



Researchstudie (Update)

SHS VIVEON

**Wachstumskurs setzt sich im 1. HJ fort -
Neue Tochtergesellschaft mit bereits
deutlichem Umsatzbeitrag -
Prognosen und Kursziel bestätigt**

Kursziel: 27,92 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen

Kursziel: 27,92

aktueller Kurs: 15,00
27.8.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl³: 1,000

Marketcap³: 15,00
EnterpriseValue³: 13,57
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 59,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

SHS VIVEON AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: Software

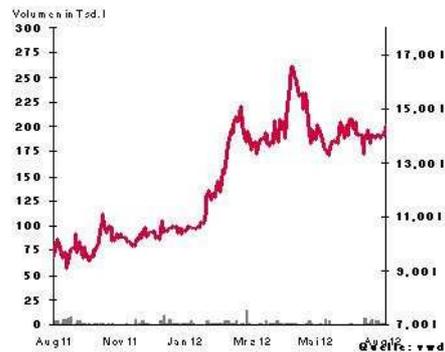
Fokus: Business- und IT-Beratung für
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 251 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi, Dr. Michael Sauter,
Dr. Jörg Seelmann-Eggebert



Die SHS VIVEON AG ist ein international agierender Business- und IT-Lösungsanbieter im Bereich Customer Management. Zusammen mit dem Software-Tochterunternehmen GUARDEAN GmbH, einem Anbieter für Software Produkten für effizientes Customer Risk Management, bieten das Unternehmen marktführende Expertise in den Bereichen Customer Value und Customer Risk Management. Weitere Kernkompetenzen sind: Customer Analytics sowie Business Intelligence und Data Warehouse. GUARDEAN Software integriert, vereinfacht und beschleunigt alle risikorelevanten Customer Management Prozesse wie Informationsbeschaffung, Antragsmanagement, Kundenbewertung, Debitorenüberwachung bis hin zum Forderungsmanagement. Mit mehr als 200 Kunden in 15 Ländern gehört SHS VIVEON zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. Die Unternehmensgruppe ist mit drei Tochtergesellschaften an sechs Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH, SHS VIVEON GmbH und SHS VIVEON Schweiz AG (CH).

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	21,45	23,09	27,50	32,00
EBITDA	1,81	1,91	2,30	3,04
EBIT	1,36	1,42	1,80	2,59
Jahresüberschuss	0,93	1,23	1,36	1,76

Kennzahlen in EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Gewinn je Aktie	0,93	1,23	1,36	1,76
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,30	0,40

Kennzahlen	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
EV/Umsatz	0,63	0,59	0,49	0,42
EV/EBITDA	7,50	7,10	5,90	4,46
EV/EBIT	9,98	9,56	7,54	5,24
KGV	16,12	12,20	11,03	8,52
KBV		3,13		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

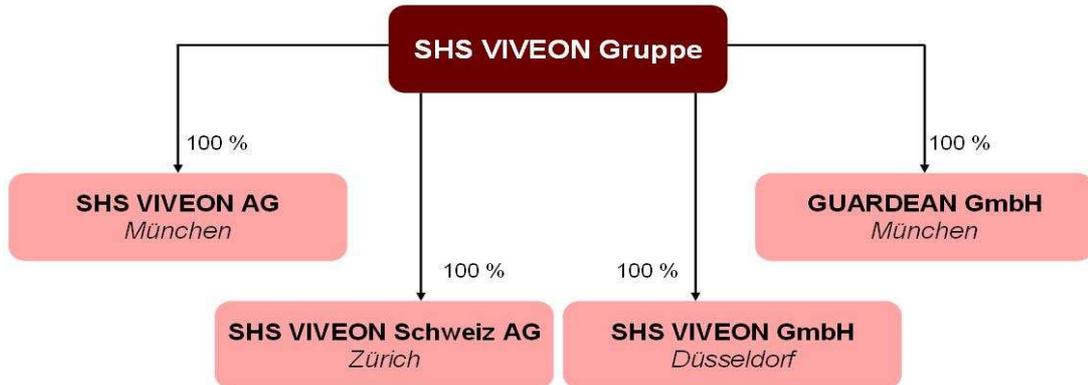
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
25.4.2012: RS / 27,92 / KAUFEN
23.2.2012: RS / 18,20 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 18,20 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 18,20 / KAUFEN
17.8.2011: RS / 18,20 / KAUFEN

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.

