



Researchstudie (Anno)

SHS VIVEON

**Deutliches positives EBITDA im Q4 2013 -
Dynamisches Wachstum im
Segment Software erwartet -
Kursziel leicht angehoben**

Kursziel: 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

Kaufen

Kursziel: 14,70

aktueller Kurs: 9,43
12.5.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2
WKN: A0XFWK
Börsenkürzel: SHWK
Aktienanzahl³: 2,068
Marketcap³: 19,51
EnterpriseValue³: 19,36 in Mio.
/ in Mio. EUR
Freefloat: 79 %

Transparenzlevel:

M:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Software

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

Mitarbeiter: 218 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi, Dr. Jörg Seelmann-
Eggebert



Die SHS VIVEON AG ist ein international agierender Business- und IT-Lösungsanbieter für Customer Management Lösungen. Das Unternehmen bietet marktführende Expertise im Customer Value und Customer Risk Management. Weitere Kernkompetenzen umfassen: Customer Analytics, Corporate Performance Management, Big Data sowie Business Intelligence und Data Warehousing. Die SHS VIVEON AG, mit Sitz in München, ist am M:access der Börse München notiert und mit drei Tochtergesellschaften an sechs Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH (D), SHS VIVEON GmbH (D) und SHS VIVEON Schweiz AG (CH). Mit rund 220 Mitarbeitern und mehr als 200 Kunden in 15 Ländern gehört SHS VIVEON zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. SHS VIVEON zählt namhafte Unternehmen aus Finanzdienstleistung, Industrie, Handel und Telekommunikation zu seinen Kunden, darunter BayWa, BMW Financial Services, BP, Credit Suisse, Deutsche Telekom, Ingram Micro, Kabel Deutschland RaabKarcher, Orange, Shell, SüdLeasing, Vodafone und Zalando.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	27,75	24,45	28,00	32,00
EBITDA	2,20	-0,18	2,00	3,10
EBIT	1,65	-0,75	1,50	2,60
Jahresüberschuss	1,29	-0,87	1,07	1,89

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,62	-0,42	0,52	0,91
Dividende je Aktie	0,25	0,00	0,15	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,64	0,79	0,69	0,61
EV/EBITDA	8,11	-107,58	9,68	6,25
EV/EBIT	10,81	-25,82	12,91	7,45
KGV	15,13	neg.	18,24	10,33
KBV		4,07		

Finanztermine

21.05.2014: 17. MKK
05.06.2014: Hauptversammlung
07.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
06.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.3.2014: RS / 14,30 / KAUFEN
7.11.2013: RS / 14,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die SHS VIVEON AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 nicht an die guten Ergebnisse des Vorjahres anknüpfen. Nach einem schwachen ersten Quartal 2013 ergriff das Unternehmen Anpassungsmaßnahmen zur Optimierung der Kostenstruktur. Einhergehend mit einer steigenden Auslastung und einem anziehenden Lizenzgeschäft gelang der SHS VIVEON AG im dritten Quartal 2013 die Rückkehr in die Gewinnzone. Im Schlussquartal lag das EBITDA mit 0,6 Mio. € dann wieder deutlich im positiven Bereich.
- Die Gesellschaft verfügt unverändert über solide bilanzielle Relationen. Die Eigenkapitalquote lag Ende 2013 mit fast 60 % auf einem hohen Niveau. Zudem war die Nettoliquidität positiv. Damit hat die SHS VIVEON AG nach unserer Einschätzung die notwendigen finanziellen Freiräume, mögliches anorganisches Wachstum zu finanzieren. Im Rahmen der Wachstumsstrategie bis 2016 sind Akquisitionen fest eingeplant. Jedoch haben wir mögliche M&A Aktivitäten bislang nicht im Rahmen unserer Schätzungen berücksichtigt.
- Wir sind der festen Überzeugung, dass die SHS VIVEON AG im laufenden Geschäftsjahr 2014 wieder auf den Wachstumskurs zurückkehren wird. Wir erwarten in 2014 einen deutlichen Umsatzzuwachs von rund 15 %. Als Wachstumstreiber sollten sich dabei die beiden Bereiche Software-related Services sowie Software erweisen. Insbesondere aus dem Partnervertrieb erwarten wir deutliche Umsatzimpulse. Mit dem erwarteten Umsatzzuwachs sollten dann auch verstärkt Skaleneffekte zum Tragen kommen, was eine erhebliche Ergebnisverbesserung zur Folge haben wird. Das EBITDA sehen wir für die Jahre 2014 und 2015 bei 2,0 Mio. € respektive bei 3,1 Mio. €.
- **Unser Kursziel für die Aktie der SHS VIVEON AG haben wir leicht auf 14,70 € erhöht. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau errechnet sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 50 %. Aufgrund der klaren Unterbewertung vergeben wir für die Aktie der SHS VIVEON AG das Rating Kaufen.**

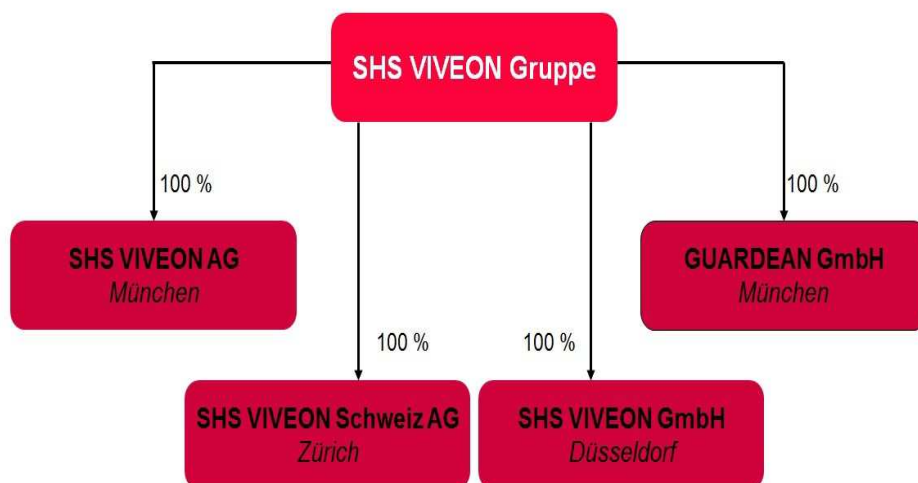
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Profil.....	4
Aktionärsstruktur	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2013	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Profil

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der SHS VIVEON AG:

