



**Research Studie
(Initial Coverage)**

SHS VIVEON AG

**Nachhaltige Rückkehr in die Gewinnzone -
Deutliche Verbesserung der Bilanzrelationen**

Fairer Wert: 14,70 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19

SHS VIVEON AG *5,7

Kaufen

Kursziel: 14,70

aktueller Kurs: 8,40
15.11.2010 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl³: 1,000

Marketcap³: 8,40
EnterpriseValue³: 7,47
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: IT

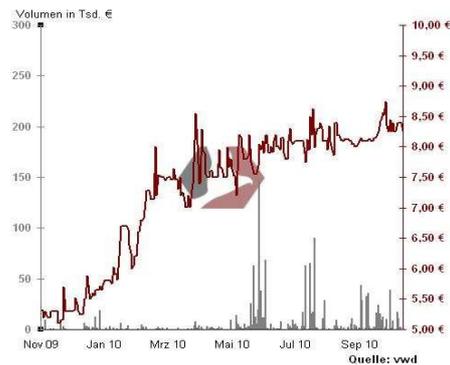
Fokus: Business- und IT-Beratung für
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 181 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi



SHS VIVEON AG ist ein europaweit agierendes Business- und IT-Beratungsunternehmen für Customer Management Lösungen. Zusammen mit der Tochtergesellschaft GUARDEAN GmbH, ein Anbieter von Software-Produkten für effizientes Customer Risk Management, bietet das Unternehmen marktführende Expertise im Customer Value und Customer Risk Management. Die Kernkompetenzen umfassen alle Themen, die für die Umsetzung eines erfolgreichen Customer Managements entscheidend sind: Customer Analytics, Customer Interaction und Application Management sowie Business Intelligence und Data Warehouse. GUARDEAN integriert und beschleunigt alle risikorelevanten Prozesse wie Informationsbeschaffung, Antragsmanagement, Debitorenüberwachung bis hin zum Forderungsmanagement. Mit mehr als 200 Kunden in 15 Ländern zählt die SHS VIVEON Gruppe zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. Die Unternehmensgruppe ist mit zwei Tochtergesellschaften an acht Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH und SHS VIVEON Schweiz AG.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	25,99	25,34	21,50	24,00
EBITDA	1,03	0,89	1,75	2,02
EBIT	-2,99	0,42	1,33	1,62
Jahresüberschuss	-15,02	-2,61	0,93	1,29

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-18,94	-3,29	0,93	1,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,42	0,29	0,35	0,31
EV/EBITDA	10,49	8,39	4,27	3,70
EV/EBIT	-3,61	17,96	5,62	4,61
KGV	neg.	neg.	9,00	6,50
KBV		2,55		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
8.12.2010: X. MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Konsolidierungskreis.....	S. 3
Aktionärsstruktur.....	S. 3
Geschäftstätigkeit	S. 4
Organe.....	S. 6

Markt

Markt.....	S. 8
------------	------

Unternehmensentwicklung und Prognose

Geschäftsentwicklung	S. 9
Bilanzielle Lage.....	S. 11
SWOT-Analyse	S. 12
Prognosen.....	S. 13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	

Bewertung

Modellannahmen	S. 15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	S. 15
Bewertungsfazit.....	S. 15
DCF-Modell.....	S. 16
Fazit.....	S. 17

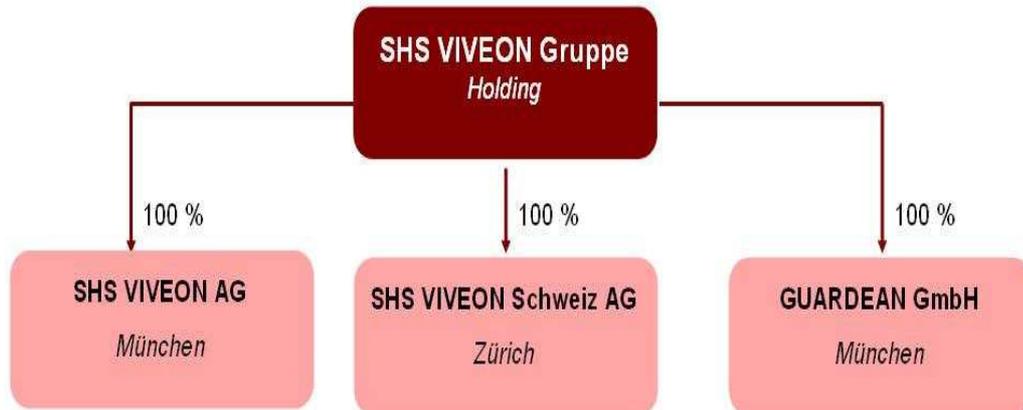
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss.....	S. 18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG	S. 20

Unternehmen

Konsolidierungskreis

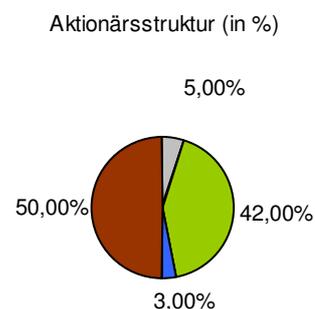
Der Konsolidierungskreis SHS VIVEON AG umfasst die SHS VIVEON AG, die SHS VIVEON Schweiz AG sowie die GUARDEAN GmbH. Die Organisationsstruktur ist dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen. Der Verkauf der ehemaligen spanischen Tochtergesellschaft SHS Polar wurde am 15. Mai 2009 abgeschlossen und gehört seitdem nicht zum Konsolidierungskreis.



Quelle: GBC, SHS VIVEON

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.09.2010
Vorstand	5,0 %
Aufsichtsrat	42,0 %
Management	3,0 %
Streubesitz	50,0 %



Quelle: GBC, SHS VIVEON

Geschäftstätigkeit

Die SHS VIVEON AG mit Sitz in München ist ein europaweit führendes Beratungs- und Produkthaus im Bereich Customer Management. Das Leistungsportfolio der SHS VIVEON umfasst Business- und IT-Beratung sowie Softwarelösungen rund um die Themen Kundenwert-, Kundenrisiko- und Kundeninteraktionsmanagement. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die beiden Hauptthemenfelder Kundenrisikomanagement (Risk) und Kundenwertmanagement (Value). Die Gesellschaft wurde 1991 gegründet und ist mit 8 Standorten in der DACH-Region vertreten. Sie zählt über 200 namhafte Unternehmen zu ihren Kunden, überwiegend aus den Branchen Telekommunikation, Finanzdienstleistungen sowie Industrie und Handel.

Das **Beratungsgeschäft** in den Bereichen **Value** und **Risk** wird über die Muttergesellschaft **SHS VIVEON AG** sowie über die Tochtergesellschaft **SHS VIVEON Schweiz** abgedeckt und erwirtschaftet rund 80 % der gesamten Konzernumsätze.

