

29. März 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# PRO DV AG

## Starker Anstieg der wiederkehrenden Erlöse

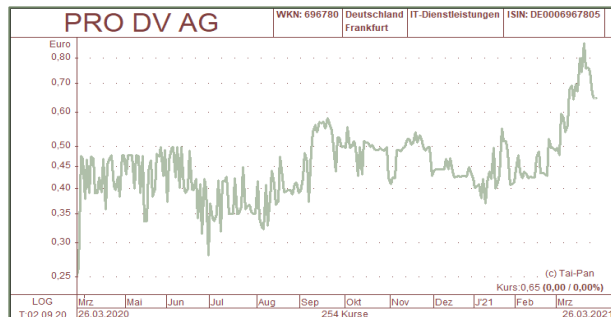
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 0,66 € | Kursziel: 0,95 € (zuvor: 0,85 €)

**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>	Dortmund
<b>Branche:</b>	IT-Services
<b>Mitarbeiter:</b>	27
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0006967805
<b>Ticker:</b>	PDA:GR
<b>Kurs:</b>	0,66 Euro
<b>Marktsegment:</b>	m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	4,3 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	2,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	2,4 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	49,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	0,90 / 0,34 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	3,0 Tsd. Euro / Tag

Trotz der Corona-Pandemie hat PRO DV im letzten Jahr den Umsatz um 15 Prozent auf knapp 3,0 Mio. Euro gesteigert und das EBIT um die Hälfte auf 52 Tsd. Euro verbessert. Sehr erfreulich hat sich auch der Cashflow entwickelt, der deutlich ins Plus gedreht ist. Ermöglicht wurde die positive Entwicklung einerseits durch das stark ausgeweitete Geschäft mit Fremdlizenzen und andererseits durch die Ende 2019 vollzogene Übernahme zweier Softwareprodukte und der jeweiligen Kundenstämme, was für einen kräftigen Anstieg der Wartungserlöse gesorgt hat. Im Beratungsgeschäft musste PRO DV hingegen der Pandemie Tribut zollen und verzeichnete einen Umsatzrückgang um knapp 11 Prozent. Ursächlich dafür waren Beeinträchtigungen in der Neukundenakquise sowie Verzögerungen bei der Vergabe von Folgeprojekten, doch grundsätzlich berichtet das Unternehmen von einer lebhaften Nachfrage. Dementsprechend soll die Dynamik im Kerngeschäft im laufenden Jahr wieder zunehmen, so dass PRO DV auch für 2021 mit einem Umsatzwachstum und einer erneuten Ergebnisverbesserung rechnet. Auch wir sehen die solide Aufstellung des Unternehmens durch die Zahlen für 2020 bestätigt und erwarten für 2021 und die Folgejahre profitables Wachstum.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	3,11	2,58	2,98	3,33	3,59	3,84
EBIT (Mio. Euro)	0,09	0,03	0,05	0,09	0,12	0,14
Jahresüberschuss	0,08	0,03	0,04	0,09	0,12	0,15
EpS	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	4,2%	-17,2%	15,4%	11,7%	8,0%	7,0%
Gewinnwachstum	132,1%	-62,6%	35,2%	109,2%	36,8%	23,3%
KUV	0,91	1,10	0,95	0,85	0,79	0,74
KGV	34,5	92,2	68,2	32,6	23,8	19,3
KCF	3,4	-	8,1	-	12,5	11,0
EV / EBIT	28,3	69,9	48,0	28,7	20,7	16,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Umsatz deutlich gewachsen

