



**Researchstudie (Anno)**

**SHS VIVEON AG**

**Rekordergebnis in 2010 - Deutliches  
Wachstum voraus - Weiterer Umsatzanstieg  
im Produktumfeld erwartet**

**Kursziel: 18,20 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

Fertigstellung: 10.05.2011

Erstveröffentlichung: 11.05.2011

**Kaufen**
**Kursziel: 18,20**

 aktueller Kurs: 14,29  
 6.5.2011 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,000

 Marketcap<sup>3</sup>: 14,29  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 13,40  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 55,0 %

 Transparenzlevel:  
 m:access

 Marktsegment:  
 Freiverkehr

 Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12

 Designated Sponsor:  
 VEM Aktienbank AG

**Analysten:**

 Philipp Leibold  
[leibold@gbc-ag.de](mailto:leibold@gbc-ag.de)

 Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

 \* Katalog möglicher  
 Interessenskonflikte auf  
 Seite IV

**SHS VIVEON AG <sup>\*5,7</sup>**
**Unternehmensprofil**

Branche: IT/ Beratung / Software

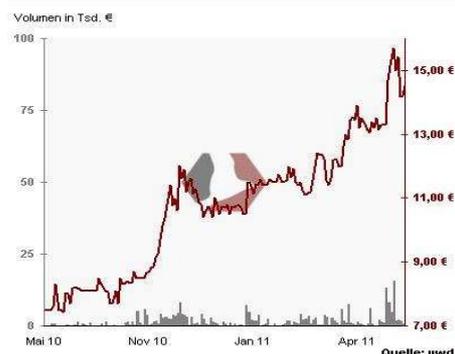
 Fokus: Business- und IT-Beratung für  
 Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 180 Stand: 31.12.2010

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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	25,34	21,45	24,00	27,00
EBITDA	0,89	1,81	1,96	2,21
EBIT	0,42	1,36	1,49	1,79
Jahresüberschuss	-2,57	0,93	1,20	1,27

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	-2,57	0,93	1,20	1,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,36	0,38

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	0,65	0,62	0,56	0,50
EV/EBITDA	18,37	7,40	6,84	6,06
EV/EBIT	38,93	9,85	8,99	7,48
KGV	neg.	15,36	11,91	11,25
KBV		4,13		

**Finanztermine:**
**Datum: Ereignis**

12.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht  
 25.05.2011: Hauptversammlung  
 11.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht  
 10.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating**

6.4.2011: RG / KAUFEN  
 7.12.2010: RS / KAUFEN  
 7.12.2010: RG / 15,00 / KAUFEN  
 17.11.2010: RS / 14,70 / KAUFEN

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

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Konsolidierungskreis.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

## Markt und Marktumfeld

Konjunktorentwicklung.....	2
Prognosen.....	2

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8

## Bewertung/ Fazit

Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	11
Fazit .....	12

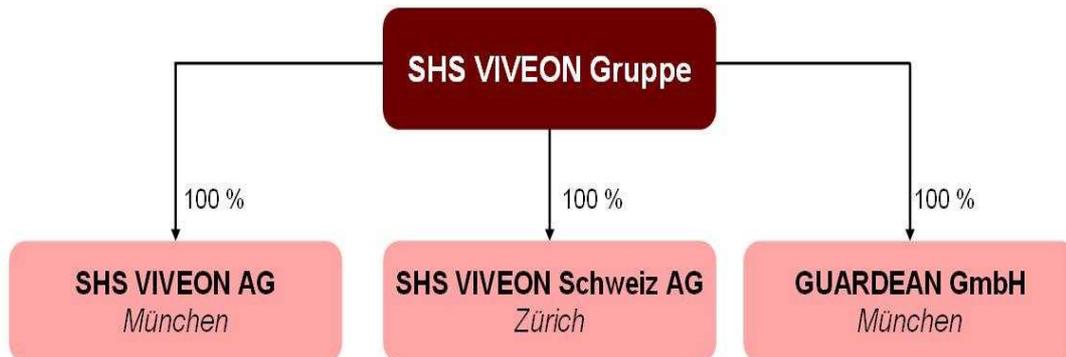
## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen

### Konsolidierungskreis

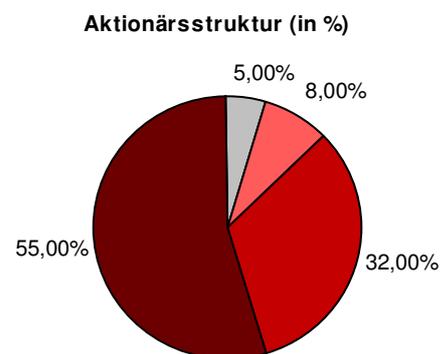
Der Konsolidierungskreis SHS VIVEON AG umfasst neben der SHS VIVEON AG die SHS VIVEON Schweiz AG sowie das Produkthaus GUARDEAN GmbH. Die Organisationsstruktur der Gesellschaft ist dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen. Der Verkauf der ehemaligen spanischen Tochtergesellschaft SHS Polar wurde am 15.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



