18. Mai 2021
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

SHS VIVEON AG

Steiler Aufwärtstrend der Marge soll ab 2022 fortgesetzt werden

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 13,80 € | **Kursziel:** 17,50 € (zuvor: 17,40 €)

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

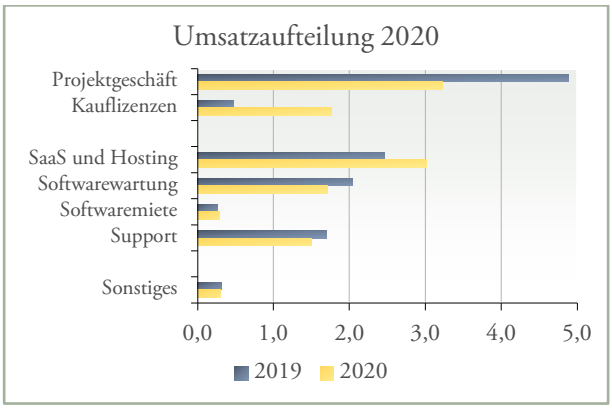
Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	76
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0XFWK2
Ticker:	SHWK:GR
Kurs:	13,80 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	2,15 Mio. Stück
Market-Cap:	29,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	24,6 Mio. Euro
Free Float:	70,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	15,40 / 8,85 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	26,1 Tsd. Euro / Tag

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts hat SHS VIVEON die im Februar veröffentlichten vorläufigen Zahlen weitestgehend bestätigt. Demnach ist der Umsatz leicht, auf 11,8 Mio. Euro, gesunken (-2,8 Prozent), während der Gewinn auf allen Ergebnisebenen deutlich gesteigert werden konnte: Das EBIT erhöhte sich um ein Drittel auf 1,5 Mio. Euro und der Jahresüberschuss sogar um 47 Prozent auf knapp 1,0 Mio. Euro. Basis der Ergebnisverbesserung war eine deutliche Kosten- und Personalreduktion. Gleichzeitig konnte SHS trotz der Corona-Krise beachtliche Vertriebserfolge feiern, die für hohe Lizenzeinnahmen sorgten, aber auch den Bestand an wiederkehrenden Erlösen erhöhten. Diese sollen im laufenden Jahr zu der angestrebten Rückkehr auf den Wachstumspfad beitragen, wobei SHS einen Umsatzanstieg im mittleren einstelligen Prozentbereich anstrebt. Das EBITDA soll dieses Jahr in etwa im Gleichschritt mit den Erlösen steigen, was vom Unternehmen mit den geplanten hohen Ausgaben für die intensivierte Produktentwicklung im Rahmen der Plattformstrategie begründet wird. Mittelfristig soll aber der steile Aufwärtstrend der EBITDA-Marge fortgesetzt werden, mit Sicht auf drei bis vier Jahre traut sich SHS ein Niveau von rund 20 Prozent zu, bei einer deutlich zweistelligen Wachstumsdynamik der Umsätze.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	12,0	12,1	11,8	12,7	13,8	14,9
EBITDA (Mio. Euro)	0,2	1,5	1,7	1,9	2,2	2,6
Jahresüberschuss	-0,4	0,7	1,0	1,1	1,3	1,5
EpS	-0,17	0,31	0,45	0,50	0,60	0,72
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,12	0,15	0,22
Umsatzwachstum	-34,8%	0,8%	-2,8%	8,0%	8,0%	8,0%
Gewinnwachstum	-	-	46,8%	10,1%	21,3%	18,8%
KUV	2,47	2,45	2,52	2,33	2,16	2,00
KGV	-	44,8	30,5	27,7	22,8	19,2
KCF	11,8	21,2	25,4	21,8	18,8	16,3
EV / EBITDA	136,2	16,2	14,5	13,2	11,2	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,7%	0,9%	1,1%	1,6%

