30. Oktober 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

SHS VIVEON

Konsequenter Sparkurs lässt Verlust wegschmelzen

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 3,61 Euro | **Kursziel:** 7,10 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:	115
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Kurs:	3,61 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,13 Mio. Stück
Market-Cap:	7,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	4,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 81 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,75 / 3,61 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	11,5 Tsd. Euro / Tag

Im ersten Halbjahr hat SHS VIVEON einen Umsatz von 5,6 Mio. Euro erzielt und dabei einen EBITDA-Verlust von -0,1 Mio. Euro erwirtschaftet. Während der Umsatz damit, wie anlässlich des letztjährigen Verkaufs des produktunabhängigen Beratungsgeschäfts angekündigt worden war, deutlich rückläufig ausgefallen ist (-44,9 Prozent), wurde beim EBITDA eine kräftige Verbesserung um 1,2 Mio. Euro erreicht. Auch das Nettoergebnis verbesserte sich im gleichen Umfang von -1,7 Mio. Euro auf -0,5 Mio. Euro. Damit hat SHS VIVEON von der konsequenten Umsetzung der im letzten Jahr eingeleiteten Maßnahmen zur Kostensenkung sowie zu Reduktion der Komplexität profitiert, die auch in der laufenden Periode fortgesetzt werden. Bezüglich der damit erzielten Spareffekte zeigt sich das Unternehmen sehr zufrieden und liegt nach eigener Aussage weit über Plan. Dementsprechend will SHS VIVEON schon dieses Jahr und damit früher als bisher angekündigt ein positives EBITDA ausweisen und nächstes Jahr wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Auf Basis der Annahme, dass die Dynamik im Neukundengeschäft tatsächlich erhöht werden kann, sehen wir den fairen Wert der Aktie nun bei 7,10 Euro und bestätigen das Rating „Speculative Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	26,5	24,6	18,5	11,5	12,4	13,0
EBITDA (Mio. Euro)	-0,2	0,3	1,2	0,3	0,6	0,7
Jahresüberschuss	-1,2	-0,3	0,1	-0,5	0,0	0,1
EpS	-0,56	-0,15	0,05	-0,22	0,01	0,07
Dividende je Aktie	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Umsatzwachstum	9,0%	-7,3%	-24,6%	-37,8%	8,0%	5,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	448,5%
KUV	0,29	0,31	0,42	0,67	0,62	0,59
KGV	-	-	76,3	-	290,8	53,0
KCF	21,7	20,8	-	2,2	13,0	13,7
EV / EBITDA	-	18,2	3,9	16,2	7,8	6,9
Dividendenrendite	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%

Erwartungsgemäßer Umsatzrückgang

SHS VIVEON hat im ersten Halbjahr 5,6 Mio. Euro umgesetzt. Damit lagen die Erlöse um knapp 45 Prozent unter dem Wert des Vorjahrs, was angesichts des zwischenzeitlichen Ausstiegs aus dem produktungebundenen Beratungsgeschäft so angekündigt war. Da der Ausstieg komplett erst zur Jahresmitte 2018 vollzogen worden ist, enthält die Umsatzzahl noch 0,3 Mio. Euro an Erlösen aus dem inzwischen aufgegebenen Bereich. Der Umsatz im eigentlichen Kerngeschäft belief sich folglich auf 5,3 Mio. Euro, wovon knapp 3,0 Mio. Euro als Softwareerlöse ausgewiesen wurden. Darunter subsumiert das Unternehmen Lizenzerlöse, Softwaremieten, SaaS-, Wartung- und Hosting-Erlöse und somit alle wiederkehrenden Einnahmen. Der Rest der Einnahmen wird hingegen mit Dienstleistungen aus Einzelbeauftragungen wie etwa Customizing oder Change-Requests erwirtschaftet. Da die Aufteilung und Zuordnung der Erlöse im Vorjahr anders vorgenommen wurde (seinerzeit war der Verkauf des produktunabhängigen Beratungsgeschäfts noch nicht geplant), ist eine Vergleichbarkeit der Zahlen mit dem ersten Halbjahr 2017 nur sehr eingeschränkt möglich. Grundsätzlich zeigt sich der Vorstand aber mit der Erlösentwicklung zufrieden und sieht das Unternehmen damit auf einem guten Weg, die eigene Umsatzprognose zu erreichen.