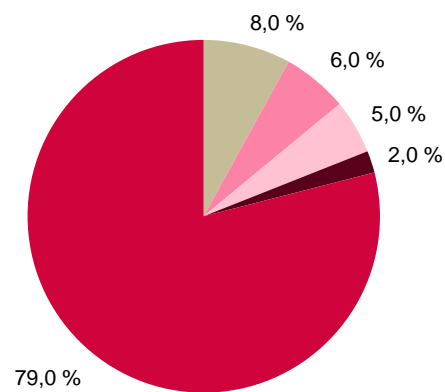


Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.03.2014
Vorstand	8,0 %
Aufsichtsrat	6,0 %
Management	5,0 %
Eigene Anteile	2,0 %
Streubesitz	79,0 %

Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG



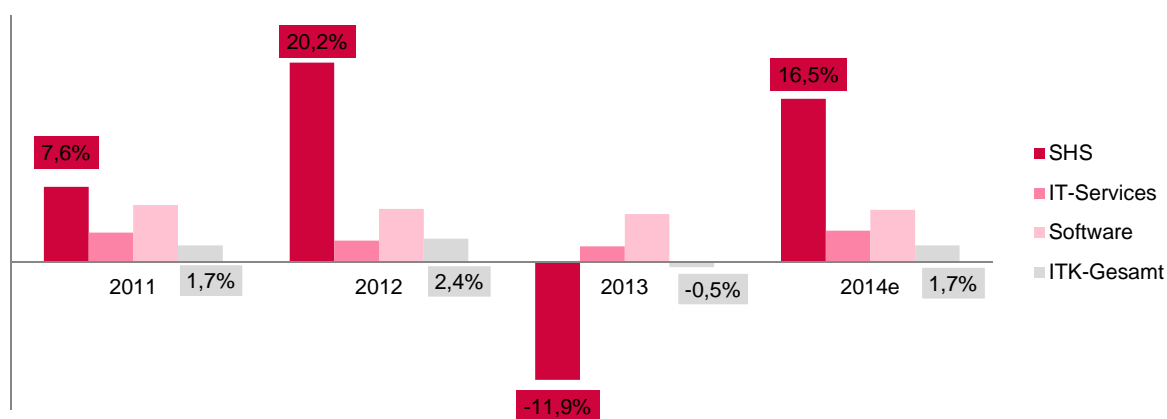
■ Vorstand
 ■ Aufsichtsrat
 ■ Management
■ Eigene Anteile
 ■ Streubesitz

MARKT UND MARKTUMFELD

Markt und Marktumfeld

Das Branchenumfeld der ITK-Branche wird für die kommenden Jahre vom Branchenverband BITKOM durchweg positiv bewertet. Mit einem Gesamtwachstum um 1,7 % für das Jahr 2014 liegt die gesamte Branche nur leicht unter dem für Deutschland prognostizierten BIP-Anstieg um 1,8 %. Werden explizit die für die SHS VIVEON AG und deren Softwarelösungen beiden wichtigen Bereiche Software und IT-Services betrachtet, so ergibt sich auf Basis der Prognose von BITKOM ein Wachstum für das Jahr 2014 um 5,3 % beziehungsweise um 3,2 %.

Umsatzentwicklung der SHS VIVEON AG im Verhältnis zum ITK-Markt in %



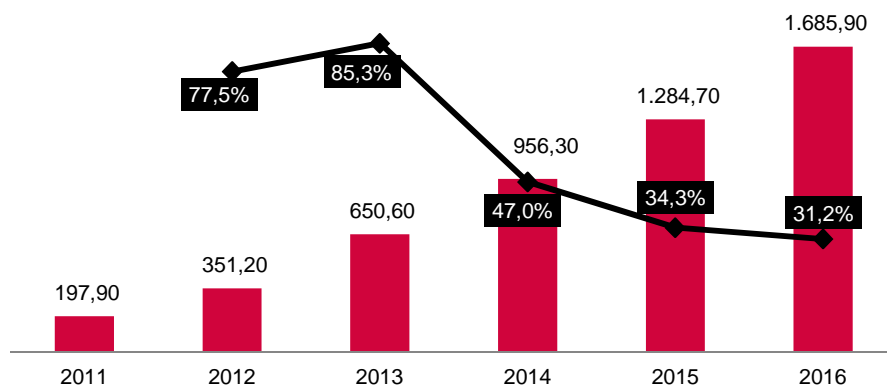
Quelle: BITKOM; GBC AG

Nachdem die Gesellschaft in der Vergangenheit in der Lage war, deutlich stärker als der Markt zu wachsen, dürfte dies bei einem positiven Wachstum innerhalb der beiden Bereiche auch in Zukunft wieder der Fall sein. Mit dem breiten Produktangebot im Bereich Customer Management sollte sich zudem die zukünftig weiterhin positive Entwicklung innerhalb der gesamten ITK-Branche entsprechend positiv auf das Unternehmen auswirken. Dabei bietet das Unternehmen seinen Kunden sowohl innovative B2B-, als auch B2C-Lösungen an.

Da die SHS VIVEON AG rund 25 % ihrer Umsatzerlöse außerhalb Deutschlands erzielt, ist für die weitere Entwicklung des Unternehmens auch eine positive Entwicklung des ITK-Marktes im Ausland entscheidend. Dabei soll vor allem der Bereich Customer Relationship Management (CRM) laut einer Prognose des Forschungsinstituts Gartner in den nächsten Jahren weltweit deutlich wachsen. Bis zum Jahr 2017 geht das Institut von einer kontinuierlichen Wachstumsrate um 14,8 % aus. Die Grundlage für das starke Wachstum im Bereich CRM bilden die immer größer werdenden Datenvolumina. Der deutsche Branchenverband BITKOM geht deshalb davon aus, dass der Bereich Big Data in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen wird. Dabei wird unter dem Begriff Big Data die Fähigkeit verstanden, große Datenmengen aus unterschiedlichen Quellen mit hoher Geschwindigkeit auswerten und analysieren zu können. Bei der anschließenden Durchführung der Auswertung kommen laut BITKOM neuartige Datenbanken, linguistische Analysen oder Visualisierungs-Tools zum Einsatz. Der Verband prognostiziert ein Wachstum der Datenmenge für die nächsten Jahre um durchschnittlich 22 %. Die zunehmende Datenmenge erfordert eine entsprechende Verwaltung, Logistik und Software, um den gestiegenen Anforderungen gerecht werden und die stark steigenden Datenvolumina verarbeiten zu können. Um bei zunehmender Datenmenge die Kundenanfragen und -buchungen adäquat und zeitnah zu bearbeiten, wird ein effizientes

Customer-Management-System benötigt. Über die beiden Produktgruppen Business Intelligence und Data Warehousing dürfte die SHS VIVEON AG auch in diesem Bereich vom zukünftigen Daten- und Marktwachstum profitieren können.