Unternehmen

Konsolidierungskreis

Der Konsolidierungskreis der SHS VIVEON AG umfasst neben der SHS VIVEON AG die SHS VIVEON Schweiz AG sowie das Produkthaus GUARDEAN GmbH. Zudem wurde zum 1. April 2012 die SHS VIVEON GmbH übernommen. Die Organisationsstruktur der Gesellschaft ist dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen.

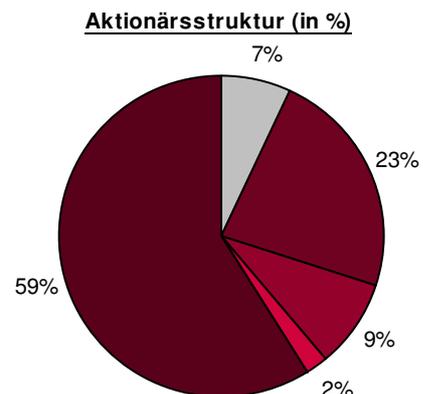


Quelle: GBC, SHS VIVEON

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2012
Aufsichtsrat	23,00 %
Vorstand	7,00 %
Management	9,00 %
Eigene Anteile	2,00 %
Streubesitz	59,00 %

Quelle: GBC, SHS VIVEON



Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

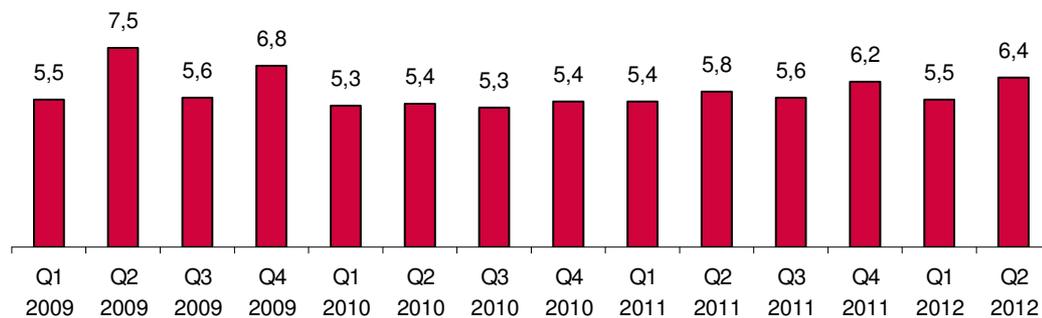
in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	11,27	+5,6 %	11,90
EBITDA	0,81	-20,7 %	0,64
EBITDA-Marge	7,2 %	-1,8 Pp.	5,4 %
EBIT	0,58	-36,4 %	0,37
EBIT-Marge	5,2 %	-2,1 Pp.	3,1 %
Jahresüberschuss	0,48	-32,0 %	0,33
EPS in €	0,48	-32,0 %	0,33

Quelle: SHS VIVEON; GBC

Umsatzentwicklung - Neue Tochtergesellschaft mit Leistung von knapp 1 Mio. €

Die SHS VIVEON konnte im ersten Halbjahr 2012 den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen und erzielte ein Umsatzzuwachs von 5,6 % auf 11,90 Mio. € (VJ: 11,27 Mio. €). Nach einem etwas verhaltenen ersten Quartal 2012 folgte ein deutlich stärkeres zweites Quartal 2012. Gegenüber dem ersten Quartal 2012 konnte der Umsatz hier um 15,2 % auf 6,37 Mio. € gesteigert werden. Mitverantwortlich hierfür ist die SHS VIVEON GmbH, welche zum 1. April 2012 erstkonsolidiert wurde. Der Umsatzbeitrag der neu gegründeten Gesellschaft belief sich allein im zweiten Quartal 2012 auf knapp 1 Mio. €.

Umsatzentwicklung nach Quartalen (in Mio. €)

