

**Empfehlung: Kaufen**  
**Risiko: Hoch**

**Akt. Kurs: EUR 7,49**  
**Fairer Kurs: EUR 13,1**

**Sektor: IT Dienstleistung / Software**

**Reuters Code: SHSG.MU**

**Bloomberg Code: SHWK GR**

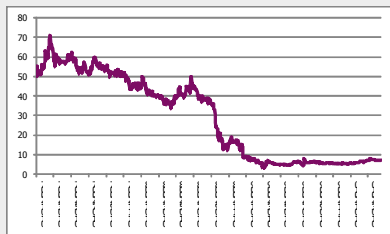
Internetseite: [www.SHS-VIVEON.com](http://www.SHS-VIVEON.com)

Fiskaljahrende: Dezember

**Handelszahlen:**

Hoch – Tief 52w (EUR): 8,10 – 4,05  
Kapitalisierung (in EUR Mio.): 5,9  
Ausst. Aktien (in Mio.): 0,793  
Free Float: 57%

**Kursverlauf:**



**Finanzkalender:**

30. Juni 2010: Hauptversammlung  
13. Aug. 2010: Halbjahresbericht  
12. Nov. 2010: Quartalsbericht

**Datum und Zeitpunkt der Kurse:**  
**21. April 2010, 10:30 MEZ**

**Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA**  
**VEM Aktienbank AG**  
[r.saier@vem-aktienbank.de](mailto:r.saier@vem-aktienbank.de)  
**T +49 (0) 89 30 903 - 4881**

**Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 17**

## Wachstums-Comeback durch erfolgreiche Restrukturierung

SHS VIVEON fokussiert sich auf die Business- und IT Beratung für Kundenmanagement-Lösungen inklusive dem Verkauf einer eigenen Software für das Kundenrisikomanagement. Damit trifft das Unternehmen den Trend nach optimierten und ganzheitlichen CRM-Lösungen. Die SHS VIVEON hat europaweit mehr als 150 renommierte Kunden. Hauptsitz ist München.

Nach erfolgreichen Restrukturierungs- und Kostensenkungsmaßnahmen glauben wir, dass die SHS VIVEON nun hervorragend positioniert ist, um vom erwarteten Wirtschaftsaufschwung 2010 und einer hohen Nachfrage nach CRM Lösungen in den Folgejahren zu profitieren.

Wir empfehlen die Aktie vor allem risikofreudigen Anlegern zum Kauf.

**Hauptpunkte**

- > Das Marktumfeld hat sich bereits im 4. Quartal 2009 deutlich aufgehellt und wir rechnen für das Geschäftsjahr 2010 mit einer andauernden Wiederbelebung und gesteigerter Nachfrage nach den Serviceleistungen und Produkten der SHS VIVEON. Zusätzliche Kunden zu den bereits bestehenden sollten akquiriert werden können.
- > Katalysatoren für steigende Wachstumsraten und längerfristig positive Gewinnmargen sind Synergieeffekte sowie Kosteneinsparungen aufgrund erfolgreicher Restrukturierungsmaßnahmen, ein optimiertes Serviceangebot kombiniert mit einer verbesserten Kundenansprache und die sich allgemein im Markt abzeichnende verstärkte Tendenz zu Optimierungsmaßnahmen im Kundenmanagement.
- > Risiken sehen wir vor allem im harten Wettbewerbsumfeld, das zu Preisdruck führen kann, in der Dominanz von großen, multinationalen Unternehmen sowie möglichen finanziellen Belastungen aufgrund der Fälligkeit einer Wandelanleihe.

**Finanzen**

Für das Geschäftsjahr 2010 rechnen wir mit einem Umsatz von EUR 26,24 Mio. (+2,3% gegenüber dem Vorjahr). Das EBITDA sollte EUR 1,31 Mio. betragen. Wir rechnen mit einer EBIT Marge von 3,8%. Für 2011 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 5%, was einem Gesamtumsatz von EUR 27,55 Mio. entspricht. Die EBIT Marge sollte sich in 2011 auf 5,9% erhöhen. Bilanztechnisch gehen wir von einer stetigen Erhöhung der Eigenkapitalquote aus.

**Bewertung**

Unser Kursziel ist EUR 13,1 was einem Kurssteigerungspotenzial von 75% entspricht. Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein Discounted Cash Flow Modell und kombinierten dies mit einer Peer Gruppen Analyse. Unser Abdiskontierungssatz beträgt 12,3%.

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E
Umsatz	27,78	25,65	26,24	27,55
Umsatzwachstum		-7,7%	2,3%	5,0%
EBITDA Marge	4,5%	3,5%	5,0%	7,0%
EBIT Marge	neg.	1,6%	3,8%	5,9%
Nettogewinn	-15,02	-2,61	0,50	0,97
Kurs/Umsatz			0,23	0,22
Kurs/Gewinn			12,00	6,13

Source: SHS VIVEON, VEM Aktienbank

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
SWOT-Analyse	3
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	3
Bewertung	4
DCF Bewertung	4
Sensitivitätsanalyse	5
Peer Gruppen Analyse	5
Bewertung gesamt	6
Unternehmensprofil	7
Das Geschäftsmodell	7
Die Geschäftsbereiche	7
Geschäftsbereich I: „Consulting & Solutions“	8
Geschäftsbereich II: „Products“	9
Der Wettbewerb	9
Das Management	10
Die aktuelle Aktionärsstruktur	10
Die Werttreiber	11
Neuausrichtung mit neuem Management	11
Erhebliche Kostensenkungsmaßnahmen	11
Hohe Nachfrage nach Customer Management Consulting und IT	12
Potentielle Verbesserung der Bilanz	12
Gewinnung neuer Kunden bzw. tiefere Durchdringung	12
Finanzen	13
Geschäftsjahr 2009: Es geht aufwärts	13
Ausblick	13
Anhang	15
Gewinn- und Verlustrechnung	15
Bilanz	16
Cash Flow	16
Legal Disclaimer	17