Geschäftszahlen	HJ 2017	HJ 2018	*Änderung*
Umsatz	10,17	5,60	*-44,9%*
davon wiederkehrend	-	2,98	-
EBITDA	-1,34	-0,12	-
EBITDA-Marge	*-13,2%*	*-2,2%*	
Periodenüberschuss	-1,67	-0,48	-
Nettomarge	*-16,4%*	*-8,5%*	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Wachsende Vertriebspipeline

Dies gilt insbesondere im Geschäft mit Bestandskunden, das sich nach Unternehmensangaben sehr stabil entwickelt hat. Bei den Neukundenakquise zeigt sich hingegen ein geteiltes Bild: Während sich im Geschäft mit der Kreditmanagement-Lösung DEBITEX der bereits seit dem Jahresanfang neu aufgestellte Vertrieb in Form von Neukundenabschlüssen auszuzahlen beginnt, hat der Neuaufbau des Vertriebs im Risk-Bereich bis zum Ende des dritten Quartals gedauert, weswegen die erhoffte Belebung hier erst mit einer Verzögerung von bis zu sechs Monaten zu erwarten ist. Insgesamt aber berichtet das Unternehmen über eine kontinuierlich wachsende Vertriebspipeline und zeigt sich deswegen zuversichtlich, diese ab 2019 in Umsatzwachstum ummünzen zu können. Zusätzliche Impulse verspricht sich SHS VIVEON von der geplanten Stärkung des indirekten Vertriebs, für den zeitnah Partner vorgestellt werden sollen.

Deutliche Ergebnisverbesserung

Positiv hat sich das Ergebnis entwickelt, das deutlich von den umfassenden Kostensenkungs- und Komplexitätsreduktionsmaßnahmen profitiert hat. Das EBITDA blieb mit -0,1 Mio. Euro zwar noch negativ, doch gegenüber dem Vorjahr konnte eine kräftige Verbesserung um 1,2 Mio. Euro erzielt werden. Die EBITDA-Marge hat sich infolgedessen um elf Prozentpunkte auf -2,2 Prozent verbessert. Neben dem operativen Fortschritt wurde dies aber auch durch die Verbuchung der ersten Earn-out-Tranche aus dem letztjährigen Verkauf des Beratungsgeschäfts ermöglicht, die zu einem Ertrag von 0,25 Mio. Euro geführt hat. Die EBITDA-Verbesserung hat sich betragsgleich auch im Nettoergebnis widergespiegelt, sodass der Nachsteuerverlust von -1,7 Mio. Euro auf -0,5 Mio. Euro deutlich reduziert werden konnte.

Weitere Effizienzverbesserungen angekündigt

Da Kostensenkungsmaßnahmen wie etwa die Anpassung der Büroflächen bzw. der Personalabbau erst im Verlauf und teilweise sogar zum Ende des ersten Halbjahrs wirksam geworden sind, dürfte die Verbesserung der Kostenseite im zweiten Halbjahr noch deutlich stärker ausfallen. Insgesamt zeigt sich der Vorstand mit den Fortschritten der Kostenentwicklung sehr zufrieden und bezeichnet die erzielten Einsparungen als deutlich über Plan. Dennoch soll das strikte Kostenmanagement weitergeführt werden. Aber auch die Prozesse der Leistungserbringung sollen im Hinblick

auf noch ungenutzte Effizienzpotenziale optimiert werden.

Softwareentwicklung wird intensiviert

Auf der anderen Seite will das Unternehmen aber auch wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren, wofür neben der inzwischen vollzogenen Stärkung des Vertriebs vor allem die Weiterentwicklung und Verbesserung der eigenen Softwareprodukte als die zentrale Stellschraube identifiziert worden ist. So wurden im ersten Halbjahr fast 1,1 Mio. Euro oder 19 Prozent der Erlöse für die Softwareentwicklung aufgewendet. Dieses Niveau soll nach Unternehmensaussage auch im weiteren Jahresverlauf sowie in 2019 mindestens aufrechterhalten werden, wobei die Schwerpunkte der Aktivitäten auf den Themen Cloud, SaaS, Digitalisierung, Compliance und Schnittstellen zu anderen Systemen und zu Datenanbietern liegen.

Komfortable Liquiditätsausstattung

Eine Cashflow-Rechnung wurde für das erste Halbjahr nicht vorgelegt, doch auf Nachfrage zeigt sich das Unternehmen mit dem operativen Cashflow zufrieden. Zuzüglich des Mittelzuflusses aus dem letztjährigen Verkauf des Beratungsgeschäfts und abzüglich der Teiltilgung (0,5 Mio. Euro) des zum Jahreswechsel noch ausstehenden Darlehens von 1,5 Mio. Euro hat sich die Liquidität auf 3,8 Mio. Euro erhöht. Diese hat SHS VIVEON genutzt, um nach dem Halbjahresstichtag die restlichen 1,0 Mio. Euro an Darlehensverbindlichkeiten zu tilgen.

