12. Mai 2023
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials (2018) | Platz 2 German Software & IT (2018) | Platz 1 German Software & IT (2017)
Mehrfacher Gewinner der renommierten Refinitiv Analyst Awards

mVISE AG

Hoffnung auf erfolgreichen Neustart

Urteil: Hold (unverändert) | **Kurs:** 0,635 € | **Kursziel:** 2,00 € (zuvor: 2,50 €)

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Aktuelle Entwicklung

Stammdaten

Sitz:	Düsseldorf
Branche:	IT-Beratung
Mitarbeiter:	ca. 80
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0006204589
Ticker:	C1V:GR
Kurs:	0,635 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	9,85 Mio. Stück
Market-Cap:	6,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	11,8 Mio. Euro
Free Float:	79,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,34 / 0,406 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	3,0 Tsd. Euro / Tag

Umsatz hinter den Erwartungen

mVISE hat letztes Jahr 15,6 Mio. Euro umgesetzt, knapp 5 Prozent mehr als 2021 (im Einzelabschluss; auf einen Konzernabschluss will mVISE wegen des geringen Geschäftsvolumens der einzigen verbliebenen Tochter SaleSphere GmbH aus Kostengründen fortan verzichten). Mit diesem Umsatz ist mVISE deutlich hinter unseren Erwartungen geblieben, die wir nach dem – vermeintlich – starken ersten Halbjahr auf 17,2 Mio. Euro taxiert hatten. Die Abweichung resultiert aus einer Korrektur der Projektumsätze beim größten Kunden, die nun wesentlich konservativer erfasst und somit bis zur vollständigen Erfüllung der wirtschaftlichen Verpflichtungen abgegrenzt werden, während sich die bisherige Praxis an der formalen Abnahmeerklärung orientierte. Hierdurch wurden im Jahresabschluss etwas unter 2 Mio. Euro der Projektumsätze des ersten Halbjahrs unter sonstigen Verbindlichkeiten angesetzt.

Umfangreiche Bilanzkorrekturen

Darüber hinaus hat mVISE im Zuge der Jahresabschlussarbeiten Korrekturen an mehreren Positionen vorgenommen. So wurde die Forderung gegenüber Cogia aus dem Verkauf des 51-prozentigen Anteils an

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	14,9	15,6	14,9	16,0	17,2	18,5
EBITDA (Mio. Euro)	0,4	0,0	1,1	1,2	1,3	1,6
Jahresüberschuss	-1,1	-2,2	0,1	0,6	0,8	1,0
EpS	-0,11	-0,23	0,01	0,05	0,06	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-21,5%	4,9%	-5,0%	7,5%	7,5%	7,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	324,1%	25,9%	31,8%
KUV	0,57	0,50	0,48	0,51	0,47	0,44
KGV	-	-	-	52,2	12,3	9,8
KCF	-	-	2,4	9,3	5,3	4,7
EV / EBITDA	36,2	33,8	-	12,3	11,0	9,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

der ehemaligen Tochter elastic.io, die sich auf 0,8 Mio. Euro beläuft und die mVISE vollumfänglich gerichtlich durchsetzen will, aus Vorsichtsgründen um die Hälfte auf 0,4 Mio. Euro abgewertet. Darüber hinaus hat mVISE den Beteiligungsansatz für die restlichen 49 Prozent an elastic.io, für die zwar bereits ein Verkaufsvertrag mit Cogia abgeschlossen worden ist, der wegen der fehlenden Zahlung aber noch nicht vollzogen wurde, um 0,4 Mio. Euro auf 1,6 Mio. Euro reduziert. Schließlich wurde auch der bilanzielle Wert der Tochter SaleSphere um 0,5 Mio. Euro auf 0,8 Mio. Euro gesenkt.

