

26. April 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



## mVISE AG

Corona-Jahr deutlich schwächer als erwartet – 2021 verspricht Besserung

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 2,21 € | Kursziel: 3,50 € (zuvor: 3,80 €)

**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>	>100
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0006204589
<b>Ticker:</b>	C1V:GR
<b>Kurs:</b>	2,21 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	8,95 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	19,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	31,3 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	66,7 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	2,94 / 1,725 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	14,8 Tsd. Euro / Tag

Vorläufigen Zahlen zufolge hat mVISE im letzten Geschäftsjahr einen Umsatzrückgang um 11,8 Prozent auf 19,0 Mio. Euro und ein negatives EBITDA von fast -1,0 Mio. Euro erzielt. Das Unternehmen begründet die Zahlen, die deutlich unter unseren Schätzungen ausgefallen sind, vor allem mit einer Corona-bedingten Auftrags- und Auslastungsschwäche im vierten Quartal. Allerdings hat sich die Situation inzwischen gewandelt, für das erste Quartal berichtet mVISE von einer deutlichen Belebung und von neuen Großaufträgen für beide Softwareprodukte wie auch für das Kerngeschäft Expert Services, das in den letzten Wochen sogar Vollaustattung erreicht hat. Zusammen mit den umfangreichen Kostensenkungen im administrativen Bereich und bei der Produktentwicklung, deren annualisiertes Volumen der Vorstand auf einen siebenstelligen Betrag beziffert, will mVISE damit die Trendwende schaffen und stellt bereits für das erste Quartal ein positives EBITDA in Aussicht. Um die Vertriebsperformance zu verbessern und damit nachhaltig eine höhere Wachstumsdynamik insbesondere in dem bisher enttäuschenden Produktgeschäft zu erreichen, hat mVISE zum 1. April die Stelle des Vertriebsvorstands neu geschaffen und mit einem branchenerfahrenen Manager besetzt.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	22,5	21,5	19,0	21,9	24,0	26,4
EBITDA (Mio. Euro)	2,5	1,4	-1,0	1,5	2,3	2,8
Jahresüberschuss	1,0	-0,3	-3,2	-0,5	0,5	1,0
EpS	0,11	-0,03	-0,33	-0,05	0,05	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	52,4%	-4,4%	-11,8%	15,0%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-20,8%	-	-	-	-	109,8%
KUV	0,95	1,00	1,13	0,98	0,89	0,81
KGV	21,0	-	-	-	47,1	22,4
KCF	-	13,1	13,2	-	11,4	9,3
EV / EBIT	25,1	362,0	-	-	39,3	25,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Zweistelliger Umsatzrückgang in 2020

Obwohl mVISE bereits im Dezember mit Verweis auf die Corona-Pandemie von deutlichen Bremsspuren im Auftragseingang sowie von einer schwächeren Auslastung berichtet hatte, ist der nun vorläufig gemeldete Umsatzrückgang um 11,8 Prozent auf 19,0 Mio. Euro stärker ausgefallen, als von uns erwartet (20,2 Mio. Euro). Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr bedeutet das einen Einbruch um mehr als 25 Prozent. Ein Teil der Erklärung ist, dass in den Vorjahren im zweiten Halbjahr die hohen Lizenzzahlungen der großen elastic.io-Vertriebspartner verbucht worden waren und den Produktumsatz nach oben verschoben hatten, was sich letztes Jahr nicht mehr wiederholt hat. Darüber hinaus war mVISE im vierten Quartal mit einer für diese Jahreszeit außergewöhnlich starken Zurückhaltung der Bestandskunden bei der Vergabe von Folge- und Zusatzaufträgen konfrontiert, die sonst für den typischen Jahresendspurt und für eine starke Auslastung sorgen.