Leichter Umsatzrückgang

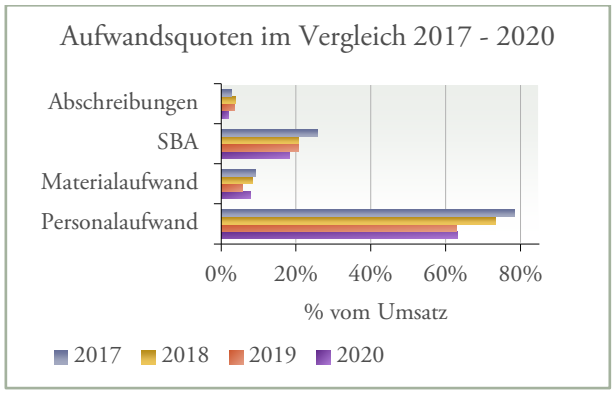
Wie bereits im Februar auf vorläufiger Basis angekündigt, ist der letztjährige Umsatz leicht gesunken. Mit 11,8 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um 2,8 Prozent unterschritten, womit aber der Rückgang gegenüber dem ersten Halbjahr (-13,3 Prozent) deutlich reduziert werden konnte. Ursächlich für den gesunkenen Umsatz war das Projektgeschäft, das unter der Pandemie gelitten hat und um ein Drittel auf 3,2 Mio. Euro geschrumpft ist. Demgegenüber konnten die wiederkehrenden Erlöse sogar um knapp 1 Prozent auf 6,5 Mio. Euro gesteigert werden, wodurch sich ihr Anteil am Gesamtumsatz um zwei Prozentpunkte auf 55 Prozent erhöht hat. Besonders stark haben hier die Bereiche SaaS und Hosting (+22 Prozent auf 3,0 Mio. Euro) sowie Softwaremieten (+9 Prozent) zugelegt. Die wiederkehrenden Wartungs- und Support-Einnahmen haben sich hingegen infolge des Verlustes zweier Kunden um 16 resp. 12 Prozent reduziert. Ein starkes Wachstum zeigten im letzten Jahr schließlich die Einmallizenzen, die sich entgegen dem grundsätzlichen Trend zu Abomodellen auf 1,8 Mio. Euro fast vervierfacht haben. SHS begründet dies mit dem Wunsch der Kunden, die Ausgaben für die Software zu aktivieren, um so die GuV im Krisenjahr 2020 zu schonen.



Quelle: Unternehmen

Rohmarge leicht gesunken

Auf der Ebene des Rohertrages wurde der Rückgang durch einen geringeren Bestandsabbau sowie durch einen höheren Beitrag der aktivierten Entwicklungsleistungen leicht abgefedert und betrug lediglich 1,4 Prozent. Anders als im ersten Halbjahr, in dem die Rohmarge noch etwas erhöht werden konnte, ist sie im Gesamtjahr leicht von 92,6 auf 92,0 Prozent gesunken, so dass sich der Rohertrag um 3,5 Prozent auf 10,9 Mio. Euro reduzierte. Die niedrigere Rohmarge ist auf einen höheren Materialaufwand zurückzuführen, in dem sich u.a. Aufwendungen für den Betrieb des Rechenzentrums sowie ein etwas stärkerer Rückgriff auf Freelancer bemerkbar gemacht haben.



Quelle: Unternehmen

Sonstiger Aufwand deutlich gesunken

Den niedrigeren Rohertrag konnte SHS durch Kosteneinsparungen mehr als kompensieren. Insbesondere der sonstige betriebliche Aufwand ist mit 2,1 Mio. Euro deutlich (-14 Prozent) geringer ausgefallen als 2019, wodurch sich die entsprechende Aufwandsquote von 20,6 auf 18,2 Prozent ermäßigt hat. Kostensenkungen konnten u.a. bei den Mieten sowie – hauptsächlich Corona-bedingt – bei den Kfz- und Reisekosten erreicht werden.

