

25. Juli 2019
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



SHS VIVEON AG

Margenprognose verdoppelt

Urteil: Buy (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 6,50 Euro | Kursziel: 10,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

EBITDA-Marge im zweistelligen Bereich



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	90
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Ticker:	SHWK:GR
Kurs:	6,50 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,13 Mio. Stück
Market-Cap:	13,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	10,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 70,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	6,60 / 3,61 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	8,4 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	12,0	12,4	13,1
EBITDA (Mio. Euro)	0,2	1,3	1,7
Jahresüberschuss	-0,4	0,8	1,2
EpS	-0,17	0,39	0,58
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,05
Umsatzwachstum	-34,8%	3,0%	6,0%
Gewinnwachstum	-	-	49,0%
KUV	1,15	1,12	1,06
KGV	-	16,6	11,1
KCF	5,5	10,7	9,4
EV / EBITDA	58,6	8,3	6,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,8%

Aktuelle Entwicklung

SHS hat mit den vorläufigen Halbjahreszahlen überzeugt. Der Konzernumsatz hat zwar lediglich um 3,4 Prozent auf 5,9 Mio. Euro zugelegt, doch dabei ist zu beachten, dass in den Vorjahreszahlen noch das inzwischen aufgegebenes Omni-Channel-Beratungsgeschäft enthalten war, dessen Erlösbeitrag sich im gesamten Jahr 2018 auf rund 0,6 Mio. Euro belaufen hat. Auf dieser Basis hat sich das EBITDA um 0,6 Mio. Euro auf +0,6 Mio. Euro verbessert, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge (bezogen auf den Umsatz) von 9,9 Prozent. Zurückzuführen ist diese Ergebnisverbesserung nach Unternehmensangaben insbesondere auf profitablere Kundenprojekte und eine anhaltende Ausgabendisziplin, die eine Kostenentwicklung unterhalb der budgetierten Ansätze ermöglicht hat. Auch wurde im ersten Halbjahr die letzte Earn-out-Tranche aus der Teilbetriebsveräußerung von 2017 ertrags- und liquiditätswirksam vereinnahmt. Demgegenüber hat sich die berichtete deutlich erhöhte vertriebliche Dynamik mit sieben Neukunden in den Zahlen noch nicht stark ausgewirkt, weil es sich bei den Abschlüssen überwiegend um Abomodelle handelt, die zudem überwiegend erst in Q2 akquiriert wurden.

Fazit

Die jüngsten Abschlüsse werden aber im zweiten Halbjahr umsatzwirksam werden. Außerdem erwartet SHS VIVEON unter Verweis auf eine sehr gute Vertriebspipeline eine Fortsetzung der erfolgreichen Kundenakquise und will auf dieser Basis im Gesamtjahr eine zweistellige EBITDA-Marge zwischen 10 und 11 Prozent und ein klar positives Jahresergebnis im niedrigen bis mittleren sechsstelligen Bereich erreichen. Die neue Margenprognose übertrifft sowohl den zuvor ausgegebenen Zielwert als auch unsere bisherige Schätzung um das Doppelte und demonstriert eindrucksvoll die bereits erzielten Fortschritte. Vor diesem Hintergrund ändern wir unser Rating auf „Buy“ und erhöhen das Kursziel auf 10,00 Euro (siehe nächste Seite).

Anhang I: DCF-Modell

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	7,0%	11,7%	13,5%	15,2%	16,3%	16,5%	16,8%	17,1%
EBIT	0,9	1,5	1,9	2,3	2,5	2,7	3,0	3,2
Steuersatz	5,0%	20,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,3	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
NOPAT	0,8	1,2	1,3	1,5	1,7	1,8	2,0	2,1
+ 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	1,2	1,4	1,4	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4
- 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	1,1	1,2	1,2	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0