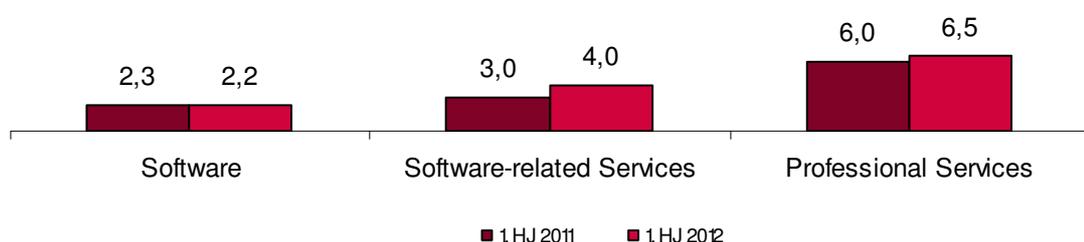


Quelle: SHS VIVEON; GBC

Aufgrund der Bilanzierung nach HGB konnten zudem erbrachte Leistungen noch nicht umsatzwirksam abgerechnet werden. Nach IFRS wäre der Umsatz im ersten Halbjahr 2012 um rund 0,5 Mio. € höher ausgefallen. Dann hätte sich das Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2012 auf rund 10 % belaufen.

Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Gesamtleistung verteilt nach den drei Segmenten „Professional Services“, „Software-related Services“ und „Software“.

Gesamtleistung nach Segmenten (in Mio. €)



Bei einer anhaltend hohen Auslastungsquote der Mitarbeiter konnte die Gesamtleistung in den beratungsnahen Bereichen „Professional Services“ und „Software-related Services“ gesteigert werden. Diesen Bereichen ist auch die neue Tochtergesellschaft SHS VIVEON GmbH zuzuordnen. Im Segment „Software“ lag die Gesamtleistung nach dem ersten Halbjahr 2012 mit 2,24 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau.

Die Leistung aus Lizenzverkäufen belief sich im ersten Halbjahr 2012 auf 0,7 Mio. €. Im Vorjahreszeitraum fielen die Umsatzerlöse aufgrund von zwei Großaufträgen (BP und Shell) leicht höher aus. Die Wartungserlöse konnten dagegen weiter gesteigert werden und betragen im ersten Halbjahr 2012 rund 1,5 Mio. €.

Ergebnisentwicklung - Anlaufverluste und unfertige Leistungen belasten noch

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 bei 0,64 Mio. € und konnte somit nicht den Vorjahreswert von 0,81 Mio. € erreichen. Die EBITDA-Marge betrug im Berichtszeitraum 5,38 % (VJ: 7,16 %).

Die rückläufige Entwicklung der EBITDA-Marge erklärt sich im Wesentlichen durch zwei Faktoren. Zum einen erzielte die neu gegründete Tochtergesellschaft SHS VIVEON GmbH noch einen Anlaufverlust von 0,14 Mio. €. Hier gilt es zu beachten, dass aufgrund des starken Mitarbeiteranstiegs einzelne Mitarbeiter erst zeitverzögert in neue Projekte eingesetzt werden konnten.

Zum anderen konnte aufgrund der Bilanzierung nach HGB ein größerer Teil der erbrachten Leistungen im Rahmen von Kundenprojekten zum Stichtag noch nicht als Umsatz fakturiert werden. Nach HGB dürfen nur die anteiligen Personalkosten als Bestandserhöhung von unfertigen Leistungen gebucht werden, nicht jedoch die bis zu diesem Zeitpunkt erbrachten Leistungen. Die hierin enthaltene Gewinnmarge von schätzungsweise rund 0,5 Mio. € wird in den Folgequartalen mit Abschluss der Projekte realisiert.

Unter Berücksichtigung eines annähernd ausgeglichenen Finanzergebnisses sowie einer sehr niedrigen Steuerquote belief sich der Jahresüberschuss nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 auf 0,33 Mio. € gegenüber 0,48 Mio. € im Vorjahr. Die noch vorhandenen Verlustvorräte in der AG sollten nach unserer Einschätzung dieses Jahr aufgebraucht werden.

Bilanzielle Situation - Konsolidierung von SHS VIVEON erhöht Bilanzsumme

Die SHS VIVEON AG verfügt unserer Einschätzung nach weiterhin über eine gesunde finanzielle Bilanzstruktur. Die Eigenkapitalquote lag zum 30.6.2012 mit 44,3 % (31.12.2011: 52,0 %) auf einem soliden Niveau.