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• SHS VIVEON hat sich im Geschäftsjahr 2009 neu positioniert, unprofitable Unternehmensteile verkauft sowie das Management restrukturiert. Margenerhöhung-en und die Gewinnung neuer Kunden könnten die Folge sein.</li> <li>• Das Unternehmen verbindet als einziger Anbieter Kundenrisiko- mit Kundenwertmanagement.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Im Vergleich zur Konkurrenz ist SHS VIVEON relativ klein. Dies könnte vor allem die Neukundengewinnung bei großen Mandaten erschweren.</li> <li>• Der Erfolg des Geschäftsmodells ist stark von der Umsetzung der neuen Struktur abhängig. Jegliche Verzögerung kann dazu führen, dass finanzielle Ziele nicht erreicht werden könnten.</li> </ul>

Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Nachfrage nach Consulting und Software im Segment Kundenmanagement (CRM) sollte in den nächsten Jahren überproportional ansteigen.</li> <li>• Längerfristig könnte das Unternehmen sein Produktportfolio auf weitere Branchen ausweiten und somit überdurchschnittlich wachsen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ein erneutes Abschwächen der Wirtschaftsentwicklung könnte dazu führen, dass die Kundennachfrage nach den Angeboten der SHS VIVEON geringer als erwartet ausfällt.</li> <li>• Der Wettbewerb ist groß, was zu einem Preisdruck des Angebots führen und einen negativen Einfluss auf die Margenentwicklung der SHS VIVEON haben kann.</li> </ul>

## Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Wir rechnen damit, dass die SHS VIVEON kurz- und mittelfristig Verträge mit neuen Kunden bekanntgibt.
- Weitere Ankündigungen von Restrukturierungsmaßnahmen könnten für einen positiven Newsflow sorgen.

## Bewertung

Wir errechnen einen fairen Unternehmenswert der SHS VIVEON mittels eines Discounted-Cash-Flow (DCF)-Modells und kombinieren dies mit einer Peer Gruppen Analyse. Es ist uns bewusst, dass die DCF Methodik wie auch die Peer Gruppen Analyse einige Risiken beinhalten. Trotzdem erachten wir beide Methoden als sinnvoll, um einen Zielkurs zu bestimmen.

Wir haben zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um verschiedene Szenarien („best case“/ „worst case“) durchspielen zu können, damit wir zu einem plausiblen und realistischen Unternehmenswert gelangen können.

### DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow zu Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals der SHS VIVEON zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2,5% p.a. an. Wir verwendeten Kapitalkosten von 12,3%. Unsere Berechnungen ergaben einen fairen Marktwert des Unternehmens von EUR 10,62 Mio., was einem Kurs pro Aktie von EUR 13,4 entspricht.

#### DCF Model

( in EUR Mio)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Nettoeinkommen	0,50	0,97	1,04	1,36	1,50	1,62	1,70	1,76	1,81
(+) Abschreibungen und Amortisation	0,31	0,31	0,30	0,32	0,36	0,39	0,40	0,42	0,43
(-) Cash flow aus working capital	0,99	(0,25)	(0,30)	(0,32)	(0,36)	(0,39)	(0,40)	(0,42)	(0,43)
(-) Investitionsaufwand	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,32)	(0,36)	(0,39)	(0,40)	(0,42)	(0,43)
(-) Schuldenveränderung	(1,00)	-	(0,32)	(0,32)	(0,32)	(0,32)	(0,32)	(0,32)	(0,32)
<b>FCFE</b>	<b>0,50</b>	<b>0,73</b>	<b>0,42</b>	<b>0,72</b>	<b>0,82</b>	<b>0,91</b>	<b>0,97</b>	<b>1,02</b>	<b>1,06</b>
<b>PV der FCFE</b>	0,46	0,60	0,31	0,47	0,48	0,47	0,45	0,42	0,39
<b>Summe der PV of FCFE - 1. Phase</b>	1,36								
<b>Summe der PV of FCFE - 2. Phase</b>	2,28								
Langfristige Wachstumsrate	2,5%								
Terminal Value	11,09								
<b>PV des Terminal Values</b>	4,53								
<b>PV des FCFE</b>	8,18								
(+) Liquide Mittel	2,45								
	<b>10,62</b>								

Source: VEM Aktienbank

Summary of DCF Valuation	Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% v. Total
PV of Frist Stage	PV - 1. Phase	1,36	12,8%
PV Second Stage	PV - 2. Phase	2,28	21,4%
PV of Terminal Value	PV des Terminal Values	4,53	42,7%
Cash	Cash	2,45	23,0%
Target Price	Unternehmenswert	10,62	100,0%

Cost of Equity	Kapitalkosten
Cost of Equity	Kapitalkosten 12,30%
Beta	Beta 1,40
Risk Premium	Risikoprämie 7,0%
Risk Free rate	Risikoloser Zinssatz 2,5%

Source: VEM Aktienbank

## Sensitivitätsanalyse

Wir haben zusätzlich den fairen Wert für die SHS VIVEON unter der Annahme verschiedener Szenarien berechnet. Dies brachte das Ergebnis, dass auch unter ambitionierten Annahmen, die Aktie immer noch unterbewertet ist.

