

Datum **17.08.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**PT: € 18,05** (alt: € 18,80)

#### Änderungen

|      | 2011E |       | 2012E |       |
|------|-------|-------|-------|-------|
|      | Neu   | Delta | Neu   | Delta |
| Ums  | 23,5  | -2,0% | 27,1  | 1,6%  |
| EBIT | 1,55  | 0,6%  | 1,95  | 4,0%  |
| EPS  | 1,40  | 0,7%  | 1,61  | 3,8%  |
| EPS* | 1,40  | 0,7%  | 1,61  | 3,8%  |
| DPS  | 0,00  | 0%    | 0,48  | 2,1%  |

\*bereinigt

Homepage: [www.shs-viveon.com](http://www.shs-viveon.com)  
 Branche: IT/Software

ISIN: DE000A0XFWK2  
 Bloomberg: SHWK:GR  
 Reuters: SHSGk:DE  
 Preis (15.08.11): € 11,30  
 Marktkapitalisierung: € 11,3 Mio.  
 Enterprise Value: € 10,0 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage): € 23.952  
 52W Hoch: € 16,35  
 52W Tief: € 7,50  
 Streubesitz: 62 %

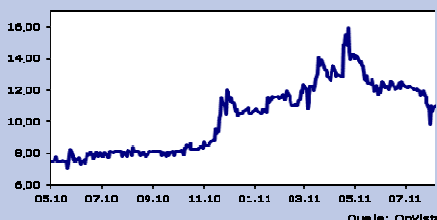
#### Finanzkalender

10.11.2011 Q3-Bericht  
 21.-23.11.2011 Eigenkapitalforum  
 07.-08.12.2011 12. MKK

#### Aktionärsstruktur

Aufsichtsrat 25%  
 Management 8%  
 Vorstand 5%

#### Kursentwicklung



#### Daniel Großjohann

+49 (0)69 – 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

#### Michael Vara

+49 (0)69 – 66 36 80 71  
[vara@vararesearch.de](mailto:vara@vararesearch.de)

## SHS VIVEON AG

### Weiche für langfristiges Wachstum gestellt

SHS VIVEON befindet sich momentan in einer Phase, in der Investitionen in das Rechenzentrum getätigt werden und die Margen durch den Personalaufbau (Personalbeschaffung, Vorlaufkosten) belastet sind. Diese Investitionen ermöglichen dem Unternehmen zweistelliges jährliches Wachstum. Da zusätzlich ein Fokus auf den Umsatzmix, mit höherem Anteil wiederkehrender Erlöse, und der besseren Verzahnung der Segmente gelegt wurde, wird in 2011 dieses Wachstumspotenzial (2011e: Umsatz +9,8% auf € 23,5 Mio.) noch nicht voll ausgeschöpft. Das EBITDA-Ziel von € 2 Mio. in 2011 sehen wir auf Grund des sich verbessernden Produktmixes als gut erreichbar an. Bei Kursen zwischen € 10 und € 11 preist der Markt bei der SHS-Aktie gegenwärtig kein Wachstum ein. Strategischen Maßnahmen, wie der Ausweitung der Direct Sales, die internationale Großkonzerne adressieren, den Ausbau des Partnernetzes (Indirect Sales), sowie dem Ausbau des Anteils der wiederkehrenden Umsätze und der Lizenzumsätze, sind in unseren Augen jedoch aussichtsreiche Optionen. Beim gegenwärtigen Kursniveau bekäme der Investor diese Optionen gratis zum etablierten Basisgeschäft dazu.