Die **SHS VIVEON AG** unterstützt ihre Kunden dabei das optimale Verhältnis aus Kundenpotentialen und -risiken zu identifizieren und umzusetzen. Die Lösungen von SHS VIVEON fokussieren dabei die wichtigsten Prozesse im Kundenlebenszyklus und steigern die Effizienz in allen Phasen. Diese Phasen umfassen die Kundengewinnung, die Kundenentwicklung, die Leistungs- und Serviceoptimierung sowie die Kundenbindung, bis zur Kundenrückgewinnung. Das Leistungsportfolio der SHS VIVEON AG deckt dabei sowohl die Prozess-Beratung als auch analytische Lösungen sowie die Implementierung von individuellen Applikationen als auch die Integration von Standardlösungen ab.

SHS VIVEON bewegt sich damit in einem höchst innovativen Umfeld, dessen Bedeutung in den kommenden Jahren noch weiter zunehmen wird. Denn Kostendruck und verschärfter Wettbewerb lassen viele Unternehmen auf ihren wichtigsten Wert zurückbesinnen, der ein großes Differenzierungspotential mit sich führt: den Kunden und das Wissen um seine Wünsche und wie man diese besser erfüllt als der Wettbewerb. SHS VIVEON ist in der Lage mit seinem Know-How und Leistungsportfolio hierfür die bestmögliche Basis zu schaffen.

Im Beratungsgeschäft arbeitet die SHS VIVEON AG hauptsächlich mit festangestellten Mitarbeitern. Bei der SHS VIVEON AG sind derzeit rund 140 Mitarbeiter angestellt. Die Tochtergesellschaft in der Schweiz beschäftigt nach den vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen aktuell rund 10 Mitarbeiter. Die Kundenprojekte werden in der Regel über Tagessätze oder im Rahmen von Festpreisprojekten abgerechnet. Der Anteil der freien Mitarbeiter liegt im Durchschnitt bei weniger als 10 %. Dieser im Branchenvergleich geringe Anteil an Freelancern liegt an dem hohen Spezialisierungsgrad der Beratermannschaft von SHS VIVEON.

Im bisherigen Jahresverlauf 2010 konnte die SHS VIVEON AG im Bereich Kundenwertmanagement eine Reihe von neuen Projekten gewinnen. Die Aufträge wurden hier unter anderem durch folgende Unternehmen erteilt: Deutsche Telekom, Deka Bank, e-Plus, HUKCOBURG, Julius Bär, MAN, Provinzial und United Internet.

Die Tochtergesellschaft **GUARDEAN GmbH** zeigt sich im Konzern verantwortlich für das **Produktgeschäft**. Die eigenen Softwarelösungen werden sowohl entwickelt als auch vertrieben und adressieren dabei die Bereiche Customer Risk und Credit Management. Die Softwareprodukte von GUARDEAN ermöglichen es den Unternehmen, dass Sie ihre Risiken über den gesamten Kundenlebenszyklus steuern können. Die Softwarelösungen von GUARDEAN decken dabei die Bereiche Antragsmanagement (z. B. Kreditprüfung), Bestandskundenmanagement (z. B. Monitoring von Kauf- und Zahlungsverhalten) sowie Forderungsmanagement (z.B. Inkassosteuerung und Kundenloyalisierung im Mahnprozess) ab. Das Produktangebot von GUARDEAN umfasst dabei die verschiedenen Softwarelösungen GUARDEAN RiskSuite, GUARDEAN ConnectorPool, GUARDEAN DebiTEX sowie GUARDEAN AP.NET. Die Softwarelösungen integrieren und automatisieren dabei alle risikorelevanten Kundenrisiko-Prozesse.

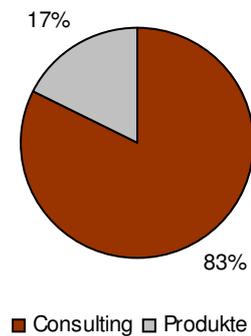
Das Produktportfolio umfasst neben individuellen Lösungen auch Standardlösungen in Abhängigkeit der Unternehmensgröße und der Anforderungen der Kunden. Hinsichtlich der Gebührenstruktur wird zwischen lizenz- und transaktionsbasierten Abrechnungsmodellen unterschieden.

Neben der Implementierung bietet GUARDEAN zudem auch den Betrieb und Wartung der Lösungen an. Die Dienstleistungen reichen hier von der Beratung im Bereich Professional Services über verschiedene Support-Level bis hin zu kompletten Hosting-Angeboten. Die Tochtergesellschaft GUARDEAN beschäftigt aktuell rund 30 Mitarbeiter an den beiden Standorten München und Kastl. Das Produktgeschäft erreicht einen Anteil an den Gesamtumsätzen von rund 20 %. Der Vertrieb erfolgt bislang hauptsächlich über eigene Mitarbeiter. Der indirekte Vertriebskanal soll in Zukunft verstärkt über ein Partnernetzwerk ausgebaut werden und vor allem die ausländischen Absatzmärkte abdecken. Hier sieht die Strategie Kooperationen unter anderem mit Datenanbietern und Warenkreditversicherern vor, die einen guten Kundenzugang haben.

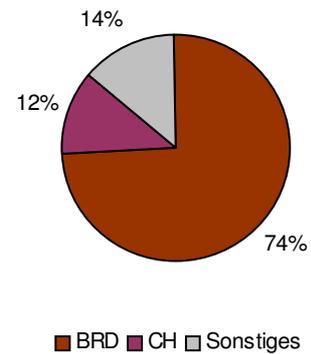
Zu den Kunden der GUARDEAN GmbH gehört bereits eine Reihe von renommierten Unternehmen, wie z. B. BP, BMW Bank, Lindner, Paper Union, Swisscom, SüdLeasing, Sky und Vodafone.

Eine Analyse der Umsatzstruktur der SHS VIVEON AG macht deutlich, dass in 2009 knapp 75 % der Konzernumsätze auf die Region Deutschland entfielen. Die geographische Zuordnung erfolgt hierbei nach dem Ort des Auftragsgebers. Des Weiteren wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 rund 83 % der Umsätze im Beratungsbereich und rund 17 % im Produktbereich erzielt. Die beiden nachstehenden Graphiken veranschaulichen dies.

Umsatzverteilung nach Bereichen in 2009



Umsatzverteilung nach Regionen in 2009



Quelle: GBC, SHS VIVEON

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Stefan Gilmozzi

Stefan Gilmozzi (geb. 1965) ist seit Oktober 2009 Alleinvorstand der SHS VIVEON AG. Zuvor war er von September 2006 bis September 2009 Vorstandsmitglied der SHS VIVEON AG und verantwortete den Geschäftsbereich Consulting & Solutions (DACH). Stefan Gilmozzi war Gründungsmitglied und Vorstandsvorsitzender der Business- und IT-Beratung VIVEON AG (Gründung: 2000), die im August 2006 mit der SHS VIVEON AG verschmolzen wurde.

