24. November 2017

**Research-Update**

SMC Research

Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

# SHS VIVEON AG

## Fokussierung auf Produktgeschäft gestärkt

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **4,055 Euro** | Kursziel: **7,30 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung

## Stammdaten

| | |
|---|---|
| **Sitz:** | München |
| **Branche:** | Software und Beratung |
| **Mitarbeiter:** | ca. 140 |
| **Rechnungslegung:** | HGB |
| | |
| **ISIN:** | DE000A0XFWK2 |
| **Kurs:** | 4,055 Euro |
| **Marktsegment:** | m:access |
| **Aktienzahl:** | 2,13 Mio. Stück |
| **Market Cap:** | 8,7 Mio. Euro |
| **Enterprise Value:** | 4,3 Mio. Euro |
| **Free-Float:** | ca. 81 % |
| **Kurs Hoch/Tief (12 M):** | 5,869 / 3,69 Euro |
| Ø Umsatz (Xetra, 12 M): | 15,3 Tsd. Euro |

SHS VIVEON hat angekündigt, sich im Zuge der Konzentration auf das Produktgeschäft von einem Großteil seines produktunabhängigen Beratungsgeschäfts zu trennen. Die Transaktion betrifft ein jährliches Umsatzvolumen von bis zu 6 Mio. Euro und 40 Mitarbeiter an zwei Standorten. Im Gegenzug wird SHS VIVEON einen Kaufpreis von zunächst 3,25 Mio. Euro vereinnahmen, mit dem das diesjährige Ergebnis positiv ausfallen dürfte. Ohne diesen Effekt dürfte für 2017 hingegen ein deutlicher Verlust anfallen, was sowohl der operativen Schwäche vor allem im ersten Halbjahr als auch den hohen Kosten der laufenden Restrukturierungsbemühungen geschuldet ist. Dank dieser kann SHS VIVEON aber das nächste Jahr mit einer massiv verschlankten Kostenstruktur angehen. Sollten die umstrukturierten und intensivierten Vertriebsbemühungen fruchten, bietet dies die Chance für deutlich überproportional steigende Gewinne. Wir haben dieses Szenario in unserem Modell abgebildet und auf dieser Basis einen fairen Wert von 7,30 Euro ermittelt. Gegenüber der Börsenbewertung, die auf dem aktuellen Niveau vor allem die Enttäuschung über die bisherige Entwicklung widerspiegelt, bedeutet das ein hohes spekulatives Kurspotenzial.

| GJ-Ende: 31.12. | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz (Mio. Euro)** | 24,3 | 26,5 | 24,6 | 18,5 | 13,0 | 13,8 |
| **EBITDA (Mio. Euro)** | 1,5 | -0,2 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,9 |
| **Jahresüberschuss** | 0,9 | -1,2 | -0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,6 |
| **EpS** | 0,41 | -0,56 | -0,16 | 0,19 | -0,05 | 0,26 |
| **Dividende je Aktie** | 0,15 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,05 |
| **Umsatzwachstum** | -0,7% | 9,0% | -7,0% | -24,9% | -29,7% | 6,0% |
| **Gewinnwachstum** | - | - | - | - | - | - |
| **KUV** | 0,36 | 0,33 | 0,35 | 0,47 | 0,67 | 0,63 |
| **KGV** | 9,8 | - | - | 21,0 | - | 15,5 |
| **KCF** | 2,7 | 24,4 | 53,4 | 8,8 | 27,0 | 9,4 |
| **EV / EBITDA** | 2,8 | - | 12,4 | 5,1 | 14,2 | 4,6 |
| **Dividendenrendite** | 3,7% | 2,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,2% |

## Deutlicher Umsatzrückgang

Gemäß der Ankündigung, im Zuge der Sanierungsbemühungen das Leistungsspektrum künftig deutlich stärker konzentrieren zu wollen, hat SHS VIVEON im Oktober den geplanten Verkauf eines Teils seines Beratungsgeschäfts bekanntgegeben. Von der Transaktion betroffen sind rund 40 Mitarbeiter, die bisher ohne Bezug zu den Produkten von SHS VIVEON Beratungsleistungen im Bereich Customer Value erbracht haben. Das Volumen des abgegebenen Geschäfts beziffert das Unternehmen auf 5,5 bis 6,0 Mio. Euro.