Hälfte des Grundkapitals verloren

Kumuliert führte die Entwicklung letztes Jahr zu einem Nachsteuerverlust von 2,2 Mio. Euro, in dessen Folge mVISE den Verlust der Hälfte des Grundkapitals mitteilen musste. Aufgrund der nur noch kurzen Frist bis zur ordentlichen Hauptversammlung (am 13. Juni) konnte aber auf die Einberufung einer außerordentlichen HV verzichtet werden. Gemäß der HV-Einladung soll aber lediglich über den eingetretenen Verlust informiert werden, etwaige Rekapitalisierungsmaßnahmen werden wegen der weiterhin hohen Eigenkapitalposition von 3,4 Mio. Euro bzw. 23 Prozent der Bilanzsumme bzw. wegen der guten Liquiditätsausstattung nicht als erforderlich angesehen.

Ausgeglichenes EBITDA

Operativ hat mVISE 2022 hingegen ein ausgeglichenes Ergebnis erwirtschaftet, nach +0,4 Mio. Euro ein Jahr zuvor und 1,5 Mio. Euro im ersten Halbjahr – dies allerdings noch auf Basis der alten Verbuchungspraxis. Unsere EBITDA-Schätzung (allerdings unter Einbeziehung der Abwertung der Forderung gegenüber Cogia, die mVISE nicht im EBITDA, sondern im EBIT erfasst) hatte zuletzt bei 0,7 Mio. Euro gelegen, so dass unsere Erwartungen operativ in etwa erfüllt wurden. So dürfte sich nach unseren Berechnungen das operative EBITDA der Monate Juli bis Dezember (also bereinigt um die Korrektur der Umsatzverbuchung) auf mehr als 0,7 Mio. Euro belaufen haben.

Moderater Kostenanstieg

Kostenseitig gab es 2022 die größte Veränderung beim sonstigen betrieblichen Aufwand, der sich vor allem wegen der Vorlaufkosten der geplanten, aber letztlich abgesagten großen Akquisition sowie der Aufwendungen im Zusammenhang mit der erfolgreichen Refinanzierung der Wandelanleihe um 21 Prozent auf 2,2 Mio. Euro erhöhte. Der Personalaufwand blieb hingegen deutlich stabiler und erhöhte sich trotz des inflationären Umfelds und der einmaligen Belastung für die Abfindung des ehemaligen Vertriebsvorstands Arnaud Becuwe lediglich um 4 Prozent auf 8,0 Mio. Euro. Etwas stärker (+7 Prozent auf 5,6 Mio. Euro) legte der Materialaufwand zu, worin die verstärkte Inanspruchnahme von Freelancern durch eine veränderte Projektstruktur zum Ausdruck kommt. Schließlich haben sich die Abschreibungen um 15 Prozent auf 0,9 Mio. Euro erhöht, wovon 0,4 Mio. Euro auf die oben erwähnte Abwertung der Forderung gegenüber Cogia entfallen. Der Rest betrifft größtenteils planmäßige Firmenwertabschreibungen (0,4 Mio. Euro), Abschreibungen auf Sachanlagen machten lediglich 60 Tsd. Euro aus.

Geschäftszahlen	GJ 21	GJ 22	*Änderung*
Umsatz	14,92	15,64	*+4,9%*
Rohertrag	9,61	10,01	*+4,1%*
Rohmarge	*64,4%*	*64,0%*	
EBITDA	0,39	0,00	-
EBITDA-Marge	*2,6%*	*0,0%*	
EBIT	-0,39	-0,90	-
EBIT-Marge	*-2,6%*	*-5,7%*	
EBT	-1,09	-2,13	-
EBT-Marge	*-7,3%*	*-13,6%*	
Nettoergebnis	-1,13	-2,23	-
Netto-Marge	*-7,6%*	*-14,3%*	
Free-Cashflow	-0,21	3,09	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT-Verlust verdoppelt

Auf dieser Basis hat sich der EBIT-Fehlbetrag gegenüber dem Vorjahr auf -0,9 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Zuzüglich des negativen Finanzergebnisses

von -1,2 Mio. Euro, in den die oben erwähnten Wertkorrekturen auf die Finanzanalagen (elastic.io und SaleSphere) eingeflossen sind, resultierten daraus ein Vorsteuerergebnis von -2,1 Mio. Euro und der Jahresfehlbetrag von -2,2 Mio. Euro.