Vor Gründung der VIVEON AG war er verantwortlich für den Aufbau und das Management des „Customer Relationship Management & Data Warehousing“ Competence Centers bei der CSC Ploenzke AG. Als Profit Center Manager war Stefan Gilmozzi mit Themenentwicklung, strategischen Partnerschaften, Pre-Sales, Projektabwicklung und Mitarbeiteraufbau für den deutschsprachigen Raum sowie das Themengebiet "CRM & DWH" betraut. Zuvor betreute er als Key-Account-Manager den Bereich Telekommunikation. In seiner Tätigkeit als Management Consultant fokussierte er sich auf die Themen Konzernberichtswesen, Balanced Scorecard und Customer Relationship Management. Stefan Gilmozzi ist Diplom-Betriebswirt mit den Schwerpunkten Rechnungswesen, Steuern und Controlling und besitzt das Diplom der Controller Akademie von Dr. Deyhle.

Aufsichtsrat

Dirk Roesing (Vorsitzender des Aufsichtsrats)

Dirk Roesing (geb. 1963) war von Januar 2003 bis September 2009 Vorsitzender des Vorstandes der SHS VIVEON AG, bevor er im Oktober 2009 zum Vorsitzenden des Aufsichtsrats gewählt wurde. Davor war er fünf Jahre bei der Telefonauskunft telegate AG (11880) als Finanzvorstand tätig. Bei telegate verantwortete Dirk Roesing die Bereiche Finanzen, Bilanzierung und Controlling sowie Personal und Einkauf. Nach dem erfolgreichen Börsengang der Gesellschaft im April 1999 war der gebürtige Bremer maßgeblich daran beteiligt, das Unternehmen auf die veränderten Marktbedingungen neu auszurichten und nach einigen schwierigen Quartalen wieder in die Gewinnzone zurück zu führen. Bevor Dirk Roesing 1997 zu telegate kam, arbeitete er als europäischer Finanzdirektor und deutscher Geschäftsführer der internationalen Amer-Sport-Gruppe. Weltweit bekannt geworden ist dieses Unternehmen durch die Marken Wilson, Atomic und Oxygen. Von 1994 bis 1996 leitete Dirk Roesing die Bereiche Controlling und Mergers & Acquisitions bei der VOBIS AG, einem Unternehmen des Metro-Konzerns. Seine Karriere hat Dirk Roesing nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre 1986 bei der Daimler Benz AG begonnen. Nach zwei Jahren in der Konzern-Revision war ihm bereits 1988 die Leitung einer Abteilung im Konzern-Treasury übertragen worden.

Dr. Welf Müller

Dr. Welf Müller wurde im Mai 2003 in den Aufsichtsrat der SHS VIVEON AG gewählt. Er ist seit 2001 "Of Counsel" bei Linklaters LLP (Beratung im Wirtschafts- und Steuerrecht). Zuvor war er acht Jahre Partner bei der O&R Oppenhoff & Rädler AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft. Von 1964 bis 1993 war Dr. Müller in verschiedenen Positionen bei der KPMG Deutsche Treuhandgesellschaft AG tätig, seit 1983 als Vorstand. Seine Arbeitsschwerpunkte sind nationales und internationales Steuerrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzrecht und Unternehmensbewertung.

Herbert Brenke

Herbert Brenke ist seit Mai 2003 Mitglied des Aufsichtsrats der SHS VIVEON AG. Seit seiner Pensionierung im Juni 1998 agiert er als unabhängiger Berater in der Telekommunikationsbranche und als „Business Angel“. Außerdem ist er als Aufsichtsrat in verschiedenen Unternehmen aktiv. In den Jahren 1993 bis 1998 war Herbert Brenke CEO und Vorstandsvorsitzender der E-Plus Mobilfunk GmbH, Düsseldorf. Von 1974 bis 1994 war er bei der Thyssen Rheinstahl Technik GmbH Mitglied des Vorstandes sowie ab 1982 Vorstandsvorsitzender. Zusätzlich war Herbert Brenke als Vorstandsmitglied der Thyssen Handelsunion AG Düsseldorf von 1983 bis 1994 für das weltweite Projektmanagement verantwortlich. Von 1960 bis 1974 war er Vorstandsmitglied der Rheinstahl Export GmbH in Essen, wo er 1957 seine berufliche Karriere als Manager der Essener Steinkohlebergwerke AG begonnen hatte.

Sven Fritsche

Sven Fritsche wurde auf der ordentlichen Hauptversammlung im Juni 2009 in den Aufsichtsrat der SHS VIVEON AG gewählt. Seit 2005 ist er Partner bei RP Richter & Partner München. Zuvor war er 15 Jahre bei PSP Peters, Schönberger & Partner in München, davon zehn Jahre als Partner. Seine Karriere als Rechtsanwalt, Steuerberater und Fachanwalt für Steuerrecht begann Sven Fritsche mit einer Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Vereinsbank München AG und einem anschließenden Studium der Rechtswissenschaften an der Ludwig Maximilian Universität München.

Klaus C. Plönzke

Klaus Christian Plönzke wurde auf der ordentlichen Hauptversammlung 2006 zum Vertreter der Aktionäre in den Aufsichtsrat der SHS VIVEON AG gewählt. Die 1999 gegründete Plönzke Holding beteiligt sich an jungen Unternehmen und bindet sie in das 2002 initiierte Plönzke Netzwerk ein, dem auch die SHS VIVEON AG angehört. Von 1995 bis 1999 begleitete Klaus C. Plönzke als Vorstandsvorsitzender den sukzessiven Verkauf der PLOENZKE AG an die amerikanische CSC Computer Sciences Corporation. Das Unternehmen war aus dem 1969 in Wiesbaden von Klaus C. Plönzke gegründeten EDV STUDIO PLOENZKE hervorgegangen, welches sich unter seiner Geschäftsführung zum größten unabhängigen IT-Beratungsunternehmen im deutschsprachigen Raum entwickelt hatte. Seine Karriere begann Klaus C. Plönzke 1955 als Systementwickler bei IBM Deutschland.

Markt - Steigende Investitionsbereitschaft für IT auf dem deutschen Markt erwartet

Im laufenden Geschäftsjahr 2010 hat sich der Markt für IT-Dienstleistungen bislang positiv entwickelt. Dies belegt auch der BITKOM-Index, welcher einmal im Quartal die Stimmungslage der IT-Unternehmen veröffentlicht. Demnach verzeichneten im dritten Quartal 2010 78 % der befragten Unternehmen ein Umsatzplus. Der Index selbst kletterte in diesem Zeitraum von 48 auf 67 Punkte und erreicht damit den höchsten Stand seit seiner Einführung 2001. Laut Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (**BITKOM**) konnten sowohl Auftragseingänge als auch Umsätze im Vergleich zum Vorjahreszeitraum gesteigert werden. Die positive Geschäftsentwicklung zeigt sich dabei in allen Marktsegmenten der Branche. Die Branchen-Umsätze im Bereich Informationstechnik werden nach den Erwartungen des Branchenverbandes im Gesamtjahr 2010 um 1,4 % zulegen; die darin enthaltenen Segmente Software und IT-Services um 0,9 % respektive um 2,2 %. Für das laufende Jahr 2010 erwarten 79 % aller von BITKOM befragten IT-Unternehmen eine Umsatzsteigerung.