Quelle: GBC, SHS VIVEON

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2010
Aufsichtsrat	32,00 %
Vorstand	5,00 %
Management	8,00 %
Streubesitz	55,0 %



Quelle: GBC, SHS VIVEON

## Markt und Marktumfeld

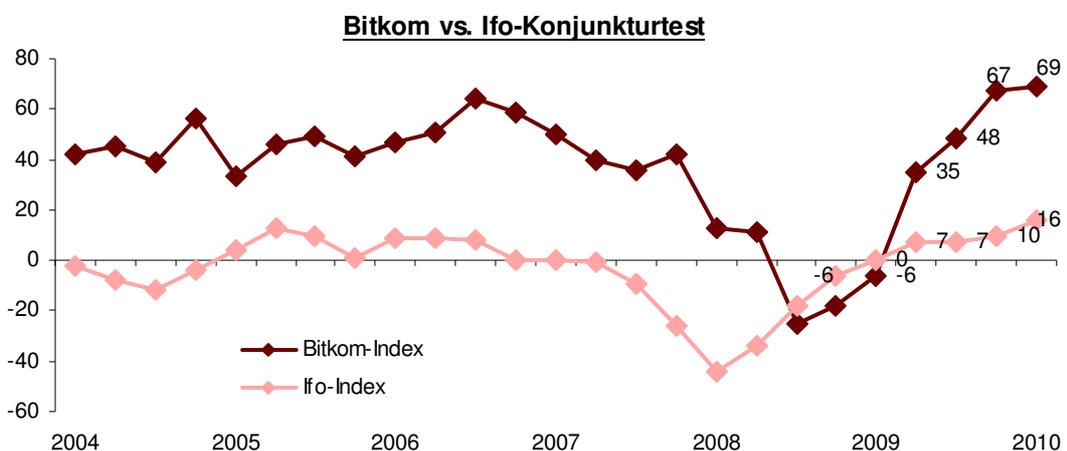
### Konjunktorentwicklung - IT-Branche gut durch die Krise gekommen

Die deutsche Wirtschaft konnte im Jahr 2010 sowohl von positiven inländischen als auch ausländischen Impulsen profitieren und verzeichnete mit einem BIP-Wachstum von 3,6 % das höchste Wirtschaftswachstum seit der Wiedervereinigung. Der Grund hierfür liegt jedoch auch im Basiseffekt begründet, denn im Krisenjahr 2009 reduzierte sich das BIP um 4,7 %.

Diese Entwicklung findet sich, wenn auch mit einer geringen Dynamik, ebenfalls in der ITK-Branche wieder. Gemäß ITK-Marktzahlen des Branchenverbandes BITKOM reduzierte sich das Marktvolumen im Jahr 2009 um 4,8 % auf rund 140,0 Mrd. €. Ähnlich wie die gesamtwirtschaftliche Entwicklung konnte im letzten Jahr wieder ein Marktzuwachs beobachtet werden. Dieser fiel jedoch aufgrund einer noch zu Beginn des Jahres vorherrschenden, eingeschränkten Investitionsbereitschaft, mit 2,0 % verhältnismäßig niedrig aus. In den für die SHS VIVEON AG relevanten Teilbereichen Software und IT-Services konnten Wachstumsraten von 3,5 % respektive 1,7 % beobachtet werden.

### Prognosen - Rekordwerte beim BITKOM-Index, Erholung auch in Europa erwartet

Hinsichtlich der künftigen Entwicklung des IT-Marktes sind die aktuellen Erwartungen als sehr optimistisch einzuschätzen. Gemäß BITKOM-Index, der die Erwartungen der IT-Unternehmen abbildet, hat die Stimmung der IT-Unternehmen neue Rekordwerte erreicht. Im vierten Quartal 2010 ist der BITKOM-Index auf 69 Punkte angestiegen und damit auf den höchsten Wert seit Einführung des Barometers im Jahr 2001. Rund 84 % der ITK-Unternehmen erwarten für das Jahr 2011 ein Umsatzplus, lediglich 16 % gehen von stabilen oder rückläufigen Umsätzen aus. Besonders optimistisch zeigen sich die Unternehmen der Teilbereiche IT-Services und Software. Hier gehen rund 90 % respektive 89 % der Unternehmen von steigenden Umsätzen aus.



Quelle: BITKOM

Im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland ist hier ein deutlich positiveres Stimmungsbild zu ersehen. Denn der Ifo-Index, das Pendant zum Bitkom-Index, hat in den letzten Quartalen eine weitaus geringere Dynamik aufgezeigt.