## EBITDA deutlich im Minus

Durch die fehlenden Umsätze ist das Ergebnis deutlich ins Minus gerutscht. Das EBITDA, das wir zuletzt auf 1,3 Mio. Euro taxiert hatten, ist mit -1,0 Mio. Euro weit unter unseren Erwartungen ausgefallen. Die verglichen mit dem Umsatz deutlich stärkere Abweichung des EBITDA (jeweils gegenüber unseren Schätzungen) legt nahe, dass sich auch die Zusammensetzung der erzielten Umsätze in Richtung von margenschwächeren Aufträgen, die an Dritte durchgereicht werden, aufgrund von Unterauslastung und Kurzarbeit temporär verschoben hat. Auf Nachfrage bestätigt das Unternehmen diesen Eindruck, erklärt die Verschiebung zusätzlich mit den projektspezifischen Anforderungsprofilen und stellt für das erste Quartal aufgrund der wieder hohen Auslastung eine Normalisierung der Umsatzzusammensetzung in Aussicht.

## Kräftige Kostensenkungen

Kostenseitig hat mVISE darauf bereits sehr entschlossen reagiert. So berichtet das Management auf Nachfrage von einem deutlichen Personalabbau im administrativen Bereich, auch die Entwicklungsaktivitäten

für die beiden Produkte, die teilweise aufgrund der Zuarbeit der Entwickler in der Ukraine als Materialaufwand verbucht wurden, sind sehr deutlich reduziert worden. Den Umfang der annualisierten Kostensenkungen beziffert mVISE ceteris paribus auf einen unteren siebenstelligen Betrag und betont, dass dies ohne die Inkaufnahme von Restrukturierungskosten gelungen ist.

Geschäftszahlen	GJ 2019	GJ 2020*	Änderung
Umsatz	21,5	19,0	-11,8%
EBITDA	1,4	-1,0	-
EBITDA-Marge	6,4%	-5,0%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; \*vorläufige Werte

## Gute Dynamik im ersten Quartal

So enttäuschend das vierte Quartal ausgefallen ist, so zufrieden zeigt sich das Management mit dem Verlauf der ersten drei Monate 2021. Vor allem im Kerngeschäft IT-Services hat sich die Auftragsituation wieder verbessert. Unter anderem berichtet mVISE von zwei größeren Neukunden sowie von einer Vollauslastung in den letzten Wochen. Dabei betont das Unternehmen auf Nachfrage, dass durch den Personalabbau die Beraterkapazitäten nicht reduziert wurden. Fortschritte, wenn auch noch auf einem geringeren Niveau, gibt es auch im Produktgeschäft. Hier berichtet mVISE unter anderem von drei größeren White-Label-Kunden für elastic.io sowie von einem sehr großen Auftrag für SaleSphere, der unmittelbar vor der Unterzeichnung steht. Die Entwicklung der letzten drei Monate wertet der Vorstand als eine deutliche Trendwende und will bereits für das erste Quartal ein positives EBITDA ausweisen.

## Magic-Zahlung nicht gekommen

Enttäuschend ist hingegen, dass die nächste Meilensteinzahlung des – wohl ehemaligen – Vertriebspartners Magic Software, die Magic bis Januar hätte leisten müssen, um seine Rechte aus dem Kooperationsvertrag zu wahren, nicht eingegangen ist. Auch wenn mVISE dies auf Nachfrage nicht bestätigen kann,

scheint eine Fortsetzung der Kooperation, die ursprünglich eine zentrale Rolle im Vermarktungskonzept von elastic.io gespielt hatte, nun unwahrscheinlich.

## Neuer Vertriebsvorstand an Bord

Die Neuausrichtung des Vertriebskonzepts bei elastic.io sowie die angestrebte Verbesserung der vertrieblischen Performance bei SaleSphere und im Beratungsgeschäft waren ausschlaggebend dafür, dass mVISE die bereits im Sommer angekündigte Berufung eines Vertriebsvorstands trotz der Sparmaßnahmen an anderer Stelle konsequent umgesetzt hat und das Amt zum ersten April an Herrn Arnaud Becuwe übertragen hat. Herr Becuwe bringt eine große Berufserfahrung im Marketing und Vertrieb in der IT-Branche ein, die er sowohl als Geschäftsführer und Investor innovativer Start-ups und Mittelständler als auch in Führungsfunktionen bei T-Systems gesammelt hat.