### Sensitivität des Unternehmenswertes

Unternehmenswert in EUR Mio							Wert pro Aktie in EUR						
Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC							WACC						
9,0%	13,39	13,85	14,37	14,97	15,67	16,49	9,0%	16,88	17,45	18,11	18,86	19,75	20,79
9,5%	12,69	13,08	13,52	14,02	14,60	15,27	9,5%	15,99	16,48	17,03	17,67	18,40	19,25
10,0%	12,07	12,40	12,77	13,20	13,68	14,24	10,0%	15,21	15,63	16,10	16,63	17,24	17,95
10,5%	11,51	11,80	12,12	12,48	12,89	13,36	10,5%	14,51	14,87	15,27	15,73	16,24	16,83
11,0%	11,01	11,26	11,54	11,85	12,20	12,59	11,0%	13,88	14,19	14,54	14,93	15,37	15,87
11,5%	10,56	10,78	11,02	11,29	11,59	11,92	11,5%	13,31	13,58	13,89	14,22	14,60	15,03
12,0%	10,15	10,34	10,55	10,79	11,04	11,33	12,0%	12,79	13,03	13,30	13,59	13,92	14,28
12,5%	9,78	9,95	10,13	10,34	10,56	10,81	12,5%	12,32	12,54	12,77	13,03	13,31	13,63
13,0%	9,44	9,59	9,75	9,93	10,13	10,34	13,0%	11,90	12,08	12,29	12,52	12,76	13,04
13,5%	9,13	9,26	9,40	9,56	9,74	9,93	13,5%	11,50	11,67	11,85	12,05	12,27	12,51
14,0%	8,84	8,96	9,09	9,23	9,38	9,55	14,0%	11,14	11,29	11,45	11,63	11,82	12,03
14,5%	8,57	8,68	8,80	8,92	9,06	9,20	14,5%	10,81	10,94	11,09	11,24	11,41	11,60

Source: VEM Aktienbank

## Peer Gruppen Analyse

In die Peer Gruppe haben wir Unternehmen mit einbezogen, welche IT Dienstleistungen und Software anbieten. Zwar lassen sich die Geschäftsmodelle der Peer Unternehmen nicht eins zu eins auf das der SHS VIVEON übertragen und die ausgewählten Firmen sind zum überwiegenden Teil deutlich größer als die SHS VIVEON AG, aber wir glauben trotz allem, dass eine Vergleichbarkeit legitim ist.

Wir haben uns dafür entschieden hauptsächlich deutsche Unternehmen zu untersuchen. Zwei Unternehmen sind aus dem Ausland.

Um die SHS VIVEON AG relativ zu ihrer Peer Gruppe zu bewerten, haben wir als Kennzahlen das Kurs/Umsatz (KGV) und das geschätzte EV/EBITDA Verhältnis verwendet.

Bei der Berechnung des fairen Wertes von SHS VIVEON AG mittels einer Peer Gruppen Analyse haben wir das Fiskaljahr 2010 zu 80% und das Fiskaljahr 2011 zu 20% gewichtet. Daraus ergibt sich auf Basis einer Peer Gruppen Bewertung ein fairer Unternehmenswert von EUR 10,1 Mio., was einem Wert pro Aktie von EUR 12,78 entspricht.

### Peer Gruppen Bewertung

	Land	2010E						2011E					
		P/Umsatz	P/E	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT	P/Umsatz	P/E	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT
SHS Viveon	D	0,22	11,7	4,4	6,2	5,8	8,2	0,21	6,0	3,0	4,2	3,6	5,1
Experian PLC	IRE	2,5	14,1	7,7	10,0	10,6	13,7	2,3	12,8	7,1	9,1	9,6	12,4
FICO (Fair Issac)	USA	1,9	17,6	7,7	9,2	9,3	11,1	1,8	16,2	6,6	7,9	9,3	11,1
IDS Scheer	D	1,4	28,0	13,6	11,4	18,3	15,3	1,4	24,8	12,2	10,2	17,0	14,2
Bechtle	D	0,3	13,1	7,3	6,2	9,5	8,1	0,3	11,3	6,7	5,8	8,1	6,9
Itelligence	D	0,5	12,8	5,1	4,6	9,0	8,1	0,5	10,7	5,0	4,5	7,7	6,9
PC-Ware	D	0,2	56,5	14,8	15,9	43,0	46,2	0,2	17,6	8,0	8,6	12,0	12,9
GFT	D	0,4	13,9	9,0	6,2	10,4	7,2	0,4	10,7	7,1	4,9	8,0	5,5
Seven Principles	D	0,2	8,8	4,6	4,5	6,8	6,5	0,2	8,1	4,1	3,9	5,6	5,3
Durchschnitt		0,9	20,6	8,7	8,5	14,6	14,5	0,9	14,0	7,1	6,9	9,6	9,4
Median		0,5	14,0	7,7	7,7	10,0	9,6	0,4	12,1	6,9	6,8	8,7	9,0

Source: VEM Aktienbank und IBES Consensus Schätzungen

**Faire Bewertung der SHS VIVEON aufgrund einer Peer Gruppen Analyse**

		Gewicht	
2010		80%	
2011		20%	
<b>Fairer Wert in in EUR Mio</b>		<b>2010</b>	<b>2011</b>
	<b>P/S</b>	<b>11,9</b>	<b>11,8</b>
	<b>EV/EBITDA</b>	<b>7,76</b>	<b>10,8</b>
<b>Fairer Wert (in EUR Mio.)</b>		<b>10,1</b>	
<b>Fairer Wert pro Aktie</b>		<b>12,78</b>	

Source: VEM Aktienbank

**Bewertung gesamt**

Um das finale Kursziel der SHS VIVEON AG zu berechnen, haben wir die beiden Bewertungsansätze – das DCF Model wie auch die Peer Gruppen Analyse – kombiniert und zu gleichen Teilen gewichtet. Unser Kursziel für das Unternehmen ist EUR 10,4 Mio., was einem Wert von EUR 13,1 pro Aktie entspricht.

