

08. September 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



## mVISE AG

### Produktgeschäft auch im ersten Halbjahr schwach

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,18 € | Kursziel: 4,40 € (zuvor: 4,90 €)

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Düsseldorf
<b>Branche:</b>	Software & IT-Beratung
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 135
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0006204589
<b>Ticker:</b>	C1V:GR
<b>Kurs:</b>	2,18 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	8,94 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	19,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	28,2 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	66,7 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	3,70 / 1,655 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	24,0 Tsd. Euro / Tag

mVISE hat im ersten Halbjahr den Umsatz gesteigert und das Ergebnis verbessert, was dem trotz der Corona-Krise wachsenden und profitablen Kerngeschäft Expert Services zu verdanken war. Ungeachtet einiger schwierigerer Projekte mit Kunden aus Corona-geplagten Branchen konnte mVISE von einer in Summe lebhaften Nachfrage und einem weitgehend ungestörten Fortgang des Geschäfts profitieren. Enttäuschend hat sich hingegen das Produktgeschäft entwickelt, das statt des erwarteten starken Wachstums einen Umsatzrückgang verzeichnet hat. Teilweise dürfte dies auf die Auswirkungen der Corona-Krise zurückzuführen sein, doch vor allem haben die beiden Vertriebspartnerschaften die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt, das Projekt flowground der Deutschen Telekom wird sogar per Ende Oktober ganz gestoppt. mVISE will dennoch an dem Konzept des Partnervertriebs festhalten und schon zeitnah eine sehr potenzialträchtige neue Kooperation präsentieren. Auch für das zweite Produkt SaleSphere zeigt sich das Unternehmen trotz aller bisherigen Enttäuschungen zuversichtlich und begründet dies u.a. mit vielversprechenden Gesprächen mit potenziellen Großkunden. Im Hinblick auf die diesjährigen Lizenzerlöse ist die Unsicherheit aber dennoch erheblich gestiegen, weswegen mVISE seine Prognose zurückgezogen hat.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	14,8	22,5	21,5	21,8	25,1	27,6
EBIT (Mio. Euro)	0,5	1,3	0,1	1,5	1,5	2,3
Jahresüberschuss	1,3	1,0	-0,3	1,0	1,1	1,9
EpS	0,16	0,11	-0,03	0,11	0,12	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	87,5%	52,4%	-4,4%	1,2%	15,0%	10,0%
Gewinnwachstum	202,0%	-20,8%	-	-	6,6%	77,0%
KUV	1,32	0,87	0,90	0,89	0,78	0,71
KGV	15,1	19,1	-	19,4	18,2	10,3
KCF	389,8	-	11,9	6,3	6,7	5,1
EV / EBIT	51,9	21,6	310,3	19,4	19,0	12,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Moderates Wachstum im ersten Halbjahr

Im ersten Halbjahr konnte mVISE die Erlöse trotz der Covid-19-Pandemie um knapp 5 Prozent auf 10,3 Mio. Euro erhöhen. Ermöglicht wurde dies durch die positive Entwicklung des Beratungsgeschäfts, das dank der raschen Umstellung auf Home Office und Remote Delivery ohne größere Beeinträchtigungen infolge der Pandemie fortgeführt werden konnte. Auch kundenseitig gab es wenig Corona-bedingte Probleme wie etwa Projektabbrüche. Eine Ausnahme stellt nach Unternehmensangaben diesbezüglich der Münchener Standort dar, dessen Kunden wie BMW oder Media Markt Saturn von der Krise stärker getroffen wurden und darauf auch mit Anpassungen ihrer IT-Budgets reagiert haben. In diesem Bereich musste mVISE tatsächlich eine schwache Auslastung hinnehmen, worauf das Unternehmen mit der Inanspruchnahme der Kurzarbeit-Regelung reagiert hat. Demgegenüber berichtet mVISE von den anderen Standorten und Kundensegmenten (vor allem Telekommunikation und Finanzen) von einer guten Nachfragesituation. Insgesamt überwiegen im Beratungsgeschäft nach Unternehmensangaben klar die positiven Aspekte, was sich nicht zuletzt in einem um 15 Prozent auf 10,8 Mio. Euro erhöhten Auftragseingang des Segments widerspiegelt. Darin nicht enthalten sind neue Rahmenverträge mit Volkswagen und United Internet, aus denen sich in den nächsten Quartalen weitere Aufträge ergeben sollten.