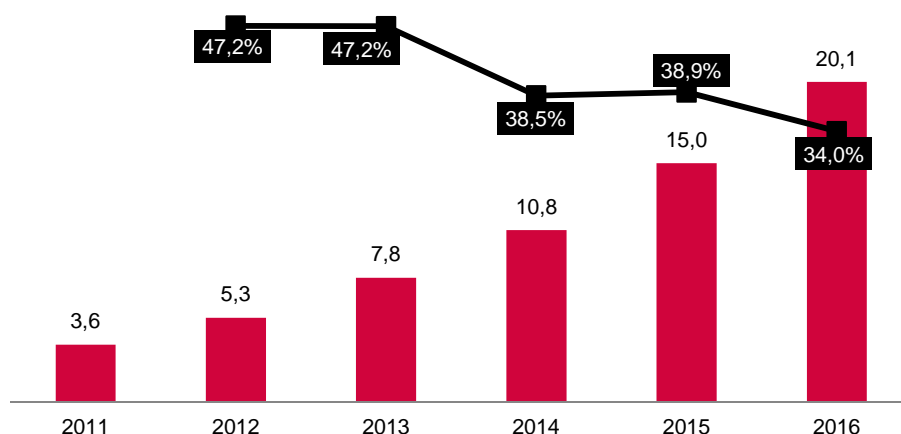
Umsatz mit Big-Data-Lösungen in Mio. € in Deutschland



Quelle: BITKOM; GBC AG

Neben dem Bereich Big-Data gilt für die nächsten Jahre der Themenschwerpunkt Cloud-Computing als einer der wichtigsten Wachstumstreiber innerhalb der ITK-Branche. Wie bereits erwähnt benötigen die Unternehmen zur Verarbeitung und Verwaltung der immer größer werdenden Datenmengen stärkere und schnellere Hardware und Software. Im Zuge von Cloud-Computing können diese in Zukunft über das Internet bezogen werden und in Folge dessen nur die Rechenkapazitäten, die vom Unternehmen tatsächlich genutzt wurden, letztendlich bezahlt werden. Die Experten von BITKOM und der Experton Group prognostizieren dabei ein Wachstum für den Bereich Cloud-Computing innerhalb der nächsten drei Jahre von jährlich rund 41 %. Dies würde im Jahr 2016 zu einem Umsatzvolumen innerhalb Deutschland von 20,1 Mrd. € führen.

Umsatz mit Cloud-Computing in Mrd. € innerhalb Deutschlands

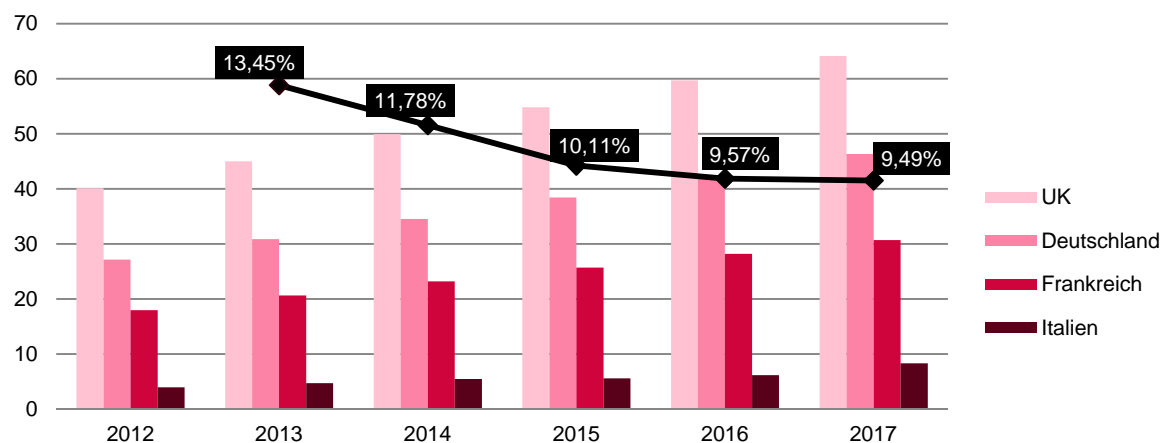


Quelle: Experton Group; GBC AG

Zusätzlich bietet der Bereich E-Commerce, sowohl im B2B-, als auch im B2C-Segment zusätzliches Umsatzpotenzial. Der Branchenverband BITKOM geht auf Basis einer Studie davon aus, dass 9 von 10 Internetnutzern online einkaufen. Dies bedeutet, dass bereits heute rund 70 % der deutschen Bevölkerung das Internet zur Erledigung von Einkäufen nutzt. Um der steigenden Online-Nachfrage gerecht zu werden und die Bedürfnisse der Kunden zufrieden zu stellen, müssen die Unternehmen und Händler ihren Kunden funktions- und leistungsfähige Plattformen bereitstellen. Insbesondere durch die Branchenlösungen profitBOX und BI4eCommerce wird die Nachfrage im E-Commerce-

Segment durch die SHS VIVEON AG abgedeckt. Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der prognostizierten Umsatzerlöse innerhalb der E-Commerce Branche und des B2C-Segments bis zum Jahr 2017.