Der deutliche Anstieg der Bilanzsumme um mehr 1,5 Mio. € ist zu einem Großteil der Erstkonsolidierung der neu gegründeten Tochtergesellschaft SHS VIVEON GmbH geschuldet. Durch die Konsolidierung der SHS VIVEON GmbH erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Konzern um rund 1,1 Mio. € auf 5,32 Mio. €. Des Weiteren verzeichnete der Geschäfts- und Firmenwert einen Anstieg um rund 0,35 Mio. €. Dieser Anstieg resultiert aus den aufgelaufenen Verlusten der SHS VIVEON GmbH seit deren Gründung im zweiten Halbjahr 2011.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	27,50	32,00
EBITDA (Marge)	2,30 (8,4 %)	3,04 (9,5 %)
EBIT (Marge)	1,80 (6,6 %)	2,59 (8,1 %)
Jahresüberschuss	1,38	1,76
EPS	1,38	1,76

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Umsatzprognose bestätigt

Die SHS VIVEON AG befindet sich unserer Einschätzung nach auf einem guten Weg unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 zu erreichen. Wir gehen daher unverändert von Umsatzerlösen in Höhe von 27,50 Mio. € für 2012 aus. Der Vorstand hat zudem die mittelfristigen Ziele im Rahmen der eingeschlagenen Wachstumsstrategie bestätigt. Bis 2015 plant das Unternehmen ein jährliches Wachstum von rund 20 %.

Der Abbau der unfertigen Leistungen im Rahmen langlaufender Kundenprojekte sollte in der zweiten Jahreshälfte voranschreiten und entsprechend als Umsatz ausgewiesen werden. Sowohl der Abbau der hohen Bestände zum Halbjahr als auch die Realisierung der stillen Reserven sollte sich somit positiv auf der Umsatz- und Ergebnisseite bemerkbar machen.

Die operative Entwicklung und die Integration der SHS VIVEON GmbH schreitet nach unserer Ansicht gut voran. Die ersten Kunden konnten hier gewonnen werden und auch bei Bestandskunden kommen die Berater zum Einsatz. So sollte die Auslastungsquote bereits im zweiten Quartal 2012 auf einem zufriedenstellenden Niveau gelegen haben. Für das Gesamtjahr 2012 rechnen wir bei der SHS VIVEON GmbH mit einem Umsatzvolumen von rund 4 Mio. €, wovon allein rund 3 Mio. € in der zweiten Jahreshälfte umsatzwirksam werden sollten. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass die SHS VIVEON GmbH den leichten Anlaufverlust im zweiten Quartal auf Jahressicht kompensieren kann.

Zusätzliche Impulse für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir uns von dem neu gestarteten Partnerprogramm der Tochtergesellschaft GUARDEAN. Das GUARDEAN Partnerprogramm wurde Ende Juni 2012 aufgesetzt und richtet sich dabei an potentielle Referral-, Reselling-, Integration- und OEM-Partner. Die Erlöse aus Lizenzverkäufen lagen im ersten Halbjahr 2012 mit rund 0,7 Mio. € auf einem erfreulichen Niveau, wenn auch aufgrund von zwei Großaufträgen der Vorjahreswert nicht ganz erreicht werden konnte. Die Basis an wiederkehrenden Erlösen hat sich im ersten Halbjahr 2012 dennoch weiter erhöht.

Ergebnisprognosen - EBITDA-Marge von 8,4 % in 2012 erwartet

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2012 unverändert bei 2,30 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,4 % entspricht. Die Skaleneffekte infolge der deutlichen erwarteten Umsatzausweitung sollten daher nach unserer Einschätzung im zweiten Halbjahr 2012 zum Tragen kommen.

Bei einem leicht negativen Finanzergebnis von -0,08 Mio. € sowie einer angenommenen Steuerquote auf Konzernebene von 21,0 % rechnen wir für 2012 mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 1,38 Mio. €.

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 2012 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 10,00 %. Das Management strebt bis 2015 eine CAGR von 20 % an. Daher sind unsere Prognosen als konservativ zu sehen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,68 % angenommen. Bei einer erfolgreichen Entwicklung des Softwaregeschäfts mit einer eingehenden Erhöhung der wiederkehrenden Erlöse könnte sich unsere Annahme als zu konservativ erweisen. 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 1,0 %, 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. 2,00 %.

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 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0 % annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,49.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 27,92 €.