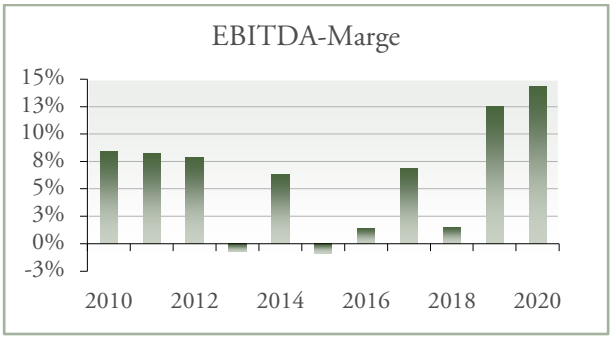
Starke Personalreduktion

Auch der Personalaufwand ist gesunken (-2,6 Prozent auf 7,5 Mio. Euro), sodass die Personalaufwandsquote trotz der niedrigeren Umsätze stabil bei 63 Prozent gehalten werden konnte. Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl, die in den Krisenmonaten des ersten Halbjahrs noch konstant gehalten worden war, ist sogar noch stärker, nämlich um fast 10 Prozent auf 76, gefallen, was sich aber aufgrund von Abfindungen nicht komplett im Personalaufwand bemerkbar gemacht hat. Das Ausmaß der Veränderung im Personalbereich wird durch die Betrachtung der durch-

schnittlichen Mitarbeiterzahl sogar etwas unterzeichnet, weil SHS nach eigenen Angaben auch mehrere neue Mitarbeiter eingestellt hat. Das Unternehmen begründet dies mit der laufenden Anpassung der Mitarbeiterstruktur an die aktuelle Strategie und will vor allem die Bereiche Vertrieb und Technologie personell weiter stärken, während Aufgaben wie Professional Services oder auch einfache Softwareentwicklung verstärkt im Rahmen von Partnerschaften und Nearshoring-Konzepten abgedeckt werden sollen. Auch wurden im letzten Jahr Aufgaben außerhalb des operativen Kernbereiches, wie etwa der Datenschutz oder der betriebliche Gesundheitsschutz, die bisher intern wahrgenommen worden sind, nun als externe Beratungsleistungen vergeben.

EBITDA-Marge auf Rekordniveau

Durch die Kostensenkungen konnte das EBITDA trotz des niedrigeren Rohertrags auf den bereits vorab gemeldeten Wert von 1,7 Mio. Euro (+12 Prozent) gesteigert werden. Die EBITDA-Marge hat sich dadurch um 1,9 Prozentpunkte auf 14,4 Prozent erhöht, womit SHS die Prognose einer Margensteigerung auf 13 bis 14 Prozent übertroffen hat. Damit hat SHS innerhalb von nur zwei Jahren die EBITDA-Marge vervielfacht (siehe Abbildung). Ausschlaggebend dafür war die massiv verbesserte Mitarbeiterproduktivität: Nachdem der Rohertrag je Mitarbeiter in den Jahren bis 2018 um 100 Tsd. Euro schwankte, hat letztes Jahr jeder Mitarbeiter im Durchschnitt 143 Tsd. Euro an Rohertrag erwirtschaftet.



Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge zweistellig

Da sich gleichzeitig die Abschreibungen durch die im Vorjahr ausgelaufene Firmenwertabschreibung um 42 Prozent auf weniger als 0,3 Mio. Euro reduzierten, hat sich das EBIT sogar um ein Drittel auf 1,5 Mio. Euro verbessert. Mit einer EBIT-Marge von 12,3 Prozent ist SHS somit zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte mit dieser zentralen Erfolgskennzahl in den zweistelligen Bereich vorgestoßen.

Geschäftszahlen	GJ 19	GJ 20	*Änderung*
Umsatz	12,14	11,80	*-2,8%*
Rohertrag	11,24	10,85	*-3,5%*
Rohertragsmarge	*92,6%*	*92,0%*	
EBITDA	1,52	1,70	*+11,7%*
EBITDA-Marge	*12,5%*	*14,4%*	
EBIT	1,09	1,45	*+32,5%*
EBIT-Marge	*9,0%*	*12,3%*	
Vorsteuerergebnis	1,08	1,41	*+29,9%*
EBT-Marge	*8,9%*	*11,9%*	
Jahresüberschuss	0,66	0,97	*+46,7%*
Netto-Marge	*5,5%*	*8,3%*	
Free-Cashflow	0,99	0,85	*-13,6%*

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Jahresüberschuss steigt um die Hälfte

Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis von -0,04 Mio. Euro und einer normalisierten Steuerquote von knapp 31 Prozent konnte daraus ein Jahresüberschuss von knapp unter 1,0 Mio. Euro erzielt werden, ein Zuwachs um 47 Prozent zum Vorjahr. Je Aktie entspricht das einem Gewinn von 0,45 Euro.