Umsatz in Mrd. € im Bereich E-Commerce innerhalb Westeuropas



Quelle: Forrester Research; GBC AG

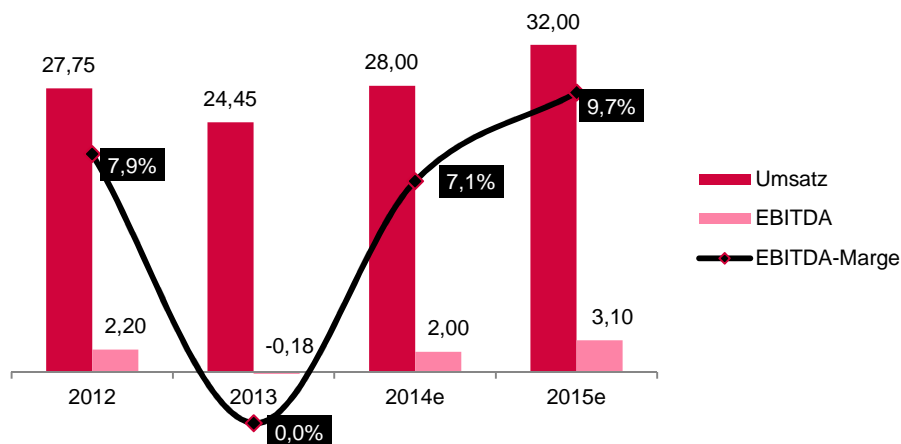
Neben dem Branchenverband BITKOM geht auch das renommierte Marktforschungsinstitut Forrester Research von einem starken Wachstum innerhalb der nächsten vier Jahre im Bereich E-Commerce aus. Für Teile Westeuropas wird dabei mit einem jährlichen Wachstum im Bereich B2C-E-Commerce um 10,88 % gerechnet. Für Deutschland prognostiziert das Institut beispielsweise ein Umsatzvolumen von über 46 Mrd. € für das Jahr 2017. Dabei zeigt die Grafik, dass das Wachstum auf einem hohen Niveau leicht zurück geht, jedoch für alle vier Länder eine kontinuierliche Steigerung über die nächsten vier Jahre zu erwarten ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	23,09	27,75	24,45	28,00	32,00
Bestandsveränderungen	0,14	-0,25	-0,03	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,19	0,42	0,28	0,40	0,40
Materialaufwand	-2,07	-2,08	-1,22	-1,40	-1,60
Rohertrag	21,34	25,85	23,47	27,00	30,80
Personalaufwand	-14,34	-17,88	-18,10	-18,90	-20,90
Abschreibungen	-0,49	-0,55	-0,57	-0,50	-0,50
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-5,09	-5,78	-5,55	-6,10	-6,80
EBIT	1,42	1,65	-0,75	1,50	2,60
Finanzergebnis	-0,10	-0,07	-0,08	-0,05	-0,05
EBT	1,34	1,58	-0,83	1,45	2,55
Ertragssteuern	-0,09	-0,26	-0,01	-0,38	-0,66
Sonstige Steuern	-0,02	-0,03	-0,03	0,00	0,00
Jahresüberschuss	1,23	1,29	-0,87	1,07	1,89

EBITDA	1,91	2,20	-0,18	2,00	3,10
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	8,3%	7,9%	-0,7%	7,1%	9,7%
EBIT	1,42	1,65	-0,75	1,50	2,60
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,2%	5,9%	-3,1%	5,4%	8,1%
Ergebnis je Aktie in €	0,60	0,62	-0,42	0,52	0,91
Dividende je Aktie in €	0,20	0,25	0,00	0,15	0,30
Aktienzahl in Mio. Stück	2,09	2,09	2,09	2,09	2,09



Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	27,75	-11,9%	24,45
EBITDA	2,20	-108,1%	-0,18
EBITDA-Marge	7,9%		-0,7%
EBIT	1,65	-145,5%	-0,75
EBIT-Marge	5,9%		-3,1%
Jahresüberschuss	1,29	-167,7%	-0,87

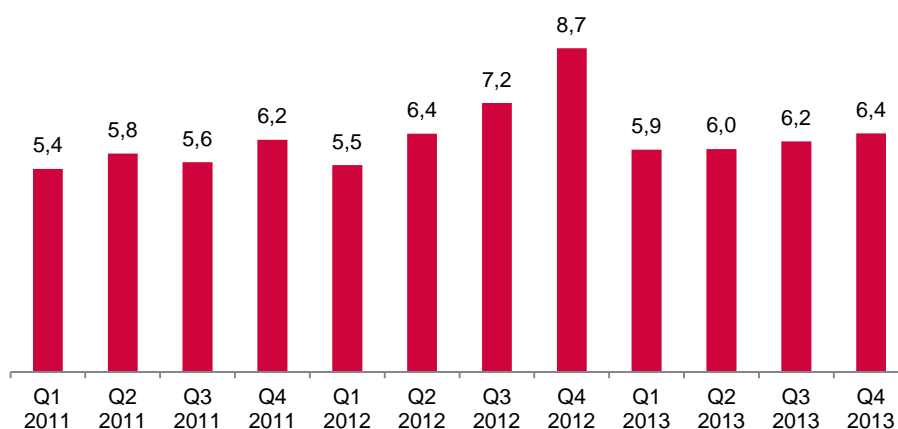
EPS in €

Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Umsatzentwicklung – Seit Q1 2013 steigende Quartalsumsätze

Die SHS VIVEON AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 24,45 Mio. € und lag damit rund 12 % unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau. Der Umsatzrückgang ist dabei hauptsächlich auf eine insgesamt geringere Auslastung der Mitarbeiter, vor allem in der ersten Jahreshälfte, sowie auf Mehrleistungen im Zusammenhang mit Festpreisprojekten zurückzuführen. Nach einem schwächeren ersten Quartal 2013 konnte die Umsatzerlöse auf Quartalsebene allerdings sukzessive gesteigert werden.

Umsatz auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON AG; GBC AG

Das Schlussquartal war auf Jahressicht mit einem Umsatzvolumen von 6,4 Mio. € erneut das stärkste Quartal. Allerdings konnte der sehr gute Vorjahreswert damit nicht erreicht werden.

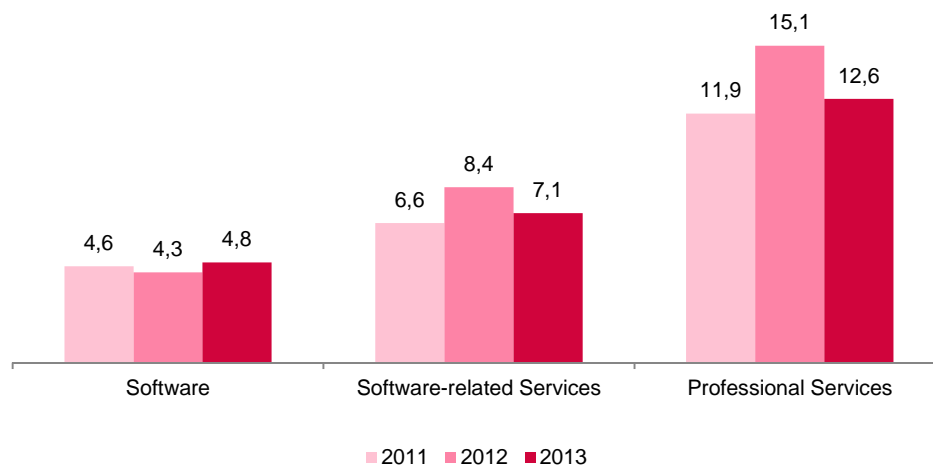
Erfreuliche Fortschritte konnte die SHS VIVEON im Produktbereich erzielen. Im Segment Software erhöhten sich die Umsätze in 2013 deutlich um rund 12 % auf 4,78 Mio. € gegenüber 4,30 Mio. € im Vorjahr. Die Lizenzerlöse sollten nach unserer Schätzung in 2013 bei knapp 1,6 Mio. € gelegen haben. Die Tochtergesellschaft GUARDEAN ist hier mit den beiden Software-Lösungen RiskSuite und DebiTEX hervorragend am Markt positioniert und verfügt über eine breite Bestandskundenbasis.