## Konzentration auf Produkte

Mit dem Abschluss der Transaktion wird das bisherige Segment Professional Services im Wesentlichen nur noch aus den Beratungsaktivitäten rund um Microsoft Dynamics (CRM) bestehen, die derzeit mit rund 10 Mitarbeitern abgedeckt werden. Den Kern der neuen Aufstellung soll hingegen der Produktbereich darstellen, der nach der Einstellung der Entwicklung der Kampagnen-Management-Lösung MASS aus zwei selbständigen Produktlinien (RiskSuite und DebiTEX) und dem e-Commerce-Modul proofitBOX besteht.

## Jahresgewinn möglich

Den Verkaufspreis beziffert SHS VIVEON auf 3,25 Mio. Euro, womit das laufende Jahr trotz der schwachen operativen Entwicklung und trotz der hohen Kosten der Restrukturierungs- und Kostensenkungsmaßnahmen mit einem positiven Ergebnis abgeschlossen werden könnte. Darüber hinaus hat sich der Käufer, die mVISE AG aus Düsseldorf, zur Zahlung zwei weiterer Earn-out-Tranchen in 2018 und 2019 verpflichtet, sofern von dem übernommenen Teilgeschäftsbereich festgelegte Umsatzziele erreicht werden.

## Schwache Halbjahreszahlen

Ohne den Verkaufspreis dürfte das aktuelle Jahr hingegen mit einem deutlichen Verlust abgeschlossen werden. Nachdem das erste Quartal operativ schwach verlaufen und das zweite Quartal von Sonderbelastungen und der Verunsicherung im Zuge der offen zu Tage getretenen Krise geprägt waren, musste im ersten Halbjahr ein Umsatzrückgang um 22 Prozent auf 10,2 Mio. Euro ausgewiesen werden. Von diesem Rückgang waren allerdings rund 0,8 Mio. Euro auf den bewussten Rückzug aus dem Subcontracting-Geschäft zurückzuführen. Eine positive, wenn auch nur schwache, Veränderung konnte für die Software-Umsätze gemeldet werden, die sich um 4 Prozent auf 3,5 Mio. Euro erhöhten. Zuzüglich der produktbezogenen Beratung wurden in dem Produktbereich 5,5 Mio. Euro und damit 54 Prozent der Gesamtumsätze erzielt.

## Hohe Sonderbelastungen

Das Halbjahres-EBITDA beziffert SHS VIVEON auf -1,3 Mio. Euro (Vorjahr: +0,2 Mio. Euro) und das Halbjahresergebnis auf -1,7 Mio. Euro (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro). Neben den fehlenden Deckungsbeiträgen infolge des Umsatzrückgangs begründet der Vorstand die Ergebnisverschlechterung mit den Sanierungskosten (Abfindungen, Wertberichtigungen, Berater) in Höhe von insgesamt 0,7 Mio. Euro. Darüber hinaus hat SHS VIVEON erneut 1,4 Mio. Euro in die Produktentwicklung investiert und diese Investitionen direkt als Aufwand verbucht.

| Geschäftszahlen | HJ 2016 | HJ 2017 | *Änderung* |
|---|---|---|---|
| Umsatz | 13,05 | 10,17 | *-22,1%* |
| EBITDA | 0,22 | -1,34 | - |
| *EBITDA-Marge* | *1,7%* | *-13,2%* | |
| Periodenergebnis | -0,13 | -1,67 | - |
| *Nettomarge* | *-1,0%* | *-16,4%* | |

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Liquidität gestärkt

Aufgrund des negativen Ergebnisses fiel auch der operative Cashflow im ersten Halbjahr mit -0,4 Mio. Euro negativ aus, wodurch sich der Liquiditätsbestand von 2,9 Mio. Euro zum Jahresende auf 2,3 Mio. Euro reduzierte. Mit dem Zufluss aus dem angekündigten Verkauf des Teilgeschäftsbereiches dürfte die Liquidität wieder deutlich gestärkt werden. Darüber hinaus wurden im vierten Quartal die bis

dato im Eigenbesitz gehaltenen 130 Tsd. Aktien verkauft, woraus dem Unternehmen ein Mittelzufluss von ca. 0,5 Mio. Euro entstanden sein dürfte.