Ein ebenso wichtiges und positives Signal wird auch auf europäischer Ebene erwartet. Gemäß EITO, dem europäischen IT-B Branchenverband, ist analog zur deutschen Entwicklung eine Auflösung des Investitionsstaus zu beobachten. Nach dem starken Rückgang in 2009 dürfte 2011 weiter von Erholungstendenzen geprägt sein und es wird ein Marktwachstum von 3,9 % erwartet. Besonders die osteuropäischen und baltischen Staaten, die überproportionale Rückgänge in der Finanzkrise zu verkraften hatten, dürften in 2011 zwischen 7 % und 11 % zulegen.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e	Δ in %
<b>Umsatzerlöse</b>	25,338	100,00%	21,447	100,68%	24,000	100,00%	27,000	100,00%
Bestandsveränderungen	-0,335	-1,34%	-0,144	-0,68%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,645	2,58%	0,685	3,21%	0,500	2,08%	0,500	1,85%
Materialaufwand	-2,475	-9,90%	-1,670	-7,84%	-1,440	-6,00%	-1,885	-6,98%
<b>Rohhertrag</b>	<b>23,172</b>	<b>92,68%</b>	<b>20,317</b>	<b>95,37%</b>	<b>23,060</b>	<b>96,08%</b>	<b>25,615</b>	<b>94,87%</b>
Personalaufwand	-16,830	-67,32%	-13,877	-65,14%	-15,950	-66,46%	-18,105	-67,06%
Abschreibungen	-0,470	-1,88%	-0,451	-2,11%	-0,470	-1,96%	-0,420	-1,56%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,455	-21,82%	-4,631	-21,74%	-5,150	-21,46%	-5,300	-19,63%
<b>EBIT</b>	<b>0,416</b>	<b>1,66%</b>	<b>1,359</b>	<b>6,38%</b>	<b>1,490</b>	<b>6,21%</b>	<b>1,790</b>	<b>6,63%</b>
Erträge aus Beteiligungen	0,010	0,04%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Erträge aus WP und Ausleihungen	0,114	0,46%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinserträge	0,009	0,04%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinsaufwendungen	-0,656	-2,62%	-0,353	-1,66%	-0,080	-0,33%	-0,100	-0,37%
<b>EBT</b>	<b>-0,107</b>	<b>-0,43%</b>	<b>1,005</b>	<b>4,72%</b>	<b>1,410</b>	<b>5,88%</b>	<b>1,690</b>	<b>6,26%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-2,460	-9,84%	-0,073	-0,34%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ertragssteuern	-0,024	-0,09%	0,003	0,01%	-0,212	-0,88%	-0,423	-1,57%
Sonstige Steuern	-0,020	-0,08%	-0,018	-0,08%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-2,611</b>	<b>-10,44%</b>	<b>0,917</b>	<b>4,30%</b>	<b>1,199</b>	<b>4,99%</b>	<b>1,268</b>	<b>4,70%</b>

## Geschäftsentwicklung 2010

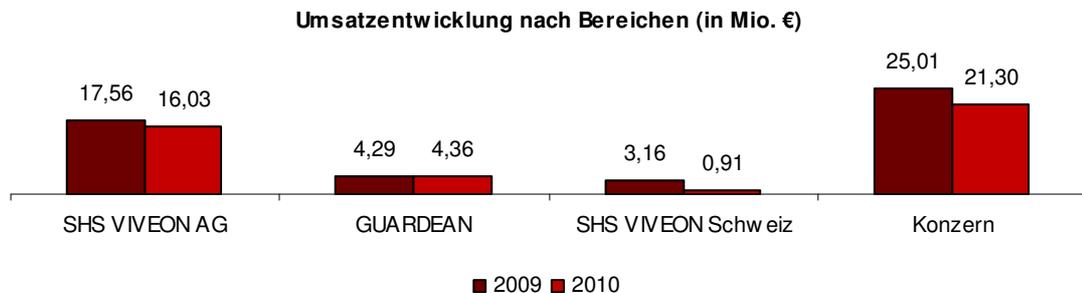
in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	25,34	-15,4 %	21,45
EBITDA	0,89	+ 104,0 %	1,81
EBITDA-Marge	3,6 %	+ 4,9 Pp.	8,5 %
EBIT	0,42	+ 226,4	1,36
EBIT-Marge	1,7 %	+ 4,7 Pp.	6,4 %
Jahresüberschuss	-2,61	K. A.	0,92
EPS in €	Neg.	K. A.	0,92

Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Profitabilität vor Umsatz

Die SHS VIVEON AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2010 zurückblicken, in dem der Fokus klar auf die Profitabilität gerichtet war. Trotz eines rückläufigen Umsatzes konnte die Ergebnisqualität in 2010 eindrucksvoll verbessert werden. Insgesamt lagen die Konzernumsätze in 2010 bei 21,45 Mio. € gegenüber 25,34 Mio. € in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Das niedrigere Umsatzvolumen ist dabei in erster Linie vor dem Hintergrund der verminderten Beschäftigtenanzahl im Konzern zu sehen. Dem Umsatzrückgang von rund 15 % stand in 2010 eine verringerte durchschnittliche Mitarbeiteranzahl von 14 % gegenüber. Die Mitarbeiterauslastung im Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 lag mit geschätzten rund 80 % auf einem guten Niveau. Die in Deutschland erzielten Umsätze betragen rund 86 %.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Verteilung der Gesamtleistung aufgliedert nach der **SHS VIVEON AG** sowie den beiden Tochtergesellschaften **GUARDEAN** und **SHS VIVEON Schweiz**.

