

16. September 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1

Europe
Industrials



Platz 1 & 2

German
Software & IT

Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

mVISE AG

Restrukturierung erfolgreich abgeschlossen

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 0,42 € | **Kursziel:** 1,30 € (zuvor: 1,60 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt 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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Düsseldorf
Branche:	IT-Beratung
Mitarbeiter:	ca. 35
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0006204589
Ticker:	C1V:GR
Kurs:	0,42 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	21,3 Mio. Stück
Market-Cap:	8,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	14,9 Mio. Euro
Free Float:	<40 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,03 / 0,382 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	2,2 Tsd. Euro / Tag

Angekündigter Umsatzrückgang

Im ersten Halbjahr 2024 hat mVISE knapp 4,8 Mio. Euro umgesetzt und damit 40 Prozent weniger als vor einem Jahr. Ursächlich für den Rückgang war teilweise die schwache Konjunktur, vor allem aber der im letzten Jahr eingeleitete und Anfang 2024 in Reaktion auf – insbesondere seitens eines Großkunden – ausbleibende Projektverlängerungen noch einmal beschleunigte Umbau des Geschäftsmodells. Hierbei hat sich mVISE zu einem großen Teil aus dem klassischen Beratungsgeschäft, in dessen Rahmen einzelne Mitarbeiter projektweise zu den Kunden entsandt werden, zurückgezogen und konzentriert sich fortan auf die Bereiche kundenindividuelle Softwareentwicklung und eigene Software. Der letztgenannte Bereich wird durch die in diesem Jahr akquirierte Tochter opyc verantwortlich, die in den ersten sechs Monaten 0,7 Mio. Euro zu den Erlösen beigetragen hat. Davon waren 92 Prozent wiederkehrende Einnahmen aus Softwaremieten. Im Vorjahresvergleich ist opyc damit nach Aussage des Vorstands minimal gewachsen, während die konsolidierungsbereinigten Erlöse der „alten“ mVISE fast um die Hälfte auf 4,1 Mio. Euro geschrumpft sind. Darin ist das klassische „Bodyleasing“ nach Aussage des Vorstands kaum noch enthalten, stattdessen erzielt mVISE seine Dienstleistungserlöse

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	15,6	14,0	9,7	10,3	11,1	12,1
EBITDA (Mio. Euro)	0,0	1,1	1,0	1,6	2,1	2,7
Jahresüberschuss	-2,2	-3,4	-1,9	0,0	0,6	1,3
EpS	-0,23	-0,35	-0,08	0,00	0,03	0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	4,9%	-10,5%	-30,7%	6,2%	8,0%	8,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	126,8%
KUV	0,60	0,67	0,96	0,91	0,84	0,77
KGV	-	-	-	-	16,8	7,4
KCF	3,0	26,0	11,0	4,5	4,5	3,4
EV / EBITDA	-	14,0	16,1	9,4	7,2	5,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

nun vor allem mit Softwareentwicklung, Wartung und Managed Services.

Rohmarge deutlich verbessert

Die massive Veränderung der Umsatzstruktur bedingte auch einen deutlich reduzierten Rückgriff auf externe Dienstleister und Freelancer, was in einem um 48 Prozent auf 1,6 Mio. Euro gesunkenen Materialaufwand zum Ausdruck kam. Dadurch verbesserte sich die Rohmarge im Vorjahresvergleich von 62,7 auf 67,1 Prozent. In absoluten Zahlen ging der Rohertrag aber gleichwohl um 36 Prozent auf 3,2 Mio. Euro zurück.