## Produkterlöse gesunken

Der gute Eindruck wird allerdings durch die enttäuschende Entwicklung der Produkterlöse überschattet, die nicht wie erwartet gestiegen sind, sondern rückläufig waren und in den ersten sechs Monaten lediglich 0,3 Mio. Euro zum Konzernumsatz beigetragen haben (Vorjahr: 0,5 Mio. Euro). Für die Vertriebs- und Außendienst-Software SaleSphere wurden zwar neue Kunden gewonnen, doch die Umsätze mit dem Produkt bewegen sich weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau und damit weit unter den Erwartungen. Angesichts der Reise- und Kontaktbeschränkungen sowie der flächendeckenden Messeabsagen im Zuge der Pandemiebekämpfung ist eine verhaltene Nachfrage nach einem solchen Produkt allerdings auch nicht ganz überraschend. Eine viel stärkere – negative

– Überraschung stellte hingegen der rückläufige Umsatzbeitrag der Integrationssoftware von elastic.io dar. Diese ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die beiden wichtigsten Vertriebspartnerschaften, nämlich mit Magic Software und mit der Deutschen Telekom, bisher nicht im Ansatz die damit zuvor verknüpften Erwartungen erfüllt haben. In der Zusammenarbeit mit Magic hat sich die vereinbarte (und von dem Partner zu finanzierende) Weiterentwicklung einer separaten Produktlinie erheblich verzögert, weswegen auch der weltweite Vertrieb noch nicht die erhoffte Dynamik angenommen hat. Auf Nachfrage zeigt sich mVISE von dieser Entwicklung enttäuscht, aber doch zuversichtlich, dass die Partnerschaft mit Verzögerung doch noch mit Leben gefüllt werden kann. Diese Hoffnung besteht für das Telekom-Projekt flowground nicht mehr, da der Betrieb dieser Mittelstandsplattform nach einem Strategieschwenk des Magenta-Konzerns per Ende Oktober eingestellt wird.

## Intensive Entwicklungsaktivitäten

Trotz der noch ernüchternden Erlösentwicklung hat mVISE auch im ersten Halbjahr große Entwicklungsanstrengungen unternommen, um die beiden Produkte weiter zu verbessern und ihre Vertriebschancen zu erhöhen. Unter anderem wurde an der Skalierbarkeit und der Nutzerfreundlichkeit von elastic.io gearbeitet, zudem standen weitere Konnektoren auf der Agenda. Für SaleSphere konnte im Frühjahr endlich die Windows-Version fertiggestellt werden, darüber hinaus wurde die Software um Funktionen zur Selbstkonfiguration und QR-Code-Erkennung erweitert. In der GuV hat sich Produktentwicklung in einer erhöhten Aktivierung von Eigenleistungen (von 0,6 auf 0,9 Mio. Euro) sowie in einem gestiegenen Materialaufwand niedergeschlagen, dessen Zunahme um 22 Prozent (auf 4,8 Mio. Euro) das Unternehmen vor allem mit dem Rückgriff auf die Entwicklungskapazitäten in der Ukraine begründet. Allerdings haben die Entwicklungsaktivitäten Ende des ersten Quartals ihren Höhepunkt überschritten, seitdem hat mVISE nach eigenen Angaben in Reaktion auf die Corona-Krise und auch auf die zögerlichen Vertriebsfolge das

Tempo deutlich gedrosselt und insbesondere die Inanspruchnahme der Kapazitäten in der Ukraine reduziert. Der volle Effekt dieser Maßnahmen wurde aber erst ab Juni spürbar, weswegen die Halbjahreszahlen sie noch nicht widerspiegeln.