Die bisherige positive Entwicklung lässt sich auch anhand der Personalpolitik der Unternehmen bestätigen. So planen 55 % der befragten Unternehmen den Personalbestand noch in diesem Jahr aufzustocken, wohingegen 29 % diesen konstant halten wollen.

Laut BITKOM-Barometer zieht die Nachfrage am stärksten bei den Anbietern von Softwarelösungen und von IT-Dienstleistungen (IT-Beratung, Outsourcing-Services u.a.) an. 83 % der Unternehmen verzeichneten im dritten Quartal 2010 ein Umsatzplus.

Ende Oktober 2010 hat BITKOM die Prognosen für den deutschen Markt der Informationstechnik und Telekommunikation (ITK) angehoben. Für das laufende Jahr 2010 wird nunmehr ein Wachstum um 1,4 % auf 141,6 Mrd. € erwartet. Bislang ist der Branchenverband hier von einer schwarzen Null ausgegangen. Der Markt für Software und IT-Services (Outsourcing, IT-Beratung und Wartung) soll demnach um 1,7 % auf 46,7 Mrd. € in 2010 zulegen. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwartet der Branchenverband BITKOM dann einen weiteren Anstieg des deutschen ITK-Marktes um 2 % auf dann 144,5 Mrd. €. Auch im kommenden Jahr 2011 soll sich der Markt für Software und IT-Services laut BITKOM überproportional entwickeln.

Gemäß einer aktuellen IT-Branchenstudie des Marktforschungsunternehmens **IDC** vom September 2010 ist von einer weiteren Belebung des deutschen IT-Marktes in den kommenden Monaten auszugehen. So wird bei den Unternehmen eine steigende Investitionsbereitschaft in IT erwartet. IDC rechnet für den Zeitraum 2009 bis 2010 im Rahmen der Branchenstudie mit einer annualisierten Wachstumsrate bei den IT-Ausgaben in Deutschland von 2,6 %.

Der weltweite IT-Markt entwickelt sich im Gegensatz zu Deutschland etwas zurückhaltender. So prognostizierte der europäische Branchenverband European Information Technology Observatory (**EITO**) im März 2010 ein Umsatzwachstum des Gesamtmarktes Informationstechnologie und Kommunikation für 2010 von 0,4 %. Auch hier werden die Anbieter von Softwarelösungen und IT-Dienstleistungen am meisten von der konjunkturellen Erholung profitieren. Demnach sollten die Umsätze in diesem Segment um 1 % ansteigen. Laut EITO wird im Jahr 2011 ein weiteres Wachstum für den weltweiten IT-Markt von 4 % prognostiziert.

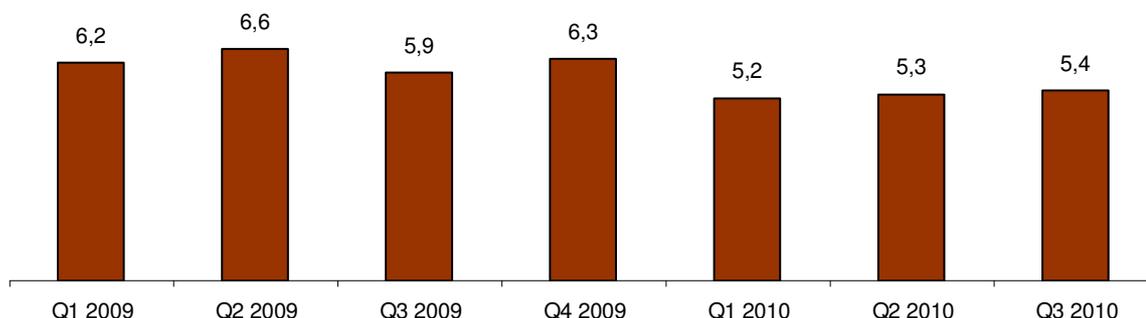
Geschäftsentwicklung - Deutlicher Anstieg der operativen Margen

In Mio. €	9M 2009	9M 2010	Delta	Q3 2009	Q3 2010	Delta
Gesamtleistung	18,68	15,81	-15,4 %	5,92	5,39	-9,0 %
EBITDA	0,36	1,29	+257,9 %	0,27	0,52	+91,9 %
EBITDA-Marge	1,9 %	8,1 %		4,6 %	9,7 %	
EBIT	-0,02	0,97	k. A.	0,18	0,42	+129,8 %
EBIT-Marge	Neg.	6,2 %		3,1 %	7,7 %	
Jahresüberschuss	-1,83	0,76	k. A.	0,18	0,34	+95,1 %

Quelle: GBC, SHS

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 erzielte die SHS VIVEON AG Umsatzerlöse in Höhe von 16,00 Mio. € (VJ: 18,46 Mio. €). Dies entspricht einem Rückgang von 13,7 %. Die Gesamtleistung ging von 18,68 Mio. € in 2009 auf 15,81 Mio. € in den ersten neun Monaten 2010 zurück. Diese Reduktion erklärt sich vor allem durch den Bereich Consulting. Zwar konnte die Auslastung der Mitarbeiter gesteigert werden, allerdings schlug hier die deutlich geringere Mitarbeiterzahl in Verbindung mit leicht gesunkenen Tagessätzen zu Buche. Zum 30.9.2009 beschäftigte die SHS VIVEON noch knapp 224 Mitarbeiter. Die Umsatzerlöse des Produktgeschäftes sollten gemäß unserer Einschätzung nach den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2010 mit rund 3 Mio. € in etwa auf dem Vorjahresniveau gelegen haben. Die Gesellschaft veröffentlicht im Rahmen der Quartalsberichte keine Umsatzzahlen zu den beiden Segmenten Consulting und Produkte. Die nachstehende Graphik zeigt die Entwicklung der Gesamtleistung für die vergangenen 7 Quartale.