Kräftiger Personalabbau

Nahezu im Gleichschritt damit, nämlich um 32 Prozent, konnte auch der Personalaufwand gesenkt werden, was vor allem mit einem kräftigen Personalabbau erreicht wurde. Lag die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter im ersten Halbjahr 2023 noch bei 86, wurden für die ersten sechs Monate 2024 nur noch 60 gemeldet. Stichtagsbezogen war der Rückgang noch stärker, aktuell beziffert das Unternehmen die Mitarbeiterzahl auf Nachfrage auf rund 35, wovon einige der erst seit dem Jahresanfang konsolidierten neuen Tochter opcyc zuzurechnen sind. Neben dem verkleinerten Team hat sich aber auch die Gehaltsstruktur nach unten verschoben, sodass die durchschnittlichen Personalkosten des ersten Halbjahrs nicht nur um etwa 7 Prozent unter Vorjahr, sondern auch auf dem niedrigsten Niveau seit dem ersten Halbjahrs 2021 lagen.

EBITDA klar positiv

Keine vergleichbare Reduktion konnte hingegen im Bereich der Sachkosten erzielt werden, die lediglich um 4 Prozent auf knapp 0,8 Mio. Euro gesunken sind. Allerdings verweist mVISE auf einmalige Restrukturierungskosten in Höhe von 0,15 Mio. Euro, die darin enthalten sind. In Summe konnte angesichts des drastischen Umsatzeinbruchs auch ein deutlicher Ergebnisrückgang nicht verhindert werden, doch mit 0,3 Mio. Euro blieb das EBITDA klar im positiven Bereich (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro). Bezogen auf den Halbjahresumsatz entspricht das einer EBITDA-

Marge von 6,3 Prozent, nach 9,7 Prozent im Vorjahr. Von dem Halbjahres-EBITDA stammten 0,4 Mio. Euro von opcyc, die damit eine Marge von rund 60 Prozent erwirtschaften konnte, während die „alte“ mVISE leicht ins Minus gerutscht ist. Allerdings verweist das Unternehmen auf die einmaligen Restrukturierungskosten, ohne die auch diese profitabel geblieben wäre und sich das Konzern-EBITDA auf fast 0,5 Mio. Euro belaufen hätte.

Geschäftszahlen	HJ 23	HJ 24	Änderung
Umsatz	7,95	4,77	-40,1%
<i>Dienstleistungen</i>	7,95	4,07	-48,9%
<i>opcyc</i>	-	0,70	-
Rohertrag	4,98	3,20	-35,8%
<i>Rohmarge</i>	62,7%	67,1%	
EBITDA	0,77	0,30	-61,5%
<i>EBITDA-Marge</i>	9,7%	6,3%	
EBIT	0,38	-1,36	-
<i>EBIT-Marge</i>	4,8%	-28,5%	
EBT	0,29	-1,53	-
<i>EBT-Marge</i>	3,6%	-32,1%	
Periodenüberschuss	0,28	-1,66	-
<i>Nettomarge</i>	3,6%	-34,9%	
Free-Cashflow	0,46	0,01	-98,9%

Quelle: Unternehmen;

Sehr hohe Abschreibungen belasten

Das EBIT ist hingegen mit -1,4 Mio. Euro deutlich ins Minus gerutscht, gegenüber dem Vorjahreszeitraum hat es sich um 1,7 Mio. Euro verschlechtert. Darin macht sich die starke Ergebnisbelastung durch Abschreibungen bemerkbar, die sich aus zweierlei Gründen auf fast 1,7 Mio. Euro mehr als vervierfacht haben. Zum einen resultiert aus dem Kauf von opcyc ein hoher Goodwill in Höhe von 11,2 Mio. Euro, der planmäßig über 15 Jahre abzuschreiben ist, woraus sich jährliche Abschreibungen von rund 0,75 Mio. Euro ergeben. Zum anderen hat mVISE zum Halbjahresstichtag eine erneute Wertkorrektur auf die Forderung gegenüber der Cogia AG, der Käuferin der ehemaligen Tochter elastic.io, vorgenommen, um Risiken bezüglich der Werthaltigkeit bzw. der wertstabi-

len Verkäuflichkeit der mVISE aus dem abgeschlossenen Vergleich noch zustehenden Aktien von VCI Global Ltd. abzubilden. Aus diesem Grund wurde die unter sonstigen Forderungen gebuchte Forderung von zuletzt 1,4 Mio. Euro um 0,9 Mio. Euro reduziert.