<b>Gesamtbewertung</b>		
	<b>in EUR Mio.</b>	<b>Gewicht</b>
<b>Fairer Wert DCF</b>	<b>10,6</b>	<b>50%</b>
<b>Fairer Wert Peer</b>	<b>10,1</b>	<b>50%</b>
	<b>MV</b>	<b>Pro Aktie</b>
<b>Fairer Wert Total</b>	<b>10,4</b>	<b>13,1</b>

Source: VEM Aktienbank

## Unternehmensprofil

### Das Geschäftsmodell

SHS VIVEON wurde 1991 gegründet und ist ein europaweit agierendes Unternehmen im Bereich Business- und IT Beratung für Customer Management Lösungen, mit einer eigenen Softwarelinie für Kunden- und Kreditmanagement unter dem Markennamen „GUARDEAN“. Hauptsitz ist München. SHS VIVEON verfügt aktuell über 8 Standorte in Hamburg, Kastl, Köln, München, Stuttgart, Wien, Wiesbaden sowie Zürich und hat etwas mehr als 200 Mitarbeiter.

Das Unternehmen hatte in den letzten Jahren einige Turbulenzen zu überwinden, scheint aber nun gut positioniert, um von der erwarteten Wirtschaftserholung profitieren zu können. Im Geschäftsjahr 2009 betrug der Gesamtumsatz der SHS VIVEON EUR 25,65 Mio. Das Kundenportfolio ist breit diversifiziert. Der Fokus liegt auf den Sektoren Telekommunikation, Finanzen und Industrie & Handel. Zu den über 150 Kunden zählen Unternehmen wie T-Mobile, Telefonica o2 Germany, BMW Bank, Telekom Austria, Credit Suisse, MAN Diesel, Danone, Otto. Die SHS VIVEON Gruppe hat aktuell drei Tochtergesellschaften – die SHS VIVEON AG, die GUARDEAN GmbH und die SHS VIVEON Schweiz AG. Mitte Mai 2009 wurde die ehemalige Tochtergesellschaft SHS Polar verkauft.

### Aktuelle Firmenstruktur der SHS VIVEON

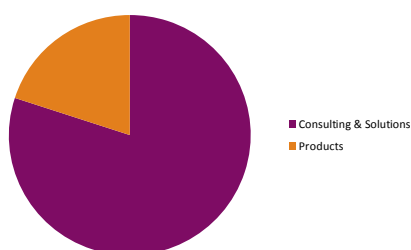


Source: SHS VIVEON

### Die Geschäftsbereiche

Die SHS VIVEON hat aktuell zwei Geschäftsbereiche: „Consulting & Solutions“ sowie „Products“. Mit circa 80% am Gesamtumsatz erzielt der Geschäftsbereich „Consulting & Solutions“ den größten Anteil an der Gesamtleistung. Auf den Bereich „Products“ entfallen 20%.

### Umsatzverteilung der Geschäftsbereiche (2009)



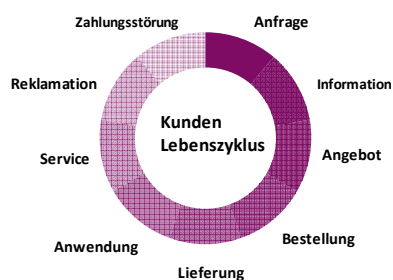
Source: SHS VIVEON

Das Unternehmen plant die beiden Geschäftsbereiche im Laufe des Geschäftsjahres 2010 umzustrukturieren und umzubauen. Zwar wird es weiterhin zwei Einheiten geben, diese werden aber anders definiert und in die Geschäftssegmente „Value“ und „Risk“ umbenannt.

### Geschäftsbereich I: „Consulting & Solutions“

Im Bereich Consulting und Solutions unterstützen die SHS VIVEON Berater ihre Kunden auf der Suche nach der optimalen Allokation von Kundenpotenzialen sowie Kundenrisiken. Lösungsprogramme der SHS VIVEON optimieren die Prozesse im Kundenlebenszyklus mit dem Ziel, die Effizienz und die Effektivität in allen Phasen des Kundenlebenszyklus zu verbessern (siehe Graphik). Dabei erarbeitet das Team der SHS VIVEON maßgeschneiderte Konzepte mit individuellen Lösungen, von der Kundengewinnung über die Leistungsoptimierung bis hin zur Kundenbindung.