Cashflow deutlich positiv

Deutlich positiv, wenn auch etwas unter dem Wert aus 2019, ist 2020 auch der Cashflow ausgefallen. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit belief sich letztes Jahr auf 1,2 Mio. Euro, nach 1,4 Mio. Euro im Vorjahr. Der Unterschied ist vor allem in den niedrigeren Abschreibungen und in einem langsameren Anstieg der Rückstellungen begründet. Abzüglich der Auszahlungen für Investitionen, die sich fast um ein Viertel auf 0,3 Mio. Euro reduzierten, wurde ein Free-Cashflow von knapp 0,9 Mio. Euro erzielt (Vorjahr: 1,0 Mio. Euro). Da das Unternehmen zudem angesichts der Corona-Krise rein vorsorglich knapp 0,7 Mio.

Euro aus einer bestehenden 1,0 Mio. Euro-Kreditlinie gezogen hat, ist auch der Finanzierungs-Cashflow mit +0,7 Mio. Euro positiv ausgefallen, sodass die bilanzielle Liquidität in Summe um mehr als ein Drittel auf 5,8 Mio. Euro gestiegen ist.

Sehr hohe Nettoliquidität

Bezogen auf die Bilanzsumme, die sich um 27 Prozent auf 9,5 Mio. Euro erhöht hat, entspricht das einer sehr hohen Quote von 62 Prozent. Auch nach Abzug der Bankkredite in Höhe von 0,7 Mio. Euro beläuft sich die Nettoliquidität auf 5,2 Mio. Euro und damit auf 55 Prozent der Bilanzsumme.

Komfortable Eigenkapitalquote

Ebenfalls sehr komfortabel stellt sich die Eigenkapitalsituation dar. Durch den Jahresgewinn sowie durch eine kleine Kapitalerhöhung im Zuge einer Ausübung von Aktienoptionen hat sich das Eigenkapital um 25 Prozent auf 5,4 Mio. Euro erhöht und steht somit weiterhin für deutlich mehr als die Hälfte der Bilanzsumme (57,0 Prozent).

Dividende angekündigt

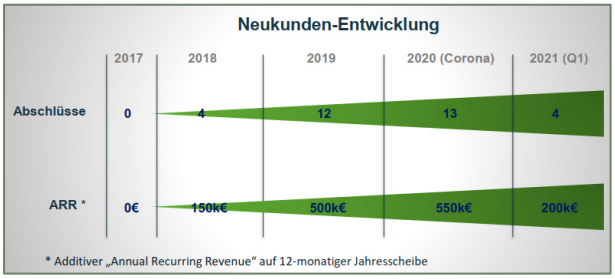
Auf der Grundlage der deutlich verbesserten Profitabilität und der komfortablen finanziellen und bilanziellen Ausstattung hat SHS angekündigt, für das abgelaufene Jahr eine Dividende von 10 Cent je Aktie ausschütten zu wollen. Auch in Zukunft soll regelmäßig eine Dividende gezahlt werden.

Prognosen bestätigt

Wie bereits im Februar im Rahmen der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen angekündigt, will SHS im laufenden Jahr wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren und den Umsatz steigern. Konkret peilt das Unternehmen eine Wachstumsrate im mittleren einstelligen Prozentbereich an. Das EBITDA soll in etwa im Gleichschritt mit dem Umsatz zulegen, womit die dynamische Profitabilitätsverbesserung in diesem Jahr pausieren dürfte. Das Unternehmen begründet das mit den geplanten Investitionen in die Produktentwicklung, zeigt sich aber zuversichtlich, die EBITDA-Marge mittelfristig bis auf oder sogar über die 20-Prozent-Marke erhöhen zu können. Auch die Wachstumsdynamik soll in den nächsten Jahren deutlich zunehmen, den Zielkorridor beziffert SHS auf 15 bis 20 Prozent per annum.