Geschäftszahlen	HJ 2019	HJ 2020	Änderung
Umsatz	9,84	10,30	+4,7%
<i>Expert Services</i>	9,50	10,00	+5,3%
<i>Produkte</i>	0,50	0,30	-40,0%
Rohertrag	7,07	6,61	-6,5%
<i>Rohmarge</i>	71,9%	64,1%	
EBITDA	0,12	0,32	+156,8%
<i>EBITDA-Marge</i>	1,3%	3,1%	
EBIT	-0,39	-0,33	-
<i>EBIT-Marge</i>	-3,9%	-3,3%	
Vorsteuerergebnis	-0,55	-0,48	-
<i>Vorsteueremarge</i>	-5,6%	-4,6%	
Nettoergebnis	-0,44	-0,41	-
<i>Netto-Marge</i>	-4,5%	-4,0%	
<i>Free-Cashflow</i>	0,37	1,47	+301,6%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBITDA verbessert

Im ersten Halbjahr sorgte hingegen der Anstieg des Materialaufwands für einen trotz des Umsatzwachstums um knapp 7 Prozent rückläufigen Rohertrag von 6,6 Mio. Euro, was aber auf der EBITDA-Ebene mehr als ausgeglichen werden konnte. Ermöglicht wurde dies durch den deutlichen Rückgang des Personalaufwands und der SBA. Beim Personalaufwand hat mVISE bewusst auf die Bremse getreten und die Einstellungen gedrosselt, auch wurden in Teilbereichen die fluktuationsbedingten Abgänge nicht wieder ersetzt, so dass die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter um 5 auf 135 zurückgegangen ist. Weitere Einsparungen ergaben sich durch die entfallenden Personalakquisekosten sowie durch die infolge der Reisebeschränkungen entfallenen Reiseaktivitäten. Insgesamt erhöhte sich das EBITDA infolgedessen von 0,1 auf 0,3 Mio. Euro.

## Halbjahresergebnis im Minus

Abgesehen vom EBITDA fiel das Ergebnis wie im Vorjahr jedoch noch negativ aus, wenn auch leicht verbessert. Die wichtigste Ergebnisbelastung unterhalb des EBITDA sind weiterhin die Abschreibungen, die sich im ersten Halbjahr auf fast 0,7 Mio. Euro belaufen haben (Vorjahr: 0,5 Mio. Euro). Darin enthalten sind planmäßige Abschreibungen auf Firmenwerte und auf die aktivierten Entwicklungsleistungen sowie eine Werkkorrektur um 0,1 Mio. Euro auf eine Earn-out-Forderung aus dem Verkauf der ehemaligen Tochter Just Intelligence. Nach Berücksichtigung der Abschreibungen wurde ein EBIT von -0,3 Mio. Euro erzielt, das EBT lag bei -0,5 Mio. Euro und das Nettoergebnis nach Steuern und Minderheiten bei -0,4 Mio. Euro.

## Operativer Cashflow verdoppelt

Eine sehr erfreuliche Entwicklung zeigte der operative Cashflow, der sich trotz der verhaltenen Ergebniszuwächse auf +2,4 Mio. Euro verdoppelt hat. Die entscheidende Ursache dieser Verbesserung war der deutliche Abbau des Forderungsbestandes, der zwischen Ende Dezember und Ende Juni von 5,0 auf 1,8 Mio. Euro gesunken ist. Bei einem in etwa unveränderten Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit in Höhe von -1,0 Mio. Euro, in dem sich vor allem die Produktentwicklung widerspiegelt, hat sich der Free-Cashflow auf 1,5 Mio. Euro vervierfacht. Hiervon nutzte mVISE 0,7 Mio. Euro für die Tilgung von Krediten und knapp 0,2 Mio. Euro für die Zinszahlungen, so dass in Summe des ersten Halbjahrs ein Liquiditätszuwachs von 0,6 auf 0,7 Mio. Euro erzielt wurde.

## Solide Eigenkapitalquote

Durch den Liquiditätsaufbau und die Nettotilgung hat sich die Nettofinanzverschuldung (einschließlich der Wandelanleihen) gegenüber dem Jahresanfang um 1,3 Mio. Euro auf 8,3 Mio. Euro reduziert. In Relation zum letztjährigen EBITDA entspricht das dennoch immer noch einem hohen Wert von fast 6. Demgegenüber liegt die Eigenkapitalquote mit 30,6 Prozent (31.12.: 32,7 Prozent) weiterhin auf einem komfortablen Niveau. Dieses wird zwar durch den hohen Anteil immaterieller Vermögensgegenstände etwas

relativiert, aus denen sich bei weiteren Enttäuschungen im Produktgeschäft Abschreibungsbedarf ergeben könnte. Doch das Unternehmen sieht die Wertigkeit der immateriellen Vermögensgegenstände zum aktuellen Zeitpunkt trotz der unterplanmäßigen Entwicklung im Produktgeschäft nicht beeinträchtigt und verweist zur Begründung u.a. auf die vielversprechende Salespipeline, die für beide Produkte klar über dem Vorjahr liegt (siehe unten).