Exzellenter Cashflow

Da es sich bei den zahlreichen Ergebnisbelastungen um nicht-liquiditätswirksame Effekte gehandelt hat, blieb der operative Cashflow davon unbeeinflusst. Dank der guten operativen Entwicklung erhöhte er sich um 3,8 Mio. Euro auf +3,1 Mio. Euro, was durch mehrere Faktoren ermöglicht wurde. Zum einen wurde der hohe Verlust zu einem großen Teil durch die stark gestiegenen Abschreibungen und Rückstellungen kompensiert, und zum anderen sorgte der Forderungsabbau für einen positiven Cash-Effekt von +1,5 Mio. Euro (nach -0,8 Mio. Euro im Vorjahr). Zudem haben die passivisch abgegrenzten Projektumsätze maßgeblich zu einem hohen Liquiditätszufluss aus der Erhöhung der operativen Verbindlichkeiten um 1,7 Mio. Euro beigetragen. Bei einem nahezu vernachlässigbaren Investitions-Cashflow von unter -0,1 Mio. Euro (Vorjahr: +0,5 Mio. Euro) war der operative Cashflow fast identisch mit dem Free-Cashflow, der sich im Vorjahresvergleich von -0,2 auf +3,1 Mio. Euro verbesserte.

Hohe Nettotilgung

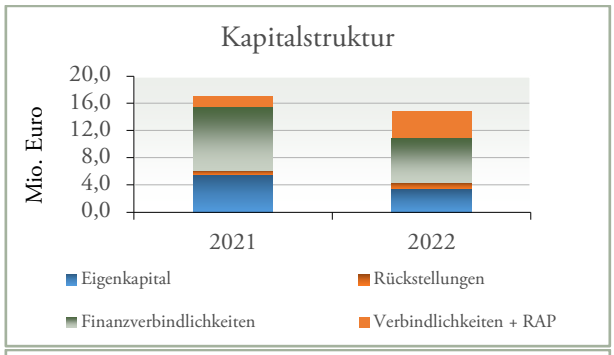
Den Mittelzufluss nutzte mVISE für eine Nettotilgung von Krediten in Höhe von 2,0 Mio. Euro, die zusammen mit Zinszahlungen in Höhe von knapp 0,4 Mio. Euro zu einem Finanzierungs-Cashflow von -2,4 Mio. Euro führte. Per Saldo wurde aber 2022 ein Liquiditätsüberschuss von 0,7 Mio. Euro erwirtschaftet, so dass sich die Liquidität zum Jahresende auf 1,0 Mio. Euro erhöhte.