## Kostendisziplin bleibt

Für das Ziel einer erhöhten Vertriebsdynamik sollen aber keine zusätzlichen kostspieligen Instrumente genutzt, sondern die bisherigen Konzepte weiterentwickelt und optimiert werden. Als eine erste Stoßrichtung nennt der neue Vertriebsvorstand auf Nachfrage eine Schärfung des Profils von elastic.io als Spezialist für die nachhaltige Lösung konkreter Integrationsaufgaben. Große Kampagnen oder die Verpflichtung eines großen Vertriebsteams sind hingegen nicht geplant. Auch sonst will mVISE den im letzten Jahr geschärften Kostenfokus auch für die Zukunft beibehalten.

## Umsatzschätzungen reduziert

Wir haben in Reaktion auf die vorläufigen Zahlen unsere Schätzungen an mehreren Stellen überarbeitet. Dazu gehört auch eine reduzierte Umsatzschätzung für 2021 und die Folgejahre. Wir haben zwar die unterstellten Wachstumsraten nicht verändert, doch auf der Grundlage der nun niedrigeren Basis aus 2020 ergeben sich daraus etwas geringere Schätzwerte. So erwarten wir für 2021 ein Umsatzwachstum um 15 Prozent auf 21,9 Mio. Euro (bisher: 23,3 Mio.), für das

Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir nun mit Erlösen in Höhe von 38,8 Mio. Euro.

## EBITDA 2021 wieder positiv

Durch den gegenüber unserer letzten Schätzung reduzierten Umsatz rechnen wir nun auch mit einem niedrigeren Ergebnis. Das EBITDA dürfte zwar wieder ins Plus zurückkehren, doch liegt unsere neue Schätzung mit 1,5 Mio. Euro deutlich unter dem alten Ansatz von 2,4 Mio. Euro. Damit ist es nicht hoch genug, um auch nach Abschreibungen und Zinsen ein positives Ergebnis zu ermöglichen, weswegen sich die Verlustphase nach 2019 und 2020 nun auch auf das laufende Jahr ausweiten dürfte. Konkret erwarten wir für 2021 ein leicht negatives EBIT und einen Nettoverlust von 0,5 Mio. Euro. Für das letzte Jahr haben wir unsere Verlusterwartung von zuvor 0,6 auf 3,5 Mio. Euro angehoben, wofür neben dem gegenüber unseren letzten Schätzungen deutlich verschlechterten EBITDA auch ein höherer Ansatz für Abschreibungen gesorgt hat.

## Margen etwas niedriger

Die niedrigere Umsatzbasis führt zu geringeren Skaleneffekten, was sich auch in unseren Margenerwartungen für die nächsten Jahre niedergeschlagen hat. Darüber hinaus haben wir aber auch die Aufwandsquoten erhöht. mVISE verweist zwar auf die deutlichen Kostensenkungen, doch hatten wir diese bereits im Blick auf die nächsten Jahre teilweise berücksichtigt. Dass sich unsere EBITDA-Schätzung so deutlich als zu optimistisch erwiesen hat, haben wir nun zum Anlass genommen, die unterstellte Profitabilität vorsichtiger zu modellieren. Die Ziel-EBITDA-Marge die wir bisher für das Jahr 2027 bei 15,6 Prozent angesetzt hatten, taxieren wir nun für 2028 auf 14,0 Prozent. Beim EBIT ist der Effekt nicht so stark ausgefallen, weil wir einen Teil der Abschreibungen auf die aktivierten Entwicklungsleistungen auf das Jahr 2020 vorgezogen haben. Auch haben wir den Umfang der Aktivierungen – und der daraus anschließend resultierenden Abschreibungen – für die nächsten Jahre reduziert. In Summe kalkulieren wir für 2028 mit einer EBIT-Marge von 11,3 Prozent (bisher: 11,8 Prozent im Jahr 2027). Sollte mVISE es schaffen, die Dynamik im Produktgeschäft endlich spürbar zu erhöhen