Halbjahresergebnis deutlich im Minus

Ebenfalls erhöht haben sich die Belastungen aus Zinsen und Steuern, so dass das Nettoergebnis des ersten Halbjahrs mit -1,7 Mio. Euro auch deutlich negativ ausgefallen ist. Bezüglich der Ertragssteuern, die sich auf 0,1 Mio. Euro belaufen haben, spricht das Unternehmen nur von einer temporären Belastung. Die Ertragssteuern resultierten nämlich aus Vorauszahlungen von opyc, die aber nach Abschluss eines Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrages mit der mVISE AG und der dadurch ermöglichten steuerlichen Verrechnung mit deren Verlustvorträgen inzwischen erstattet wurden.

Free-Cashflow ausgeglichen

Der Umsatz- und Ergebnismrückgang hat auch seine Spuren im operativen Cashflow hinterlassen, der mit 6 Tsd. Euro nur noch minimal im Plus geblieben ist (Vorjahr: 0,5 Mio. Euro). Hier hat sich stabilisierend ausgewirkt, dass ein Großteil der Ergebnisverschlechterung aus nicht liquiditätswirksamen Positionen (Abschreibungen, Wertkorrektur auf die Cogia-Forderung) resultierte. Zugleich stützte eine leichte Reduktion des Working Capitals den Cashflow. Bei einem vernachlässigbaren Investitions-Cashflow war der operative Cashflow fast identisch mit dem Free-Cashflow.

Kapitalerhöhung nur schwach gezeichnet

Der Finanzierungs-Cashflow war geprägt von dem Zufluss aus der im Frühjahr platzierten Kapitalerhöhung, in deren Rahmen knapp 0,4 Mio. Aktien zum Stückpreis von 1,05 Euro ausgegeben und 0,4 Mio. Euro eingenommen wurden. Abzüglich der Auszahlungen für Tilgungen und Zinsen konnte damit ein positiver Finanzierungssaldo von 0,2 Mio. Euro erzielt werden, so dass sich die bilanzielle Liquidität auf über 0,2 Mio. Euro erhöht hat. Trotz dieser Verbesserung war der Ausgang der Kapitalerhöhung enttäuschend,

ursprünglich hatte mVISE geplant, damit bis zu 7,8 Mio. Euro einzunehmen, wir hatten mit 2,0 Mio. Euro kalkuliert.

Weiter hohe Verschuldung

Ziel der Kapitalmaßnahme war eine deutliche Reduktion der Finanzverschuldung, die aber mit dem erzielten Platzierungsergebnis nicht erreicht wurde. Zum 30. Juni lagen die Kredite nahezu unverändert bei knapp 6,2 Mio. Euro, wovon 3,8 Mio. Euro auf die bis 2026 laufende Wandelanleihe (Wandlungspreis von 1,75 Euro) und 2,3 Mio. Euro auf Bankkredite entfielen. Abzüglich der Liquidität entspricht das einer Nettofinanzverschuldung von knapp 6,0 Mio. Euro und damit dem 5,4-Fachen des letztjährigen EBITDA (das mVISE auch für 2024 anpeilt).

Eigenkapital sehr stark verbessert

Demgegenüber konnte das Eigenkapital sehr stark verbessert werden. Dank der genannten Barkapitalerhöhung, vor allem aber aufgrund der Sachkapitalerhöhung zur Umsetzung der opyc-Übernahme hat es sich trotz des Jahresverlustes seit dem Jahreswechsel von -1,8 auf 8,5 Mio. Euro verbessert. Bezogen auf die Bilanzsumme, die sich aus demselben Grund von 8,8 auf 16,8 Mio. Euro erhöht hat, entspricht das nun einer komfortablen Eigenkapitalquote von 50,6 Prozent. Damit machen das Eigenkapital und die Finanzschulden den Löwenanteil aller Passiva aus, der Rest verteilt sich auf die Rückstellungen (0,4 Mio. Euro, insb. für Personal und für externe Beratungskosten), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (0,6 Mio. Euro) und die sonstigen Verbindlichkeiten (0,9 Mio. Euro), die ihrerseits größtenteils noch bestehende Leistungsverpflichtungen aus laufenden Kundenprojekten darstellen.