### Prognose zurückgezogen

Diese zuversichtliche Einschätzung gilt ungeachtet der im August zurückgezogenen Prognose für 2020, die für den Umsatz ein Wachstum um 12 bis 18 Prozent und für die EBITDA-Marge einen Wert zwischen 14 und 18 Prozent vorsah und vor allem auf der Erwartung eines rasch wachsenden Beitrags des Produktgeschäfts und hierbei großer Lizenzzahlungen der Partner Magic Software und Telekom fußte. Von der Zahlung vom Magic zeigt sich mVISE zwar weiterhin überzeugt, weil der Partner ansonsten seine bisher vertraglich erworbenen Rechte einbüßen würde, doch könnte diese erst in den letzten Tagen des Jahres oder sogar kurz danach erfolgen, was für mVISE bedeuten würde, dass sich die Frage des Erreichens der Prognose erst dann entscheiden würde. Mit dem Bestreben, diese Unsicherheit zu vermeiden, wurde die Prognose zunächst zurückgezogen.

### Aussichtsreiche Pipeline

Gleichwohl berichtet mVISE von einer aussichtsreichen Pipeline sowohl für das Beratungsgeschäft als auch für die beiden Produkte. Für elastic.io sieht das Unternehmen unter anderem im Telekomumfeld mehrere Opportunitäten. Dies betrifft sowohl einzelne Konzernteile selbst, die für unterschiedliche Projekte Bedarf für eine Integrationslösung haben, als auch die bisherigen flowground-Kunden bzw. -Interessenten, die nun zu Direktkunden von elastic.io werden könnten. Auch sonst ist das Direktgeschäft mit eigenen Kunden nach Unternehmensangaben im ersten Halbjahr sehr dynamisch gewachsen, wenn auch von einer niedrigen Basis aus. Allerdings sieht mVISE darin nicht den strategischen Fokus, vielmehr soll der Weg über Vertriebspartnerschaften weiter ver-

folgt werden. Diesbezüglich befindet sich das Unternehmen in vielversprechenden Gesprächen mit sehr attraktiven Partnern, die im Erfolgsfall zeitnah in neuen Vereinbarungen münden könnten. Hinsichtlich SaleSphere berichtet mVISE von mehreren kleinen Neukunden sowie von einigen weit fortgeschrittenen Verhandlungen mit großen Konzernen, die im Erfolgsfall die Erlöse mit dem Produkt auf einen Schlag in eine andere Größenordnung befördern würden. Darüber hinaus knüpft der Vorstand große Erwartungen an die neue Geschäftsführung der Tochter SaleSphere, unter deren Leitung das Vertriebs- und Marketingkonzept neu aufgestellt werden. Ohne konkrete Zahlen zum Umfang und Stand der Salespipeline zu nennen, betont mVISE für beide Produkte, derzeit über mehr Vertriebsopportunitäten zu verfügen als im Vorjahr.

