ein dynamisches und profitables Wachstum umzumünzen. Auf dieser Basis signalisiert unser Bewertungsmodell für die Aktie von SHS VIVEON eine deutliche Unterbewertung. Obwohl wir für die Wachstumsraten und die Margen konservative Werte unterstellt haben, liegt der von uns ermittelte faire Wert von 8,60 Euro je Aktie mehr als 75 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs. In Verbindung mit der erhöhten Unsicherheit unserer Schätzungen rechtfertigt dies das neue Rating „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
1. Immat. VG	0,7	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
2. Sachanlagen	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
II. UV Summe	7,0	7,3	6,7	7,9	9,3	10,8	12,5	14,4	16,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	3,1	3,0	3,3	3,9	4,9	5,9	7,1	8,5	10,1
II. Rückstellungen	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	2,7	3,0	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,4	5,9
BILANZSUMME	**8,4**	**8,8**	**8,2**	**9,3**	**10,8**	**12,4**	**14,1**	**16,1**	**18,2**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	24,6	24,5	26,0	27,5	29,2	30,9	32,8	34,8	36,9
Rohertrag	22,3	22,0	23,4	24,8	26,3	27,9	29,5	31,3	33,2
EBITDA	0,3	0,2	0,9	1,4	2,0	2,4	2,8	3,2	3,5
EBIT	-0,2	-0,1	0,5	1,0	1,7	2,1	2,5	2,9	3,2
EBT	-0,3	-0,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,5	3,0	3,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,3	-0,1	0,3	0,7	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2
JÜ	-0,3	-0,1	0,3	0,7	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2
EPS	-0,16	-0,06	0,14	0,32	0,55	0,66	0,79	0,93	1,03

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	0,2	0,5	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	2,0	2,2
CF aus Investition	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
CF Finanzierung	-0,3	0,0	-1,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
Liquidität Jahresanfa.	3,4	2,9	3,0	1,9	2,4	3,0	3,8	4,6	5,7
Liquidität Jahresende	2,9	3,0	1,9	2,4	3,0	3,8	4,6	5,7	6,8

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-7,0%	-0,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rohertragsmarge	90,5%	89,9%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,1%	90,1%	90,1%
EBITDA-Marge	1,4%	0,9%	3,5%	5,2%	6,9%	7,7%	8,5%	9,3%	9,6%
EBIT-Marge	-0,9%	-0,5%	2,0%	3,7%	6,0%	6,7%	7,5%	8,3%	8,7%
EBT-Marge	-1,2%	-0,8%	1,8%	3,7%	6,0%	6,8%	7,6%	8,5%	8,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	-1,4%	-0,5%	1,2%	2,5%	4,0%	4,5%	5,1%	5,7%	6,0%

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.-Kfm. Holger Steffen

Charts
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert

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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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: Dr. Adam Jakubowski

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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
14.03.2017	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: 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.