Im letzten Geschäftsjahr hat PRO DV knapp 3,0 Mio. Euro Erlöst und ist damit gegenüber 2019 um 15 Prozent gewachsen. Ermöglicht wurde das vor allem durch den starken Zuwachs im ersten Halbjahr, in dem sogar ein Wachstum um 29 Prozent erreicht wurde – dies allerdings auch begünstigt durch den schwachen Vergleichswert aus 2019. Aber auch in den Monaten Juli bis Dezember konnte der Umsatz trotz der Einschränkungen durch die Corona-Pandemie um 4 Prozent gesteigert werden. Die Corona-bedingten Beeinträchtigungen hat PRO DV nach eigenen Angaben vor allem in den Neukundenakquise gespürt, aber auch die Vergabe von Folgeprojekten durch Bestandskunden ist teilweise zögerlicher und teilweise kleinteiliger erfolgt. Insgesamt war die Auslastung im Dienstleistungsgeschäft dadurch etwas geringer, obwohl grundsätzlich eine robuste Nachfrage besteht. Letzteres gilt insbesondere für die Bereiche Identity Access Management (IAM) und Secure Modern Collaboration (SMC), die zusätzlich davon profitieren, dass Themen wie Home Office oder Remote Delivery durch die Pandemie deutlich stärker in den Fokus gerückt sind. Insgesamt aber sind die Dienstleistungserlöse im letzten Jahr um knapp 11 Prozent auf 1,8 Mio. Euro zurückgegangen.

## Lizenerlöse vervielfacht

Demgegenüber haben die Lizenerlöse um 380 Prozent auf fast 0,5 Mio. Euro zugelegt. Bei diesen handelt es sich unter anderem um Lizenzen für die Produkte von CyberArk, eines Spezialisten für sichere Admin-Zugänge, die PRO DV im Rahmen der eigenen Projekte vertreibt. Da CyberArk im Jahr 2019 sein Lizenzmodell größtenteils auf das Abokonzert umgestellt hat, handelt es sich auch bei den von PRO DV im letzten Jahr verkauften Lizenzen zu einem großen Teil um wiederkehrende Einnahmen.

## Wartungserlöse verdoppelt

Kräftig zugelegt haben schließlich auch die Wartungserlöse, die sich auf 0,7 Mio. Euro verdoppelt haben. Darin schlägt sich die Ende 2019 getätigte Übernahme des Bereiches Workforce-Management von

der IVU Traffic Technologies AG nieder, in deren Rahmen PRO DV sämtliche Rechte an zwei Softwareprodukten sowie die entsprechenden Kunden-Wartungsverträge erworben hatte. Mit der bisherigen Entwicklung dieses Geschäfts zeigt sich PRO DV auf Nachfrage sehr zufrieden und berichtet von einer gelungenen Integration und einer reibungslosen Übernahme der Bestandskunden. Plangemäß soll im Verlauf dieses Jahres auch die Akquise von Neukunden für diese Produkte anlaufen.

Geschäftszahlen	GJ 2019	GJ 2020	Änderung
Umsatz	2,58	2,98	+15,4%
<i>Dienstleistungen</i>	2,02	1,81	-10,6%
<i>Lizenzen</i>	0,09	0,45	+377,7%
<i>Wartung</i>	0,33	0,67	+103,0%
<i>Fördermittel</i>	0,14	0,06	-61,3%
Rohrertrag	2,32	2,35	+1,4%
<i>Rohmarge-Marge</i>	90,0%	79,1%	
EBIT	0,03	0,05	+49,3%
<i>EBIT-Marge</i>	1,4%	1,7%	
Jahresüberschuss	0,03	0,04	+35,2%
<i>Netto-Marge</i>	1,2%	1,4%	
Cashflow	-0,51	0,35	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Rohrertrag minimal erhöht

Durch den veränderten Umsatzmix und insbesondere durch das größere Gewicht der Lizenerlöse, das sich auf der Aufwandsseite in einem deutlich erhöhten Materialaufwand (für den Ankauf der Lizenzen) widerspiegelt, hat sich die Rohmarge von 90 Prozent im Vorjahr auf 79 Prozent reduziert. In absoluten Zahlen erhöhte sich der Rohrertrag deswegen trotz des deutlichen Umsatzwachstums nur sehr leicht, um 1,4 Prozent, auf knapp 2,4 Mio. Euro.