und mehr Aufträge für Managed Services zu akquirieren, könnten sich diese Margenannahmen als zu vorsichtig erweisen, doch zum gegenwärtigen Zeitpunkt halten wir einen vorsichtigen Ansatz für gerechtfertigt.

## Kapitalerhöhungen unterstellt

Eine weitere Änderung betrifft die Finanzierungseite, für die wir nun für das laufende Jahr eine Kapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös von 1,5 Mio. Euro unterstellt haben. In den vorläufigen Zahlen wurden zwar keine Angaben zum Cashflow gemacht, doch auf Nachfrage hat mVISE verneint, auf zusätzliches Fremdkapital zurückgegriffen zu haben. Stattdessen haben sich die Forderungen, die noch Ende 2019 mehr als ein Viertel der Bilanzsumme ausgemacht hatten, deutlich reduziert. Dennoch dürfte die Liquiditätsdecke derzeit nur noch wenig Puffer gegen weitere Rückschläge bieten. Da der Spielraum für eine weitere Erhöhung der Verschuldung nicht unbegrenzt ist, haben wir spekulativ die Ausgabe von 0,75 Mio. Aktien zum Stückpreis von 2,00 Euro unterstellt. In unserem Schätzmodell würde dies zusammen mit der unterstellten Rückkehr zum positiven Free-Cashflow schon in diesem Jahr sowie mit einer neuen Kreditaufnahme (ab 2022) ausreichen, um die beiden nächsten Jahr fäl-

ligen Wandelanleihen im Bedarfsfall komplett zurückzuzahlen.

## Eigenkapitalquote sollte erhöht werden

Auch die nach dem letzten Jahr verschlechterte Eigenkapitalsituation spricht für eine Kapitalerhöhung im laufenden Jahr, zumal der von uns auch für 2021 erwartete Verlust das Eigenkapital zusätzlich belasten dürfte. Nach unseren Berechnungen dürfte die Eigenkapitalquote im letzten Jahr unter die Marke von 20 Prozent gerutscht sein. Darüber hinaus ist die Vermögensseite der Bilanz stark von immateriellen Vermögensgegenständen (Goodwill, aktivierte Entwicklungsleistungen) geprägt, was sich erfahrungsgemäß in schwierigen Situationen krisenverschärfend auswirken kann. Insofern wäre eine Kapitalmaßnahme sinnvoll, um die bilanzielle Widerstandskraft gegen unterplanmäßige Entwicklungen oder gar gegen weitere externe Schocks wegen der Pandemie zu stärken.

## WACC reduziert

Die von uns für die Jahre 2021 bis 2028 unterstellte modellhafte Geschäftsentwicklung zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung fin-

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	21,9	24,0	26,4	29,1	31,3	33,6	36,1	38,8
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	-0,5%	3,5%	5,0%	6,3%	7,6%	8,9%	10,2%	11,3%
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Steuersatz	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<b>NOPAT</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
- Investitionen AV	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>