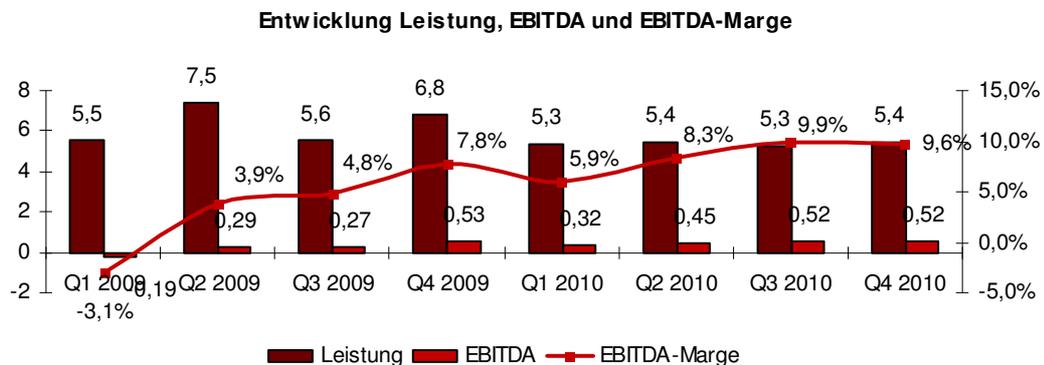


Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Während die SHS VIVEON AG und die schweizerische Tochtergesellschaft im Geschäftsjahr 2010 eine rückläufige Gesamtleistung auf 16,03 Mio. € (VJ: 17,56 Mio. €) respektive 0,91 Mio. € (VJ: 3,16 Mio. €) verzeichnen musste, gelang es dem Produkthaus GUARDEAN die Gesamtleistung leicht um rund 2 % auf 4,36 Mio. € (VJ: 4,29 Mio. €) zu steigern.

Die Umsatzsteigerung bei GUARDEAN auf 4,36 Mio. € erfolgte dabei trotz einer durchschnittlich geringeren Mitarbeiteranzahl (2010: 31 vs. 2009: 38). Die wiederkehrenden Umsätze aus Wartungserlösen und ASP-Modellen haben sich in 2010 damit weiter erhöht. Die Erlöse aus dem Verkauf von Lizenzen schätzen wir auf rund 1,1 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2010 konnten für die eigenen Softwarelösungen *RiskSuite* und *DebiTEX* sowohl bedeutende Neukunden, wie z. B. BP Europa und Lindner Group, gewonnen werden als auch der internationale Roll-Out bei Bestandskunden, wie z. B. Shell International und BMW Financial Services, realisiert werden.

Ein Blick auf die Gesamtleistung pro Quartal macht die stabile Entwicklung der Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 deutlich. Die Gesamtleistung bewegte sich in jedem einzelnen Quartal zwischen 5,3 Mio. € und 5,4 Mio. €, wie die nachfolgende Grafik veranschaulicht.



Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung - Rohertragsmarge bei über 95 % in 2010

Die Rohertragsmarge konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 gegenüber dem Vorjahr nochmals auf 95,37 % (VJ: 92,68 %) gesteigert werden. Auch im Vergleich mit anderen Softwareunternehmen und IT-Dienstleistern ist dies ein hervorragender Wert. Zudem kommt in dieser Kennzahl zum Ausdruck, dass SHS VIVEON verhältnismäßig wenig freie Mitarbeiter im Rahmen ihrer Kundenprojekte einsetzt.

Bei den Personalaufwendungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich in 2010 die initiierten Kosteneinsparmaßnahmen erheblich ausgewirkt. Der Personalaufwand lag im abgelaufenen Jahr 2010 bei -13,88 Mio. € und fiel damit deutlich geringer aus als im Vorjahreszeitraum (VJ: -16,83 Mio. €). Diese Entwicklung wurde begleitet von einer verbesserten Personalaufwandsquote in Höhe von 65,14 % (VJ: 67,32 %). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich in 2010 auf -4,63 Mio. € und lagen damit ebenfalls um fast 1 Mio. € unter dem Vorjahresniveau von -5,46 Mio. €.

Das Schlussquartal 2010 wurde, wie bereits das Vorquartal, mit einem EBITDA in Höhe von 0,52 Mio. € beendet. Es bleibt zudem festzuhalten, dass das Gesamtjahr 2010 mit einer deutlichen Gewinnsteigerung im Vergleich zum Vorjahr abgeschlossen wurde. Das EBITDA betrug 1,81 Mio. € (VJ: 0,89 Mio. €), was gleichzeitig einherging mit einer deutlich gesteigerten EBITDA-Marge von 8,49 % (VJ: 3,55 %).

Die Abschreibungen bewegten sich mit -0,45 Mio. € annähernd auf Vorjahresniveau (VJ: -0,47 Mio. €). Hierin enthalten ist eine jährliche Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert der GUARDEAN GmbH von -0,17 Mio. €, da die SHS VIVEON AG nach HGB bilanziert. Von der erfolgreichen Restrukturierung der Passivseite profitierte das Finanzergebnis in 2010, welches sich deutlich auf -0,35 Mio. € (VJ: -0,52 Mio. €) verbesserte. Die Entschuldung wird allerdings erst im laufenden Geschäftsjahr 2011 ihre volle Auswirkung auf das Finanzergebnis entfalten.