### Umsatzschätzungen reduziert

In unseren Schätzungen haben wir vor allem den Beitrag von elastic.io reduziert und kalkulieren für dieses Jahr nun mit Produkterlösen von lediglich 0,9 Mio. Euro, rund die Hälfte des Betrages aus 2019. Sollten mVISE hier neue Abschlüsse mit großen Vertriebspartnern gelingen oder sollte die Magic-Zahlung rechtzeitig in erwarteter Höhe erfolgen, ist dieser Ansatz sicherlich zu vorsichtig. Doch nach der Enttäuschung des letzten Jahres und der ersten sechs Monate haben wir uns diesbezüglich bewusst für einen sehr konservativen Ansatz entschieden. Demgegenüber haben wir für das Beratungsgeschäft eine Fortsetzung des Umsatzwachstums auch im zweiten Halbjahr unterstellt. Während die gute Auftragslage und das Mehr an Arbeitstagen diese Annahme stützen, könnte sich der reduzierte Mitarbeiterbestand etwas dämpfend auswirken. Allerdings wurden die Stellenkürzungen nicht in den wachsenden Bereichen vorgenommen. Darüber hinaus könnten vorübergehende Nachfragespitzen problemlos mit externen Kapazitäten aufgefangen werden, für die mVISE nach eigenen Angaben ein flexibler Pool an bewährten Partnerunternehmen zur Verfügung steht. Insgesamt schätzen den diesjährigen Umsatzbeitrag des Beratungsgeschäfts auf 20,9 Mio. Euro, woraus sich für den Gesamtumsatz eine Zielgröße von 21,8 Mio. Euro ergibt, rund 2,5 Mio. Euro weniger als zuletzt. Gegenüber dem Vorjahr



würde der Umsatz somit nahezu unverändert bleiben. Unverändert gelassen haben wir hingegen die Wachstumsschätzungen für die nächsten Jahre, was aber in absoluten Zahlen einen etwas abgesenkten Umsatzpfad bedeutet. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2027 rechnen wir nun mit Erlösen in Höhe von 41,4 Mio. Euro (bisher: 46,3 Mio. Euro).

### Kostensenkungen helfen

Der niedrigere Anteil der Produkterlöse und die insgesamt geringeren Erlöse haben auch unsere Margen- und Gewinnsschätzungen sinken lassen, wobei der Effekt teilweise durch die stärker als von uns erwartet gesunkenen Kosten kompensiert wurde. Da die positiven Kosteneffekte erst im zweiten Halbjahr ihre volle Wirkung entfalten dürften, gehen wir davon aus, dass dies in Verbindung mit den wieder höheren Umsätzen (insbesondere im Produktsegment) eine deutliche Ergebnisverbesserung sowohl gegenüber dem ersten Halbjahr als auch gegenüber dem Vorjahr ermöglichen wird. Auch wenn diese nun schwächer ausfällt als zuletzt erwartet, sollte damit die Rückkehr in die Gewinnzone klar möglich sein. Das EBITDA erwarten wir nun bei 2,7 Mio. Euro (bisher: 3,6 Mio. Euro, Vorjahr: 1,4 Mio. Euro), wodurch sich die relative

Verschuldung auf 3,0 reduzieren würde. Bei Annahme von Abschreibungen in Höhe von knapp 1,3 Mio. Euro korrespondiert das mit einem EBIT von 1,5 Mio. Euro sowie mit einem Ergebnis nach Steuern und Minderheiten von 1,0 Mio. Euro (bisher: 1,6 Mio. Euro, Vorjahr: -0,3 Mio. Euro).

### Flacherer Margenanstieg

Die veränderten Kostenschätzungen, das niedrigere Umsatzvolumen und der reduzierte Anteil der Produkterlöse haben sich auch in unseren Margenschätzungen für die Folgejahre niedergeschlagen. Wie bisher, gehen wir zwar von einem schrittweisen Margenanstieg aus, doch haben wir das Zielniveau gegenüber bisherigen Schätzungen etwas reduziert. Für die EBITDA-Marge kalkulieren wir nun mit einem Anstieg von 12,6 Prozent in diesem Jahr auf 16,4 Prozent im Jahr 2027 (bisher: 16,6 Prozent). Die Ziel-EBIT-Marge liegt hingegen unverändert bei 12,8 Prozent, was darauf zurückzuführen ist, dass wir auch die Aktivierungen der Produktentwicklung etwas abgesenkt haben, woraus sich für spätere Jahre niedrigere Abschreibungen ergeben. Die von uns für die Jahre 2020 bis 2027 unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	21,8	25,1	27,6	30,3	33,4	35,9	38,6	41,4
Umsatzwachstum		15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	6,7%	5,9%	8,5%	9,2%	10,0%	10,9%	11,8%	12,8%
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>
Steuersatz	5,0%	5,0%	5,0%	15,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,1	0,1	0,4	1,1	1,3	1,5	1,7
<b>NOPAT</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-1,9	-1,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>