Wechsel im Vorstand

Im Juni sorgte das Unternehmen für einen überraschenden Wechsel an der Vorstandspitze, in dessen Rahmen der erst im Herbst 2017 ins Amt berufene Vorstandsvorsitzende Axel Kock durch Ralph Schuler ersetzt wurde. Den Wechsel begründet das Unternehmen mit dem Wunsch, die Transformation und die Rückkehr zum profitablen Wachstum zu beschleunigen, wofür es die Expertise des neuen Vorstandschefs auf dem Gebiet des Softwarevertriebs sowie der Umsetzung wachstumsorientierter SaaS-Geschäftsmodelle nutzen will. Diese Expertise beruht auf der über 30-jährigen Berufserfahrung von Herrn Schuler in unterschiedlichen Leitungspositionen diverser IT-Unternehmen, darunter IBM.

Ergebnisprognose angehoben

Angesichts der deutlichen Fortschritte auf der Kostenseite hat der Vorstand seine EBITDA-Prognose für 2018 dahingehend modifiziert, dass nun für das Gesamtjahr ein positives EBITDA erwartet wird. Bisher war stattdessen lediglich davon die Rede, im Jahresverlauf auf Monatsbasis den Breakeven zu schaffen. Umsatzseitig stellt das Unternehmen für die zweite Jahreshälfte eine im Vergleich zu den ersten sechs Monaten gleichbleibende Entwicklung in Aussicht, woraus sich ein Umsatzziel von über 11,0 Mio. Euro ableiten lässt. Die bisherige Prognose hatte auf 11,0 bis 13,0 Mio. Euro gelautet.

Schätzungen angepasst

In Reaktion auf die Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzung an mehreren Stellen geringfügig angepasst, wobei sich die Änderungen in ihrer Wirkung auf das Modellergebnis weitgehend gegenseitig aufgehoben haben. Etwas reduziert haben wir unsere Umsatzschätzung für 2018, die wir bisher auf 12,5 Mio. Euro taxiert hatten und nun um 1,0 Mio. Euro auf 11,5 Mio. Euro reduziert haben. Diese Reduktion hat sich auch auf den Umsatz der Folgejahre ausgewirkt, wobei wir den Effekt durch die Annahme eines nun etwas hören Wachstums in 2019 teilweise kompensiert haben. Konkret erwarten wir nun für das nächste Jahr einen Umsatzanstieg um 8 Prozent auf 12,4 Mio. Euro (bisher: 12,8 Mio. Euro), worin die Erwartung einer deutlichen Umsatzbelebung vor dem Hintergrund der wachsenden Vertriebspipeline zum Ausdruck kommt. Besser als erwartet hat sich hingegen im ersten Halbjahr die Profitabilität entwickelt, was wir in Form reduzierter Aufwandsquoten berücksichtigt haben. Hieraus resultiert eine erhöhte EBITDA-Erwartung von 0,3 Mio. Euro (bisher: 0,0 Mio. Euro), die mit einem geschätzten Jahresverlust von -0,5 Mio. Euro korrespondiert. Somit gehen wir davon aus, dass die zweite Jahreshälfte auch auf der Nettoebene nahezu ausgeglichen gestaltet werden kann. In Fortführung dieser Änderung erwarten wir nun schon für das nächste Jahr ein minimal positives Jahresergebnis (eine schwarze Null), während wir bisher

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	11,5	12,4	13,0	13,8	14,7	15,5	16,5	17,5
Umsatzwachstum		8,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	-3,8%	0,1%	1,2%	3,7%	5,9%	8,0%	9,5%	10,9%
EBIT	**-0,4**	**0,0**	**0,2**	**0,5**	**0,9**	**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	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
NOPAT	**-0,4**	**0,0**	**0,1**	**0,3**	**0,6**	**0,8**	**1,1**	**1,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	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	0,6	0,7	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7
- Zunahme Net Working Capital	3,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
- Investitionen AV	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Free Cashflow	**3,5**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,5**	**0,7**	**0,9**	**1,0**

SMC Schätzmodell

erst für das Jahr 2020 mit der Rückkehr in die schwarzen Zahlen kalkuliert hatten. In Summe der Effekte resultiert aus den Änderungen ein etwas niedrigerer Umsatzpfad bei einer verbesserten Profitabilität. Die Ziel-EBIT-Marge unseres Modells für das Jahr 2025 beträgt nun 10,9 Prozent (bisher: 10,7 Prozent). Die von uns für die Jahre 2018 bis 2025 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: 7,10 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 15,2 Mio. Euro bzw. 7,12 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 7,10 Euro ableiten. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich das Kursziel somit infolge der genannten Anpassungen minimal reduziert (bisher: 7,30 Euro), signalisiert aber dennoch ein sehr hohes Kurspotenzial von fast 100 Prozent.