## Neuer CEO

Einen kleinen Teil dieser Aktien hat Herr Axel Kock erworben, der seit Anfang Oktober als neuer CEO fungiert. Herr Kock bringt eine 25-jährige Erfahrung im IT-Sektor (unter anderem bei IBM) mit und hat in den letzten Jahren als Geschäftsführer der Pegasystems GmbH gearbeitet, die unter seiner Führung in den letzten vier Jahren um mehr als 60 Prozent gewachsen ist und sich von einem regionalen Start-up zu einem etablierten Spezialisten für Kundenbindungs-Software entwickelt hat. Mit dem Amtsantritt von Herrn Kock hat SHS VIVEON die Vakanz nach dem Ausscheiden des ehemaligen Vorstandchefs geschlossen, weswegen sich Herr Beyer, der interimsweise vom Aufsichtsrat in den Vorstand abgesandt worden war, zum Jahresende wieder zurückziehen wird.

## Ergebnisverbesserung angekündigt

Im Hinblick auf das zweite Halbjahr hat SHS VIVEON einen weiteren leichten Umsatzrückgang nicht ausgeschlossen, aber dennoch eine deutliche Ergebnisverbesserung in Aussicht gestellt. Dazu sollte vor allem die Tatsache beitragen, dass das Gros der Restrukturierungsaufwendungen bereits im ersten Halbjahr angefallen ist bzw. in Form von Rückstellungen bilanziell verarbeitet wurde. Demgegenüber dürften sich die kostenentlastenden Effekte dieser Maßnahmen erst im nächsten Jahr zeigen, wenn Kündigungsfristen abgelaufen sind bzw. wenn neue Lösungen für Büroräume, IT und den Fahrzeugpark umgesetzt wurden. Allein den Umfang der ab 2018, spätestens ab 2019, zu erwartenden Einsparungen im Sachkostenbereich beziffert das Unternehmen auf einen mittleren sechsstelligen Betrag. Hinzu kommen die Kostensenkungen im Personalbereich und hier vor allem in der Verwaltung, die dem reduzierten Geschäftsumfang angepasst werden soll. Nach dem Verkauf des Teilgeschäftsbetriebs beschäftigt SHS VIVEON aktuell noch rund 140 Mitarbeiter, wobei sich die Zahl derzeit aufgrund von unternehmens- wie auch mitarbeiterseitigen Kündigungen sowie von vereinzelten Neueinstellungen noch stark im Fluss befindet.

## Schätzungen erneut gesenkt

Unsere noch im Mai formulierte Erwartung, dass SHS VIVEON den Umsatz in diesem Jahr stabil halten könnte, hat sich inzwischen als zu optimistisch erwiesen. Der Umsatz war schon im ersten Halbjahr deutlich rückläufig und dürfte vor dem Hintergrund des verhaltenen Ausblicks auch in der zweiten Jahreshälfte eher schwach ausfallen. Das Unternehmen berichtet zwar von einer gut gefüllten Vertriebspipeline, in der sich auch konkrete Verhandlungen mit potenziellen Großkunden befinden, doch für den diesjährigen Umsatz dürfte dies nur noch eine begrenzte Relevanz haben. In Verbindung mit der Entkonsolidierung des verkauften Teilgeschäftsbereiches dürfte der Umsatz in diesem Jahr nach unserer Einschätzung bei 18,5 Mio. Euro liegen und durch den negativen Konsolidierungseffekt auch 2018 noch sinken, auf geschätzte 13 Mio. Euro. Umsatzwachstum erwarten wir deswegen erst ab 2019, wobei wir zunächst nur eine Wachstumsrate in etwa auf dem Niveau des Softwaresektors annehmen.

## Operativer Breakeven in 2018

Unsere Erwartung für das operative EBITDA für 2017 haben wir deutlich abgesenkt, was aber durch den zu erwartenden Gewinn aus dem Verkauf des Beratungsgeschäfts mehr als kompensiert werden dürfte. Unter Berücksichtigung dieses Effekts liegt unsere Schätzung für das diesjährige EBITDA nun bei 0,8 Mio. Euro, das Nettoergebnis erwarten wir bei 0,4 Mio. Euro. Den operativen Breakeven haben wir nun wir das kommende Jahr unterstellt, in dem SHS VIVEON vor allem von den positiven Effekten der diesjährigen Kostensenkungsmaßnahmen profitieren sollte. Inklusive der Earn-out-Zahlungen rechnen wir für 2018 mit einem positiven EBITDA und einem nahezu ausgeglichenen Nettoergebnis.