Entwicklung der Gesamtleistung auf Quartalsebene (in Mio. €)



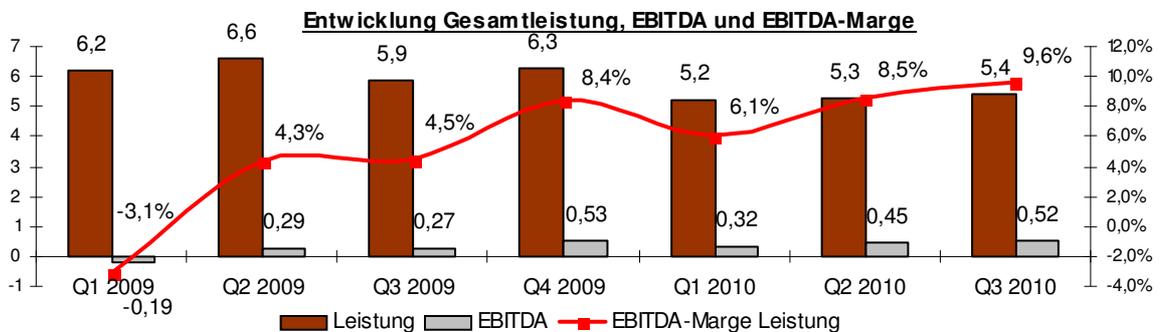
Quelle: GBC, SHS

In den ersten drei Quartalen 2010 konnte die Leistung jeweils um rund 0,1 Mio. € kontinuierlich gegenüber den Vorquartalen gesteigert werden, jedoch lag die Leistung in allen drei Quartalen 2010 unter dem Niveau des vergleichbaren Vorjahresquartals. Dies lässt sich, wie bereits oben beschrieben, vornehmlich auf den Personalabbau zurückführen.

Die Rohertragsmarge lag in den ersten neun Monaten mit 95,17 % weiterhin auf einem sehr hohen Niveau und konnte gegenüber dem Vorjahr (VJ: 93,05 %) nochmals verbessert werden. Diese Tatsache werten wir umso positiver, da sich die sonstigen betrieblichen Erträge in 2010 um rund 0,1 Mio. € auf 0,46 Mio. € reduzierten. Zudem verdeutlicht die Höhe der Rohertragsmarge, dass SHS VIVEON nur in einem geringen Umfang auf freie Mitarbeiter zurückgreift. Eine Aktivierung von Eigenleistungen für das Produktgeschäft erfolgt nicht.

Bei den Personalaufwendungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich die umgesetzten Einsparmaßnahmen deutlich ausgewirkt. Der Personalaufwand belief sich in den ersten neun Monaten 2010 auf 10,31 Mio. € und fiel damit deutlich geringer aus als im Vorjahr (VJ: 13,09 Mio. €). Die Optimierung der Personalstrukturen spiegelt sich auch in einer verbesserten Personalaufwandsquote nieder, welche nach neun Monaten 2010 65,21 % betrug und damit rund 5 % besser ausfiel als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen nach den ersten neun Monaten 2010 mit 3,45 Mio. € ebenfalls deutlich unter dem Vorjahreswert von 3,93 Mio. €.

Dank der schlankeren Kostenstruktur erfuhr das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) einen erheblichen Anstieg im Berichtszeitraum. Das EBITDA belief sich nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 auf 1,29 Mio. € im Vergleich zu 0,36 Mio. € im Vorjahr, was einer EBITDA-Marge von 8,14 % (VJ: 1,92 %) gleichkommt. Damit gelang es der SHS VIVEON das sechste Quartal in Folge positiv abzuschließen. Dieser positive operative Trend wird durch das nachstehende Schaubild verdeutlicht. Der letzte Verlust auf EBITDA-Basis fiel im ersten Quartal 2009 an.



Quelle: GBC, SHS

Im gerade abgeschlossenen dritten Quartal 2010 erreichte die EBITDA-Marge mit 9,6 % einen neuen Höchstwert. Die stetige Verbesserung der Margensituation ist für uns das Resultat einer guten Auslastungsquote der Beratungsmannschaft in Verbindung mit den vorgenommenen Einsparmaßnahmen im administrativen und operativen Bereich.

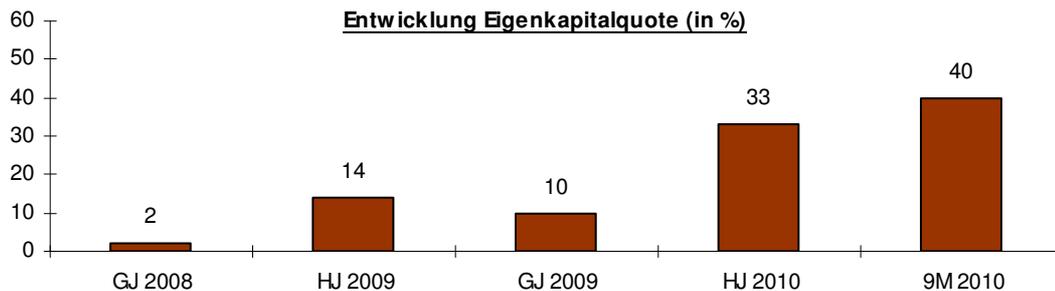
Die Abschreibungen lagen nach den ersten neun Monaten 2010 bei 0,32 Mio. €. Davon entfielen 0,13 Mio. € auf den Geschäfts- und Firmenwert, der nach HGB rätierlich abgeschrieben werden muss. Den Abschreibungen standen Investitionen in das Anlagevermögen von 0,17 Mio. € gegenüber. Folglich belief sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf 0,97 Mio. € (VJ: -0,01 Mio. €). Bei einer Eliminierung der Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert bzw. nach IFRS-Bilanzierung wäre das EBIT mit 1,10 Mio. € nochmals leicht besser ausgefallen.

Das Finanzergebnis lag nach den ersten drei Quartalen 2010 bei -0,30 Mio. € (VJ: -0,42 Mio. €). Im dritten Quartal 2010 wurden allerdings die positiven Effekte aus der vorzeitigen Rückführung der Wandelschuldverschreibung auf das Zinsergebnis sichtbar. Hier belief sich das Finanzergebnis auf lediglich -0,07 Mio. € und damit deutlich verbessert gegenüber den Vorquartalen. Die positiven außerordentlichen Erträge von 0,11 Mio. € sind vor dem Hintergrund der vorzeitigen Rückführung der Wandelschuldverschreibung zu sehen. Ansonsten sind im laufenden Geschäftsjahr 2010 keinerlei Vorgänge mit außerordentlichem Charakter angefallen. Wir sind zudem der Ansicht, dass die Zeit der Sondereffekte der Vergangenheit angehört. Einziger verbleibender Risikofaktor ist das Darlehen an die verkaufte spanische Tochter in Höhe von 0,18 Mio. €.

Aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorträge fielen zudem fast keine Steuerzahlungen an. Der Jahresüberschuss betrug nach den ersten neun Monaten 2010 0,76 Mio. € (VJ: -1,83 Mio. €), was bei einer insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 1,0 Mio. einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,76 € entspricht. Im dritten Quartal 2010 belief sich das EPS auf 0,34 €.