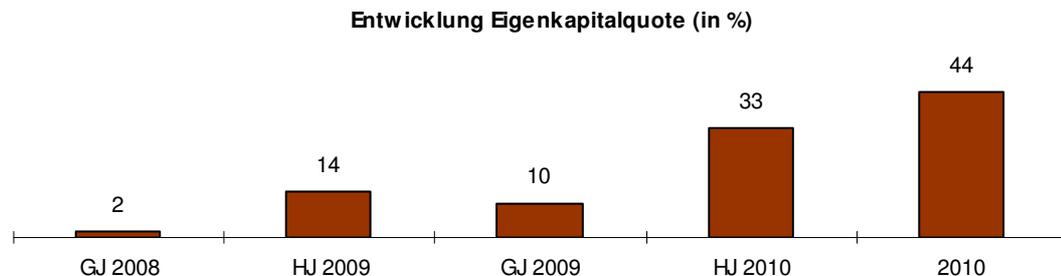
Die letzte Altlast aus dem Verkauf der ehemaligen spanischen Tochtergesellschaft Polar wurde mit der Wertberichtigung eines gewährten Darlehens über 0,18 Mio. € beseitigt. Aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorräte fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 noch keine Steuerzahlung an, so dass sich der Jahresüberschuss in 2010 auf 0,92 Mio. € belief. Im Vorjahr war aufgrund von außerordentlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Polar noch ein Jahresfehlbetrag von -2,61 Mio. € angefallen.

## Bilanzielle Situation - Deutliche Verbesserung der Kennzahlen auf allen Ebenen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	1,02	3,46
EK-Quote	10,2 %	44,0 %
Nettoverschuldung	2,06	-0,89
Operatives Anlagevermögen	2,18	1,98
Net Working Capital	0,71	0,59

Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Die bilanziellen Relationen der SHS VIVEON AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 wesentlich verbessert. Das Eigenkapital hat sich dank des positiven Jahresüberschusses sowie der erfolgreichen Kapitalmaßnahme deutlich auf 3,46 Mio. € zum 31.12.2010 erhöht. Gleichzeitig stieg die Eigenkapitalquote signifikant auf 44,0 % per Ende Dezember 2010 an. Die stetige Erhöhung der Eigenkapitalquote seit 2008 kann dem nachfolgenden Schaubild entnommen werden.



Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Tatsache, dass die Gesellschaft zum Jahresende 2010 wieder über eine positive Nettoliquidität verfügt. Diese belief sich zum 31.12.2010 auf -0,89 Mio. € gegenüber 2,06 Mio. € zum vergleichbaren Vorjahresstichtag. Die Wandelschuldverschreibung von 3,75 Mio. € konnte im Jahresverlauf 2010 vollständig zurückgeführt werden. Zum Jahresende 2010 bestand lediglich noch ein Gesellschafterdarlehen über 0,90 Mio. €. Des Weiteren wurde ein gewährtes Darlehen an die ehemalige Tochtergesellschaft Polar in Höhe von 0,18 Mio. € vollständig wertberichtigt. Damit ist das Kapitel Polar endgültig abgeschlossen und alle Altlasten beseitigt. Den Abschreibungen in Höhe von 0,45 Mio. € standen Investitionen von 0,25 Mio. € gegenüber.

Das operative Anlagevermögen hat sich vornehmlich aufgrund der Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert um rund 0,2 Mio. € auf 1,98 Mio. € reduziert. Da die SHS VIVEON AG nach HGB bilanziert, muss der Geschäfts- und Firmenwert rätierlich abgeschrieben werden. Die jährliche Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert der GUARDEAN GmbH liegt bei 0,17 Mio. €.

Im Rahmen des Mietvertrags musste eine Kautions über 0,56 Mio. € hinterlegt werden, welche als sonstiger Vermögensgegenstand bilanziert wird. Durch die nun deutlich verbesserten Bilanzrelationen, besteht die Möglichkeit, dass die Kautions durch eine Bürgschaft ersetzt wird. Dies hätte einen Aktivtausch in der Bilanz von sonstigen Vermögensgegenständen zu liquiden Mitteln zur Folge.

Dank eines guten Forderungsmanagements konnte auch das Net Working Capital in 2010 weiter optimiert werden. Das Net Working Capital konnte zum Ende des Geschäftsjahres 2010 auf 0,59 Mio. € (VJ: 0,71 Mio. €) gesenkt werden, mit entsprechenden positiven Effekten für den operativen Cash Flow.