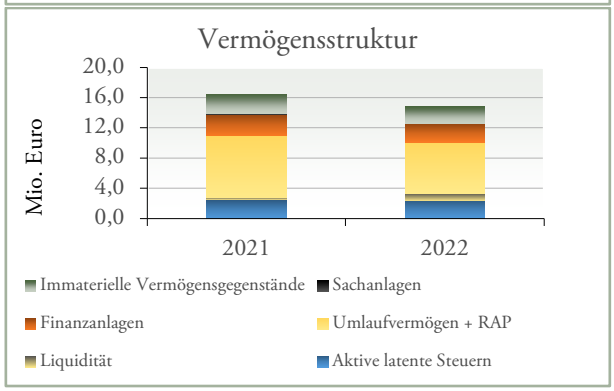
Verschuldung deutlich reduziert…

Durch die Nettotilgung hat sich die Finanzverschuldung um ein Drittel auf 7,2 Mio. Euro reduziert (zuzüglich der Restschuld aus der alten Wandelanleihe in Höhe von 0,7 Mio. Euro, die unter sonstigen Verbindlichkeiten erfasst und bis zum Jahresende getilgt wird). Hiervon entfallen 3,8 Mio. Euro auf die bis 2026 laufende, neue Wandelanleihe mit einem Kupon von 4,5 Prozent und einem Wandlungspreis von 1,75 Euro. Von den übrigen Krediten ist 2023 neben der Restschuld aus der alten Wandelanleihe ein Betrag an Bankkrediten in Höhe von 0,7 Mio. Euro fällig, der bis Juli in monatlichen Raten abgetragen wird. Abzüglich der Liquidität betrug die Nettoverschuldung zum Bilanzstichtag 6,2 Mio. Euro, 31 Prozent weniger als ein Jahr zuvor.

…aber noch hoch

Trotz der erreichten Fortschritte stellen die Finanzverbindlichkeiten noch immer 44 Prozent der um 13 Prozent auf 14,9 Mio. Euro reduzierten Bilanzsumme dar, gefolgt vom Eigenkapital mit 23 Prozent. An dritter Stelle (2,6 Mio. Euro) stehen die sonstigen Verbindlichkeiten, die sich durch die Erfassung der letztes Jahr erstmalig abgegrenzten Umsatzerlöse (gleichbedeutend mit Leistungsverpflichtungen aus bereits bezahlten Kundenprojekten) sowie durch die Umbuchung der Restschuld aus der alten Wandelanleihe von 0,3 auf 2,6 Mio. Euro erhöht haben. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen summierten sich letztes Jahr auf 1,0 Mio. Euro, die Rückstellungen lagen mit 0,9 Mio. Euro etwas darunter.





Quelle: Unternehmen

Hohe Forderungen gegen aktuelle und ehemalige Töchter

Auf der Aktivseite haben vor allem die Abschreibungen und der Forderungsabbau zu der Bilanzverkürzung beigetragen. So haben sich die immateriellen Vermögensgegenstände durch die planmäßigen Abschreibungen um 17 Prozent auf 2,2 Mio. Euro (15 Prozent der Bilanzsumme) reduziert, während die Finanzanlagen durch die Wertkorrekturen von 3,2 auf 2,4 Mio. Euro (16 Prozent der Bilanzsumme) abgenommen haben. Das Umlaufvermögen (ohne Liquidität) machte zum 31.12. rund 43 Prozent der Bilanz aus und setzte sich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (1,4 Mio. Euro), Forderungen gegenüber der Tochter SaleSphere (1,9 Mio. Euro) sowie der ehemaligen Tochter elastic.io (2,4 Mio. Euro) und aus sonstigen Vermögengegenständen in Höhe von 0,6 Mio. Euro (davon 0,4 Mio. Euro gegenüber dem elastic.io-Käufer Cogia) zusammen.

Sehr gutes erstes Quartal

Sehr erfreuliche Zahlen konnte mVISE bereits für das erste Quartal 2023 berichten. Bei einem Umsatz von 4,1 Mio. Euro konnte ein EBITDA von fast 0,6 Mio. Euro erwirtschaftet werden, womit eine EBITDA-Marge von 13,5 Prozent erzielt wurde. Der Vorstand betont dabei den nun verwendeten konservativen Bilanzierungsansatz. Auch mit dem Start in das zweite Quartal zeigt sich das Unternehmen auf Nachfrage zufrieden und will auf dieser Basis dieses Jahr ein EBITDA von mehr als 1,0 Mio. Euro erzielen, was bei planmäßigen Abschreibungen von rund 0,5 Mio. Euro und bei Abwesenheit weiterer Wertkorrekturen im Finanzanlagenvermögen auch unter dem Strich die Rückkehr in die schwarzen Zahlen ermöglichen sollte.