Bilanzielle Lage - Erhebliche Verbesserung der bilanziellen Relationen

Die bilanzielle Situation der SHS VIVEON AG konnte seit Jahresbeginn 2010 erheblich verbessert werden. Dies ist neben der im Juni 2010 durchgeführten Kapitalerhöhung auf das positive operative Ergebnis zurückzuführen. Gegen Ende September 2010 belief sich das Eigenkapital auf 3,29 Mio. €, was einem deutlichen Anstieg gegenüber dem Stichtag 31.12.2009 (31.12.2009: 1,02 Mio. €) entspricht. Seit dem Geschäftsjahresende 2008 konnte die Eigenkapitalquote von lediglich 2 % auf nunmehr 40 % zum 30.9.2010 eindrucksvoll erhöht werden. Die Entwicklung der Eigenkapitalquote kann der nachfolgenden Graphik entnommen werden.



Quelle: GBC, SHS

Auf der Verschuldungsseite konnten ebenfalls deutliche Fortschritte im Jahresverlauf erzielt werden. Der Kernpunkt lag in der Restrukturierung der Passivseite und in der damit einhergehenden vorzeitigen Rückführung der Wandelschuldverschreibung. So konnte diese von 3,75 Mio. € (zuzüglich Agio von 0,56 Mio. €) Stand Ende Dezember 2009 vollständig zum 30.9.2010 zurückgeführt werden. Dies wurde letztendlich aus einer Kombination von einer Eigenkapitalerhöhung, einem positiven operativen Cash Flow, sowie einem Gesellschafterdarlehen erreicht.

Die einzige bilanzielle Altlast aus dem Verkauf der spanischen Tochtergesellschaft besteht noch in einem gewährten Darlehen, das mit 0,18 Mio. € bilanziert wird.

Der Geschäfts- und Firmenwert der GUARDEAN GmbH stand zum 30.9.2010 noch mit 1,59 Mio. € auf der Aktivseite in der Bilanz. Da die Gesellschaft nach HGB bilanziert, wird der Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abgeschrieben. Die jährliche Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert der Tochtergesellschaft GUARDEAN GmbH beträgt dabei 0,17 Mio. €.

Die Nettoverschuldung belief sich zum 30.9.2010 auf -1,09 Mio. € (31.12.2009: 2,06 Mio. €) und konnte somit seit Jahresbeginn deutlich verbessert werden. In der Nettoverschuldung nicht berücksichtigt ist ein Gesellschafterdarlehen von rund 0,9 Mio. €, welches im dritten Quartal 2010 aufgenommen wurde, um die Wandelschuldverschreibung vorzeitig zurückzuführen.

Des Weiteren verfügt die Gesellschaft noch über steuerlich nutzbare Verlustvorträge von über 1 Mio. €, so dass die Steuerquote im laufenden Geschäftsjahr 2010 sehr moderat ausfallen sollte. Nach unserer Einschätzung werden diese spätestens im Geschäftsjahr 2012 aufgebraucht sein.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Schlanke Kostenstruktur nach den eingeleiteten Einsparmaßnahmen
- Solide Bilanz nach erfolgreicher Restrukturierung der Passivseite; Eigenkapitalquote von mehr als 40 %
- Hohe Skalierbarkeit im Produktgeschäft
- Breit diversifizierte Kundenbasis und gute Marktstellung in den Branchen Telekommunikation, Finanzdienstleistungen sowie Industrie und Handel
- Rückkehr zu einer nachhaltigen Profitabilität, EBITDA in den vergangenen sechs Quartalen jeweils positiv
- Hohe Auslastungsquote im Beratungsgeschäft
- Flächendeckende Präsenz im DACH-Markt
- Restrukturierung mit dem Verkauf der spanischen Tochter, den Einsparmaßnahmen und der Rückführung der Wandelschuldverschreibung abgeschlossen
- Wenig kapitalintensives Geschäftsmodell und niedriger Investitionsbedarf

Schwächen

- Produktgeschäft hat noch nicht die kritische Größe erreicht
- Partnergeschäft im Produktgeschäft noch zu wenig ausgeprägt

Chancen

- Steigerung der Umsätze aus wiederkehrenden Erlösen
- Zusätzliche Umsätze aus dem Ausbau des Partnergeschäfts im Produktbereich
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds

Risiken

- Wegfall von Großkunden
- Konjunkturelle Abschwächung kann sich negativ auf die IT-Budgets auswirken
- Gefahr einer Abschreibung des Darlehens an die ehemalige spanische Tochtergesellschaft von rund 0,18 Mio. €

Prognosen - Fokus in 2010 auf Profitabilität gerichtet; In 2011 wieder Rückkehr zu Wachstum

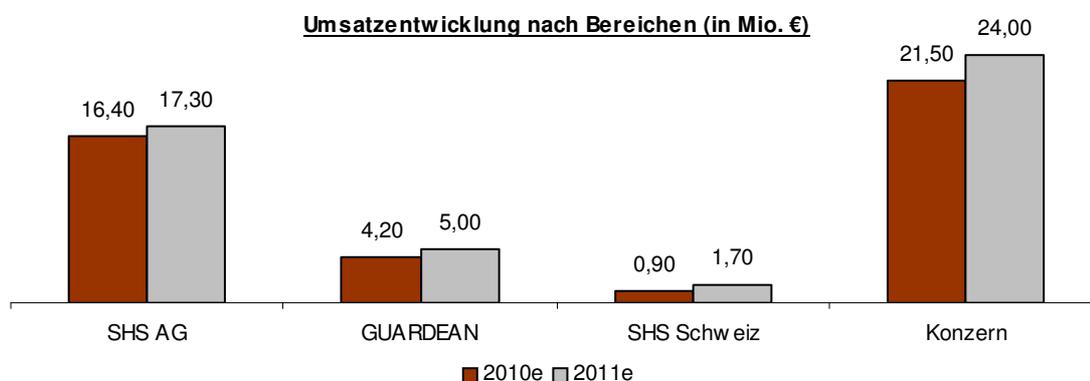
In Mio. €	2010e	2011e
Umsatz	21,50	24,00
EBITDA	1,75	2,02
EBITDA-Marge	8,14 %	8,42 %
EBIT	1,33	1,62
EBIT-Marge	6,19 %	6,75 %
Konzernergebnis	0,93	1,29

Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Wachstum im Produktgeschäft erwartet

Vor dem Hintergrund der erfreulichen ersten neun Monate 2010 sowie der guten Auftragssituation gehen wir davon aus, dass sich der positive Trend des operativen Geschäfts im Schlussquartal 2010 unverändert fortsetzt. Der Auftragsbestand ist nach Aussagen des Managements gegen Ende September 2010 als komfortabel zu bezeichnen. Zudem sollten sich die Lizenzverkäufe bei der Tochtergesellschaft GUARDEAN im vierten Quartal 2010 positiv entwickeln.