### CRM Kundenlebenszyklus



Source: SHS VIVEON

Damit die Kundenziele erreicht werden können, unterteilt die SHS VIVEON die Aktivitäten in verschiedene Segmente und analysiert sowie optimiert diese:

- Customer Risk  
Aktion: Aktive Steuerung des Kundenrisikos entlang des gesamten Lebenszyklus
- Customer Value  
Aktion: Bestimmung, Entwicklung und Steuerung des Kundenwertes
- Customer Interaction  
Aktion: Optimierung der Kundeninteraktionen mit Blick auf die Ausschöpfung von Kundenpotenzialen und Steigerung der Kundenbindung
- Customer Analytics  
Aktion: Kundenanalyse für optimiertes Kundenwissen als Basis für zielführende Kundeninteraktionen



- Customer Management Applications  
Aktion: Einsatz von optimierten Entwicklungsmethoden und Technologien (siehe GUARDEAN)
- Business Intelligence  
Aktion: Unterstützung bei der schnelleren Gewinnung relevanter und unternehmensweit konsistenter Erkenntnisse für eine verbesserte operative und strategische Entscheidungsfindung auf Basis einer unternehmensumfassenden Business Intelligence Architektur.
- Data Warehouse  
Aktion: Aufbau und Optimierung einer unternehmensweit eindeutigen, integrierten und konsensfähigen Sicht auf die Informationsressourcen eines Unternehmens (Generierung einer "single version of truth").

Zu den Hauptkunden in diesem Geschäftsbereich zählen aktuell Unternehmen wie z.B. BMW, Danone, E-Plus, MAN Diesel, T-Mobile und Telefonica o2 Germany.

#### **Geschäftsbereich II: „Products“**

Die Softwareprodukte der SHS VIVEON werden unter der Marke „GUARDEAN“ gebündelt und dienen den Kunden zur Effizienzsteigerung im Customer Risk Management (Kundenrisikomanagement). Durch den Einsatz von GUARDEAN Software wird es dem Kunden ermöglicht, Risiken zu erkennen, zu evaluieren und diese aktiv zu managen. Die Produkte finden ihren Einsatz in den Bereichen Antragsmanagement (z.B. Kreditprüfung), Bestandskundenmanagement (z.B. Monitoring von Kauf- und Zahlungsverhalten) und Forderungsmanagement (z.B. Inkassosteuerung).

Ziel ist es, Kundenpotenziale optimal auszuschöpfen und Risiken über den gesamten Kundenlebenszyklus zu steuern, wie zum Beispiel die Identifizierung eines Kreditrisikos bei Neukunden oder die Beurteilung eines bestehenden Kunden nach gewissen Risikokriterien.

Dabei integrieren und automatisieren die GUARDEAN Produkte alle risikorelevanten Customer Management Prozesse – von der Informationseinholung, über die Bewertung bis hin zur Entscheidung und dem Monitoring.

Implementiert wird das Produkt durch das GUARDEAN Services Team. Dadurch werden ein fehlerfreier Ablauf und ein optimales Funktionieren der Software garantiert.

Kunden sind unter anderen Unternehmen wie Barclaycard, BayWa, comdirect, euroShell und Swisscom.

#### **Der Wettbewerb**

Die Konkurrenz ist groß und die Hauptwettbewerber der SHS VIVEON sind deutsche wie auch multinationale Unternehmen. Allerdings haben diese meist ein diversifizierteres Produktportfolio als die

SHS VIVEON und die Konkurrenten fokussieren sich nicht allein auf das Segment Customer Relationship Management (CRM). SHS VIVEON ist zudem das einzige Unternehmen, das Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement verbindet. Ein nicht zu unterschätzender Wettbewerbsvorteil.

Zu den Hauptkonkurrenten im Bereich Kundenrisikomanagement gehören Unternehmen wie die britische „Experian“, das US Unternehmen „Fair Isaac“ aber auch deutsche Anbieter wie „Creditreform“, „Schufa“ oder „Prof. Schumann“.

Im Bereich Kundenwert sind es vor allem die großen Beratungsunternehmen dieser Welt, welche die Hauptkonkurrenten der SHS VIVEON sind. Zu diesen zählen IBM (USA), Accenture (USA), Deloitte (UK), Cap Gemini (Frankreich) Saracus (Schweiz) und Syskoplan (Deutschland).

### Das Management

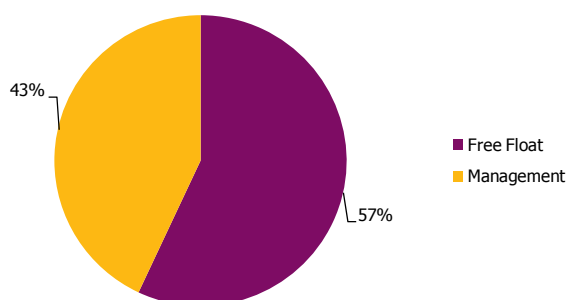
2009 hat sich das Unternehmen neu positioniert. Seit Oktober 2009 ist Stefan Gilmozzi Alleinvorstand der SHS VIVEON AG.

Gilmozzi verfügt über eine langjährige Erfahrung im Bereich Customer Relationship Management. Er war seit 2000 Gründungsmitglied und Vorstandsvorsitzender der Business und IT Beratung VIVEON AG, welche 2006 mit der SHS Informationssysteme AG zur SHS VIVEON AG verschmolzen wurde. Von Oktober 2006 bis Dezember 2009 war er als Mitglied des Vorstandes verantwortlich für den Bereich Consulting & Solutions. Vor der VIVEON AG zeichnete er für den Aufbau und das Management des Bereichs Customer Relationship Management & Data Warehousing der CSC Ploenzke AG verantwortlich. Herr Gilmozzi ist Diplom Betriebswirt.

### Die aktuelle Aktionärsstruktur

57% der ausstehenden Aktien befinden sich im Streubesitz. Circa 43% hält das Management der SHS VIVEON.