Kräftiger Ergebnisanstieg im zweiten Halbjahr erwartet

Angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen zeigt sich mVISE mit den Zahlen der ersten sechs Monate zufrieden und bezeichnet insbesondere die Ergebnisentwicklung als überplanmäßig. Dementsprechend wurde die im Geschäftsbericht 2023 formulierte Zielsetzung, 2024 ein EBITDA auf Vorjahres-

niveau (1,1 Mio. Euro) zu erreichen, bestätigt. Die Zuversicht begründet der Vorstand unter anderem mit dem Hinweis, dass bereinigt um die einmaligen Restrukturierungsaufwendungen bereits im ersten Halbjahr ein EBITDA von fast 0,5 Mio. Euro erwirtschaftet wurde. Zudem ist das Geschäft von opyc nach Aussage von mVISE typischerweise in der zweiten Jahreshälfte stärker. Auch sollten vorteilhafte kalendarische Effekte sowie eine von mVISE beobachtete leichte Belegung der Beauftragungsbereitschaft die Entwicklung stützen. Auch werden sich die erst im Verlauf des ersten Halbjahrs umgesetzten Kostensenkungen (vor allem im Personalbereich) in den Zahlen der Monate Juli bis Dezember vollumfänglich niederschlagen.

Großaktionär stärkt sein Commitment

Bei einer Erreichung des EBITDA-Ziels sollte auch der operative Cashflow entsprechend positiv ausfallen und eine weitere Schuldentilgung ermöglichen. In einem weiteren Schritt zur Reduktion der Bankenverbindlichkeiten hat mVISE im Sommer eine weitere Wandelanleihe im Volumen von 0,95 Mio. Euro ausgeben, mit deren Erlösen Bankkredite abgelöst werden sollen. Der Zins beträgt 8,5 Prozent und entspricht damit laut mVISE dem der abzulösenden Kredite, zugleich wurde die Laufzeit mit der der „alten“ Wandelanleihe auf 03/26 harmonisiert. Der Wandlungspreis liegt bei 1,00 Euro. Die Wandelanleihe wurde komplett vom Vorstandschef und Großaktionär Ralf Thomas gezeichnet, der damit seine Zuversicht bezüglich der weiteren Entwicklung der Gesellschaft erneut unterstrichen hat. Bezogen auf die Zinsbelastung ist die Maßnahme für mVISE zunächst neutral, doch das Unternehmen betont die dadurch verbesserte Verhandlungsbereitschaft gegenüber anderen Kreditgebern sowie die Wandlungsmöglichkeit bei einer positiven Kursentwicklung, die das Eigenkapital stärken würde.

Schätzungen überarbeitet

Die Halbjahreszahlen haben uns zu einigen Anpassungen unserer Schätzungen veranlasst. Zum einen resultierte der Anpassungsbedarf aus der Integration von opyc in das Rechenwerk, die wir bisher nur auf Basis von Annahmen vorgenommen hatten und nun

auf Ist-Werte ändern konnten. Zudem ist der Umsatzrückgang noch stärker ausgefallen als von uns angenommen. In diesem Zusammenhang hatten wir auch mit einem stärkeren Umsatzbeitrag von opyc gerechnet, doch diesbezüglich scheinen wir die Wachstumsdynamik der neuen Tochter bzw. ihre Immunität gegenüber dem aktuell schwierigen Umfeld überschätzt zu haben. Positiv überrascht hat uns hingegen das Ausmaß der erzielten Kostensenkungen, die es mVISE erlaubten, die EBITDA-Prognose trotz des Umsatzeinbruchs zu bestätigen.