Dies zeigt sich auch an der Höhe der wiederkehrenden Erlöse. Die Umsätze aus Wartungsverträgen und aus ASP-Verträgen sollten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 auf rund 3,2 Mio. € belaufen haben. Das positive Lizenzgeschäft hatte hier eine entsprechende Erhöhung der Wartungserlöse zur Folge. Insbesondere im zweiten Halbjahr 2013 konnten einige größere Neukundenprojekte gewonnen werden. Zu nennen sind hier unter anderem die Kunden Cortal Consors, Bosch Sicherheitssysteme sowie die Accarda AG. Den Umsatzbeitrag aus dem Partnernetzwerk schätzen wir in 2013 bereits auf rund 0,3 Mio. €. Hier konnten erste Kunden in Russland und in Großbritannien akquiriert werden.

Ein deutlicher Umsatzrückgang musste hingegen im Bereich Professional Services verzeichnet werden. Hier lagen die Umsätze bei 12,56 Mio. € und damit deutlich unter dem Vorjahreswert von 15,10 Mio. €. Hauptverantwortlich für den rückläufigen Umsatz ist eine gesunkene Auslastungsquote der Beratungsmannschaft, insbesondere in den ersten beiden Quartalen 2013. Zudem wurde ein Subunternehmervertrag von Seiten der SHS VIVEON AG bewusst aufgehoben. Die indirekte Vertragsbeziehung wurde dabei durch einen eigenen Rahmenvertrag mit dem Kunden Vodafone ersetzt. Dies hatte jedoch zur Folge, dass die Umsätze mit diesem Kunden in der ersten Jahreshälfte 2013 temporär deutlich unter dem Vorjahr lagen. Zudem belastete die Entscheidung des SHS-Kunden O2 Beratungsdienstleistungen in die eigene Wertschöpfungskette zu integrieren und nicht mehr an externe Dienstleister zu vergeben.

Insgesamt beliefen sich der IT-Beratungserlöse der beiden Bereiche Software-related Services sowie Professional Services auf 19,5 Mio. € gegenüber 23,5 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Wir gehen davon aus, dass rund ein Viertel der Beratungsdienstleistungen im Rahmen von Festpreisprojekten erbracht werden, während rund drei Viertel der IT-Beratungen auf Basis von Tagessätzen (time & material) abgerechnet wurden.

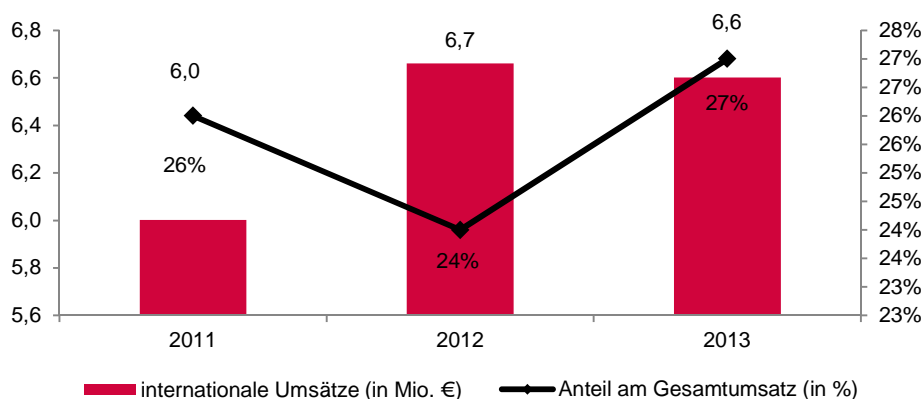
Umsatz nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 erzielte die SHS VIVEON AG rund drei Viertel der Umsätze im Kernmarkt Deutschland. Dies entspricht einem Umsatzvolumen von rund 18 Mio. €. Tatsächlich fielen die im Inland erzielten Umsatzerlöse jedoch noch höher aus, da zum Beispiel die Umsätze mit dem Kunden Vodafone über eine luxemburgische Tochtergesellschaft von Vodafone (Umsatzanteil: rund 6 %) fakturiert werden. Auch einige wichtige internationale Software-Roll-Outs bei deutschen Großkunden wurden dem Ausland zugerechnet.

Internationale Umsätze (in Mio. €)



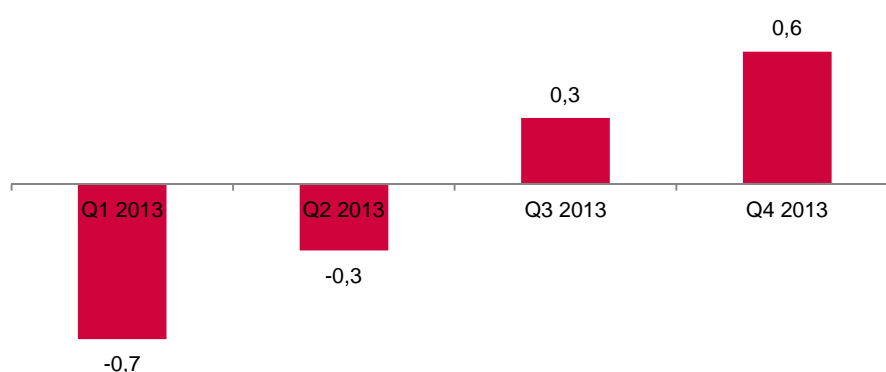
Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Ergebnisentwicklung – Rückkehr in die Gewinnzone im Q3 2013 erreicht

Die Rohertragsmarge hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 nochmals deutlich verbessert und lag mit 96,0 % (VJ: 93,1 %) auf einem hervorragenden Niveau. Der Anstieg der Rohertragsmarge erklärt sich vor allem dadurch, dass weniger freie Mitarbeiter im Rahmen der Projekte miteinbezogen wurden. Dies zeigt sich auch an der Entwicklung des Materialaufwands, welcher im Geschäftsjahr 2013 mit -1,23 Mio. € gegenüber dem Vorjahr (VJ: -2,08 Mio. €) deutlich rückläufig war.