#### Die Aktionärsstruktur der SHS VIVEON



Source: SHS VIVEON

## Die Werttreiber

Die zukünftige Geschäftsentwicklung der SHS VIVEON hängt von der Entwicklung verschiedenster Faktoren ab. Diese sind von makroökonomischer, branchen- sowie auch unternehmensspezifischer Natur. Wir glauben, dass eine optimale Kombination der von uns definierten Werttreiber dazu führen sollte, dass das Unternehmen wieder zu positiven Wachstumsraten mit steigenden Gewinnmargen zurückfinden sollte.

Folgende Werttreiber haben wir für die SHS VIVEON definiert:

### Neuausrichtung mit neuem Management

Das Unternehmen hat sich 2009 unter der neuen Unternehmensstrategie „Customer Management 2.0“ neu positioniert und das Unternehmen erheblich umgekrempelt. Wir gehen davon aus, dass dies mittelfristig zum Erfolg führen dürfte. Anfang Oktober 2009 wurde Stefan Gilmozzi alleiniger Vorstand der SHS VIVEON. Dieser begann bereits mit nicht unerheblichen Restrukturierungsmaßnahmen, welche das Unternehmen verschlanken, fokussieren und wettbewerbsfähig machen sollten. Zudem wurde im ersten Quartal 2009 eine Rekapitalisierung erfolgreich abgeschlossen und die nicht mehr in die Unternehmensstrategie passende und verlustreiche spanische Tochtergesellschaft SHS Polar Sistemas Informáticos S. L wurde verkauft.

Der neue Vorstand konzentriert sich auf die Kernmärkte Deutschland, Österreich und Schweiz. Dort will er das Unternehmen in den Bereichen Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement voranbringen. Ziel ist es, dabei noch kundenorientierter zu arbeiten und operative Prozesse zu optimieren. Die beiden Einheiten „Consulting & Solutions“ und „Produkte“ sollen in Zukunft enger zusammenarbeiten. Die Organisationsstruktur wurde bereits deutlich vereinfacht. Die ab 2010 gelebte neue Organisation mit den beiden Einheiten „Value“ und „Risk“ sollte zu zusätzlichen Verbesserungen in der Struktur führen. Hiervon erwarten wir erhebliche positive Synergieeffekte.

Zudem will das Unternehmen noch stärker auf die Bedürfnisse seiner Kunden eingehen und versteht sich mehr denn je als Berater denn als Verkäufer einer Dienstleistung. Ziel ist der Aufbau nachhaltiger Kundenbeziehungen und eine verstärkte Orientierung der Leistungen und Services am Kundennutzen. Durch diese Maßnahme erwarten wir nicht nur eine große Bindung bereits bestender Kunden, sondern diese neue Philosophie sollte es auch ermöglichen, neue Kunden zu akquirieren.

### Erhebliche Kostensenkungsmaßnahmen

Wir erwarten, dass die erfolgreichen Restrukturierungsmaßnahmen des Unternehmens zu einer erheblichen Kostenreduzierung führen werden, was mittelfristig einen positiven Effekt auf die Entwicklung der Gewinnmargen haben dürfte. Kostensenkend wirkten das „Downgrading“ und konsequenterweise die Neulistung im m:access, die Verschlanung des Vorstands, die Trennung von unrentablen Unternehmen sowie die Auflösung der „Holding“.

## Hohe Nachfrage nach Customer Management Consulting und IT

Wir gehen davon aus, dass auch in den folgenden Jahren die Nachfrage nach CRM Software und anderen IT Dienstleistungen überproportional stark ansteigen dürfte. Unternehmen werden auch in Zukunft in Produkte investieren, die ihre Effizienz erhöhen und das Kundenmanagement wie auch das -Risiko optimieren und kontrollieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Unabhängige Agenturen wie die Gartner Group gehen davon aus, dass sich in den nächsten Jahren z.B. das Wachstum bei CRM Software jährlich im unteren zweistelligen Bereich bewegen dürfte.

Getrieben wird die Nachfrage auch durch neue Geschäftsmodelle und Vertriebswege. Hier gewinnt „Software as a Service“ eine immer höhere Popularität. Software wird nicht mehr gekauft, sondern gemietet bzw. geleast. Die Software selbst liegt bei einem Dienstleister und der Kunde hat somit nur noch einen minimalen EDV Aufwand. Auch hier strebt die SHS VIVEON nach erfolgsversprechenden Lösungen und wir rechnen mit Wachstumschancen.

## Potentielle Verbesserung der Bilanz

Wir erwarten, dass sich die Bilanz der SHS VIVEON verbessern sollte. Die Eigenkapitalquote dürfte mittelfristig gestärkt werden. Aktuell hat die SHS VIVEON noch eine ausstehende Wandelanleihe in Höhe von EUR 4,0 Mio. auf den Büchern, die gegen Ende des Jahres 2010 fällig wird.

## Gewinnung neuer Kunden bzw. tiefere Durchdringung

Zwar verfügt die SHS VIVEON bereits über einen großen Kundenstamm, wir glauben allerdings, dass dieser noch weit größer sein kann – z.B. durch die voranschreitende Marktdurchdringung in Österreich und der Schweiz. Vor allem im Segment „Industrie & Handel“ sehen wir überproportionales Wachstumspotential. Dort ist der Markt noch wenig durchdrungen, die Nachfrage nach CRM Dienstleistungen und Software aber sehr hoch. Auch glauben wir, dass die SHS VIVEON den Bestandskunden Zusatzservices anbieten kann und somit längerfristig Wachstumspotenziale entstehen.