## 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 sieben Quartalen jeweils positiv
- Hohe Auslastungsquote im Beratungsgeschäft
- Flächendeckende Präsenz im DACH-Markt
- In der Zwischenzeit enge Verzahnung zwischen Beratungsgeschäft und Produktbereich
- 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
- Fokussierung des Produktgeschäft ermöglicht weitere Skalierung des Geschäftskonzeptes und Optimierung der Margensituation
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds

### Risiken

- Wegfall von Großkunden
- Konjunkturelle Abschwächung kann sich negativ auf die IT-Budgets auswirken

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (neu)
Umsatzerlöse	21,45	24,00	24,00	27,00
EBITDA (Marge)	1,81 (8,5 %)	2,02 (8,4 %)	1,96 (8,2 %)	2,21 (8,2 %)
EBIT (Marge)	1,36 (6,4 %)	1,62 (6,8 %)	1,49 (6,2 %)	1,79 (6,6 %)
Jahresüberschuss	0,92	1,29	1,20	1,27
EPS	0,92	1,29	1,20	1,27

Quelle: GBC AG

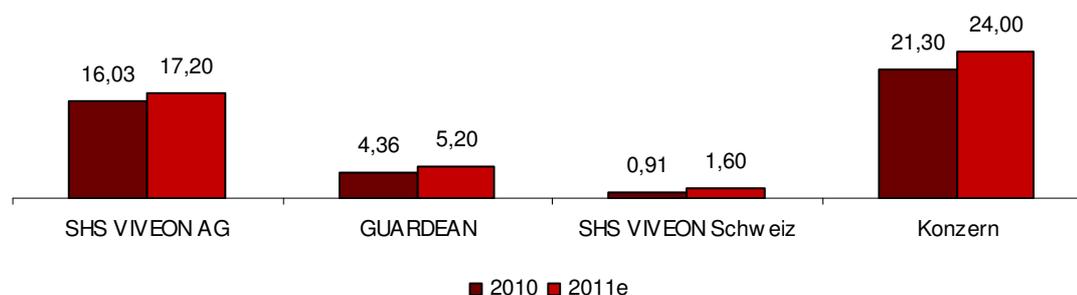
### Umsatzprognosen - Rückkehr auf den Wachstumspfad erwartet

Im laufenden Geschäftsjahr 2011 wird die SHS VIVEON AG nach unserer Einschätzung wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2011 somit eine erhebliche Umsatzsteigerung um 11,9 % auf dann 24,00 Mio. €, die von allen drei Bereichen gleichermaßen getragen werden sollte. Damit haben wir unsere bisherige Umsatzschätzung bekräftigt.

SHS VIVEON verfügte zum Jahresanfang über einen komfortablen Auftragsbestand und konnte in den ersten Wochen des laufenden Jahres bereits Neukunden gewinnen. Zudem sollte sich der positive Trend der vergangenen Quartale im ersten Quartal 2011 unvermindert fortgesetzt. Die Gesamtleistung sollte nach unserer Schätzung in den ersten drei Monaten 2011 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um mehr als 5 % zugelegt haben. Das EBITDA sollten im ersten Quartal 2011 ebenfalls einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahr verzeichnet haben.

Das nachfolgende Schaubild zeigt unsere Umsatzerwartung für die SHS VIVEON AG, die GUARDEAN GmbH sowie die SHS VIVEON Schweiz.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

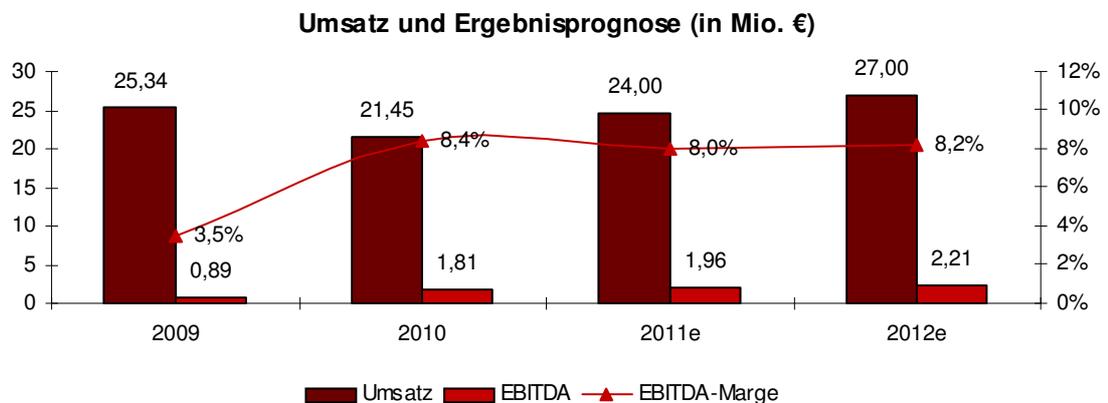
Bei der SHS VIVEON AG und der SHS VIVEON Schweiz gehen wir davon aus, dass die hohe Auslastungsquote der Beratungsmannschaft von rund 80 % in 2011 gehalten werden kann. Gleichzeitig sollte es zu einer leichten Erholung bei den durchsetzbaren Tagessätzen in den Projekten kommen. Die Umsatzausweitung sollten zudem einhergehen mit einem deutlichen Anstieg der Mitarbeiteranzahl. Auf Sicht von ein bis zwei Jahren sollte die Beschäftigtenanzahl auf rund 250 ansteigen. Ende 2010 waren rund 190 Mitarbeiter bei SHS VIVEON beschäftigt.