### Investment Highlights

- Die Gesamtleistung im ersten Halbjahr wuchs um 8,8% auf € 11,34 Mio. Wachstumsinvestitionen und Ausgaben für den Personalaufbau (+11%) führten zu einer gegenüber dem Vorjahr leicht geringeren EBITDA- (7,1% vs. 7,3%) und EBIT-Marge (5,1% vs. 5,3%). Auf unsere bisherigen Ergebnisschätzungen für 2011 hat dies keinen Einfluss. Zwar sehen wir die Wachstumserwartung für 2011 nun etwas verhaltener, bei der Marge dürfte im zweiten Halbjahr aber der Spielraum nach oben bereits durch einen günstigeren Umsatzmix schon in Teilen sichtbar werden. Unsere 2011er EBITDA-Erwartung bleibt dementsprechend unverändert, während sich die Margenerwartung leicht auf 9,3% erhöht. Basierend auf dem gezielten Ausbau des margenstarken Cloud-Services-Geschäftes (Cloud-Services-Umsatz 2010: € 1,9 Mio.) haben wir auch für die Jahre ab 2012 die Margen weiter angehoben. Unsere EPS-Erwartung für 2012 und 2013 liegt dementsprechend 3,8% bzw. 11,5% über unseren bisherigen Schätzungen.
- Bei der Optimierung der Direct und Indirect Sales ist SHS VIVEON in H1 ein gutes Stück vorangekommen. Im Direktvertrieb, der sich auf internationale Großkunden konzentriert, sind nur noch zwei Stellen zu besetzen. Der indirekte Vertrieb, das Partnernetzwerk der SHS, steht zwar noch am Anfang, hat aber mit der spanischen Sayes, der forum! Marktforschung und dem TÜV Rheinland bereits erste Partnerschaften vermelden können. Beides wird die Skalierbarkeit des Produktgeschäftes und des Service-Geschäftes verbessern.

### Kennzahlen

|       | Um-<br>satz | JÜ<br>ber. | EPS<br>ber. | KGV  | EV/<br>Sales | EV/<br>EBIT | EBIT<br>Marge | ROE<br>(%) |
|-------|-------------|------------|-------------|------|--------------|-------------|---------------|------------|
| 2009  | 25,3        | -0,6       | -0,69       | n.m. | 0,27         | 16,4        | 1,6%          | -85%       |
| 2010  | 21,4        | 1,0        | 0,99        | 8,1  | 0,29         | 4,6         | 6,3%          | 44,2%      |
| 2011e | 23,5        | 1,4        | 1,40        | 8,1  | 0,43         | 6,4         | 6,6%          | 33,7%      |
| 2012e | 27,1        | 1,6        | 1,61        | 7,0  | 0,37         | 5,1         | 7,2%          | 28,5%      |
| 2013e | 31,8        | 1,7        | 1,75        | 6,5  | 0,31         | 3,8         | 8,2%          | 24,6%      |

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Potenziale durch Ausbau  
der Basis  
wiederkehrender  
Umsätze**

**Zunehmende  
Verzahnung der Bereiche  
trägt Früchte**

**Umsatzmix verbessert  
sich, Anteil des  
Produktbereiches bei  
20%**

**Optimierung der  
Kostenstruktur wird  
fortgesetzt**

**Ausblick: Fortsetzung  
der Wachstumsstrategie;  
Margenverbesserung**

Weitere Potenziale bieten der Ausbau der Zusammenarbeit mit den Bestandskunden und des Servicegeschäftes (SaaS). Hier wurde weiter investiert, um die Basis wiederkehrender Umsätze zu erhöhen. Auch das Themenfeld Fraud/Betrugserkennung bietet, basierend auf den rechtlichen Anforderungen, gute Chancen für eine automatisierte SaaS-Lösung.

Auch die Verzahnung der Geschäftsbereiche Risk und Value zahlt sich aus. Mit der UniCredit Family Financing Bank wurde, durch das neue in der Branche gut vernetzte Vertriebsteam, ein Neukunde mit großem Entwicklungspotenzial gewonnen. Auch weitere strategische Neukunden wie A1/Telekom Austria, Agfa Graphics, MAN, United Internet und Swisscom wurden in 2011 bereits akquiriert.

Im Vergleich zu der ersten Jahreshälfte 2010 konnte SHS VIVEON in allen drei Leistungsarten wachsen. Insgesamt zeigte der Bereich Risk im zweiten Quartal ein Umsatzwachstum von 13,8% auf € 5,3 Mio. bei guter Auslastung der Mitarbeiter. Innerhalb des Risk-Geschäftsbereiches zeigten sich die Softwareprodukte mit einem Zuwachs von 18,5% stark. Der Bereich Value legte in Q2 rund 4,8% zu.

Das Unternehmen setzt die erfolgreiche Optimierung der Kostenstruktur fort. Eine intern begebene Unternehmensanleihe in Höhe von € 0,9 Mio. (Laufzeit bis 12/2012) wird ab August 2011 vorzeitig zurückgeführt und teilweise zu günstigeren Konditionen refinanziert. Das zusätzliche Einsparpotenzial hieraus beziffert das Unternehmen auf rund € 80.000.

