

Datum **18.11.2011**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 18,05 (alt: € 18,05)

Änderungen

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	23,5	0%	27,1	0%
EBIT	1,55	0%	1,95	0%
EPS	1,40	0%	1,61	0%
EPS*	1,40	0%	1,61	0%
DPS	0,00	0%	0,48	0%

*bereinigt

Homepage: www.shs-viveon.com

Branche: IT/Software

ISIN: DE000A0XFWK2

Bloomberg: SHWK:GR

Reuters: SHSGk:DE

Preis (15.11.11): € 9,91

Marktkapitalisierung: € 9,91 Mio.

Enterprise Value: € 8,6 Mio.

Ø-Volumen (100 Tage): € 14.665

52W Hoch: € 16,01

52W Tief: € 8,30

Streubesitz: 62 %

Finanzkalender

21.-23.11.2011 Eigenkapitalforum

07.-08.12.2011 12. MKK

Aktionärsstruktur

Aufsichtsrat 25%

Management 8%

Vorstand 5%

Kursentwicklung



Quelle: OnVista

Daniel Großjohann

+49 (0)69 - 61 99 33 31
grossjohann@vararesearch.de

Michael Vara

+49 (0)69 - 66 36 80 71
vara@vararesearch.de

SHS VIVEON AG

Weiteres Wachstum, gutes Jahresendgeschäft erwartet

SHS VIVEON konnte auch im dritten Quartal die Gesamtleistung gegenüber den Vorquartalen weiter steigern. Allerdings führten überdurchschnittlich hohe Ausgaben für Personalvermittler und ein höherer Anteil von Freelancern zu einer niedrigeren EBIT-Marge als im Vorjahresquartal. Dies überlagert in Teilen die positiven Margeneffekte aus dem deutlich gewachsenen Produktumsatz. Der Umsatz im Bereich Products stieg deutlich überproportional um 15,4% und auch die Product-related Services legten um 18,5% zu. SHS VIVEON ist auf Basis unserer DCF und Peer Bewertung (2012er-Basis) unterbewertet.

Investment Highlights

- Der Umsatz nach neun Monaten lag bei € 16,88 Mio. und damit rund 5,5% über dem Vorjahreswert. Die Gesamtleistung wuchs um 8,7% an. Die Entwicklung bei EBITDA und EBIT konnte dem nicht folgen, da mehr Freelancer in den Projekten eingesetzt werden mussten als im Vorjahr, was sich in den Materialkosten niederschlug. Zudem dürfte in unseren Augen der gute Arbeitsmarkt dazu geführt haben, dass SHS VIVEON neben den Neueinstellungen (Mitarbeiteranzahl: +10%) auch mit mehr Fluktuation konfrontiert war und die Kosten für Personalberater mit knapp € 0,29 Mio. ungewöhnlich hoch waren.
- Der signifikante Anstieg der Sachanlageinvestitionen auf € 0,618 Mio. hat seine Ursache in einer Großinvestition in neue Rechnerkapazitäten. Mit dieser Investition (i.H.v. € 0,311 Mio.) baut SHS VIVEON die eigenen Cloud-Services aus.
- Aktienrückkauf: Gemäß einem Vorstandsbeschluss vom 14. September ist die Gesellschaft ermächtigt bis zu 5% des Grundkapitals (50.000 Aktien) zurückzukaufen. Dies ist einerseits ein Signal an die Märkte und kann in einem volatilen Umfeld Kursschwankungen abfedern.
- Implizite Erwartung: Basierend auf unserer Umsatzerwartung für 2011 ergibt sich für Q4 ein Umsatz von € 6,67 Mio. (+ 21,5%) bei einem EBIT von € 0,82 Mio. Dies sieht auf den ersten Blick ambitioniert aus, ist aber bedingt durch ein in Q4 typischerweise starkes Produktgeschäft nicht unrealistisch. Die Unsicherheiten aus der europäischen Schuldenkrise sollten in unseren Augen keine negativen Auswirkungen haben, sondern könnten sogar noch das Thema Bonität stärker in den Fokus rücken.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2009	25,3	-0,6	-0,69	n.m.	0,27	16,4	1,6%	-85%
2010	21,4	1,0	0,99	8,1	0,29	4,6	6,3%	44,2%
2011e	23,5	1,4	1,40	7,1	0,37	5,6	6,6%	33,7%
2012e	27,1	1,6	1,61	6,1	0,32	4,4	7,2%	28,5%
2013e	31,8	1,7	1,74	5,7	0,27	3,3	8,2%	24,6%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	25,992	25,338	21,447	23,549	27,081	31,820
Bestandsveränderungen	0,315	-0,335	-0,144	0,358	0,411	0,483
Aktiviertete Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,476	0,645	0,685	0,405	0,466	0,547
Gesamtleistung	27,783	25,647	21,988	24,311	27,958	32,850
Materialaufwand	-2,541	-2,475	-1,670	-2,025	-2,328	-2,736
Rohergebnis	25,242	23,172	20,317	22,286	25,629	30,115
Personalaufwand	-17,406	-16,830	-13,877	-14,942	-17,021	-19,681
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-6,593	-5,455	-4,631	-5,297	-6,092	-7,158
EBITDA	1,243	0,887	1,809	2,048	2,517	3,276
Abschreibungen/Amortisation	-4,230	-0,470	-0,451	-0,492	-0,566	-0,665
EBIT	-2,987	0,416	1,359	1,555	1,951	2,611
Finanzergebnis	-0,212	-0,523	-0,353	-0,130	-0,124	-0,119
A.o. Ergebnis vor Steuern	-11,623	-2,460	-0,073	0,000	0,000	0,000
EBT	-14,822	-2,567	0,932	1,425	1,827	2,491
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,196	-0,044	-0,016	-0,024	-0,213	-0,747
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	-15,018	-2,611	0,917	1,402	1,614	1,745
Bereinigungen	11,623	2,060	0,073	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	-3,395	-0,551	0,990	1,402	1,614	1,745
Gewichtete Anzahl Aktien	0,37	0,79	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS	-40,07	-3,29	0,92	1,40	1,61	1,74
EPS bereinigt	-9,06	-0,69	0,99	1,40	1,61	1,74
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,48	0,52