Guter Start ins neue Jahr

Ermöglicht werden soll das einerseits durch ein insgesamt höheres Tempo in der Neukundengewinnung, die wiederum von der Ausweitung des Lösungsportfolios auf der SHS-Plattform profitieren soll, und andererseits durch den sukzessiven Aufbau eines Bestandes an wiederkehrenden Erlösen. Diesbezüglich konnte SHS im ersten Quartal weitere Erfolge erzielen und vier weitere SaaS-Kunden gewinnen. Der daraus resultierende jährlich wiederkehrende Umsatz beläuft sich auf 0,2 Mio. Euro. Zum Vergleich: Aus den 13 Neukundenabschlüssen im Geschäftsjahr 2020 ergeben sich jährlich wiederkehrende Erlöse von 0,55 Mio. Euro. Darüber hinaus berichtet das Management von weiteren unterschriftsreifen Verträgen, für die SHS teilweise bereits mit der Vorbereitung der Auslieferung begonnen hat, sowie von einer weiterhin gut gefüllten Vertriebs-Pipeline.



Quelle: Unternehmen

Umsatzschätzungen unverändert

Wir haben bisher für 2021 ein Umsatzwachstum um 8 Prozent auf 12,7 Mio. Euro unterstellt und halten an dieser Einschätzung weiterhin fest. Sie liegt zwar etwas höher als die von SHS ausgegebene Zielvorgabe (mittlerer einstelliger Bereich), doch erscheint sie auf der Grundlage der Annahme einer weitgehenden Normalisierung des Geschäftslebens ab dem zweiten Halbjahr durchaus erreichbar. Voraussetzung dafür ist die Gewinnung weiterer Neukunden, von denen sich einige für Kauflizenzen entscheiden müssten. Deutlich vorsichtiger als das Management sind wir hingegen bezüglich der Wachstumsdynamik in den nächs-

ten Jahren, die wir weiterhin in der Bandbreite zwischen 6 und 8 Prozent p.a. ansetzen. Die vom Management in Aussicht gestellten zweistelligen Wachstumsraten halten wir zwar grundsätzlich für erreichbar, aber für keinen Selbstläufer, weswegen wir zunächst abwarten wollen, wie gut die Plattformstrategie funktioniert. Dementsprechend liegt auch der Zielumsatz des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 unverändert bei 20,5 Mio. Euro. Sollten sich unsere Schätzungen diesbezüglich tatsächlich als viel zu vorsichtig erweisen, besteht an dieser Stelle ein hohes zusätzliches Upside-Potenzial, das in unserem Modell noch nicht abgebildet ist.

Margenanstieg verlangsamt

Etwas größere Änderungen haben wir bezüglich unserer Margenannahmen vorgenommen. Teilweise resultieren diese aus der Integration der finalen Abschlusszahlen aus 2020 in unser Modell, woraus sich Verschiebungen der Aufwandsquoten ergeben haben, teilweise haben wir damit aber auch auf die Prognose des Managements reagiert. Da SHS mit Verweis auf die intensivierte Produktentwicklung in 2021 das EBITDA in etwa im Gleichschritt mit dem Umsatz steigern will, erscheint uns die bisher unterstellte Margenverbesserung auf 15,5 Prozent etwas zu forsch. Deswegen haben wir sie nun auf 14,6 Prozent abgesenkt, was gegenüber 2020 einer leichten Erhöhung um 0,2 Prozentpunkte entspräche. Auch die Margenschätzungen für die nachfolgenden Jahre haben wir zunächst etwas vorsichtiger modelliert, dafür aber im späteren Verlauf des detaillierten Prognosezeitraums den Anstieg etwas länger fortgesetzt. Hatten wir bisher mit einer EBITDA-Zielmarge von 18,5 Prozent kalkuliert, liegt diese nun für das Jahr 2028 mit 18,7 Prozent sogar leicht darüber. Gleichwohl bleiben wir damit aus Vorsicht unter der vom Management mittelfristig angestrebten Zielmarke von 20 Prozent. Wie schon beim Umsatz bedeutet das für den Fall der Zielerreichung weiteres Upside-Potenzial, das in unserem Modell noch nicht erfasst ist.