## Ergebnis verbessert

Das hat allerdings gereicht, um eine Ergebnisverbesserung zu erreichen: das EBIT erhöhte sich um die Hälfte auf 52 Tsd. Euro, während der Jahresüberschuss um ein Drittel auf 42 Tsd. Euro zulegte. Be-

günstigt wurde dies durch den unveränderten Personalaufwand sowie durch einen 14-prozentigen Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf unter 0,4 Mio. Euro. Dieser war vor allem auf die Corona-bedingt reduzierten Reise- und Kfz-Kosten zurückzuführen. Einen ergebnisstützenden Effekt gab es auch im sonstigen betrieblichen Ertrag, der sich durch die Zuschüsse für die – in einem sehr moderaten Umfang in Anspruch genommene – Kurzarbeit um 57 Prozent auf 125 Tsd. Euro erhöhte.

### Cashflow wieder positiv

Deutlich verbessert hat sich der operative Cashflow, der im Vorjahr durch einen Sondereffekt im Zusammenhang mit einem großen Lizenzverkauf Ende 2018 (die Zahlung für den Ankauf der Lizenzen folgte erst 2019) deutlich ins Minus gerutscht war. 2020 wurde nun ein Cash-Überschuss in Höhe von 0,4 Mio. Euro erzielt, eine Verbesserung um fast 0,9 Mio. Euro. Neben den halbierten Forderungen trug dazu auch ein deutlicher Anstieg der kurzfristigen Rückstellungen bei, in dem sich die letzte Kaufpreisrate für die Übernahme der beiden Softwareprodukte Ende 2018 widerspiegelt. Da nach Unternehmensangaben die Bestandskunden dieser Produkte gehalten werden konnten und auf dieser Grundlage die Wartungserlöse für 2021 mindestens stabil bleiben, war die Voraussetzung für diese Kaufpreisrate erfüllt. Mit der Bildung der Rückstellung und der Aktivierung des Restbetrages ist die Transaktion somit bilanziell komplett abgeschlossen, im laufenden Jahr wird die Rückstellung für die Zahlung der letzten Tranche wieder aufgelöst. Auch im Investitions-Cashflow des letzten Jahres (-0,2 Mio. Euro) spielte die Übernahme noch eine prägende Rolle, wenn auch in einem etwas geringeren Umfang als 2019 (-0,3 Mio. Euro). Der Free-Cashflow betrug somit knapp +0,15 Mio. Euro, nach -0,8 Mio. Euro im Vorjahr.

### Hohe Liquidität

Bei Abwesenheit von Finanzierungsaktivitäten erhöhte sich die bilanzielle Liquidität dadurch auf 0,4 Mio. Euro. Gegenüber der Bilanzsumme, die sich leicht auf 1,2 Mio. Euro reduzierte (-6 Prozent), beläuft sich die Liquidität somit inzwischen auf ein Drittel. Ein weiteres Drittel entfällt auf die immateriellen

Vermögensgegenstände, die sich im Zuge der IVU-Transaktion um fast die Hälfte auf mehr als 0,4 Mio. Euro erhöhten und über einen Zeitraum von fünf Jahren abgeschrieben werden. Die dritte große Position auf der Aktivseite sind die Forderungen in Höhe von 0,3 Mio. Euro.

### Eigenkapitalquote bei 46 Prozent

Einen robusten Eindruck vermittelt weiterhin die Eigenkapitalausstattung. Während sich das Eigenkapital durch den Jahresüberschuss absolut betrachtet leicht auf 0,55 Mio. Euro erhöht hat, ist die Relation zur Bilanzsumme um 6 Prozentpunkte auf 45,7 Prozent gestiegen.

### Positiver Ausblick

Im laufenden Jahr will PRO DV den positiven Trend fortsetzen und sowohl den Umsatz als auch das Ergebnis erneut verbessern. Diese Ziele strebt das Unternehmen ungeachtet des im letzten Jahr deutlich gesunkenen Auftragseingangs und des infolgedessen zum Jahresende niedrigeren Auftragsbestandes (-13 Prozent gegenüber Vorjahr) an. Diesen sieht das Management nicht als Ausdruck einer grundsätzlichen Nachfrageschwäche, sondern als Folge eines veränderten Beauftragungsverhaltens, das wegen Corona deutlich kleinteiliger geworden ist. Auch verweist das Unternehmen auf den Stichtagscharakter der Auftragsdaten und begründet die Zuversicht mit einer in den letzten Wochen schrittweise zunehmenden Auftragsdynamik und Auslastung.