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	106,9	101,2	102,5	103,2	103,2	103,2
Materialaufwand	-9,8	-9,8	-7,8	-8,6	-8,6	-8,6
Bruttoergebnis	97,1	91,5	94,7	94,6	94,6	94,6
Personalaufwand	-67,0	-66,4	-64,7	-63,5	-62,9	-61,9
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-25,4	-21,5	-21,6	-22,5	-22,5	-22,5
EBITDA	4,8	3,5	8,4	8,7	9,3	10,3
Abschreibungen/Amortisation	-16,3	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
EBIT	-11,5	1,6	6,3	6,6	7,2	8,2
Finanzergebnis	-0,8	-2,1	-1,6	-0,6	-0,5	-0,4
A.o. Ergebnis vor Steuern	-44,7	-9,7	-0,3	-	-	-
EBT	-57,0	-10,1	4,3	6,1	6,7	7,8
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,8	-2,3
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-57,8	-10,3	4,3	6,0	6,0	5,5
Bereinigungen	44,7	8,1	0,3	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	-13,1	-2,2	4,6	6,0	6,0	5,5

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Bilanz

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anlagevermögen	5,083	2,376	1,978	2,267	2,997	3,326
Imm. Vermögensgegenstände	2,029	1,780	1,619	1,499	1,279	1,109
Sachanlagen	0,424	0,404	0,358	0,768	1,718	2,217
Finanzanlagen	2,630	0,193	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	6,789	7,568	5,830	6,772	8,039	9,149
Vorräte	0,882	0,542	0,400	0,439	0,505	0,593
Forderungen aus LuL	3,992	4,283	2,487	2,731	3,140	3,690
Sonstige Forderungen	0,293	0,797	0,911	1,200	1,150	1,351
Kasse und Wertpapiere	1,621	1,947	2,032	2,402	3,243	3,515
Sonstiges Aktiva	0,113	0,067	0,044	0,044	0,044	0,044
Summe Aktiva	11,985	10,012	7,851	9,082	11,079	12,520
Eigenkapital	0,272	1,019	3,457	4,859	6,473	7,734
Rücklagen	0,272	1,019	3,457	4,859	6,473	7,734
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	3,055	1,901	1,730	1,730	1,730	1,730
Verbindlichkeiten	6,118	5,129	1,052	0,882	1,265	1,445
Zinstragende Verbindlichkeiten*	4,019	4,011	0,241	0,241	0,241	0,241
Verbindlichkeiten aus LuL	0,780	0,605	0,507	0,306	0,640	0,752
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	1,320	0,512	0,304	0,334	0,384	0,452
Sonstige Passiva	2,540	1,964	1,612	1,612	1,612	1,612
Summe Passiva	11,985	10,012	7,851	9,082	11,079	12,520