Umfangreiche Schätzungsänderungen

Da unseren bisherigen Annahmen für den Umsatz und die operative Profitabilität auf den Zahlen des ersten Halbjahrs 2022 beruhten, haben sie sich nun als überhöht erwiesen. Das betrifft nicht nur konkret die letztjährigen Werte, sondern auch das Umsatz- und Margenpotenzial, das wir bei der bestehenden Auftrags- und Mitarbeiterstruktur mVISE für 2023 und die Folgejahre zugetraut hatten. Hinzu kommt, dass sich die Mitarbeiterzahl gegenüber dem Durchschnittswert aus 2022 noch einmal reduziert hat, auf Nachfrage beziffert sie mVISE aktuell auf 85, was in dem personalintensiven Geschäft das kurzfristige Umsatzpotenzial beschränkt. mVISE kann zwar auch auf die im letzten Jahr ausgebauten Nearshoring-Kapazitäten sowie auf einen großen Pool aus Freenlancern und Drittanbietern, die projektweise eingebunden werden, zurückgreifen, doch es bleibt abzuwarten, welches Rohertragsvolumen mit der aktuellen Struktur realisierbar ist. Wir haben aus Vorsicht nun Werte deutlich unter unseren bisherigen Schätzungen angenommen, gehen aber weiter davon aus, dass mVISE in Zukunft ein beständigeres und nachhaltig profitables Wachstum erzielen kann. Dabei stellen wir nur noch auf die AG selbst ab und gehen implizit davon aus, dass von SaleSphere in den nächsten Jahren kein signifikanter Wertbeitrag zu erwarten ist. Bezüglich elastic.io haben wir angenommen, dass der Verkauf 2025 endgültig vollzogen wird, wobei wir hier keine weiteren Ertragseffekte, sondern nur den Liquiditätszufluss in Höhe der aktuellen Buchwerte unterstellt haben.

Umsatzrückgang in 2023

Für das laufende Jahr kalkulieren wir auf dieser Basis nun mit einem Rückgang der Erlöse auf 14,9 Mio. Euro bzw. des Rohertrags auf 9,8 Mio. Euro. Das liegt sowohl unter unseren bisherigen Schätzungen (17,2 resp. 11,7 Mio. Euro) als auch unter dem Vierfachen des gemeldeten Umsatzwertes des ersten Quartals, womit wir der üblichen Saisonalität im Bereich der IT-Services Rechnung tragen. Unter der Annahme eines erneuten Personalaufbaus und einer stärkeren Einbindung externer Kapazitäten, die beide durch die nun verstärkte Konzentration auf das Thema Softwareentwicklung erleichtert werden sollten, trauen wir mVISE ab 2024 wieder steigende Erlöse zu, wobei wir bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit einer CAGR von 7,5 Prozent kalkulieren. Das ist mehr als der Branchendurchschnitt der letzten Jahre, aufgrund der Basiseffekte und vor allem der starken Kundenbasis unseres Erachtens aber gut erreichbar. Der Zielumsatz dieser Projektion für das Jahr 2030 beträgt 24,7 Mio. Euro (bisher: 29,8 Mio. Euro im Jahr 2029).

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	14,9	16,0	17,2	18,5	19,8	21,3	22,9	24,7
Umsatzwachstum		7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	4,1%	4,5%	5,1%	5,8%	6,6%	9,1%	9,4%	9,8%
EBIT	**0,6**	**0,7**	**0,9**	**1,1**	**1,3**	**1,9**	**2,2**	**2,4**
Steuersatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
NOPAT	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**1,0**	**1,2**	**1,8**	**2,1**	**2,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	2,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	**0,7**	**1,2**	**3,6**	**1,5**	**1,7**	**1,9**	**2,1**	**2,3**