Der Personalaufwand erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 leicht auf 18,10 Mio. € (VJ: 17,88 Mio. €). Nach dem ersten Halbjahr 2013 lag der Personalaufwand bereits bei rund 10 Mio. €. Folglich konnten die Personalkosten in der zweiten Jahreshälfte infolge der eingeleiteten Einsparmaßnahmen merklich reduziert werden. Dies zeigt sich auch an der Mitarbeiterentwicklung bei SHS VIVEON. Nachdem unterjährig zwischenzeitlich rund 260 im Konzern tätig waren, lag die Mitarbeiteranzahl per Ende Dezember bei rund 220 und somit deutlich niedriger. Nach Unternehmensangaben betraf die Personalanpassung im Wesentlichen strategisch nicht wichtige Bereiche.

Entwicklung EBITDA auf Quartalsebene (in Mio. €)

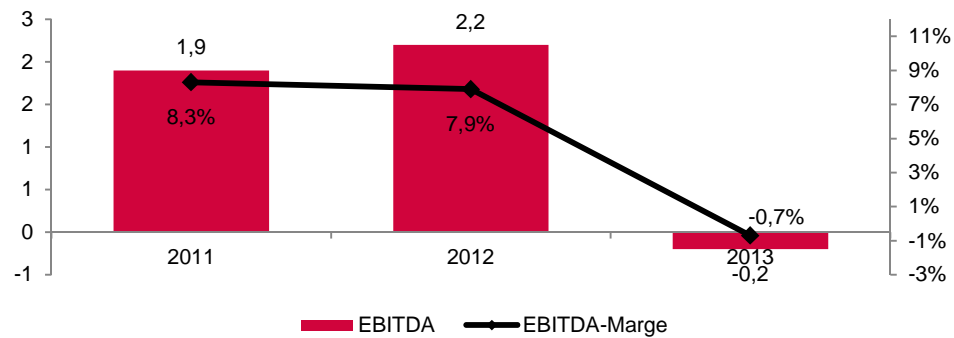


Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013, bedingt durch das schwächere erste Halbjahr, mit -0,18 Mio. € leicht negativ aus. Unsere Schätzungen waren bislang von einem leicht positiven EBITDA für das Gesamtjahr 2013 ausgegangen. Die Rückkehr in die Gewinnzone gelang der SHS VIVEON AG im dritten Quartal 2013. Im traditionell starken Schlussquartal 2013 lag das

EBITDA, auch dank einiger größerer Lizenzabschlüsse, mit knapp 0,6 Mio. € wieder deutlich im positiven Bereich.

Entwicklung EBITDA (in Mio. €)



Quelle: SHS VIVEON G; GBC AG

Die Abschreibungen betragen in 2013 0,57 Mio. € (VJ: 0,55 Mio. €) und lagen damit rund 0,3 Mio. € über den Investitionen. Hintergrund hierfür ist, dass die SHS VIVEON AG infolge der HGB-Bilanzierung den Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abschreiben muss. Diese Abschreibungen beliefen sich, wie bereits im Vorjahr, auf rund 0,2 Mio. €.

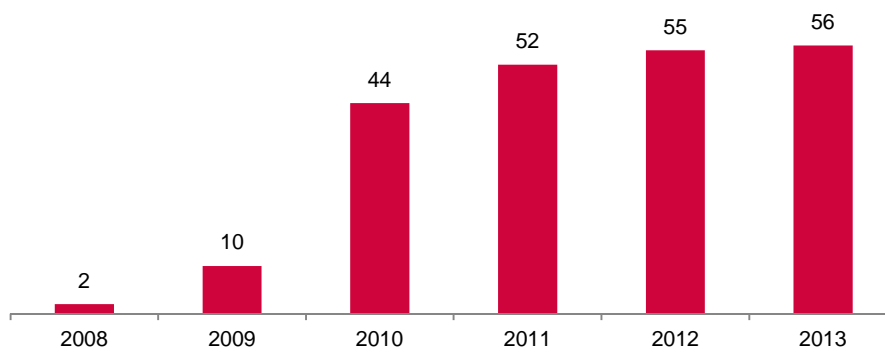
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	4,53	5,57	4,88
EK-Quote (in %)	52	55	56
Operatives Anlagevermögen	2,09	2,19	1,84
Working Capital	1,01	1,71	2,91
Net Debt	-1,43	-1,67	-0,15

Quelle: SHS VIVEON ; GBC AG

Die SHS VIVEON AG verfügt nach unserer Einschätzung unverändert über solide Bilanzrelationen und eine komfortable Eigenkapitalausstattung. Trotz des erzielten Jahresfehlbetrags konnte die Eigenkapitalquote nochmals leicht auf 56,4 % per Ende Dezember 2013 verbessert werden. Damit hat sich die kontinuierliche Verbesserung der Eigenkapitalquote seit dem Jahr 2008 fortgesetzt.

Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: SHS VIVEON ; GBC AG

Das operative Anlagevermögen hat sich im Jahresverlauf leicht auf 1,84 Mio. € reduziert. Da die SHS VIVEON AG nach HGB bilanziert, muss der Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abgeschrieben werden. Wie in den Vorjahren wurde im Berichtsraum eine planmäßige Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert von rund 0,2 Mio. € vorgenommen. Die Investitionen lagen in 2013 mit rund 0,2 (VJ: 0,3 Mio. €) auf einem moderaten Niveau und unterhalb der Abschreibungen. Als Beratungshaus mit einem umfassenden Produktportfolio im Softwarebereich verfügt die SHS VIVEON AG über ein Geschäftsmodell mit einem geringen Investitionsbedarf.

Die Nettoverschuldung lag nach unseren Berechnungen bei -0,15 Mio. €. In der ersten Jahreshälfte 2013 wurde ein noch bestehendes Gesellschafterdarlehen von mehr als 0,3 Mio. € vollständig zurückgeführt. Die Bankkredite beliefen sich gegen Ende des Jahres 2013 auf 1,05 Mio. €. Die liquiden Mittel betragen rund 1,2 Mio. €, so dass das Unternehmen weiterhin über eine positive Nettoliquidität verfügt.