Abschreibungen niedriger

Nachdem sich unsere Schätzungen für Abschreibungen und Investitionen in 2020 als etwas zu hoch erwiesen haben und da eine deutliche Erhöhung derzeit nicht absehbar ist, haben wir beide Reihen etwas reduziert, was sich positiv auf die EBIT-Marge ausgewirkt hat. Dadurch wurde die Absenkung der für dieses Jahr unterstellten EBITDA-Marge auf der Ebene

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	12,7	13,8	14,9	16,1	17,2	18,2	19,3	20,5
Umsatzwachstum		8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	12,2%	13,7%	15,1%	16,0%	16,3%	16,9%	17,1%	17,0%
EBIT	**1,6**	**1,9**	**2,2**	**2,6**	**2,8**	**3,1**	**3,3**	**3,5**
Steuersatz	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1
NOPAT	**1,1**	**1,3**	**1,5**	**1,7**	**1,9**	**2,1**	**2,2**	**2,4**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
+ 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	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cashflow	**1,0**	**1,2**	**1,4**	**1,6**	**1,8**	**1,9**	**2,0**	**2,1**

SMC Schätzmodell

des EBIT teilweise kompensiert, sodass sich die Schätzung für die EBIT-Marge lediglich von zuvor 12,3 auf 12,2 Prozent reduziert hat. Gleichzeitig ist die Erhöhung die Zielmarge im Jahr 2028 beim EBIT stärker ausgefallen als beim EBITDA. Hier liegt die Schätzung nun bei 17,0 Prozent, statt wie bisher bei 16,2 Prozent.

Gewinnschätzung für 2021 unverändert

Durch die nur minimale Absenkung der für 2021 unterstellten EBIT-Marge sind auch die absoluten Schätzwerte für das EBIT und das Nettoergebnis nahezu unverändert geblieben und liegen bei 1,6 bzw. 1,1 Mio. Euro. Die von uns für die Jahre 2021 bis 2028 unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang

WACC-Satz erhöht

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir aus Vorsicht, wie schon bisher, mit einem 17-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge und somit mit einer EBIT-Marge von 14,1 Prozent sowie mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem WACC-Satz von 6,1 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,0 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor: 1,2) und FK-Kosten von 4,0 Prozent zugrunde liegen. Dass sich der WACC-Satz gegenüber unserem letzten Update (5,8 Prozent) etwas erhöht hat, liegt daran, dass wir in Reaktion auf die sehr robuste Ergebnis- und Cashflow-Entwicklung die Zielkapitalstruktur stärker in Richtung des Eigenkapitals verschoben haben und nun mit einem FK-Anteil von 35 Prozent kalkulieren (bisher: 40 Prozent).

Kursziel: 17,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 37,6 Mio. Euro bzw. 17,46 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 17,50 Euro ableiten. Die leichte Erhöhung gegenüber dem alten Wert (17,40 Euro) ist der erhöhten Ziel-EBIT-Marge geschuldet, deren Wirkung den kurszieldämpfenden Effekt des angehobenen Diskontierungszinssatzes überwiegt. Gegenüber dem aktuellen Börsenkurs sehen wir folglich trotz der erfreulichen Performance seit dem Jahreswechsel ein weiteres Aufwärtspotenzial von mehr als 25 Prozent.

Risikoeinschätzung reduziert

Da SHS seit der Restrukturierung die eigene Prognosetreue deutlich verbessert und selbst in dem schwierigen Corona-Jahr die Ergebnisziele erreicht und teilweise sogar übererfüllt hat, stufen wir inzwischen auch die Schätzunsicherheit geringer ein, für die wir deswegen auf der Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) nun 3 Punkte vergeben (bisher: 4 Punkte). Für die gute Prognostizierbarkeit spricht auch der hohe Anteil an wiederkehrenden Erlösen. Dass wir die Schätzunsicherheit nicht noch niedriger einstufen, liegt an der wichtigen Rolle der neuen Plattformstrategie und des erweiterten Lösungsportfolios, deren Markterfolg sich noch erweisen muss, für unsere Schätzungen.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,1 und 7,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 13,53 und 26,34 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,1%	26,34	23,57	21,47	19,83	18,51
5,6 %	22,85	20,83	19,25	17,98	16,93
6,1 %	20,22	18,69	**17,46**	16,45	15,61
6,6%	18,15	16,97	15,99	15,18	14,49
7,1 %	16,49	15,55	14,77	14,10	13,53

Fazit

SHS VIVEON ist sehr gut durch das Corona-Jahr gekommen. Wie bereits im Februar vorläufig gemeldet, ist der Umsatz zwar leicht gesunken, doch das Ergebnis konnte erneut deutlich gesteigert werden. Der Jahresüberschuss erhöhte sich sogar um fast 50 Prozent.