## Zielmarge angehoben

In Erwartung, dass SHS VIVEON mit der neuen Aufstellung tatsächlich auf den Wachstumspfad zurückkehrt und dass dabei das Softwaregeschäft eine

immer wichtigere Rolle spielt, haben wir für die Folgejahre eine schrittweise verbesserte Profitabilität unterstellt. Da durch den Verkauf des Großteils des Beratungsgeschäfts der Softwareanteil noch weiter ansteigt, sehen wir perspektivisch sogar Potenzial für noch höhere Margen als bisher unterstellt. Dies haben wir im Modell in einer etwas steileren Margenentwicklung abgebildet, die zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums nun in einer Zielmarge von 12,9 Prozent (EBITDA) mündet. Bisher hatten wir mit 9,6 Prozent kalkuliert. Das aus diesen Anpassungen resultierende Schätzmodell im Detailprognosezeitraum findet sich in der Tabelle auf dieser 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 8,0 Prozent, in der, wie schon bisher, ein 33-prozentiger Sicherheitsabschlag gegenüber dem Zielwert des detaillierten Prognosezeitraums enthalten ist.

## Kursziel: 7,30 Euro je Aktie

Bei unveränderten Rahmendaten des Modells resultiert 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 15,7 Mio. Euro, respektive 7,34 Euro je Aktie. Daraus leiten wir 7,30 Euro als neues Kursziel ab. Gegenüber dem bisherige Wert (8,60 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.

## Hohes Schätzrisiko

Allerdings basiert diese Wertermittlung auf Schätzungen, deren Unsicherheit wir derzeit als hoch einstufen. SHS VIVEON befindet sich aktuell in einem Wandel, dessen erfolgreicher Ausgang noch nicht gesichert ist. Dies gilt sowohl für den Markterfolg der neuen Strategie und der intensivierten Vertriebsbemühungen wie auch für den Umbau der Organisation. Eine zentrale Herausforderung ist dabei, die Unruhe, die erfahrungsgemäß im Zuge von Veränderungsprozessen innerhalb von Unternehmen aufkommen kann, auf ein Minimum zu reduzieren. Solange der Erfolg des Veränderungsprozesses nicht absehbar ist, sehen wir unsere Schätzungen deswegen mit einer höheren Unsicherheit behaftet, weswegen

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 18,5 | 13,0 | 13,8 | 14,6 | 15,5 | 16,4 | 17,4 | 18,4 |
| Umsatzwachstum | | -29,7% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| EBIT-Marge | 2,7% | -0,4% | 4,2% | 5,2% | 7,0% | 8,8% | 10,6% | 11,9% |
| **EBIT** | **0,5** | **-0,1** | **0,6** | **0,8** | **1,1** | **1,4** | **1,8** | **2,2** |
| Steuersatz | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 20,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| **NOPAT** | **0,5** | **-0,1** | **0,6** | **0,6** | **0,7** | **1,0** | **1,2** | **1,5** |
| + Abschreibungen & Amortisation | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 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** | 0,8 | 0,3 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 1,4 | 1,7 |
| - Zunahme Net Working Capital | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| - Investitionen AV | 0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| **Free Cashflow** | **1,3** | **0,2** | **0,7** | **0,6** | **0,7** | **0,9** | **1,1** | **1,4** |

*SMC Schätzmodell*

wir die Einstufung des Risikos auf der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter 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 5,81 und 10,40 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%** | 10,40 | 9,52 | 8,81 | 8,24 | 7,77 |
| **6,4%** | 9,24 | 8,56 | 8,01 | 7,55 | 7,16 |
| **6,9%** | 8,32 | 7,79 | **7,34** | 6,96 | 6,64 |
| **7,4%** | 7,57 | 7,14 | 6,78 | 6,47 | 6,20 |
| **7,9%** | 6,95 | 6,59 | 6,29 | 6,03 | 5,81 |

# Fazit

SHS VIVEON hat in den letzten Monaten mehrere wichtige Weichenstellungen vollzogen, um den laufenden Veränderungsprozess zu einem Erfolg zu führen. Dazu gehört der Amtsantritt des neuen CEO, dessen Aufgabe es nun sein wird, die Unruhe im Unternehmen zu reduzieren und die neue Strategie der Positionierung als ein fokussiertes Softwarehaus mit Leben zu füllen.