Ausblick: SHS VIVEON sieht sich nach einem erfolgreichen Start auf einem guten Weg die Wachstumsstrategie in der zweiten Jahreshälfte fortzusetzen. Ergebnisseitig soll in der zweiten Jahreshälfte auf Grund geringerer Investitions- und Personalakquirierungskosten, sowie dem durch die Refinanzierung verbesserten Finanzergebnis, eine weitere Verbesserung eintreten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| in € Mio.                                  | 2008           | 2009          | 2010          | 2011e         | 2012e         | 2013e         |
|--|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                        | <b>25,992</b>  | <b>25,338</b> | <b>21,447</b> | <b>23,549</b> | <b>27,081</b> | <b>31,820</b> |
| Bestandsveränderungen                      | 0,315          | -0,335        | -0,144        | 0,262         | 0,301         | 0,354         |
| Aktivierete Eigenleistungen                | 0,000          | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| Sonstige betriebliche Erträge              | 1,476          | 0,645         | 0,685         | 0,452         | 0,520         | 0,611         |
| <b>Gesamtleistung</b>                      | <b>27,783</b>  | <b>25,647</b> | <b>21,988</b> | <b>24,263</b> | <b>27,902</b> | <b>32,785</b> |
| Materialaufwand                            | -2,541         | -2,475        | -1,670        | -1,826        | -2,100        | -2,468        |
| <b>Rohergebnis</b>                         | <b>25,242</b>  | <b>23,172</b> | <b>20,317</b> | <b>22,436</b> | <b>25,802</b> | <b>30,317</b> |
| Personalaufwand                            | -17,406        | -16,830       | -13,877       | -15,120       | -17,226       | -19,922       |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen | -6,593         | -5,455        | -4,631        | -5,268        | -6,059        | -7,119        |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>1,243</b>   | <b>0,887</b>  | <b>1,809</b>  | <b>2,048</b>  | <b>2,517</b>  | <b>3,276</b>  |
| Abschreibungen/Amortisation                | -4,230         | -0,470        | -0,451        | -0,492        | -0,566        | -0,665        |
| <b>EBIT</b>                                | <b>-2,987</b>  | <b>0,416</b>  | <b>1,359</b>  | <b>1,555</b>  | <b>1,951</b>  | <b>2,611</b>  |
| Finanzergebnis                             | -0,212         | -0,523        | -0,353        | -0,130        | -0,124        | -0,118        |
| A.o. Ergebnis vor Steuern                  | -11,623        | -2,460        | -0,073        | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| <b>EBT</b>                                 | <b>-14,822</b> | <b>-2,567</b> | <b>0,932</b>  | <b>1,425</b>  | <b>1,827</b>  | <b>2,492</b>  |
| A.o. Ergebnis nach Steuern                 | 0,000          | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| Ertragssteuern                             | -0,196         | -0,044        | -0,016        | -0,024        | -0,213        | -0,747        |
| Anteile Dritter                            | 0,000          | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| <b>Nettoergebnis</b>                       | <b>-15,018</b> | <b>-2,611</b> | <b>0,917</b>  | <b>1,402</b>  | <b>1,614</b>  | <b>1,745</b>  |
| Bereinigungen                              | 11,623         | 2,060         | 0,073         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| Bereinigtes Nettoergebnis                  | -3,395         | -0,551        | 0,990         | 1,402         | 1,614         | 1,745         |
| Gewichtete Anzahl Aktien                   | 0,37           | 0,79          | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,00          |
| <b>EPS</b>                                 | <b>-40,07</b>  | <b>-3,29</b>  | <b>0,92</b>   | <b>1,40</b>   | <b>1,61</b>   | <b>1,75</b>   |
| EPS bereinigt                              | -9,06          | -0,69         | 0,99          | 1,40          | 1,61          | 1,75          |
| DPS  | 0,00           | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,48          | 0,52          |