Für das Gesamtjahr 2010 erwarten wir Konzernumsätze in Höhe von 21,50 Mio. €. Damit sollte das Schlussquartal auf der Umsatzseite mit rund 5,50 Mio. € geringfügig höher ausfallen als die einzelnen drei Quartale in 2010. Die nachfolgende Graphik zeigt unsere Umsatzschätzung für die SHS VIVEON AG, die Tochtergesellschaft GUARDEAN sowie für das schweizerische Tochterunternehmen SHS VIVEON Schweiz, jeweils für die beiden Geschäftsjahre 2010 und 2011.



Quelle: GBC

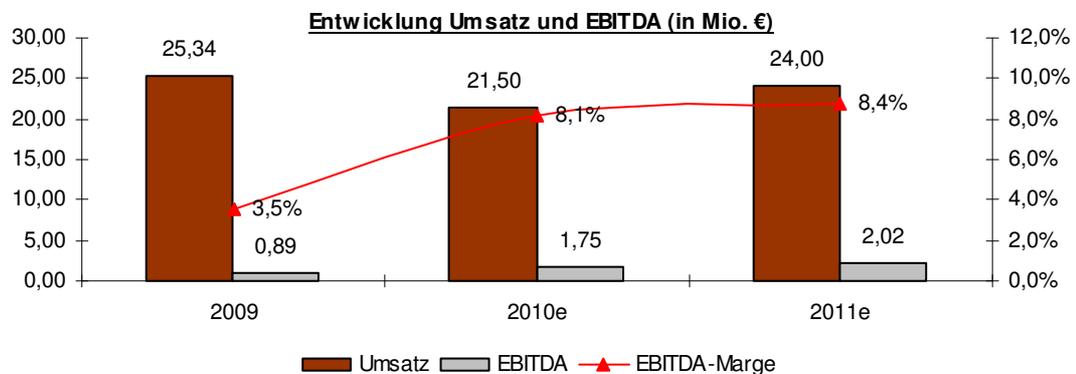
Die SHS VIVEON AG wird in 2010 trotz der gesunkenen Umsatzbasis einen deutlichen Margenanstieg verzeichnen können. Der Fokus des laufenden Geschäftsjahres 2010 ist bei der SHS VIVEON AG klar auf die Verbesserung der Profitabilität gerichtet. Das Ziel Umsatzwachstum zu generieren, soll ab dem kommenden Jahr 2011 wieder konsequent verfolgt werden.

Das EBITDA sehen wir im Geschäftsjahr 2010 bei 1,75 Mio. €. Damit liegt die EBITDA-Marge auf Gesamtjahresbasis bereits wieder bei hervorragenden 8,14 %. Das EBITDA im vierten Quartal 2010 sollte folglich bei 0,46 Mio. € liegen.

Unter Berücksichtigung der erwarteten Abschreibungen in Höhe von -0,42 Mio. € sowie einem negativen Finanzergebnis von -0,35 Mio. € sollte das Vorsteuerergebnis (EBT) bei 1,21 Mio. € liegen. Bei einer erwarteten Steuerquote von 15,0 % sowie einem außerordentlichen Ertrag von 0,11 Mio. € rechnen wir für 2010 mit einem Jahresüberschuss von 0,93 Mio. €. Auf Grundlage der insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 1,00 Mio. sollte das EPS für 2010 bei 0,93 € liegen.

Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir, dass die SHS VIVEON AG wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren wird. Gemäß unseren Annahmen sollte das Wachstum von allen drei Geschäftseinheiten mitgetragen werden. Für den Konzern rechnen wir mit einem Umsatzzuwachs um 11,6 % auf dann 24,00 Mio. €. Bei der SHS VIVEON AG erwarten wir ein moderates Umsatzwachstum von knapp 5 % auf 17,30 Mio. €. Als Wachstumstreiber in 2011 sollten sich die beiden Tochtergesellschaften GUARDEAN und die SHS VIVEON Schweiz erweisen. Infolge des Ausbaus des direkten Vertriebs sowie des Partnergeschäfts sehen wir bei der GUARDEAN einen deutlichen Umsatzzuwachs auf 5,00 Mio. €. Ausgehend von einem niedrigen Umsatzniveau rechnen wir bei SHS VIVEON Schweiz dank des bereits wieder erfolgten Personalaufbaus mit einer erheblichen Umsatzsteigerung auf 1,70 Mio. €.

Eine deutliche Verbesserung im kommenden Geschäftsjahr 2011 ist zudem beim Finanzergebnis zu erwarten. Hier sollte sich die vollständige Rückführung der Wandelschuldverschreibung entsprechend positiv niederschlagen. Das Finanzergebnis dürfte nach unserer Schätzung in 2011 mit -0,10 Mio. € nur noch leicht negativ ausfallen. Allein dadurch wird sich das EPS nach unserer Schätzung im kommenden Geschäftsjahr 2011 um knapp 0,20 € erhöhen.



Quelle: GBC

Im Hinblick auf die Steuerquote auf Konzernebene rechnen wir für das Gesamtjahr 2011 aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorträge mit einem ermäßigten Steuersatz von 15,0 %. In den Folgejahren sollte die Steuerquote dann bei 30,0 % liegen. Des Weiteren erwarten wir keine außerordentlichen Effekte, die das operative Ergebnis in 2011 beeinflussen werden.

Damit beträgt der Jahresüberschuss im kommenden Geschäftsjahr 2011 1,29 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie von 1,29 € gleichkommt. Damit liegt das erwartete 2011er KGV bei unter 7, was wir als attraktiv erachten.

Auf kurz- und mittelfristige Sicht halten wir EBITDA-Margen auf Konzernebene von mehr als 10 % erst dann für realistisch, wenn das Produktgeschäft eine kritische Größe erreicht und die dann einsetzenden Skalierungseffekte verstärkt zum Tragen kommen. Dies setzt allerdings ein Umsatzvolumen von deutlich mehr als 5 Mio. € voraus. Zum weiteren Ausbau des Produktgeschäfts ist zudem eine deutliche Stärkung des Partnergeschäfts geplant. Sollte dies SHS VIVEON AG gelingen, sind unsere Margenannahmen als durchaus konservativ zu betrachten. Dies würde dann auch im Rahmen unseres DCF-Modells weiteren Spielraum beim Kursziel eröffnen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die SHS VIVEON AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 bis 2011 in Phase 1, erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 4,00 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,42 % angenommen. Zudem haben wir eine Steuerquote von 30,0 % unterstellt.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %, was dem langfristigen Inflationsniveau entspricht.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SHS VIVEON AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,78 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95,0 % annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,54 %.

Bewertungsfazit

Der daraus resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht 14,70 € pro Aktie, bei einer zu Grunde gelegten Aktienanzahl von dann 1,00 Mio. Stück. Ausgehend von den aktuellen Kursen sehen wir somit noch erhebliches Kurspotential für die Aktie der SHS VIVEON AG. Die Aktie erscheint nach unserer Einschätzung deutlich unterbewertet.