Umsatzreihe niedriger

Konkret haben wir in Reaktion auf die Halbjahreszahlen die Umsatzschätzung für 2024 von zuvor 10,2 auf 9,7 Mio. Euro abgesenkt. Diese geringere Basis, in Verbindung mit etwas vorsichtigeren Annahmen bezüglich der Dynamik des WFM-Geschäfts von opyc (WFM steht für Workforce Management), haben auch die Schätzungen für die Folgejahre sinken lassen. Bezogen auf das Endjahr des detaillierten Prognosezeitraums (2031) ergibt sich daraus eine Reduktion des Zielumsatzes von zuvor 17,4 auf nun 16,5 Mio. Euro.

Deutlicher Margenanstieg im Zeitablauf

Die EBITDA-Schätzung für 2024 (1,0 Mio. Euro) haben wir demgegenüber unverändert gelassen, woraus sich die Erwartung einer EBITDA-Marge von 9,8 Prozent ergibt. Die Schätzungen für das EBIT und die nachfolgenden Gewinnkennzahlen haben wir aber abgesenkt, was vor allem auf die Wertkorrektur auf die Forderung gegenüber Cogia zurückzuführen ist. Nun rechnen wir für das laufende Jahr mit einem EBIT von -1,5 Mio. Euro und einem Jahresfehlbetrag von -1,9 Mio. Euro (bisher: -0,7 resp. -1,0 Mio. Euro). Für nächstes Jahr erwarten wir, wie bisher, einen kräftigen Ergebnis- und Margensprung, was mit dem Umsatzwachstum, dem Wegfall der in diesem Jahr anfallenden Restrukturierungskosten und der vollen Wirkung der vorgenommenen Kostensenkungen zu erklären ist. Gegenüber dem bisherigen Ansatz fällt der Zuwachs aber etwas schwächer aus, was auf die niedrigere Umsatzbasis und vor allem auf die vorsichtigeren Einschätzung der Dynamik von opyc zurückzuführen ist. Konkret erwarten wir ein EBITDA von 1,6 Mio.

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	9,7	10,3	11,1	12,1	13,1	14,2	15,3	16,5
Umsatzwachstum		6,2%	8,0%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	8,0%
EBIT-Marge	-15,8%	2,7%	7,3%	11,8%	17,8%	19,4%	20,6%	21,5%
EBIT	-1,5	0,3	0,8	1,4	2,3	2,8	3,2	3,5
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
NOPAT	-1,5	0,3	0,8	1,3	2,2	2,6	3,0	3,4
+ Abschreibungen & Amortisation	2,5	1,3	1,3	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8
+ 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	1,6	2,1	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	0,9	2,0	2,0	2,5	2,9	3,3	3,6	4,0

SMC Schätzmodell

Euro (zuvor: 2,1 Mio. Euro) und ein EBIT von 0,3 Mio. Euro (statt 0,6 Mio. Euro). Auf der EBIT-Ebene korrespondiert dies mit einer Marge von 2,7 Prozent, die anschließend bis 2031 bis auf 21,5 Prozent ansteigen dürfte. Der steile Anstieg spiegelt einerseits die unterstellten operativen Fortschritte und das steigende Gewicht des Software-Geschäfts wider, andererseits zeigt sich darin auch der Effekt der auslaufenden Goodwill-Abschreibungen aus früheren Zukäufen.

Neue Wandelanleihe berücksichtigt

Bezüglich der Finanzierung hatten wir im letzten Update angenommen, dass es mVISE gelingen würde, aus der Barkapitalerhöhung Erlöse von 2,0 Mio. Euro zu generieren. Dies hat sich als viel zu optimistisch erwiesen, letztlich konnte mVISE lediglich 0,4 Mio. Euro einwerben. Doch mit der jüngst ausgegebenen Wandelanleihe im Volumen von 0,95 Mio. Euro wurde ein großer Teil der Lücke geschlossen, zumal wir davon ausgehen, dass diese Anleihe, deren Wandlungspreis deutlich unter unserem Kursziel liegt, bis zum Laufzeitende gewandelt und daher das Eigenkapital stärken wird. Auf dieser Basis sehen wir im Rahmen des von uns abgebildeten Szenarios ausreichend Spielraum, um bis 2026 die Bankverschul-