## Finanzen

### Geschäftsjahr 2009: Es geht aufwärts

Das Geschäftsjahr 2009 verlief unter der Berücksichtigung der angespannten Wirtschaftslage zufriedenstellend. Das Unternehmen erzielte eine Gesamtleistung von EUR 25,6 Mio. (-7,7% gegenüber dem Vorjahr). Mit dem Segment „Consulting & Solutions“ wurde ein Umsatz von EUR 21,3 Mio. erzielt, ein Minus von circa 6% der SHS VIVION AG gegenüber dem Vorjahr. Hier verbuchte man in der Region Schweiz einen größeren Rückgang als in den anderen Regionen. Erfreulich ist die Tatsache, dass die Bestandskundenanzahl auch in 2009 erhöht werden konnte. Neue Kunden sind nun unter anderen buch.de, MAN Diesel und Papier Union. Der Umsatz im Bereich „GUARDEAN“ betrug EUR 4,3 Mio., was einem Rückgang gegenüber dem Geschäftsjahr 2008 von 13% entspricht. Auch hier konnten neue Kunden gewonnen werden. Unter anderen sind das ClickandBuy, DIS und BP. Wir sehen dies als eindeutig positives Zeichen für die ansteigende Akzeptanz der „GUARDEAN“ Software.

Sehr positiv verlief das Geschäftsjahr auf der Ergebnisseite. Die SHS VIVEON konnte das Betriebsergebnis (EBIT) von – EUR 3,0 Mio. in 2008 auf plus EUR 0,4 Mio. steigern. Die Restrukturierungsmaßnahmen zeigten also erste Erfolge. Da diese allerdings erst in der zweiten Hälfte 2009 griffen, sind die Effizienzsteigerungen nur teilweise sichtbar. Wir erwarten erst ab 2010 die vollen Auswirkungen auf den Gewinn aufgrund von erfolgreichen Kostensenkungsmaßnahmen. Positiv anzumerken ist ebenfalls der erfolgreiche Verkauf der Verlust bringenden spanischen Tochter SHS Polar im Mai 2009. Dies sollte für die Folgejahre eine Fokussierung auf das Kerngeschäft erleichtern.

Auch die Bilanzsituation der SHS VIVEON hat sich im Geschäftsjahr 2009 deutlich verbessert. Ende März 2009 konnte die Rekapitalisierung erfolgreich abgeschlossen und die Eigenkapitalquote gesteigert werden. Zwar ist die Eigenkapitalausstattung immer noch relativ dünn, aber wir rechnen mit einer kontinuierlichen Steigerung der Eigenkapitalquote in den nächsten Jahren. Gegen Ende des Jahres muss eine Anleihe zurückgezahlt werden. Die aktuelle Liquiditätssituation lässt dies nicht zu. Somit plant das Unternehmen eine Kapitalerhöhung von mindestens EUR 2,0 Mio. im April und Mai 2010.

### Ausblick

Mit dem neuen Fokus und einer verbesserten Wirtschaftslage erwarten wir, dass die SHS VIVEON in der Lage sein sollte in 2010 wieder zu leicht positiven Wachstumsraten zurückzukehren. Wir rechnen mit einem Umsatzwachstum von 2,3% auf eine Gesamtleistung von EUR 26,24 Mio. Erst längerfristig erwarten wir, dass das Unternehmen in der Lage sein sollte zu Wachstumsraten im oberen einstelligen bis unteren zweistelligen Bereich zurückzukehren. Für das Geschäftsjahr 2011 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 5% auf EUR 27,55 Mio.

Auf der Gewinnseite erwarten wir für 2010 und 2011 eine eindeutige Verbesserung. Vor allem deshalb, weil die 2009 begonnenen Restrukturierungsmaßnahmen und Effizienzsteigerungen erst in 2010 und

2011 vollständig greifen sollten. Die Personalkosten wurden deutlich gesenkt und auch die sonstigen Kosten relativ zum Umsatz sollten sich verringern. Somit gehen wir davon aus, dass die SHS VIVEON AG 2010 ein EBITDA von EUR 1,31 Mio. erzielen sollte. Der Gewinn pro Aktie sollte EUR 0,62 betragen. Für das Geschäftsjahr 2011 rechnen wir mit einem EBITDA von EUR 1,93 Mio. und einem Gewinn pro Aktie von EUR 1,21.