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

| in % des Umsatzes                          | 2008         | 2009         | 2010         | 2011e        | 2012e        | 2013e        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                        | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |
| Gesamtleistung                             | 106,9        | 101,2        | 102,5        | 103,0        | 103,0        | 103,0        |
| Materialaufwand                            | -9,8         | -9,8         | -7,8         | -7,8         | -7,8         | -7,8         |
| <b>Bruttoergebnis</b>                      | <b>97,1</b>  | <b>91,5</b>  | <b>94,7</b>  | <b>95,3</b>  | <b>95,3</b>  | <b>95,3</b>  |
| Personalaufwand                            | -67,0        | -66,4        | -64,7        | -64,2        | -63,6        | -62,6        |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen | -25,4        | -21,5        | -21,6        | -22,4        | -22,4        | -22,4        |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>4,8</b>   | <b>3,5</b>   | <b>8,4</b>   | <b>8,7</b>   | <b>9,3</b>   | <b>10,3</b>  |
| Abschreibungen/Amortisation                | -16,3        | -1,9         | -2,1         | -2,1         | -2,1         | -2,1         |
| <b>EBIT</b>                                | <b>-11,5</b> | <b>1,6</b>   | <b>6,3</b>   | <b>6,6</b>   | <b>7,2</b>   | <b>8,2</b>   |
| Finanzergebnis                             | -0,8         | -2,1         | -1,6         | -0,6         | -0,5         | -0,4         |
| A.o. Ergebnis vor Steuern                  | -44,7        | -9,7         | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBT</b>                                 | <b>-57,0</b> | <b>-10,1</b> | <b>4,3</b>   | <b>6,1</b>   | <b>6,7</b>   | <b>7,8</b>   |
| A.o. Ergebnis nach Steuern                 | -            | -            | -            | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Ertragssteuern                             | -0,8         | -0,2         | -0,1         | -0,1         | -0,8         | -2,3         |
| Anteile Dritter                            | -            | -            | -            | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoergebnis</b>                       | <b>-57,8</b> | <b>-10,3</b> | <b>4,3</b>   | <b>6,0</b>   | <b>6,0</b>   | <b>5,5</b>   |
| Bereinigungen                              | 44,7         | 8,1          | 0,3          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Bereinigtes Nettoergebnis                  | -13,1        | -2,2         | 4,6          | 6,0          | 6,0          | 5,5          |

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

| in € Mio.                       | 2008          | 2009          | 2010         | 2011e        | 2012e         | 2013e         |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Anlagevermögen</b>           | <b>5,083</b>  | <b>2,376</b>  | <b>1,978</b> | <b>2,242</b> | <b>2,943</b>  | <b>3,238</b>  |
| Imm. Vermögensgegenstände       | 2,029         | 1,780         | 1,619        | 1,499        | 1,279         | 1,109         |
| Sachanlagen                     | 0,424         | 0,404         | 0,358        | 0,743        | 1,664         | 2,129         |
| Finanzanlagen                   | 2,630         | 0,193         | 0,000        | 0,000        | 0,000         | 0,000         |
| <b>Umlaufvermögen</b>           | <b>6,789</b>  | <b>7,568</b>  | <b>5,830</b> | <b>6,797</b> | <b>8,093</b>  | <b>9,238</b>  |
| Vorräte                         | 0,882         | 0,542         | 0,400        | 0,439        | 0,505         | 0,593         |
| Forderungen aus LuL             | 3,992         | 4,283         | 2,487        | 2,731        | 3,140         | 3,690         |
| Sonstige Forderungen            | 0,293         | 0,797         | 0,911        | 1,200        | 1,150         | 1,351         |
| Kasse und Wertpapiere           | 1,621         | 1,947         | 2,032        | 2,427        | 3,298         | 3,604         |
| <b>Sonstiges Aktiva</b>         | <b>0,113</b>  | <b>0,067</b>  | <b>0,044</b> | <b>0,044</b> | <b>0,044</b>  | <b>0,044</b>  |
| <b>Summe Aktiva</b>             | <b>11,985</b> | <b>10,012</b> | <b>7,851</b> | <b>9,082</b> | <b>11,080</b> | <b>12,520</b> |
| <b>Eigenkapital</b>             | 0,272         | 1,019         | 3,457        | 4,859        | 6,473         | 7,734         |
| Rücklagen                       | 0,272         | 1,019         | 3,457        | 4,859        | 6,473         | 7,734         |
| Anteile Dritter                 | 0,000         | 0,000         | 0,000        | 0,000        | 0,000         | 0,000         |
| <b>Rückstellungen</b>           | <b>3,055</b>  | <b>1,901</b>  | <b>1,730</b> | <b>1,730</b> | <b>1,730</b>  | <b>1,730</b>  |
| <b>Verbindlichkeiten</b>        | <b>6,118</b>  | <b>5,129</b>  | <b>1,052</b> | <b>0,882</b> | <b>1,265</b>  | <b>1,445</b>  |
| Zinstragende Verbindlichkeiten* | 4,019         | 4,011         | 0,241        | 0,241        | 0,241         | 0,241         |
| Verbindlichkeiten aus LuL       | 0,780         | 0,605         | 0,507        | 0,306        | 0,640         | 0,752         |
| Sonstige nichtzinstr. Verbindl. | 1,320         | 0,512         | 0,304        | 0,334        | 0,384         | 0,452         |
| <b>Sonstige Passiva</b>         | <b>2,540</b>  | <b>1,964</b>  | <b>1,612</b> | <b>1,612</b> | <b>1,612</b>  | <b>1,612</b>  |
| <b>Summe Passiva</b>            | <b>11,985</b> | <b>10,012</b> | <b>7,851</b> | <b>9,082</b> | <b>11,080</b> | <b>12,520</b> |