dung gänzlich und auch die alte Wandelanleihe teilweise zu tilgen, was die erfolgreiche Umfinanzierung des restlichen Betrages entscheidend erleichtern sollte. Hierbei haben wir unterstellt, dass aus der Cogia-Forderung noch ein Zufluss von 0,5 Mio. Euro erzielt werden kann. Bisher hatten wir hier mit 1,4 Mio. Euro gerechnet. Unverändert ist die Annahme geblieben, dass mVISE in den kommenden Jahren, außer der Weiterentwicklung der eigenen WFM-Software, die aber direkt als Aufwand verbucht wird, keine nennenswerten Investitionen tätigen wird. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle auf dieser Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Rahmenparameter angepasst

Änderungen haben wir auch bezüglich der Rahmenparameter vorgenommen. Und zwar haben wir den FK-Zins auf 6,0 Prozent angehoben und den Steuersatz für das Tax-Shield zur besseren Berücksichtigung der sehr hohen steuerlichen Verlustvorträge auf 15,0 Prozent abgesenkt. Bei unveränderten Annahmen bezüglich der Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent (ermittelt nach CAPM mit einem Betafaktor von 1,2, ei-

nem risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent und der Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent) und der Kapitalstruktur (45 Prozent FK) ergibt sich daraus ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,5 Prozent (bisher: 6,9 Prozent). Unverändert geblieben sind hingegen die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value. Hier arbeiten wir weiter mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf das Ziel-EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und auf dieser Grundlage mit einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

Neues Kursziel: 1,30 Euro

Aus dem Modell ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 29,7 Mio. Euro bzw. 1,33 Euro je Aktie, wobei sich die hierbei unterstellte Aktienzahl wegen des schwächeren Platzierungserfolges der Kapi-

talerhöhung und der angenommenen Wandlung der neuen Wandelanleihe in Summe leicht reduziert hat. Wir kalkulieren nun mit einer verwässerten Aktienzahl von 22,2 Mio. Aus dem Modellergebnis leiten wir das neue Kursziel von 1,30 Euro ab (bisher: 1,60 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Absenkung ist einerseits den reduzierten Wachstumsannahmen geschuldet, andererseits haben sich hier die Absenkung des unterstellten Zahlungszuflusses aus der Cogia-Forderung und der etwas höhere Diskontierungszinssatz belastend ausgewirkt. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Schätzunsicherheit, die wir weiter als deutlich erhöht einschätzen (5 Punkte auf der Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch)).

Fazit

Mit den Zahlen für das erste Halbjahr hat mVISE eindrucksvoll verdeutlicht, wie wichtig die im Frühjahr vollzogene Übernahme der opyc GmbH gewesen ist. Denn das bisherige Geschäft ist in den ersten sechs Monaten aufgrund des schwierigen Umfelds und der Nachwirkungen der letztjährigen Neuausrichtung erneut deutlich geschrumpft. Damit ist der Konzernumsatz trotz der erstmaligen Einbeziehung der opyc-Erlöse um 40 Prozent auf 4,8 Mio. Euro gesunken. Dank umfangreicher Kosteneinsparungen, vor allem im Personalbereich, konnten die Effekte des Umsatzrückgangs im Hinblick auf das EBITDA spürbar eingedämmt werden. Es sank zwar um 62 Prozent auf 0,3 Mio. Euro, doch damit wurde immer noch eine EBITDA-Marge von 6,3 Prozent erzielt.

Entscheidend dafür war der Beitrag von opyc, deren Akquisition sich im EBIT in Form von höheren Goodwill-Abschreibungen aber auch negativ ausgewirkt hat. In Verbindung mit einer – erneuten – Wertkorrektur auf die Forderung gegenüber Cogia, dem Käufer der ehemaligen Tochter elastic.io, führte dies zu einem tiefroten EBIT und Halbjahresergebnis.