*SMC Schätzmodell*

Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

## Rahmendaten unverändert

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 6,5 Prozent auf einen überdurchschnittlichen Wert (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,3 und einem Zielfremdkapitalanteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 7,1 Prozent. Identisch geblieben sind auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value. Wie schon bisher, arbeiten wir zur Risikoreduktion weiter mit einem 10-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmenge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

## Kursziel: 4,40 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 39,2 Mio. Euro bzw. 4,39 Euro

je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 4,40 Euro ableiten. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich das Kursziel somit infolge der vorgenommenen Änderungen deutlich reduziert (bisher: 4,90 Euro). Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir für die Aktie aber dennoch ein Verdopplungspotenzial. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Schätzunsicherheit, weil das erste Halbjahr einmal mehr verdeutlicht hat, dass der Markterfolg und die Umsätze von elastic.io, die für unser Modell immer noch eine wichtige Rolle spielen, noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Deswegen halten wir die Einstufung der Schätzunsicherheit als erhöht weiter für gerechtfertigt und vergeben unverändert vier von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsana- - WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	6,63	6,00	5,49	5,07	4,72
6,6%	5,78	5,29	4,89	4,55	4,27
7,1%	5,10	4,71	4,39	4,11	3,88
7,6%	4,55	4,23	3,97	3,74	3,54
8,1%	4,08	3,82	3,60	3,41	3,24

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,1 und 8,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 3,24 und 6,63 Euro je Aktie.

## Fazit

---

mVISE hat im ersten Halbjahr den Umsatz erhöht, den EBITDA-Überschuss deutlich gesteigert und den Fehlbetrag auf den übrigen Ergebnisebenen reduziert. Doch diese positiven Aspekte werden unseres Erachtens von der erneut enttäuschenden Entwicklung im Produktgeschäft überschattet, die das Unternehmen Ende August zum Anlass genommen hat, die bisherige Jahresprognose zurückzuziehen. Insbesondere das Geschäft mit der Integrationslösung elastic.io, dem mit Abstand wichtigsten Hoffnungsträger in den bisherigen Planungen, hat die Erwartungen bisher nicht erfüllt. Ursächlich dafür ist der enttäuschende Verlauf der beiden zentralen Vertriebskooperationen, von denen eine (mit Magic) von erheblichen Verzögerungen gekennzeichnet ist, während die andere (flowground) von dem Partner Deutsche Telekom gleich ganz gestoppt wurde.

Hinsichtlich der weiteren Perspektiven von elastic.io zeigt sich mVISE dennoch weiter optimistisch und begründet dies mit einer attraktiven Vertriebspipeline sowie mit vielversprechenden Gesprächen mit weiteren Unternehmen, welche die Software zusammen mit ihren Produkten vertreiben wollen. Auch für das zweite Produkt, die Vertriebsunterstützungssoftware SaleSphere, berichtet mVISE von fortgeschrittenen Verhandlungen mit potenziellen Großkunden. Auch erhofft sich der Vorstand eine neue Dynamik von der neu besetzten Führung der Tochter SaleSphere.

Positiv entwickelt hat sich hingegen im ersten Halbjahr das Kerngeschäft Expert Services, das trotz der

Covid-19-Pandemie gut gewachsen ist, klar profitabel gewirtschaftet hat und einen lebhaften Auftragseingang verzeichnen konnte. Auf dieser Basis dürfte sich auch das zweite Halbjahr positiv entwickeln, zumal es mehr Arbeitstage bietet und von einer Erholung der wirtschaftlichen Aktivitäten profitieren dürfte.

Wir haben auf die Entwicklung des ersten Halbjahrs mit einer Reduktion unserer Schätzungen bezüglich des Produktgeschäfts reagiert, woraus sich sowohl für 2020 als auch für die Folgejahre niedrigere Umsatz- und Margenerwartungen ergeben. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass mVISE dieses Jahr das Ergebnis verbessern und zurück ins Plus führen wird und rechnen für die aktuelle Finanzperiode mit einem Umsatz von 21,8 Mio. Euro und einem EBIT von 1,5 Mio. Euro. Sollte noch ein größerer Lizenzabschluss gelingen, dürften sich unsere Schätzungen sogar als zu vorsichtig erweisen. Vor dem Hintergrund der sowohl 2019 als auch bislang in 2020 verfehlten Erwartungen an das Produktgeschäft wählen wir aber bewusst diesen vorsichtigen Ansatz.