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

\*Eine 2010 begebene Unternehmensanleihe i.H.v. 900T€ ist unter sonstige Verbindlichkeiten erfasst

| in % der Bilanzsumme            | 2008         | 2009         | 2010         | 2011e        | 2012e        | 2013e        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Anlagevermögen</b>           | <b>42,4</b>  | <b>23,7</b>  | <b>25,2</b>  | <b>24,7</b>  | <b>26,6</b>  | <b>25,9</b>  |
| Imm. Vermögensgegenstände       | 16,9         | 17,8         | 20,6         | 16,5         | 11,5         | 8,9          |
| Sachanlagen                     | 3,5          | 4,0          | 4,6          | 8,2          | 15,0         | 17,0         |
| Finanzanlagen                   | 21,9         | 1,9          | -            | -            | -            | -            |
| <b>Umlaufvermögen</b>           | <b>56,6</b>  | <b>75,6</b>  | <b>74,3</b>  | <b>74,8</b>  | <b>73,0</b>  | <b>73,8</b>  |
| Vorräte                         | 7,4          | 5,4          | 5,1          | 4,8          | 4,6          | 4,7          |
| Forderungen aus LuL             | 33,3         | 42,8         | 31,7         | 30,1         | 28,3         | 29,5         |
| Sonstige Forderungen            | 2,4          | 8,0          | 11,6         | 13,2         | 10,4         | 10,8         |
| Kasse und Wertpapiere           | 13,5         | 19,4         | 25,9         | 26,7         | 29,8         | 28,8         |
| <b>Sonstiges Aktiva</b>         | <b>0,9</b>   | <b>0,7</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,5</b>   | <b>0,4</b>   | <b>0,3</b>   |
| <b>Summe Aktiva</b>             | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |
| <b>Eigenkapital</b>             | <b>2,3</b>   | <b>10,2</b>  | <b>44,0</b>  | <b>53,5</b>  | <b>58,4</b>  | <b>61,8</b>  |
| Rücklagen                       | 2,3          | 10,2         | 44,0         | 53,5         | 58,4         | 61,8         |
| Anteile Dritter                 | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Rückstellungen</b>           | <b>25,5</b>  | <b>19,0</b>  | <b>22,0</b>  | <b>19,0</b>  | <b>15,6</b>  | <b>13,8</b>  |
| <b>Verbindlichkeiten</b>        | <b>51,1</b>  | <b>51,2</b>  | <b>13,4</b>  | <b>9,7</b>   | <b>11,4</b>  | <b>11,5</b>  |
| Zinstragende Verbindlichkeiten  | 33,5         | 40,1         | 3,1          | 2,7          | 2,2          | 1,9          |
| Verbindlichkeiten aus LuL       | 6,5          | 6,0          | 6,5          | 3,4          | 5,8          | 6,0          |
| Sonstige nichtzinstr. Verbindl. | 11,0         | 5,1          | 3,9          | 3,7          | 3,5          | 3,6          |
| <b>Sonstige Passiva</b>         | <b>21,2</b>  | <b>19,6</b>  | <b>20,5</b>  | <b>17,7</b>  | <b>14,5</b>  | <b>12,9</b>  |
| <b>Summe Passiva</b>            | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

| (in € Mio.)                                      | 2008   | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit  | 0,517  | -2,771 | 1,644  | 1,602  | 1,688  | 1,751  |
| Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit          | -0,215 | -0,347 | -0,223 | -1,207 | -0,818 | -0,961 |
| Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit | 0,065  | 3,438  | -1,368 | 0,000  | 0,000  | -0,484 |
| Veränderung der Zahlungsmittel                   | 0,374  | 0,325  | 0,085  | 0,395  | 0,871  | 0,306  |
| Flüssige Mittel am Ende der Periode              | 1,621  | 1,947  | 2,032  | 2,427  | 3,298  | 3,604  |