SHS VIVEON AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	9,7%	ewige EBITA - Marge	8,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Umsatz (US)	27,50	32,00	35,20	38,72	42,59	46,85	51,54	56,69	
US Veränderung	19,1%	16,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	12,50	12,80	13,04	13,16	13,29	13,31	13,25	13,36	
EBITDA	2,30	3,04	3,41	3,76	4,13	4,54	5,00	5,50	
EBITDA-Marge	8,4%	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	
EBITA	1,80	2,59	2,92	3,22	3,55	3,91	4,30	4,73	
EBITA-Marge	6,5%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Steuern auf EBITA	-0,38	-0,78	-0,88	-0,97	-1,06	-1,17	-1,29	-1,42	
zu EBITA	21,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,42	1,81	2,04	2,25	2,48	2,74	3,01	3,31	
Kapitalrendite	45,9%	47,7%	43,5%	38,4%	38,6%	38,9%	38,9%	38,8%	35,8%
Working Capital (WC)	1,60	2,20	3,17	3,48	3,83	4,22	4,64	5,10	
WC zu Umsatz	5,8%	6,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in WC	-0,59	-0,60	-0,97	-0,32	-0,35	-0,38	-0,42	-0,46	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,20	2,50	2,70	2,94	3,20	3,52	3,89	4,24	
AFA auf OAV	-0,50	-0,45	-0,50	-0,53	-0,58	-0,63	-0,70	-0,77	
AFA zu OAV	22,7%	18,0%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	
Investitionen in OAV	-0,61	-0,75	-0,70	-0,78	-0,84	-0,95	-1,07	-1,12	
Investiertes Kapital	3,80	4,70	5,87	6,43	7,04	7,74	8,53	9,34	
EBITDA	2,30	3,04	3,41	3,76	4,13	4,54	5,00	5,50	
Steuern auf EBITA	-0,38	-0,78	-0,88	-0,97	-1,06	-1,17	-1,29	-1,42	
Investitionen gesamt	-1,20	-1,75	-2,06	-1,49	-1,19	-1,33	-1,49	-1,59	
Investitionen in OAV	-0,61	-0,75	-0,70	-0,78	-0,84	-0,95	-1,07	-1,12	
Investitionen in WC	-0,59	-0,60	-0,97	-0,32	-0,35	-0,38	-0,42	-0,46	
Investitionen in Goodwill	0,00	-0,40	-0,40	-0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,72	0,51	0,48	1,30	1,87	2,04	2,22	2,49	34,25
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	23,82	25,80							
Barwert expliziter FCFs	6,77	6,97							
Barwert des Continuing Value	17,04	18,83							
Nettoschulden (Net debt)	-1,78	-1,72							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	25,59	27,52							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	25,59	27,52							
Ausstehende Aktien in Mio.	0,986	0,986							
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,96	27,92							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
31,8%	28,77	27,15	25,72	24,44	23,30
33,8%	30,07	28,34	26,82	25,46	24,24
35,8%	31,37	29,54	27,92	26,47	25,18
37,8%	32,66	30,73	29,02	27,49	26,13
39,8%	33,96	31,92	30,11	28,51	27,07

Fazit

Wachstumspfad setzt sich fort; Prognosen und Kursziel bestätigt

Die SHS VIVEON AG kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Im Rahmen der Wachstumsstrategie bildeten die Aufnahme der operativen Tätigkeit der neu gegründeten Tochtergesellschaft SHS VIVEON GmbH sowie der Start des GUARDEAN Partnerprogramms wichtige Eckpfeiler.

Die Gesamtleistung verzeichnete in den ersten sechs Monaten 2012 einen deutlichen Anstieg um 12,5 % auf 12,75 Mio. €. Der Beitrag der im April konsolidierten SHS VIVEON GmbH belief sich bereits auf knapp 1 Mio. €. Die Lizenzverkäufe im Produktgeschäft entwickelten sich mit einem Umsatzvolumen von rund 0,7 Mio. € ebenfalls erfreulich und haben die Basis der wiederkehrenden Erlöse weiter erhöht. Auf der Ergebnisseite belastete ein geringer Anlaufverlust der neuen Tochtergesellschaft SHS VIVEON GmbH. Zudem konnte ein Teil der erbrachten Leistungen im ersten Halbjahr 2012 noch nicht umsatzwirksam abgerechnet werden.

Unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2012 haben wir unverändert gelassen. Wir gehen weiterhin von einem deutlichen Umsatzanstieg von knapp 20 % auf 27,50 Mio. € sowie ein EBITDA von mehr als 2 Mio. € aus. Dabei sollte das Wachstum von allen drei Segmenten „Professional Services“, „Software-related Services“ und „Software“ gleichermaßen getragen werden. Im Produktgeschäft erwarten wir erste Neukunden resultierend aus dem implementierten Partnerprogramm.

Unser Kursziel sehen wir unverändert bei 27,92 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem signifikanten Kurspotential. Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der SHS VIVEON AG.

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 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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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