Ermöglicht wurde dies durch eine Kombination aus höheren Lizenzeinnahmen und deutlich reduzierten Kosten. Vor allem aber hat SHS die Mitarbeiterproduktivität erneut deutlich verbessert, gegenüber dem Durchschnittswert der fünf Jahre von 2013 bis 2018 lag der Rohertrag je Mitarbeiter in der letzten Periode um 40 Prozent höher.

Auf dieser Basis dürfte die ab diesem Jahr angestrebte Rückkehr zum Umsatzwachstum auch ein deutliches Gewinnwachstum ermöglichen. Mit Sicht auf drei bis vier Jahre traut sich SHS zu, die EBITDA-Marge von zuletzt 14,4 auf rund 20 Prozent erhöhen zu können, wobei für dieses Jahr wegen der geplanten hohen Ausgaben für die Produktentwicklung kein großer Margensprung erwartet wird.

Wir sehen uns sowohl durch die sehr guten Zahlen 2020 als auch durch die weitere Prognose in unserer positiven Einschätzung von SHS VIVEON bestätigt. Obwohl wir in unseren Schätzungen sowohl bezüglich der erreichbaren Wachstumsdynamik als auch im Hinblick auf die Margen etwas vorsichtiger sind als das Management, sehen wir für die Aktie dennoch weiteres Kurspotenzial bis 17,50 Euro. Mit diesem Kursziel bestätigen wir das Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
1. Immat. VG	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
2. Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7
II. UV Summe	8,6	9,0	10,2	11,6	13,1	14,6	16,3	18,0	19,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	5,4	6,2	7,3	8,5	9,8	11,2	12,7	14,3	16,0
II. Rückstellungen	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Kurzfristiges FK	1,9	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3
BILANZSUMME	**9,5**	**9,9**	**11,1**	**12,5**	**14,1**	**15,7**	**17,4**	**19,2**	**21,1**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	11,8	12,7	13,8	14,9	16,1	17,2	18,2	19,3	20,5
Rohertrag	11,0	12,0	12,9	14,0	15,1	16,1	17,1	18,1	19,2
EBITDA	1,7	1,9	2,2	2,6	2,9	3,2	3,4	3,6	3,8
EBIT	1,5	1,6	1,9	2,2	2,6	2,8	3,1	3,3	3,5
EBT	1,4	1,6	1,9	2,3	2,6	2,9	3,2	3,4	3,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,0	1,1	1,3	1,5	1,8	1,9	2,1	2,3	2,4
JÜ	1,0	1,1	1,3	1,5	1,8	1,9	2,1	2,3	2,4
EPS	0,45	0,50	0,60	0,72	0,82	0,90	1,00	1,07	1,13

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	1,2	1,4	1,6	1,8	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6
CF aus Investition	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
CF Finanzierung	0,7	-0,9	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Liquidität Jahresanfa.	4,2	5,8	6,0	6,9	8,1	9,3	10,5	11,8	13,2
Liquidität Jahresende	5,8	6,0	6,9	8,1	9,3	10,5	11,8	13,2	14,6

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-2,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rohertragsmarge	93,3%	93,8%	93,8%	93,9%	93,8%	93,8%	93,8%	93,8%	93,8%
EBITDA-Marge	14,4%	14,6%	15,9%	17,2%	18,1%	18,4%	18,7%	18,7%	18,7%
EBIT-Marge	12,3%	12,2%	13,7%	15,1%	16,0%	16,3%	16,9%	17,1%	17,0%
EBT-Marge	11,9%	12,4%	13,9%	15,3%	16,3%	16,7%	17,3%	17,6%	17,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,3%	8,4%	9,5%	10,4%	11,1%	11,3%	11,8%	12,0%	11,9%

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),

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 18.05.2021 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 18.05.2021 um 9:15 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
19.02.2021	Buy	17,40 Euro	1), 3)
01.12.2020	Buy	13,00 Euro	1), 3), 4)
01.09.2020	Buy	12,80 Euro	1), 3), 4)
19.05.2020	Buy	12,60 Euro	1), 3)
03.03.2020	Buy	13,70 Euro	1), 3)
13.11.2019	Buy	11,60 Euro	1), 3), 4)
25.07.2019	Buy	10,00 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.