Der Anstieg des Net Working Capital hängt maßgeblich mit dem niedrigeren Rückstellungsbedarf zusammen. Die Rückstellungen gingen zum 31.12.2013 deutlich auf 1,34 Mio. € (VJ: 1,99 Mio. €) zurück. Einerseits musste aufgrund der operativen Entwicklung eine niedrigere Steuerrückstellung (2013: 0,03 Mio. € vs. 2012: 0,28 Mio. €) gebildet werden. Zum anderen fielen die Personalrückstellungen im Zusammenhang mit der variablen Gehaltsvergütung geringer aus (2013: 1,07 Mio. € vs. 2012: 1,60 Mio. €)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Schlanke Kostenstruktur • Gesunde Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 56 % und positiver Nettoliquidität • Hohe Skalierbarkeit im Produktgeschäft • Breit diversifizierte Kundenbasis und gute Marktstellung in den Branchen Telekommunikation, Finanzdienstleistungen sowie E-Commerce und Handel • Bewährtes Geschäftsmodell mit nachhaltiger Profitabilität • Flächendeckende Präsenz im DACH-Markt • In der Zwischenzeit enge Verzahnung zwischen Beratungsgeschäft und Produktbereich • Wenig kapitalintensives Geschäftsmodell und niedriger Investitionsbedarf 	<ul style="list-style-type: none"> • Produktgeschäft hat noch nicht die kritische Größe erreicht • Gewisse Abhängigkeit von einigen Großkunden im Consulting-Bereich • Aussetzung der Dividende für das Geschäftsjahr 2013
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Steigerung der Umsätze aus wiederkehrenden Erlösen • Im Zuge der weltweit stetig steigenden (Kunden-) Datenmengen suchen Unternehmen verstärkt nach intelligenten IT- und Analytics-Lösungen • Zusätzliche Umsätze aus dem Ausbau des Partnergeschäfts im Produktbereich • Fokussierung des Produktgeschäfts ermöglicht weitere Skalierung und führt zu einer Verbesserung der Marge • Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Wegfall von Großkunden könnte zu Umsatzeinbußen führen • Konjunkturelle Abschwächung kann sich negativ auf die IT-Budgets auswirken • Vertriebsserfolge im Produktgeschäft könnten die Erwartungen verfehlen und das Wachstumstempo bremsen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	24,45	28,00	32,00
EBITDA	-0,18	2,00	3,10
EBITDA-Marge	-0,7%	7,1%	9,7%
EBIT	-0,75	1,50	2,60
EBIT-Marge	-3,1%	5,4%	8,1%
Jahresüberschuss	-0,87	1,07	1,89
EPS in €	-0,42	0,52	0,91

Quelle: GBC AG

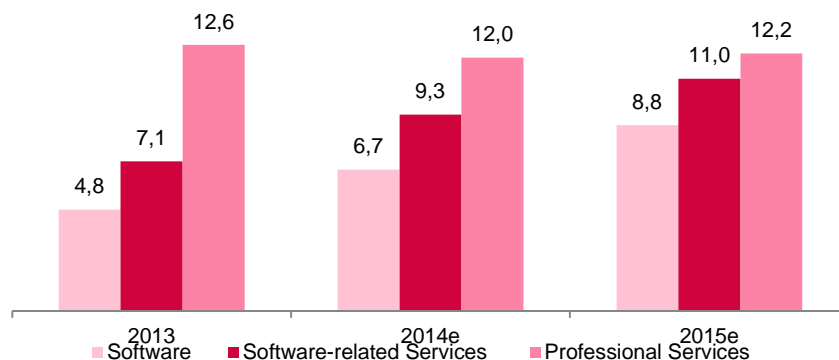
Umsatzprognosen – Deutliches Wachstum im Softwarebereich erwartet

Wir gehen davon aus, dass die SHS VIVEON AG im laufenden Geschäftsjahr 2014 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren wird. Wir rechnen für 2014 mit einem deutlichen Umsatzwachstum von fast 15 % auf dann 28,00 Mio. €.

Dabei sollte das Wachstum nach unserer Einschätzung vor allem von den beiden Bereichen Software sowie Software-related Services getragen werden. Im Segment Software werden gemäß unserer Prognose die Umsätze deutlich auf rund 6,7 Mio. € ansteigen. Als Wachstumstreiber im Bereich Software erachten wir den inzwischen etablierten Partnervertrieb. Für den Channel-Vertrieb konnten inzwischen 11 feste Partner im In- und Ausland gewonnen werden. Die Lizenzerlöse aus dem Partnervertrieb für das laufende Geschäftsjahr 2014 sehen wir bereits bei mehr als 1 Mio. € nach rund 0,3 Mio. € in 2013. Nach Unternehmensangaben befindet sich eine Reihe von Lizenzabschlüssen in der Anbahnungsphase. Mit dem britischen Handelsunternehmen Travis Perking konnte zudem einer der größten Neukunden überhaupt im Q1 2014 gewonnen werden. Das Projekt hat eine Laufzeit von mehreren Jahren und das Projektvolumen liegt bei rund 1,5 Mio. € verteilt auf die Gesamtlaufzeit.

Für den Bereich Software-related Services sind wir ebenfalls zuversichtlich gestimmt hinsichtlich der erwarteten Umsatzentwicklung. Hier rechnen wir für 2014 mit einer deutlichen Umsatzsteigerung auf über 9 Mio. €. Die hohen Lizenzverkäufe in 2013 bilden eine solide Basis für eine hohe Auslastungsquote im Consulting Bereich in den kommenden Quartalen. Im ersten Quartal 2014 blieb die Umsatzentwicklung noch hinter den Erwartungen zurück, da hier Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit Migrationsprojekten auf das neue Release der Risikomanagement-Software Debitex nicht vollständig abgerechnet werden konnten. Des Weiteren wird der internationale Software-Rollout bei wichtigen Bestandskunden, wie z. B. BMW, BP, Shell, Vaillant und De Lage Landen, weiter vorangetrieben und so für Impulse auf der Umsatzseite sorgen.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