SMC Schätzmodell

Rückkehr in die Gewinnzone

Ergebnisseitig orientieren wir uns für 2023 an der Prognose des Vorstands (EBITDA von mehr als 1,0 Mio. Euro) und setzen 1,1 Mio. Euro an. Angesichts der knapp 0,6 Mio. Euro aus dem ersten Quartal halten wir diese Schätzung für sehr gut erreichbar. Beim EBIT korrespondiert dies mit der Erwartung eines Überschusses von 0,6 Mio. Euro, auf dessen Basis bereits dieses Jahr die Rückkehr in die schwarzen Zahlen möglich sein sollte. Den Nettogewinn sehen wir bei 0,1 Mio. Euro bzw. 1 Cent je Aktie. Durch das anschließende Wachstum und die hierbei ermöglichten Größendegressionseffekte im Overhead-Bereich halten wir eine schrittweise Verbesserung der Profitabilität für plausibel und lassen die EBITDA-Marge von 7,2 Prozent dieses Jahr bis 2030 auf 10,0 Prozent ansteigen. Die EBIT-Marge, die zusätzlich von den plangemäß 2027 auslaufenden Firmenwertabschreibungen profitieren wird, wird sich in diesem Szenario bis 2030 auf 9,8 Prozent mehr als verdoppeln.

Terminal Value

Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2030 kalkulieren wir mit der Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums, auf dessen Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen. Bisher hatten wir noch einen 15-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge eingebaut, auf den wir aber wegen der nun spürbar zurückhaltender modellierten Margenentwicklung im Detailprognosezeitraum verzichten, weil wir trotzdem mit einer geringeren EBIT-Marge rechnen als bisher.

Diskontierungssatz deutlich erhöht

Eine weitere Änderung hat es auch bei den Rahmendaten des Modells gegeben. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzinsen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,3) die Eigenkapitalkosten auf 10,0 Prozent erhöht. In Verbindung mit dem ebenfalls auf 5,5 Prozent erhöhten Wert für den FK-Zins (5,5 Prozent), einem kräftig gestiegenen FK-An-

teil (55 Prozent) sowie einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultiert daraus jetzt ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,6 Prozent (bisher: 7,4 Prozent).

Kursziel nun 2,00 Euro

Aus den Änderungen ergibt sich ein neuer fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 23,3 Mio. Euro bzw. von 1,97 Euro je Aktie, woraus wir das spürbar reduzierte Kursziel von 2,00 Euro ableiten (bisher: 2,50 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter die Höchstzahl von sechs vergeben.

Fazit

mVISE hat ein sehr schwieriges Jahr hinter sich, das von mehreren Enttäuschungen gekennzeichnet war. Neben der abgesagten Akquisition und der Auseinandersetzung um den Verkauf von elastic.io hat sich zuletzt auch der anhand der Halbjahreszahlen 2022 entstandene Eindruck einer dynamischen und profitablen operativen Entwicklung als verfrüht erwiesen. Da mVISE zudem im Rahmen der Abschlussarbeiten noch umfangreiche Bilanzkorrekturen vorgenommen hat, fielen die Zahlen deutlich schlechter als erwartet aus, was letztlich in der Mitteilung über den Verlust der Hälfte des Grundkapitals mündete. Konkret hat mVISE für 2022 einen Umsatz von 15,6 Mio. Euro und einen Jahresfehlbetrag von -2,2 Mio. Euro gemeldet, während unsere Erwartung bei 17,2 Mio. Euro bzw. -0,4 Mio. Euro gelegen hatte.

Auf der anderen Seite gab es 2022 aber auch wichtige Fortschritte. Dazu gehörte vor allem die erfolgreiche Refinanzierung der beiden Wandelanleihen, was zusammen mit der kräftigen Tilgung von Bankverbindlichkeiten für eine deutliche Verbesserung der Verschuldungssituation sorgte. Ermöglicht wurde dies nicht zuletzt durch den sehr hohen operativen Cashflow von 3,1 Mio. Euro, auf dessen Basis mVISE nun über eine solide Liquidität verfügt.