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen\*

|                                      | 2008     | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|--------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Bewertungskennzahlen</b>          |          |        |        |        |        |        |
| EV/Umsatz                            | 0,50     | 0,27   | 0,29   | 0,43   | 0,37   | 0,31   |
| EV/EBITDA                            | 10,37    | 7,70   | 3,44   | 4,89   | 3,98   | 3,06   |
| EV/EBIT                              | n.m.     | 16,39  | 4,58   | 6,44   | 5,13   | 3,84   |
| P/E berichtet                        | n.m.     | n.m.   | 8,74   | 8,06   | 7,00   | 6,47   |
| P/E bereinigt                        | n.m.     | n.m.   | 8,10   | 8,06   | 7,00   | 6,47   |
| PCPS                                 | 20,30    | n.m.   | 4,87   | 7,06   | 6,69   | 6,45   |
| Preis/Buchwert                       | 38,60    | 0,00   | 2,32   | 2,33   | 1,75   | 1,46   |
| <b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>  |          |        |        |        |        |        |
| Bruttomarge                          | 97,1%    | 91,5%  | 94,7%  | 95,3%  | 95,3%  | 95,3%  |
| EBITDA-Marge                         | 4,8%     | 3,5%   | 8,4%   | 8,7%   | 9,3%   | 10,3%  |
| EBIT-Marge                           | -11,5%   | 1,6%   | 6,3%   | 6,6%   | 7,2%   | 8,2%   |
| Vorsteuermarge                       | -12,3%   | -0,4%  | 4,7%   | 6,1%   | 6,7%   | 7,8%   |
| Nettomarge                           | -13,1%   | -2,2%  | 4,6%   | 6,0%   | 6,0%   | 5,5%   |
| ROE                                  | -2497,8% | -85,3% | 44,2%  | 33,7%  | 28,5%  | 24,6%  |
| ROCE                                 | -50,1%   | 12,9%  | 26,5%  | 26,4%  | 28,5%  | 33,4%  |
| <b>Produktivitätskennzahlen</b>      |          |        |        |        |        |        |
| Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)    | 106,5    | 111,9  | 119,1  | 114,9  | 117,7  | 124,8  |
| Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro) | -13,9    | -2,4   | 5,5    | 6,8    | 7,0    | 6,8    |
| Anzahl Mitarbeiter                   | 244      | 227    | 180    | 205    | 230    | 255    |
| <b>Finanzkennzahlen</b>              |          |        |        |        |        |        |
| Eigenkapitalquote                    | 2,3%     | 10,2%  | 44,0%  | 52,1%  | 58,4%  | 61,8%  |
| Gearing                              | 881,9%   | 202,6% | -51,8% | -26,5% | -33,3% | -31,8% |
| Dividendenrendite (Stammaktien)      | 0,0%     | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 4,3%   | 4,6%   |
| <b>Cash-Flow Kennzahlen</b>          |          |        |        |        |        |        |
| Cash-Flow pro Aktie                  | 1,38     | -3,49  | 1,64   | 1,60   | 1,69   | 1,75   |
| Free-Cash-Flow pro Aktie             | 0,84     | 0,00   | 1,52   | 0,39   | 0,87   | 0,79   |
| <b>Sonstige Kennzahlen</b>           |          |        |        |        |        |        |
| Abschreibungen/Umsatz                | 16,3%    | 1,9%   | 2,1%   | 2,1%   | 2,1%   | 2,1%   |
| Capex/Umsatz                         | 0,9%     | 0,9%   | 1,2%   | 5,1%   | 3,0%   | 3,0%   |
| Working Capital/Umsatz               | 11,8%    | 17,8%  | 13,9%  | 13,9%  | 13,9%  | 13,9%  |
| Steuerquote                          | -1,3%    | -1,7%  | 1,7%   | 1,7%   | 11,7%  | 30,0%  |

\*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH**  
**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Grossjohann, Analyst,**  
**und Dragan Lukjanovic, Analyst der Vara Research GmbH**

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

| Unternehmen | Datum      | Empfehlung | Kursziel |
|-------------|------------|------------|----------|
| SHS VIVEON  | 22.11.2010 | Kaufen     | € 18,20  |
| SHS VIVEON  | 26.05.2011 | Kaufen     | € 18,80  |

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**(17.08.2011)**

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

**(Schlusskurse vom 15.08.2011)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im

Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

**Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.
- betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.