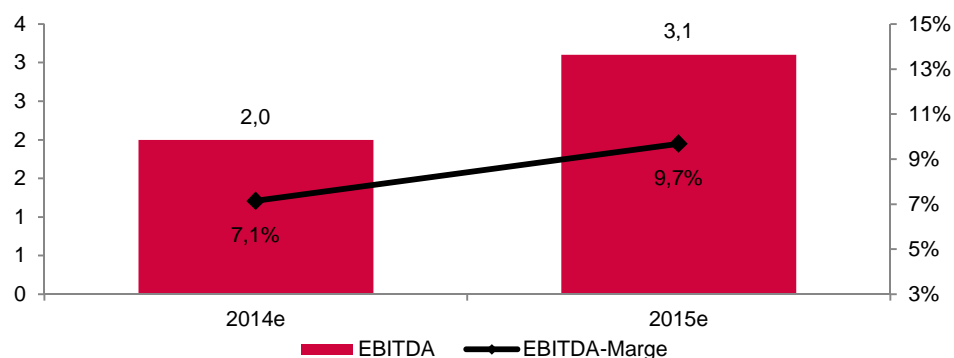
Quelle: GBC AG

Durch die erwartete Umsatzentwicklung wird sich auch der Anteil wiederkehrender Erlöse entsprechend erhöhen. Nach unseren Schätzungen wird sich der Anteil der wiederkehrenden Erlöse für das Gesamtjahr 2014 auf rund 23 % (2013: ~ 20 %) belaufen. Bis 2016 sollte dieser Wert dann bis 30 % (2013: 20%) ausgebaut werden können.

Ergebnisprognosen – Anstieg der EBITDA-Marge auf knapp 10 % in 2015 erwartet

Beim EBITDA gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2014 von einer signifikanten Verbesserung aus. Bereits im ersten Quartal 2014 konnte das EBITDA gegenüber dem Vorjahr, trotz einer moderaten Umsatzentwicklung, um fast 0,7 Mio. € gesteigert werden. Dies zeigt deutlich, dass die eingeleiteten Kostenanpassungsmaßnahmen ihre Wirkung nicht verfehlt haben. Mit den erwarteten Umsatzimpulsen dank einer steigenden Auslastung im Beratungsgeschäft sowie erfreulichen Lizenzverkäufen sollten entsprechende Skaleneffekte verstärkt zum Tragen kommen. Unsere Prognosen sehen für laufende Geschäftsjahr 2014 einen Anstieg des EBITDA auf 2,0 Mio. € vor, was einer EBITDA-Marge von 7,1 % entspricht. Im kommenden Geschäftsjahr 2015 erwarten wir dann eine weitere Erhöhung auf 9,7 %.

Entwicklung EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Als Zielmarge haben wir in unserem DCF-Modell einen Wert in Höhe von 10,4 % unterstellt. Bei einer erfolgreichen Entwicklung des Produktgeschäfts in den kommenden Jahren könnte sich diese Annahme als zu konservativ erweisen. Das Unternehmen hat sich im Rahmen der definierten Wachstumsstrategie ebenfalls zweistellige EBITDA-Marge zum Ziel gesetzt.

Der erwartete Gewinn je Aktie (EPS) für die beiden kommenden Jahre 2014 und 2015 liegt bei 0,52 € respektive 0,91 €. Des Weiteren gehen wir für das Geschäftsjahr 2014 von einer Wiederaufnahme der Dividendenausschüttung aus (2014e: 0,15 €). Anstelle der Dividendenzahlung für 2013 hat die Gesellschaft Ende März 2013 die Wiederaufnahme des Aktienrückkaufprogramms bekanntgegeben. Aktuell hält die Gesellschaft rund 43.000 im Eigenbesitz.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SHS VIVEON AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,4 % 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 % sowie eine Steuerquote von 29,80 %.

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 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,38.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,8 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,8 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht einem Kursziel in Höhe 14,70 €.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 14,30 € leicht erhöht. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 50 % für die Aktie der SHS VIVEON AG. Die Aktie ist damit unserer Ansicht nach weiterhin klar unterbewertet und spiegelt nicht die guten Geschäftsperspektiven der Gesellschaft wider.

DCF-MODELL

SHS VIVEON AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,4%	ewige EBITA - Marge	9,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	27,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	10,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	28,00	32,00	33,92	35,96	38,11	40,40	42,82	45,39	
US Veränderung	14,5%	14,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,56	17,78	18,47	19,20	19,95	20,73	21,55	22,39	
EBITDA	2,00	3,10	3,53	3,74	3,96	4,20	4,45	4,72	
EBITDA-Marge	7,1%	9,7%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
EBITA	1,50	2,60	3,03	3,23	3,44	3,67	3,91	4,17	
EBITA-Marge	5,4%	8,1%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,68	-0,79	-0,84	-0,90	-0,95	-1,02	-1,08	
zu EBITA	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	1,11	1,92	2,24	2,39	2,55	2,72	2,90	3,08	
Kapitalrendite	23,4%	39,3%	43,1%	43,9%	44,7%	45,6%	46,4%	47,2%	43,5%
Working Capital (WC)	3,10	3,40	3,61	3,82	4,05	4,29	4,55	4,83	
WC zu Umsatz	11,1%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
Investitionen in WC	-0,19	-0,30	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	-0,26	-0,27	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,80	1,80	1,84	1,87	1,91	1,95	1,99	2,03	
AFA auf OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54	-0,55	
AFA zu OAV	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,50	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,58	-0,59	
Investiertes Kapital	4,90	5,20	5,44	5,69	5,96	6,24	6,54	6,85	
EBITDA	2,00	3,10	3,53	3,74	3,96	4,20	4,45	4,72	
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,68	-0,79	-0,84	-0,90	-0,95	-1,02	-1,08	
Investitionen gesamt	-0,65	-0,80	-0,74	-0,76	-0,79	-0,81	-0,84	-0,86	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,50	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,58	-0,59	
Investitionen in WC	-0,19	-0,30	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	-0,26	-0,27	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,96	1,62	2,00	2,14	2,28	2,44	2,60	2,77	36,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	29,80	31,09
Barwert expliziter FCFs	10,78	10,21
Barwert des Continuing Value	19,03	20,89
Nettoschulden (Net debt)	-0,55	-1,61
Wert des Eigenkapitals	30,35	32,70
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,35	32,70
Ausstehende Aktien in Mio.	2,07	2,07
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,70	15,83

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,8%

Kapitalrendite	WACC				
	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%
43,0%	15,73	15,13	14,59	14,08	13,62
43,2%	15,80	15,19	14,64	14,14	13,67
43,5%	15,86	15,25	14,70	14,19	13,72
43,7%	15,92	15,31	14,75	14,24	13,77
44,0%	15,98	15,37	14,81	14,29	13,82

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:

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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)

§ 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 Interessenskonflikte 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), stellvertr. 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



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