SHS VIVEON AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,4%	ewige EBITA - Marge	6,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	93,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	21,50	24,00	24,96	25,96	27,00	28,08	29,20	30,37	
US Veränderung	-14,0%	11,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	47,78	55,81	55,47	56,01	56,55	57,10	57,65	58,21	
EBITDA	1,75	2,02	2,10	2,19	2,27	2,36	2,46	2,56	
EBITDA-Marge	8,1%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
EBITA	1,33	1,62	1,70	1,77	1,84	1,92	2,00	2,09	
EBITA-Marge	6,2%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Steuern auf EBITA	-0,18	-0,24	-0,51	-0,53	-0,55	-0,58	-0,60	-0,63	
zu EBITA	13,6%	15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,15	1,38	1,19	1,24	1,29	1,34	1,40	1,46	
Kapitalrendite	97,9%	70,6%	51,1%	51,0%	51,2%	51,4%	51,6%	51,8%	50,9%
Working Capital (WC)	1,50	1,90	1,98	2,06	2,14	2,22	2,31	2,41	
WC zu Umsatz	7,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	
Investitionen in WC	-0,79	-0,40	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,45	0,43	0,45	0,46	0,48	0,49	0,51	0,52	
AFA auf OAV	-0,42	-0,40	-0,40	-0,42	-0,43	-0,44	-0,46	-0,47	
AFA zu OAV	93,3%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	
Investitionen in OAV	-0,40	-0,38	-0,42	-0,43	-0,45	-0,46	-0,47	-0,49	
Investiertes Kapital	1,95	2,33	2,43	2,52	2,62	2,72	2,82	2,93	
EBITDA	1,75	2,02	2,10	2,19	2,27	2,36	2,46	2,56	
Steuern auf EBITA	-0,18	-0,24	-0,51	-0,53	-0,55	-0,58	-0,60	-0,63	
Investitionen gesamt	-1,20	-0,78	-0,50	-0,51	-0,53	-0,54	-0,56	-0,58	
Investitionen in OAV	-0,40	-0,38	-0,42	-0,43	-0,45	-0,46	-0,47	-0,49	
Investitionen in WC	-0,79	-0,40	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,37	1,00	1,09	1,14	1,19	1,24	1,30	1,35	16,76
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,89	14,36							
Barwert expliziter FCFs	5,58	5,17							
Barwert des Continuing Value	8,31	9,19							
Nettoschulden (Net debt)	0,55	-0,34							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	13,34	14,70							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	13,34	14,70							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,000	1,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,34	14,70							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	
42,9%	16,71	15,63	14,70	13,90	13,20	12,58	12,03	11,54	11,10	
44,9%	17,25	16,12	15,15	14,31	13,57	12,92	12,35	11,84	11,38	
46,9%	17,80	16,62	15,60	14,72	13,95	13,27	12,67	12,13	11,65	
48,9%	18,35	17,11	16,05	15,13	14,32	13,61	12,98	12,42	11,92	
50,9%	18,90	17,61	16,50	15,54	14,70	13,96	13,30	12,72	12,20	
52,9%	19,44	18,10	16,95	15,95	15,07	14,30	13,62	13,01	12,47	
54,9%	19,99	18,60	17,40	16,36	15,45	14,65	13,94	13,31	12,74	
56,9%	20,54	19,09	17,85	16,77	15,83	15,00	14,26	13,60	13,02	
58,9%	21,09	19,59	18,30	17,18	16,20	15,34	14,58	13,90	13,29	

Fazit - 2010 Fokus auf Profitabilität; 2011 stehen die Zeichen auf Wachstum Restrukturierung der Passivseite abgeschlossen

Die SHS VIVEON AG erzielte seit nunmehr sechs aufeinanderfolgenden Quartalen positive operative Ergebnisse. Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen haben ihre Wirkung auf die Kostenstrukturen nicht verfehlt und maßgeblich mit dazu beigetragen, dass die Gesellschaft nachhaltig in die Gewinnzone zurückgekehrt ist. Im dritten Quartal 2010 lag die EBITDA-Marge mit knapp 10 % auf einem sehr anständigen Niveau.

Ein weiterer Meilenstein konnte im Jahresverlauf 2010 mit der Restrukturierung der Passivseite erreicht werden. In diesem Zusammenhang ist vor allem die vorzeitige vollständige Rückführung der Wandelschuldverschreibung zu nennen. Dies gelang durch eine Kombination aus einem positiven freien Cash Flow, aus einer Eigenkapitalerhöhung sowie durch die Gewährung eines Gesellschafterdarlehens. Die Eigenkapitalquote belief sich per Ende September 2010 bereits wieder auf komfortable 40 % und die Gesellschaft kann zudem eine positive Nettoliquidität vorweisen.

Nachdem im laufenden Geschäftsjahr 2010 der klare Fokus auf das Erreichen einer nachhaltigen Profitabilität gerichtet ist, sind die Weichen für das kommende Geschäftsjahr 2011 auf Wachstum gestellt. Für 2011 rechnen wir mit einem Umsatzplus auf Konzernebene von knapp 12 % auf dann 24,00 Mio. €. Als Wachstumstreiber sollten sich hier vornehmlich die beiden Tochtergesellschaften GUARDEAN sowie SHS VIVEON Schweiz erweisen. Das Produktgeschäft hat mit einem erwarteten Umsatzvolumen von rund 4 Mio. € in 2010 noch nicht die kritische Größe erreicht, so dass hier die Skaleneffekte noch nicht ausreichend zum Tragen kommen. Durch den verstärkten Ausbau des direkten Vertriebs und des Produktgeschäfts sollten sich im kommenden Jahr 2011 Wachstumsimpulse ergeben, so dass wir bei GUARDEAN mit einem Umsatzanstieg auf 5,00 Mio. € rechnen.

Neben einer weiteren Verbesserung der Margensituation wird zudem die Entlastung des Zinsergebnisses einen wesentlichen Einfluss auf den Jahresüberschuss in 2011 haben. Darüber hinaus sollten die Investitionen in 2011 aufgrund der nach HGB vorgeschriebenen ratierlichen Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert von rund 0,17 Mio. € unter den Abschreibungen liegen. Die Verlustvorträge werden nach unserer Kalkulation noch bis Ende 2011 ausreichen und zu einer moderaten Steuerquote führen. Mit einem 2010er und einem 2011er KGV von derzeit 9 respektive weniger als 7 erachten wir die Bewertung der Gesellschaft als attraktiv.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2011 ein Kursziel für die Aktie der SHS VIVEON in Höhe von 14,70 € ermittelt. Ausgehend von den aktuellen Kursen sehen wir somit noch erhebliches Kurspotential für die Aktie der SHS VIVEON AG. Wir nehmen in Folge das Initial Coverage zur Aktie der SHS VIVEON AG mit dem Rating Kaufen auf.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de