Hohes Schätzrisiko

Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir folglich ein sehr hohes Kurspotenzial von 90 Prozent, das aber noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist. Dies gilt sowohl für den Markterfolg der neuen Strategie und der intensivierten Vertriebsbemühungen wie auch für den Umbau der Organisation. Auch bietet das verfügbare Zahlenmaterial noch keinen belastbaren Einblick in 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

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 5,80 und 9,76 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,9%	9,76	9,00	8,39	7,89	7,48
6,4 %	8,76	8,17	7,69	7,30	6,96
6,9 %	7,97	7,50	**7,12**	6,80	6,52
7,4%	7,32	6,95	6,63	6,37	6,13
7,9 %	6,78	6,48	6,22	6,00	5,80

Fazit

SHS VIVEON hat im ersten Halbjahr wichtige Fortschritte auf dem Weg zur Gesundung erzielt. Während der Umsatz bedingt durch den Ausstieg aus dem produktunabhängigen Beratungsgeschäft erwartungsgemäß deutlich rückläufig gewesen ist, konnte die Ergebnissituation kräftig verbessert werden. Vor allem dank der seit dem letzten Jahr laufenden Kostensenkung- und Komplexitätsreduktionsmaßnahmen ist der operative Break-even-Punkt spürbar abgesenkt und im ersten Halbjahr schon fast erreicht worden. Den noch angefallenen EBITDA-Verlust will SHS VIVEON im zweiten Halbjahr mehr als kompensieren und damit entgegen der bisherigen Ankündigung schon in 2018 ein positives EBITDA ausweisen.

Wir haben daraufhin unsere Schätzungen bezüglich der Profitabilität angehoben. Um aber wieder nachhaltig auf den Wachstumskurs zurückkehren zu können, muss endlich auch die Neukundenakquise Schwung aufnehmen. Diesbezüglich war der Halbjahresbericht noch wenig aufschlussreich. SHS VIVEON berichtet zwar von einer wachsenden Vertriebspipeline, räumt aber auch ein, damit etwas hinter dem eigenen Zeitplan zu sein. Nachdem aber mit dem Ende des dritten Quartals der Vertriebsauf- und -ausbau in beiden Bereichen abgeschlossen wurde, könnten die erzielten Verbesserungen in den kommenden Monaten endlich auch in den Umsatzzahlen sichtbar werden.

Insofern stellen unseres Erachtens die nächsten zwei bis drei Quartale den Lackmustest für die neue Positionierung dar.

Wir haben im Rahmen der Wertermittlung ein Szenario unterstellt, in dem die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingt und sehen auf dieser Basis für die Aktie von SHS VIVEON ein sehr hohes Kurspotenzial bis 7,10 Euro. Allerdings sehen wir dieses Potenzial noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet, weswegen wir bis zu einem sichtbaren Anstieg der Neukundengewinnung das Urteil „Speculative Buy“ vergeben, dass die gleichermaßen hohen Chancen und Risiken zum Ausdruck bringt.

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	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
1. Immat. VG	3,2	2,6	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5
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	8,4	9,1	9,8	10,6	11,6	12,7	13,9	15,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	5,4	4,9	4,9	5,0	5,4	5,9	6,5	7,4	8,3
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	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	5,8	6,0
BILANZSUMME	**13,3**	**11,6**	**12,0**	**12,5**	**13,1**	**13,9**	**14,9**	**16,1**	**17,4**

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	11,5	12,4	13,0	13,8	14,7	15,5	16,5	17,5
Rohertrag	16,4	10,4	11,2	11,8	12,5	13,2	14,1	14,9	15,8
EBITDA	1,2	0,3	0,6	0,7	1,0	1,3	1,7	2,0	2,3
EBIT	0,5	-0,4	0,0	0,2	0,5	0,9	1,2	1,6	1,9
EBT	0,5	-0,5	0,0	0,2	0,5	0,9	1,3	1,7	2,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,1	-0,5	0,0	0,1	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
JÜ	0,1	-0,5	0,0	0,1	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
EPS	0,05	-0,22	0,01	0,07	0,17	0,29	0,41	0,52	0,63

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	3,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5
CF aus Investition	0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
CF Finanzierung	-0,1	-1,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	2,6	2,7	4,6	4,9	5,2	5,5	6,0	6,5	7,2
Liquidität Jahresende	2,7	4,6	4,9	5,2	5,5	6,0	6,5	7,2	7,9

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-24,6%	-37,8%	8,0%	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%	2,6%	5,0%	5,4%	7,2%	9,0%	10,7%	12,0%	13,2%
EBIT-Marge	2,9%	-3,8%	0,1%	1,2%	3,7%	5,9%	8,0%	9,5%	10,9%
EBT-Marge	2,4%	-4,4%	0,2%	1,4%	3,8%	6,3%	8,4%	10,1%	11,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,5%	-4,1%	0,2%	1,1%	2,6%	4,2%	5,7%	6,8%	7,7%

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 30.10.2018 um 10:25 Uhr fertiggestellt und am 30.10.2018 um 10:50 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
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)
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: 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.