In 2011 kommt dem Ausbau des direkten und indirekten Vertriebskanals bei der Tochtergesellschaft GUARDEAN eine wichtige Rolle zu. Die Marktdurchdringung soll hier in den kommenden Jahren deutlich intensiviert werden. Für den eigenen Vertrieb des GUARDEAN-Portfolios wurden seit Jahresbeginn bereits neue Mitarbeiter eingestellt. Bei dem Ausbau des europäischen Partnernetzwerks für die GUARDEAN-Produkte rechnen wir vor allem ab Jahresende mit der Gewinnung von neuen Distributoren.

## Ergebnisprognosen - Geschätzte EBITDA-Marge von 8,2 % in 2011

Die geplante Aufstockung der Beratungsmannschaft sowie die gezielten Investitionen in die Vertriebsstrukturen werden im laufenden Geschäftsjahr 2011 höhere Personalaufwendungen nach sich ziehen. Um die notwendigen Mitarbeiter am Arbeitsmarkt zu finden, ist zudem mit höheren Aufwendungen für die Personalbeschaffung zu rechnen.

Aufgrund der Weichenstellung für das zukünftige erwartete Wachstum rechnen wir für 2011 mit einem leichten Rückgang der EBITDA-Marge. Das EBITDA sehen wir im laufenden Geschäftsjahr bei 1,96 Mio. € (bisher: 2,02 Mio. €). Daraus resultiert eine EBITDA-Marge in Höhe von 8,2 %. Eine EBITDA-Marge jenseits der 10 % ist nach unserer Ansicht erst bei höheren Umsätzen des Produktbereiches zu realisieren. Hier ist die kritische Größe mit einem erwarteten 2011er Umsatz von 5,20 Mio. € noch nicht erreicht, damit die typischen Skaleneffekte voll zum Tragen kommen.



Quelle: GBC AG

Die Abschreibungen sollten in 2011 mit -0,47 Mio. € annähernd auf der Höhe des Vorjahres liegen. Die fast vollständige Entschuldung wird im laufenden Geschäftsjahr ihre Wirkung auf das Finanzergebnis entfalten. Bereits im ersten Quartal 2011 war hier eine deutliche Verbesserung zu beobachten (Q1 2011: -0,03 Mio. € vs. Q1 2010: -0,13 Mio. €). Für das Gesamtjahr 2011 erwarten wir ein leicht negatives Finanzergebnis von -0,08 Mio. €.

Infolge der noch vorhandenen Verlustvorräte ist in 2011 letztmalig mit einer geringeren Steuerquote auf Konzernebene von 15,0 % zu rechnen. Im kommenden Jahr 2012 sollten die Verlustvorräte dann aufgebraucht sein. Außerordentliche Effekte sollten in 2011 keine anfallen.

Der Jahresüberschuss sollte sich nach unserer Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2011 auf 1,20 Mio. € belaufen. Damit liegt das 2011er KGV bei lediglich knapp 12, was wir als attraktiv erachten.

## 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 2011 bis 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 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 8,2 % 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. 3,25 % (bisher: 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 11,03 % (bisher: 10,78 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0 % (bisher: 95,0 %) annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,02 (bisher: 10,54 %).