Allerdings dürfte damit das Tal durchschritten sein. Für das zweite Halbjahr erwartet mVISE aus mehre-

ren Gründen ein deutlich verbessertes Ergebnis und hat deswegen das Ziel, im Gesamtjahr ein EBITDA auf Vorjahresniveau (1,1 Mio. Euro) zu erreichen, bekräftigt. Anschließend sollen die Rückkehr zum Wachstum in Verbindung mit der reduzierten Kostenbasis eine deutliche Verbesserung von Ergebnis und Cashflow ermöglichen.

Damit will mVISE einen wichtigen Schritt in Richtung der angestrebten Entschuldung gehen, die aber nach dem aktuellen Stand nicht ohne ein Entgegenkommen der Halter der Wandelanleihe 2022/26 gelingen wird. Sollten sich die von uns unterstellten Ergebnisverbesserungen einstellen, sehen wir hierfür aber sehr gute Chancen und haben dementsprechend in unserem Modell eine Prolongation der Restschulden unterstellt.

In Summe sehen wir für die mVISE-Aktie deswegen ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis und bestätigen unser Urteil „Speculative Buy“. Das Kursziel liegt nach einer Aktualisierung des Modells nun bei 1,30 Euro.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Die neue Tochter opyc überzeugte bisher mit solidem Wachstum, einem stabilen Geschäftsmodell mit einem sehr hohen Anteil wiederkehrender Erlöse und mit einer hohen Profitabilität.
- Große und namhafte Kundenbasis mit einem Schwerpunkt im Telekommunikationsbereich.
- Im letzten Jahr und im ersten Halbjahr wurde die Bilanz von zahlreichen Risiken bereinigt, auch die Finanzschulden wurden weiter zurückgeführt.
- Durch die Einbringung von opyc und die Barkapitalerhöhung wurde die Eigenkapitalposition erheblich gestärkt.
- Der Vorstandschef und Mehrheitsaktionär zeigt ein starkes Commitment (bargeldlose opyc-Übernahme und Zeichnung der Wandelanleihe).

Chancen

- Der adressierte Markt zeichnet sich durch eine hohe Nachfragedynamik aus. Dies gilt sowohl für den Bedarf an kundenspezifischen Softwareentwicklungen als auch für den Markt für Work Force Management.
- Durch die Kombination der opyc-Software mit der Integrations- und Softwareentwicklungskompetenz von mVISE könnte der Marktzugang von opyc deutlich gestärkt und das Wachstum zusätzlich beschleunigt werden.
- Durch die bilanzielle Bereinigung und die forcierte Trennung von Teilen des bisherigen Projektgeschäfts könnte die künftige Entwicklung transparenter und berechenbarer werden.
- Gegenüber Cogia besteht ein rechtssicherer und bedingungsfreier Forderungstitel in Höhe von 1,4 Mio. Euro.
- Die aktuelle Börsenbewertung bietet einen sehr großen Spielraum für positive Überraschungen.

Schwächen

- Das Altgeschäft ist stark projektgetrieben, von wenigen Kunden abhängig und befindet sich derzeit in einem hochdynamischen Umbruchprozess.
- Das letzte Jahr und das erste Halbjahr 2024 wurden mit kräftigen Umsatzrückgängen und hohen Verlusten beendet. Auch das Gesamtjahr 2024 wird beim EBIT klar negativ ausfallen.
- Trotz der erzielten Fortschritte weist die Bilanz eine hohe Verschuldung auf.
- Die Vermögensseite der Bilanz ist von mehreren Größen geprägt, deren Krisenfestigkeit nicht gesichert ist.
- Die Erwartungen wurden in der Vergangenheit mehrfach verfehlt. Das Vertrauen des Kapitalmarktes muss daher erst wiederhergestellt werden.