SMC Schätzmodell

den sich zudem im Anhang. Die aus diesen Annahmen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem gewichteten Zinssatz (WACC), den wir ebenfalls angepasst haben. Die Änderung betrifft die Marktrisikoprämie, die wir in Reaktion auf die Marktentwicklung zum Jahreswechsel in allen unseren Modellen von zuvor 6,5 auf nun 5,8 Prozent abgesenkt haben. Damit folgen wir dem Befund einer aktuellen Erhebung, der zufolge die durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie bei diesem Wert liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Zusammen mit unveränderten Annahmen bezüglich des risikolosen Zinssatzes (1,0 Prozent) und des Betafaktors (1,3) ergeben sich daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM von 8,5 Prozent. In Kombination mit einer Ziel-FK-Quote von 45 Prozent und einem FK-Zins von 5,0 Prozent hat sich der WACC-Satz, mit dem wir die geschätzten Cashflows diskontieren, von zuvor 6,8 auf 6,3 Prozent ermäßigt. Schließlich haben wir auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value leicht angepasst, indem wir den Sicherheitsabschlag, den wir auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums vornehmen, von zuvor 10 auf 15 Prozent angehoben haben. Auf dieser Basis kalkulieren wir im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

### Kursziel: 3,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 34,39 Mio. Euro bzw. 3,54 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,50 Euro ableiten. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich das Kursziel somit infolge der vorgenommenen Ände-

rungen etwas reduziert (bisher: 3,80 Euro), wobei sich hier mehrere teilweise entgegengesetzte Effekte bemerkbar gemacht haben. Während die abgesenkten Umsatz- und Margenschätzungen den fairen Wert deutlich reduziert haben, wirkten sich der niedrigere WACC-Satz und der Rollover-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das Basisjahr 2021 werterhöhend aus. Bezüglich des Kursziels ist zudem zu beachten, dass wir, wie ausgeführt, eine Kapitalerhöhung um 0,75 Mio. Aktien unterstellt und damit mit einer verwässerten Aktienzahl von 9,7 Mio. kalkuliert haben. Trotzdem sehen wir für die mVISE-Aktie aktuell ein hohes Aufwärtspotenzial von mehr als 50 Prozent. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Schätzunsicherheit, für die wir weiterhin vier von sechs möglichen Punkten vergeben.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,3%	5,86	5,16	4,62	4,20	3,85
5,8%	4,96	4,44	4,03	3,70	3,42
6,3%	4,26	3,86	3,54	3,28	3,06
6,8%	3,71	3,40	3,14	2,93	2,75
7,3%	3,26	3,01	2,81	2,63	2,48

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,3 und 7,3 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,48 und 5,86 Euro je Aktie.

## Fazit

---

Das zweite Halbjahr ist bei mVISE sehr schwach und deutlich schlechter, als von uns zuvor erwartet, ausgefallen. Während sich der Halbjahresumsatz – auch aufgrund eines positiven Einmaleffekt im Vorjahr – um ein Viertel reduziert hat, ist das EBITDA mit -1,3 Mio. Euro deutlich ins Minus gerutscht. Für das Gesamtjahr 2020 ergibt sich somit ein Umsatzrückgang um 11,8 Prozent auf 19 Mio. Euro und ein negatives EBITDA von fast 1,0 Mio. Euro.

Das Unternehmen begründet diese schwache Entwicklung mit der fehlenden Dynamik im Produktgeschäft sowie mit der Corona-bedingten Auftragschwäche und Unterauslastung im Kerngeschäft Expert Services. In Reaktion darauf hat mVISE umfangreiche Kostensenkungen in administrativen Bereich sowie bei der Produktentwicklung vorgenommen, was die Rückkehr in die schwarzen Zahlen erleichtern sollte. Auf der EBITDA-Ebene stellt das Management dies bereits für das erste Quartal 2021 in Aussicht, für das von einer deutlichen Belebung der Auftragslage in beiden Segmenten berichtet wird. Im Beratungsgeschäft konnte demnach in den letzten Wochen sogar wieder Vollaustlastung erreicht werden.

Um dieses positive Momentum zu erhalten und nach Möglichkeit noch auszubauen, wurde zum 1. April die Position des Vertriebsvorstands neu geschaffen und mit einem branchenerfahrenen Vertriebsexperten besetzt.