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 18,20 €.**

**Damit haben wir das bisherige Kursziel von 14,70 € nach oben korrigiert.**

## 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	8,2%	ewige EBITA - Marge	6,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,2%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	24,00	27,00	28,08	29,20	30,37	31,59	32,85	34,16	
US Veränderung	12,7%	12,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,43	12,86	13,37	13,77	14,18	14,67	15,26	15,87	
EBITDA	1,96	2,21	2,30	2,39	2,49	2,59	2,69	2,80	
EBITDA-Marge	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	
EBITA	1,49	1,79	1,88	1,97	2,06	2,16	2,26	2,37	
EBITA-Marge	6,2%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,22	-0,45	-0,56	-0,59	-0,62	-0,65	-0,68	-0,71	
EBI (NOPLAT)	1,27	1,34	1,32	1,38	1,44	1,51	1,58	1,66	30,0%
Kapitalrendite	49,3%	43,3%	37,6%	38,8%	39,7%	40,6%	41,7%	43,0%	43,1%
Working Capital (WC)	1,00	1,40	1,46	1,52	1,58	1,64	1,70	1,77	
WC zu Umsatz	4,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Investitionen in WC	-0,41	-0,40	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,10	2,10	2,10	2,12	2,14	2,15	2,15	2,15	
AFA auf OAV	-0,47	-0,42	-0,42	-0,42	-0,42	-0,43	-0,43	-0,43	
AFA zu OAV	22,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-0,59	-0,42	-0,42	-0,44	-0,45	-0,44	-0,43	-0,43	
Investiertes Kapital	3,10	3,50	3,56	3,64	3,72	3,79	3,86	3,93	
EBITDA	1,96	2,21	2,30	2,39	2,49	2,59	2,69	2,80	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,45	-0,56	-0,59	-0,62	-0,65	-0,68	-0,71	
Investitionen gesamt	-1,00	-0,82	-0,48	-0,50	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	
Investitionen in OAV	-0,59	-0,42	-0,42	-0,44	-0,45	-0,44	-0,43	-0,43	
Investitionen in WC	-0,41	-0,40	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,73	0,94	1,26	1,30	1,36	1,44	1,52	1,59	20,0%
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16,66	17,39							
Barwert expliziter FCFs	6,36	6,06							
Barwert des Continuing Value	10,29	11,33							
Nettoschulden (Net debt)	-1,54	-2,03							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	18,20	19,41							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	18,20	19,41							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,000	1,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,20	19,41							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,0%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
35,1%	20,46	19,13	18,00	17,03	16,20	15,47	14,83	14,26	13,76
37,1%	21,22	19,81	18,61	17,59	16,70	15,92	15,24	14,64	14,11
39,1%	21,98	20,49	19,22	18,14	17,20	16,38	15,66	15,03	14,46
41,1%	22,74	21,17	19,83	18,69	17,70	16,84	16,08	15,41	14,82
43,1%	23,50	21,85	20,44	19,24	18,20	17,30	16,50	15,80	15,17
45,1%	24,26	22,53	21,05	19,79	18,70	17,75	16,92	16,18	15,53
47,1%	25,02	23,20	21,67	20,35	19,21	18,21	17,34	16,56	15,88
49,1%	25,78	23,88	22,28	20,90	19,71	18,67	17,76	16,95	16,23
51,1%	26,54	24,56	22,89	21,45	20,21	19,12	18,17	17,33	16,59

## Fazit

Deutlicher Umsatzanstieg erwartet; Produktumsatz wird sich in 2011 weiter erhöhen

Die SHS VIVEON AG kann auf ein erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2010 zurückblicken. Das Jahr 2010 stand dabei ganz im Zeichen von der Rückkehr in die Gewinnzone sowie von dem Erreichen einer nachhaltigen Profitabilität. Die positiven operativen Ergebnisse der vergangenen acht Quartale unterstreichen diese Entwicklung eindrucksvoll. Das niedrigere Umsatzvolumen ist dabei in erster Linie vor dem Hintergrund der verminderten Beschäftigtenanzahl im Konzern zu sehen. Die wiederkehrenden Umsätze und die Lizenzverkäufe aus dem Produktgeschäft konnten dagegen in 2010 auf über 4 Mio. € weiter gesteigert werden.

Auch auf der bilanziellen Ebene konnte die Gesellschaft enorme Fortschritte erzielen, so dass die Eigenkapitalquote inzwischen wieder bei gesunden 44 % liegt und die Nettoliquidität mittlerweile wieder positiv ist. Die Wandelschuldverschreibung in Höhe von 3,75 Mio. € konnte im Jahresverlauf 2010 dank der Kapitalmaßnahme sowie des positiven Cash Flows vollständig zurückgeführt werden. Zum Jahresende 2010 bestand lediglich noch ein Gesellschafterdarlehen über 0,90 Mio. €. Durch die Abschreibung eines Darlehens an die ehemalige spanische Tochtergesellschaft Polar von 0,18 Mio. € sind nunmehr auch alle Altlasten beseitigt.

Wir sind zuversichtlich, dass die SHS VIVEON AG im laufenden Geschäftsjahr 2011 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren wird. Unsere Schätzung sieht einen deutlichen Umsatzanstieg um 11,9 % auf 24,00 Mio. € vor. Alle drei Bereiche sollten dabei einen Beitrag zum Wachstum leisten. Als wichtiger Wachstumstreiber sollte sich das Produkt-Portfolio von GUARDEAN erweisen. Zudem sollte sich der positive Trend der vergangenen Quartale auch im ersten Quartal 2011 unverändert fortgesetzt haben.

Im Fokus bei der Tochtergesellschaft GUARDEAN steht der Ausbau des direkten Vertriebs sowie die Erweiterung des Partnernetzwerks, um so die Produktumsätze auf über 5 Mio. € in 2011 erhöhen zu können. Die EBITDA-Marge für das laufende Jahr 2011 sehen wir infolge der Aufstockung der Beratungsmannschaft sowie aufgrund von Investitionen in den Vertrieb leicht zurückgehend auf 8,2 %.

**Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie der SHS VIVEON AG und haben im Rahmen unseres DCF-Modells ein neues Kursziel in Höhe von 18,20 € (bisher: 14,70 €) ermittelt. Auch das erwartete 2011er KGV von rund 11 indiziert eine Unterbewertung der Aktie. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich noch ein deutliches Kurspotential von knapp 30 %. Trotz des Kursgewinns von rund 40 % seit Jahresbeginn sehen wir damit die aktuelle Bewertung durch eine Marktkapitalisierung von rund 14 Mio. € als attraktiv.**

## 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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 (FH), 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)