Risiken

- Die dynamische Umbruchsituation und die damit einhergehende starke Fluktuation könnten sich verselbständigen und die Substanz des Unternehmens nachhaltig beschädigen.
- Die geringe Liquidität bietet nur wenig Schutz gegen unterplanmäßige Entwicklungen.
- Der wirtschaftliche Abschwung könnte die Nachfrage schwächen und zu weiteren Auftragsverzögerungen bzw. zu fehlenden Beauftragungen führen.
- Die künftige Entwicklung von opyc könnte die Erwartungen verfehlen. Auch könnte das Ausmaß der im Verbund erzielbaren Synergieeffekte schwächer ausfallen als erhofft.
- Durch eine nachteilige Entwicklung bei Cogia könnte sich die bestehende Forderung trotz der Rechtssicherheit doch noch als weniger werthaltig erweisen.
- mVISE könnte es schwerfallen, die benötigten personellen Kapazitäten zu akquirieren und zu halten.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	5,4	14,7	13,7	12,5	11,2	10,4	9,7	8,9	8,1
1. Immat. VG	2,6	12,2	10,9	9,6	8,3	7,5	6,8	6,0	5,2
2. Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
II. UV Summe	1,5	2,4	2,7	2,6	3,7	6,4	10,0	14,0	18,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	0,0	8,3	8,3	9,5	10,4	12,4	14,7	17,5	20,8
II. Rückstellungen	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,8	5,7	4,9	1,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	2,1	2,5	2,5	2,9	3,2	3,6	3,9	4,3	4,7
BILANZSUMME	8,8	17,3	16,5	15,2	15,1	17,0	19,8	23,1	26,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	14,0	9,7	10,3	11,1	12,1	13,1	14,2	15,3	16,5
Gesamtleistung	14,0	9,7	10,3	11,1	12,1	13,1	14,2	15,3	16,5
Rohhertrag	8,8	6,5	6,8	7,5	8,4	9,2	10,0	10,8	11,7
EBITDA	1,1	1,0	1,6	2,1	2,7	3,2	3,6	4,0	4,3
EBIT	-1,8	-1,5	0,3	0,8	1,4	2,3	2,8	3,2	3,5
EBT	-2,6	-1,9	0,0	0,6	1,3	2,3	2,8	3,3	3,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,4	-1,9	0,0	0,6	1,3	2,2	2,7	3,1	3,5
JÜ	-3,4	-1,9	0,0	0,6	1,3	2,2	2,7	3,1	3,5
EPS	-0,35	-0,08	0,00	0,03	0,06	0,10	0,12	0,14	0,16

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	0,4	0,8	2,1	2,1	2,8	3,3	3,7	4,1	4,5
CF aus Investition	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF Finanzierung	-1,4	-0,1	-1,4	-2,3	-1,8	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	1,0	0,0	0,7	1,3	1,1	2,0	4,5	7,9	11,6
Liquidität Jahresende	0,0	0,7	1,3	1,1	2,0	4,5	7,9	11,6	15,8

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-10,5%	-30,7%	6,2%	8,0%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	8,0%
Rohtragsmarge	62,9%	67,0%	66,0%	67,6%	69,3%	70,2%	70,6%	70,8%	70,9%
EBITDA-Marge	7,8%	9,8%	15,7%	19,0%	22,3%	24,1%	25,2%	25,8%	26,3%
EBIT-Marge	-12,7%	-15,8%	2,7%	7,3%	11,8%	17,8%	19,4%	20,6%	21,5%
EBT-Marge	-18,8%	-19,4%	-0,1%	5,3%	11,0%	17,9%	19,9%	21,3%	22,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	-24,5%	-19,4%	-0,1%	5,0%	10,5%	17,0%	18,9%	20,3%	21,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	1,87	1,72	1,61	1,51	1,43
7,0%	1,67	1,55	1,46	1,38	1,31
7,5%	1,50	1,41	1,33	1,27	1,21
8,0%	1,36	1,29	1,23	1,17	1,12
8,5%	1,25	1,19	1,13	1,09	1,04

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.

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 16.09.2024 um 7:35 Uhr fertiggestellt und am 16.09.2024 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
18.03.2024	Speculative Buy	1,60 Euro	1), 3)
17.08.2023	Hold	2,00 Euro	1), 3), 4)
12.05.2023	Hold	2,00 Euro	1), 3), 4)
08.12.2022	Hold	2,50 Euro	1), 3), 4)
02.11.2022	Speculative Buy	2,80 Euro	1), 3), 4)

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 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.