Wir sehen deswegen gute Chancen, dass mVISE wieder auf den Wachstumskurs zurückkehren und ab 2022 wieder positive Ergebnisse erzielen wird. Deswegen halten wir an dieser Erwartung als Basis unseres Schätzszenarios fest. Obwohl wir unsere Schätzungen nach der letztjährigen Enttäuschung im Detail reduziert haben, sehen wir für die mVISE-Aktie einen fairen Wert, der mit 3,50 Euro deutlich oberhalb des aktuellen Kurses liegt.

Dass wir unser Urteil dennoch von zuvor „Buy“ auf „Hold“ anpassen, liegt an der infolge der letztjährigen Verluste verschlechterten Liquiditäts- und Eigenkapitalsituation. Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass mVISE dieses Thema im laufenden Jahr mit einer Kapitalerhöhung adressieren wird. Ob letztlich dieser oder ein anderer Weg gewählt wird, bleibt abzuwarten, doch entscheidend ist für uns, dass unabhängig davon eine nachhaltige Ergebnis- und vor allem Cash-flow-Wende absehbar ist.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	12,6	12,0	11,1	10,3	9,5	8,7	8,0	7,5	7,1
1. Immat. VG	8,7	8,1	7,2	6,3	5,5	4,7	3,9	3,4	3,0
2. Sachanlagen	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
II. UV Summe	3,3	3,8	3,7	5,5	7,9	10,8	14,2	18,1	22,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	2,6	3,3	3,4	4,1	5,2	6,9	9,2	12,1	15,8
II. Rückstellungen	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	7,0	6,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
2. Kurzfristiges FK	5,7	5,1	5,0	5,3	5,5	5,9	6,2	6,6	6,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>16,0</b>	<b>16,0</b>	<b>15,0</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,6</b>	<b>22,3</b>	<b>25,7</b>	<b>29,9</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	19,0	21,9	24,0	26,4	29,1	31,3	33,6	36,1	38,8
Gesamtleistung	19,7	22,5	24,6	27,1	29,7	31,9	34,3	36,8	39,5
Rohertrag	12,5	14,8	16,7	18,4	20,4	22,1	24,0	25,8	27,8
EBITDA	-1,0	1,5	2,3	2,8	3,3	3,8	4,3	4,9	5,4
EBIT	-3,1	-0,1	0,8	1,3	1,8	2,4	3,0	3,7	4,4
EBT	-3,5	-0,5	0,5	1,0	1,5	2,1	2,7	3,4	4,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,3	-0,5	0,5	1,0	1,5	2,0	2,6	3,2	3,9
JÜ	-3,2	-0,5	0,5	1,0	1,5	2,0	2,6	3,2	3,9
EPS	-0,33	-0,05	0,05	0,10	0,15	0,20	0,26	0,33	0,41



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	1,6	-0,2	1,9	2,3	2,8	3,2	3,8	4,3	4,8
CF aus Investition	-1,5	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
CF Finanzierung	-0,3	0,7	-1,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	0,1	-0,1	-0,5	-1,1	0,3	2,2	4,5	7,3	10,7
Liquidität Jahresende	-0,1	-0,5	-1,1	0,3	2,2	4,5	7,3	10,7	14,5

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-11,8%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Rohtragsmarge	65,6%	67,7%	69,3%	69,8%	70,2%	70,8%	71,3%	71,5%	71,7%
EBITDA-Marge	-5,2%	6,6%	9,7%	10,5%	11,2%	12,1%	12,9%	13,5%	14,0%
EBIT-Marge	-16,5%	-0,5%	3,5%	5,0%	6,3%	7,6%	8,9%	10,2%	11,3%
EBT-Marge	-18,4%	-2,2%	2,0%	3,8%	5,3%	6,7%	8,0%	9,4%	10,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-17,1%	-2,2%	1,9%	3,6%	5,0%	6,3%	7,6%	8,9%	10,2%

# 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), 4)

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 25.04.2021 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 26.04.2021 um 8:15 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
15.12.2020	Buy	3,80 Euro	1), 3),
08.09.2020	Buy	4,40 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.