SMC Schätzmodell

Modellanpassungen

Mit der bereits erreichten Profitabilität und der neuen Prognose hat SHS VIVEON unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Damit zeigt das Unternehmen, dass der Gesundungsprozess bereits weit fortgeschritten ist. Gleichzeitig stimmt die hohe Dynamik der Neukundenakquise, die nach Unternehmensangaben in beiden Bereichen zu beobachten ist, zuversichtlich, dass nun auch die Rückkehr zum kontinuierlichen Umsatzwachstum gelingen wird. Da inzwischen die meisten Neukunden für das SaaS-Modell optieren, ist zwar kein rasantes Umsatzwachstum zu erwarten, dafür aber ein stetiges und dank der hohen wiederkehrenden Einnahmen ein sehr stabiles und profitables. In diese Richtung haben wir nun unsere Kalkulation angepasst und unsere Margenerwartungen bei gleichbleibenden Umsatzschätzungen deutlich erhöht. Dabei haben wir sowohl das Tempo der Margenverbesserung als auch das Zielmargen-Niveau angehoben und kalkulieren nun für 2019 beim EBIT statt mit 1,7

Prozent mit 7,0 Prozent, während der Wert zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums von 12,2 Prozent auf 17,1 Prozent gestiegen ist. Aus Vorsicht haben wir aber den Sicherheitsabschlag bei der Ermittlung des Terminal Value von 33 auf 50 Prozent angehoben und rechnen folglich mit einer „ewigen“ EBIT-Marge von 8,5 Prozent.

Aus diesen Änderungen resultiert ein fairer Wert von 21,2 Mio. Euro bzw. 9,92 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 10,00 Euro ableiten. Gegenüber dem ebenfalls deutlich gestiegenen Kurs sehen wir dementsprechend weiterhin ein hohes Kurspotenzial von mehr als 50 Prozent. Da uns zudem die Entwicklung von SHS VIVEON nun ausreichend gefestigt erscheint, haben wir auch die Einstufung der Schätzunsicherheit reduziert und ändern das Urteil von zuvor „Speculative Buy“ auf „Buy“.

Anhang II: 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	6,6	8,2	9,4	10,8	12,3	13,9	15,6	17,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	3,6	4,5	5,7	6,6	7,7	9,0	10,3	11,8	13,3
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	7,3	8,8	10,0	11,5	13,1	14,8	16,6	18,5

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	11,3	12,1	12,8	13,6	14,4	15,3	16,2	17,2
EBITDA	0,2	1,3	1,7	2,1	2,4	2,7	2,9	3,2	3,4
EBIT	-0,3	0,9	1,5	1,9	2,3	2,5	2,7	3,0	3,2
EBT	-0,4	0,9	1,6	1,9	2,3	2,6	2,9	3,1	3,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,4	0,8	1,2	1,3	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2
JÜ	-0,4	0,8	1,2	1,3	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2
EPS	-0,17	0,39	0,58	0,60	0,73	0,83	0,90	0,97	1,05

Anhang III: 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	1,3	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4
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	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Liquidität Jahresanf.	2,8	3,3	4,3	5,6	6,4	7,5	8,7	9,9	11,3
Liquidität Jahresende	3,3	4,3	5,6	6,4	7,5	8,7	9,9	11,3	12,7

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%	91,0%	91,9%	92,0%	92,1%	92,1%	92,1%	92,1%	92,1%
EBITDA-Marge	1,5%	10,3%	13,2%	14,8%	16,5%	17,5%	17,8%	18,1%	18,3%
EBIT-Marge	-2,4%	7,0%	11,7%	13,5%	15,2%	16,3%	16,5%	16,8%	17,1%
EBT-Marge	-3,0%	7,1%	11,8%	13,7%	15,7%	16,9%	17,3%	17,7%	18,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-3,0%	6,7%	9,5%	9,2%	10,5%	11,3%	11,6%	11,8%	12,0%

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. 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.

1) 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 Studiererstellung 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 Studiererstellung 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 Studiererstellung 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 25.07.2019 um 8:20 Uhr fertiggestellt und am 25.07.2019 um 8:45 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
09.05.2019	Speculative Buy	7,60 Euro	1), 3), 4)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Research-Comment

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 Meinungsäußerungen 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 übernommen, 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.