Positiv ist auch der Start ins neue Jahr ausgefallen. Im ersten Quartal konnte mVISE bei einem Umsatz von 4,1 Mio. Euro ein EBITDA von knapp 0,6 Mio. Euro erzielen, wodurch das diesjährige EBITDA-Ziel von mehr als 1,0 Mio. Euro gut erreichbar wirkt. Auch sonst scheint der von zuletzt vier auf zwei Mitglieder reduzierte Vorstand um ein konservatives Erwartungsmanagement bemüht, was angesichts der in Summe der letzten Jahre doch enttäuschenden Performance sicherlich notwendig ist, um das Vertrauen des Kapitalmarktes zurückzugewinnen.

Dies gilt auch nach innen, weil derartige Umbruchsituationen erfahrungsgemäß die Gefahr einer sinkenden Mitarbeiterbindung bergen. Ebenso schafft der jüngst angekündigte Abschied des langjährigen Aufsichtsratschefs aus dem Gremium, auch wenn der Schritt mit der Fülle anderer Verpflichtungen begründet wird, in der aktuellen Situation zusätzliche Verunsicherung.

Wir sehen unsere Schätzungen, die wir deutlich reduziert haben, die aber dennoch einen fairen Wert weit oberhalb des aktuellen Kurses signalisieren, deswegen weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet, weswegen wir trotz der vielversprechenden Q1-Daten und trotz des hohen Kursziels von 2,00 Euro an dem Urteil „Hold“ festhalten.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Etablierte Position als Spezialist für die Digitalisierung mit einem wachsenden Schwerpunkt in der Entwicklung kundenindividueller Software.
- Große und namhafte Kundenbasis mit einem Schwerpunkt im Telekommunikationsbereich.
- 2022 konnte ein sehr hoher Cashflow-Überschuss erwirtschaftet werden.
- Der Start ins laufende Jahr ist mit einer zweistelligen EBITDA-Marge gut gelungen.
- Im letzten Jahr konnte die Verschuldungssituation durch eine erfolgreiche Refinanzierung und eine hohe Tilgung deutlich verbessert werden.
- Die Nettomarge kann noch länger von den steuerlichen Verlustvorträgen profitieren.

Schwächen

- Die Unsicherheit über den Verkauf von elastic.io stellt eine Kernkomponente des erfolgreichen Turnarounds in Frage.
- 2022 wurden die Erwartungen verfehlt, nach umfangreichen Abschreibungen musste der Verlust der Hälfte des Grundkapitals gemeldet werden.
- Das Geschäft ist stark projektgetrieben und teilweise von wenigen Kunden abhängig, wobei die Aufträge oft von vielen unterschiedlichen Budgetstellen eines Kunden stammen.
- Die Vermögensseite der Bilanz ist hochgradig von mehreren Größen geprägt, deren Krisenfestigkeit nicht gesichert ist.
- Das Vertrauen des Kapitalmarktes muss erst wiederhergestellt werden.

Chancen

- Der adressierte Markt zeichnet sich durch eine hohe Nachfragedynamik aus. Durch die Corona-Pandemie ist die Bedeutung der Digitalisierung noch einmal gewachsen.
- Nach der letztjährigen Bilanzbereinigung und Umstellung der Umsatzverbuchung könnte die künftige Entwicklung berechenbarer und transparenter sein.
- Der Wechsel an der Unternehmensspitze bietet nach mehreren Enttäuschungen in den Vorjahren die Chance auf einen Neuanfang, auch im Hinblick auf die Investoren.
- Aus dem Rechtstreit mit Cogia sind im Erfolgsfall hohe Erträge und Cash-Zuflüsse zu erwarten.
- Die aktuelle Börsenbewertung bietet einen sehr großen Spielraum für positive Überraschungen.