## Anhang

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	25,99	25,34	26,24	27,55
Wachstum in %	16,2%	-2,5%	3,5%	5,0%
Sonstige Erträge	1,79	0,31	0,00	0,00
Wachstum in %		-0,83		
<b>Umsatz Total</b>	<b>27,78</b>	<b>25,65</b>	<b>26,24</b>	<b>27,55</b>
Wachstum in %	20,2%	-7,7%	2,3%	5,0%
Materialaufwand in % des der verk. Anlagen	-2,54 9,1%	-2,47 9,6%	-2,62 10,0%	-2,75 10,0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>25,24</b>	<b>23,17</b>	<b>23,61</b>	<b>24,79</b>
Bruttomarge	90,9%	91,5%	90,0%	90,0%
Personalkosten in % des Umsatzes	-17,41 62,6%	-16,83 65,6%	-16,79 64,0%	-17,08 62,0%
sonstige betriebliche Kosten in % des Umsatzes	-6,59 23,7%	-5,45 21,3%	-5,51 21,0%	-5,79 21,0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,24</b>	<b>0,89</b>	<b>1,31</b>	<b>1,93</b>
EBITDA Marge	4,5%	3,5%	5,0%	7,0%
Abschreibungen	4,23	0,47	0,31	0,31
<b>EBIT</b>	<b>-2,99</b>	<b>0,42</b>	<b>1,00</b>	<b>1,62</b>
EBIT Marge	-10,8%	1,6%	3,8%	5,9%
Zinserträge	0,49	0,12	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,70	-0,65	-0,29	-0,24
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00
Währungsverluste	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-0,21	-0,52	-0,29	-0,24
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,20</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,71</b>	<b>1,37</b>
EBT Marge	-11,5%	-0,4%	2,7%	5,0%
außerordentliche Erträge		0,11		
außerordentliche Aufwendungen	-11,62	-2,57		
<b>Außerordentliches Ergebnis</b>	<b>-11,62</b>	<b>-2,46</b>		
<b>Steuern vom Ertrag</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,21</b>	<b>0,41</b>
Steuersatz			30%	30%
Sonstige Steuern	-0,01	-0,02	0,00	0,00
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-15,02</b>	<b>-2,61</b>	<b>0,50</b>	<b>0,96</b>
Nettomarge	-54,1%	-10,2%	1,9%	3,5%
<b>Ergebnisvortrag</b>	<b>1,95</b>	<b>-2,77</b>	<b>-2,27</b>	<b>-1,31</b>
Anzahl der Aktien		0,79	0,79	0,79
<b>Gewinn pro Aktie</b>		<b>-3,29</b>	<b>0,62</b>	<b>1,21</b>

Source: VEM Aktienbank, SHS VIVEON

## Bilanz

(in EUR Mio)	2008	2009	2010E	2011E
<b>AKTIVA</b>				
Sachanlagen	0,424	0,404	0,646	0,854
Immaterielle Vermögenswerte	2,029	1,780	1,525	1,307
Finanzanlagen	2,630	0,193	0,193	0,193
Sonstiges			0,000	0,000
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,083</b>	<b>2,376</b>	<b>2,365</b>	<b>2,354</b>
Vorräte	0,882	0,543	0,597	0,657
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände				
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,989	4,283	2,875	3,019
sonstige Forderungen	0,296	0,797	0,717	0,645
Rechnungsabgrenzung	0,113	0,067	0,067	0,067
Liquide Mittel	1,621	1,947	2,646	3,043
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,902</b>	<b>7,636</b>	<b>6,902</b>	<b>7,431</b>
<b>TOTAL</b>	<b>11,985</b>	<b>10,012</b>	<b>9,266</b>	<b>9,786</b>
<b>PASSIVA</b>				
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,272</b>	<b>1,019</b>	<b>1,514</b>	<b>2,476</b>
Gezeichnetes Kapital	14,991	0,793	0,793	0,793
Kapitalrücklage	0,052	2,991	2,991	2,991
Gewinnrücklage	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnisvortrag	-14,772	-2,766	-2,271	-1,308
<b>Rückstellungen</b>				
Rückstellungen	3,055	1,901	1,901	1,901
<b>Verbindlichkeiten</b>				
Finanzverbindlichkeiten	4,000	4,011	3,209	2,888
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,118	1,118	0,863	0,906
Sonstige Verbindlichkeiten	2,433	1,839	1,655	1,489
Rechnungsabgrenzungskosten	0,106	0,125	0,125	0,125
<b>TOTAL</b>	<b>11,985</b>	<b>10,012</b>	<b>9,266</b>	<b>9,786</b>

Source: SHS VIVEON; VEM Aktienbank

## Cash Flow

(in EUR Mio.)	2009	2010E	2011E
Konzernergebnis	-2,61	0,50	0,96
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen	3,04	0,31	0,31
Veränderung der Rückstellungen	-1,15	0,00	0,00
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva	-0,41	1,43	-0,13
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva	-1,57	-0,44	-0,12
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>-2,70</b>	<b>1,80</b>	<b>1,02</b>
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen	-0,30	-0,30	-0,30
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,30</b>
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)	3,35	0,00	0,00
Veränderung der Bankverbindlichkeiten	0,01	-0,80	-0,32
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,36</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,32</b>
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	0,36	0,70	0,40
Liquide Mittel am Anfang der Periode		1,95	2,65
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>		<b>1,95</b>	<b>2,65</b>

Source: VEM Aktienbank, SHS VIVEON



## Legal Disclaimer

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden.

Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben. Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischen Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Anlageurteil</u>	<u>Kursziel</u>
21.04.2010	EUR 7,49	Kaufen	EUR 13,1

### Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden Personen oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.

<u>Gesellschaft</u>	<u>Disclosure</u>
SHS Viveon AG	3 - 5 - 9 - 11 - 12

1. Es besteht eine wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

2. Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.

3. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.

4. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.

5. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
6. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.
7. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
8. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.
9. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
10. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.
11. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
12. Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
13. Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.
14. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restricted List, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenskonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.

Ersteller der vorliegenden Analyse:

**Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.**

**Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:**

**VEM Aktienbank AG, Prannerstr. 8, 80333 München („VEM“)**

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

**Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:**

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) 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  $\leq - 10 \%$ .

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

#### **Vierteljahresübersicht**

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf "Kaufen", "Halten" oder "Verkaufen" gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter [www.vem-aktienbank.de](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

#### **Zusätzliche wichtige Informationen:**

**Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 21.04.10**

**Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments (siehe erste Seite):**

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