Infolgedessen hat sich unser Kursziel auf 4,40 Euro reduziert, was aber gegenüber der aktuellen Börsenbewertung immer noch eine Verdopplungschance signalisiert. Vor diesem Hintergrund und auf der Grundlage eines stabilen, wachsenden und profitablen Kerngeschäfts bestätigen wir unser Urteil „Buy“.



# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	13,7	13,9	13,9	13,3	12,6	12,0	11,3	10,7	10,2
1. Immat. VG	9,8	10,0	10,0	9,3	8,6	7,9	7,3	6,6	6,1
2. Sachanlagen	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
II. UV Summe	5,4	5,7	6,7	5,2	8,6	11,9	15,7	20,0	24,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	6,3	6,9	8,0	9,9	12,1	14,3	16,9	19,9	23,4
II. Rückstellungen	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,8	5,5	5,2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
2. Kurzfristiges FK	6,4	6,5	6,6	5,2	5,6	6,0	6,5	7,0	7,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>19,3</b>	<b>19,8</b>	<b>20,8</b>	<b>18,6</b>	<b>21,4</b>	<b>24,1</b>	<b>27,2</b>	<b>30,8</b>	<b>35,0</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	21,5	21,8	25,1	27,6	30,3	33,4	35,9	38,6	41,4
Gesamtleistung	23,1	23,6	26,4	28,8	31,4	34,4	36,8	39,4	42,2
Rohertrag	14,9	15,5	17,6	19,6	21,5	23,7	25,6	27,6	29,7
EBITDA	1,4	2,7	3,0	4,0	4,4	5,0	5,6	6,2	6,8
EBIT	0,1	1,5	1,5	2,3	2,8	3,3	3,9	4,6	5,3
EBT	-0,3	1,1	1,1	2,0	2,6	3,2	3,8	4,4	5,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,3	1,0	1,1	1,9	2,2	2,2	2,6	3,0	3,5
JÜ	-0,3	1,0	1,1	1,9	2,2	2,2	2,6	3,0	3,5
EPS	-0,03	0,11	0,12	0,21	0,25	0,24	0,29	0,34	0,40

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	1,6	3,1	2,9	3,8	4,1	4,1	4,5	4,9	5,3
CF aus Investition	-2,0	-1,9	-1,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
CF Finanzierung	0,3	-0,8	-0,8	-4,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	0,2	0,1	0,4	1,0	-1,0	1,9	4,6	7,8	11,4
Liquidität Jahresende	0,1	0,4	1,0	-1,0	1,9	4,6	7,8	11,4	15,3

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-4,4%	1,2%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	7,5%
Rohtragsmarge	69,2%	71,3%	70,2%	71,1%	71,0%	71,1%	71,3%	71,6%	71,6%
EBITDA-Marge	6,4%	12,6%	12,1%	14,5%	14,6%	15,0%	15,5%	16,1%	16,4%
EBIT-Marge	0,4%	6,7%	5,9%	8,5%	9,2%	10,0%	10,9%	11,8%	12,8%
EBT-Marge	-1,2%	5,0%	4,5%	7,3%	8,7%	9,5%	10,5%	11,5%	12,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-1,3%	4,6%	4,3%	6,9%	7,4%	6,5%	7,1%	7,8%	8,5%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 08.09.2020 um 10:20 Uhr fertiggestellt und am 08.09.2020 um 10:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>



In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
05.05.2020	Buy	4,90 Euro	1), 3), 4), 10)
05.03.2020	Buy	5,10 Euro	1), 3), 4), 10)
05.09.2019	Buy	6,20 Euro	1), 3), 4), 10)
07.05.2019	Buy	6,80 Euro	1), 3), 4), 10)
21.03.2019	Buy	7,10 Euro	1), 3), 10)
17.01.2019	Buy	7,00 Euro	1), 3), 10)
14.09.2018	Buy	7,00 Euro	1), 3), 4), 10)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.