Risiken

- Der Führungswechsel könnte weiter für Unruhe sorgen und ggf. eine erhöhte Fluktuation bedingen, was sich in dem stark personenorientierten Beratungsgeschäft auch negativ auf die Kundenbeziehungen auswirken könnte.
- Entgegen den Erwartungen könnte mVISE den sich abzeichnenden Rechtsstreit mit der Cogia AG verlieren, was sich negativ auf die Werthaltigkeit der hohen Kaufpreisforderungen auswirken oder gar zur Rückabwicklung führen könnte.
- Der wirtschaftliche Abschwung könnte die Nachfrage schwächen.
- Die hohe Personalintensität des Kerngeschäfts bedingt ein hohes Auslastungsrisiko.
- mVISE könnte es schwerfallen, die benötigten personellen Kapazitäten zu akquirieren und zu halten.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	7,1	6,7	6,3	3,9	3,5	3,1	3,1	3,1	3,1
1. Immat. VG	2,2	1,7	1,3	0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
II. UV Summe	7,3	7,1	8,4	11,9	13,6	15,7	17,9	20,4	23,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	3,4	3,3	3,6	4,1	4,8	5,7	7,3	9,1	11,2
II. Rückstellungen	0,9	0,7	0,8	1,0	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,8	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
2. Kurzfristiges FK	4,6	4,9	5,3	5,8	6,3	6,8	7,3	7,8	8,4
BILANZSUMME	**14,8**	**14,1**	**15,1**	**16,2**	**17,5**	**19,1**	**21,4**	**23,9**	**26,6**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	15,6	14,9	16,0	17,2	18,5	19,8	21,3	22,9	24,7
Gesamtleistung	15,7	14,9	16,0	17,2	18,5	19,9	21,3	22,9	24,7
Rohertrag	10,0	9,8	10,6	11,3	12,2	13,1	14,1	15,1	16,3
EBITDA	0,0	1,1	1,2	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2	2,5
EBIT	-0,9	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,9	2,2	2,4
EBT	-2,1	0,2	0,6	0,8	1,1	1,3	2,0	2,2	2,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,2	0,1	0,6	0,8	1,0	1,3	1,9	2,1	2,4
JÜ	-2,2	0,1	0,6	0,8	1,0	1,3	1,9	2,1	2,4
EPS	-0,23	0,01	0,05	0,06	0,09	0,11	0,16	0,18	0,20

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	3,1	0,8	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,5	2,7
CF aus Investition	-0,1	-0,1	-0,1	2,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	-2,4	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	0,3	1,0	0,5	1,6	5,2	6,6	8,3	10,2	12,4
Liquidität Jahresende	1,0	0,5	1,6	5,2	6,6	8,3	10,2	12,4	14,8

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	4,9%	-5,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Rohertragsmarge	64,0%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%
EBITDA-Marge	0,0%	7,2%	7,5%	7,8%	8,4%	9,0%	9,3%	9,7%	10,0%
EBIT-Marge	-5,7%	4,1%	4,5%	5,1%	5,8%	6,6%	9,1%	9,4%	9,8%
EBT-Marge	-13,6%	1,0%	4,0%	4,7%	5,8%	6,6%	9,3%	9,7%	10,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-14,3%	1,0%	3,8%	4,5%	5,5%	6,3%	8,8%	9,2%	9,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,6%	3,03	2,72	2,48	2,28	2,12
6,1%	2,62	2,39	2,20	2,05	1,91
6,6%	2,30	2,12	**1,97**	1,84	1,74
7,1%	2,04	1,90	1,78	1,67	1,58
7,6%	1,83	1,71	1,61	1,52	1,45

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber
sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst
Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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.

I) 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 12.05.2023 um 8:05 Uhr fertiggestellt und am 12.05.2023 um 8:20 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
08.12.2022	Hold	2,50 Euro	1), 3), 4)
02.11.2022	Speculative Buy	2,80 Euro	1), 3), 4)
28.04.2022	Speculative Buy	3,00 Euro	1), 3)
21.03.2022	Speculative Buy	3,00 Euro	1), 3)
05.11.2021	Hold	3,00 Euro	1), 3), 4)
22.06.2021	Hold	3,50 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Comment

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.