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

*Eine 2010 begebene Unternehmensanleihe i.H.v. 900T€ ist unter sonstige Verbindlichkeiten erfasst

in % der Bilanzsumme	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anlagevermögen	42,4	23,7	25,2	25,0	27,1	26,6
Imm. Vermögensgegenstände	16,9	17,8	20,6	16,5	11,5	8,9
Sachanlagen	3,5	4,0	4,6	8,5	15,5	17,7
Finanzanlagen	21,9	1,9	-	-	-	-
Umlaufvermögen	56,6	75,6	74,3	74,6	72,6	73,1
Vorräte	7,4	5,4	5,1	4,8	4,6	4,7
Forderungen aus LuL	33,3	42,8	31,7	30,1	28,3	29,5
Sonstige Forderungen	2,4	8,0	11,6	13,2	10,4	10,8
Kasse und Wertpapiere	13,5	19,4	25,9	26,4	29,3	28,1
Sonstiges Aktiva	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	2,3	10,2	44,0	53,5	58,4	61,8
Rücklagen	2,3	10,2	44,0	53,5	58,4	61,8
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	25,5	19,0	22,0	19,0	15,6	13,8
Verbindlichkeiten	51,1	51,2	13,4	9,7	11,4	11,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	33,5	40,1	3,1	2,7	2,2	1,9
Verbindlichkeiten aus LuL	6,5	6,0	6,5	3,4	5,8	6,0
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	11,0	5,1	3,9	3,7	3,5	3,6
Sonstige Passiva	21,2	19,6	20,5	17,7	14,5	12,9
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,517	-2,771	1,644	1,601	1,688	1,750
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,215	-0,347	-0,223	-1,232	-0,847	-0,995
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,065	3,438	-1,368	0,000	0,000	-0,484
Veränderung der Zahlungsmittel	0,374	0,325	0,085	0,370	0,842	0,272
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,621	1,947	2,032	2,402	3,243	3,515

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	0,50	0,27	0,29	0,37	0,32	0,27
EV/EBITDA	10,37	7,70	3,44	4,22	3,44	2,64
EV/EBIT	n.m.	16,39	4,58	5,56	4,43	3,31
P/E berichtet	n.m.	n.m.	8,74	7,07	6,14	5,68
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	8,10	7,07	6,14	5,68
PCPS	20,30	n.m.	4,87	6,19	5,87	5,66
Preis/Buchwert	38,60	0,00	2,32	2,04	1,53	1,28
Rentabilitätskennzahlen in %						
Bruttomarge	97,1%	91,5%	94,7%	94,6%	94,6%	94,6%
EBITDA-Marge	4,8%	3,5%	8,4%	8,7%	9,3%	10,3%
EBIT-Marge	-11,5%	1,6%	6,3%	6,6%	7,2%	8,2%
Vorsteuermarge	-12,3%	-0,4%	4,7%	6,1%	6,7%	7,8%
Nettomarge	-13,1%	-2,2%	4,6%	6,0%	6,0%	5,5%
ROE	-2497,8%	-85,3%	44,2%	33,7%	28,5%	24,6%
ROCE	-50,1%	12,9%	26,5%	26,4%	28,4%	33,1%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	106,5	111,9	119,1	114,9	117,7	124,8
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	-13,9	-2,4	5,5	6,8	7,0	6,8
Anzahl Mitarbeiter	244	227	180	205	230	255
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	2,3%	10,2%	44,0%	52,1%	58,4%	61,8%
Gearing	881,9%	202,6%	-51,8%	-25,9%	-32,5%	-30,7%
Dividendenrendite (Stammaktien)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%	5,3%
Cash-Flow Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,38	-3,49	1,64	1,60	1,69	1,75
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,84	0,00	1,52	0,37	0,84	0,76
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	16,3%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Capex/Umsatz	0,9%	0,9%	1,2%	5,2%	3,1%	3,1%
Working Capital/Umsatz	11,8%	17,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Steuerquote	-1,3%	-1,7%	1,7%	1,7%	11,7%	30,0%

*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH
Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Grossjohann, Analyst,
und Michael Vara, Analyst der Vara Research GmbH

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
SHS VIVEON	22.11.2010	Kaufen	€ 18,20
SHS VIVEON	26.05.2011	Kaufen	€ 18,80
SHS VIVEON	17.08.2011	Kaufen	€ 18,05

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
(18.11.2011)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
 Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 15.11.2011)

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.**
- **betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,**
- **waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.