Einen wichtigen Schritt dahin stellt der angekündigte Verkauf eines großen Teils des produktunabhängigen Beratungsgeschäfts dar, mit dem einerseits die Ergebnis- und Liquiditätsituation schlagartig verbessert und andererseits die strategische Fokussierung auf das Produktgeschäft forciert wird.

Darüber hinaus berichtet das Unternehmen von umfassenden Kostensenkungsmaßnahmen, die das diesjährige Ergebnis zwar zusätzlich belasten, aber ab dem nächsten Jahr eine deutlich verbesserte Ergebnissituation ermöglichen sollten.

Wir haben diese Entwicklungen sowie die schwachen Halbjahreszahlen zum Anlass genommen, unsere Schätzungen erneut im größeren Ausmaß zu überarbeiten, haben aber dabei die Grundprämisse, dass die Rückkehr zum profitablen Wachstum gelingen wird, beibehalten. In Summe der Entwicklungen der letzten Monate hat sich die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios nach unserem Eindruck erhöht. Trotzdem sind unsere Schätzungen weiterhin mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Wir belassen unser Rating deswegen auf „Speculative Buy“. Die Aktie bietet im Erfolgsfall ein sehr hohes Kurspotenzial bis zu unserem Kursziel von 7,30 Euro, birgt aber auch überdurchschnittliche Risiken.

# 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 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,9 |
| 1. Immat. VG | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 |
| 2. Sachanlagen | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| II. UV Summe | 7,0 | 8,4 | 7,2 | 8,3 | 9,0 | 9,9 | 11,0 | 12,3 | 13,8 |
| **PASSIVA** | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 3,1 | 4,0 | 3,8 | 4,4 | 4,8 | 5,3 | 6,1 | 7,0 | 8,1 |
| 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 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 4,0 | 4,2 | 4,4 |
| **BILANZSUMME** | **8,4** | **9,8** | **8,3** | **9,3** | **10,1** | **11,0** | **12,1** | **13,4** | **14,8** |

## 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 | 18,5 | 13,0 | 13,8 | 14,6 | 15,5 | 16,4 | 17,4 | 18,4 |
| Rohertrag | 22,3 | 16,6 | 11,7 | 12,4 | 13,2 | 14,0 | 14,8 | 15,7 | 16,7 |
| EBITDA | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,9 | 0,9 | 1,3 | 1,6 | 2,0 | 2,4 |
| EBIT | -0,2 | 0,5 | -0,1 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,8 | 2,2 |
| EBT | -0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 2,3 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,5 |
| JÜ | -0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,5 |
| EPS | -0,16 | 0,19 | -0,05 | 0,26 | 0,29 | 0,35 | 0,47 | 0,60 | 0,72 |

# 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 | 1,0 | 0,3 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,6 |
| CF aus Investition | -0,5 | 0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| CF Finanzierung | -0,3 | 0,0 | -1,7 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,4 |
| Liquidität Jahresanfa. | 3,4 | 2,9 | 4,2 | 2,6 | 3,4 | 3,8 | 4,3 | 5,0 | 5,9 |
| Liquidität Jahresende | 2,9 | 4,2 | 2,6 | 3,4 | 3,8 | 4,3 | 5,0 | 5,9 | 6,9 |

## Kennzahlen

| Prozent | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzwachstum | -7,0% | -24,9% | -29,7% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Rohertragsmarge | 90,5% | 89,9% | 90,0% | 90,1% | 90,2% | 90,3% | 90,4% | 90,5% | 90,6% |
| EBITDA-Marge | 1,4% | 4,5% | 2,3% | 6,8% | 6,4% | 8,2% | 9,9% | 11,7% | 12,9% |
| EBIT-Marge | -0,9% | 2,7% | -0,4% | 4,2% | 5,2% | 7,0% | 8,8% | 10,6% | 11,9% |
| EBT-Marge | -1,2% | 2,3% | -0,9% | 4,3% | 5,2% | 7,1% | 9,1% | 10,9% | 12,4% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | -1,4% | 2,2% | -0,9% | 4,1% | 4,2% | 4,8% | 6,1% | 7,3% | 8,3% |

# 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**

Dr. Adam Jakubowski

**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), 3),

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 |
|---|---|---|---|
| 22.05.2017 | Speculative Buy | 8,60 Euro | 1) |
| 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: Eine Studie, ein Update, ein 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 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.