### Personal wird weiter aufgestockt

Auf der Grundlage der positiven Erwartungen soll auch das Personalwachstum weiter fortgesetzt werden. Nachdem die Zahl der Mitarbeiter (inklusive Vorstand, Azubis und zwei freien Mitarbeitern mit einer engen Beziehung zu PRO DV) nach mehreren Jahren, in denen kein Nettowachstum gelungen war, 2020 von 24 auf 27 erhöht werden konnte, soll sie auch im laufenden Jahr weiter steigen. Konkret berichtet das Unternehmen von drei bereits fest geplanten Eintritten, die bis zur Jahresmitte die Mannschaft verstärken sollen.

## Schätzungen überarbeitet

Mit den letztjährigen Zahlen hat PRO DV unsere Umsatzschätzung (2,9 Mio. Euro) leicht übertroffen. Doch war die Zusammensetzung der Erlöse deutlich stärker von den margenschwachen Lizenzverkäufen geprägt als von uns unterstellt, weswegen der Rohertrag wie auch die Ergebniskennzahlen etwas unterhalb unserer Erwartungen ausgefallen sind. Allerdings bewegen sich die Abweichungen in einem engen Rahmen, weswegen wir grundsätzlich an unseren Schätzungen festhalten. Das gilt insbesondere für das Schätzszenario, in dem wir davon ausgehen, dass PRO DV in den nächsten Jahren einen moderaten Wachstumskurs einschlagen kann. Dies war in der Vergangenheit nicht gelungen, was sich aber nach unserer Überzeugung in Zukunft ändern sollte. Denn PRO DV hat sich in den letzten Jahren neu ausgerichtet und adressiert mit Themen wie Business Continuity Management, Krisenmanagement oder auch IT-Sicherheit Bereiche, in denen eine starke Nachfrage besteht und auch in Zukunft zu erwarten ist. Auch das Wachstum der personellen Kapazitäten, eine kritische Voraussetzung für unsere Wachstumsannahmen, scheint seit dem letzten Jahr an Schwung zu gewinnen. Vor diesem Hintergrund halten wir die Annahme über das künftige Umsatzwachstum weiter für gerechtfertigt. Kann das gelingen, sollten sich hieraus

Skaleneffekte ergeben und eine schrittweise Margenerhöhung ermöglichen.

## Umsatzreihe erhöht

Ungeachtet der unveränderten Grundannahmen haben wir unsere Schätzungen im Detail in Reaktion auf die letztjährigen Zahlen etwas angepasst. Vor allem haben wir auf der Grundlage des höher als erwartet ausgefallenen Umsatzwachstums in 2020, das vor allem von der Zunahme der wiederkehrenden Wartungs- und Lizenzerlöse profitiert hatte, unsere Umsatzschätzung auch für das laufende Jahr geringfügig angehoben. Statt wie bisher mit 3,1 Mio. Euro kalkulieren wir nun mit 3,3 Mio. Euro. Da wir anschließend die unterstellten Wachstumsraten unverändert gelassen haben, ergibt sich daraus eine insgesamt etwas erhöhte Umsatzreihe. Für das Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 rechnen wir nun mit Erlösen von 5,2 Mio. Euro.

## Veränderung der Aufwandsstruktur

Das höhere Gewicht der Lizenzeinnahmen haben wir auch in einem höheren Ansatz des Materialaufwands für die bezogenen Lizenzen berücksichtigt, woraus sich eine insgesamt niedrigere Rohmarge ergeben hat. Auch wenn wir ab 2021 wieder mit höheren Dienst-

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	3,33	3,59	3,84	4,11	4,40	4,71	4,99	5,24
Umsatzwachstum		8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%
EBIT-Marge	2,6%	3,3%	3,8%	4,5%	6,5%	7,1%	7,6%	7,6%
<b>EBIT</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,19</b>	<b>0,29</b>	<b>0,33</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>NOPAT</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,19</b>	<b>0,29</b>	<b>0,33</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,10	0,09	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>	<b>0,28</b>	<b>0,32</b>	<b>0,36</b>	<b>0,41</b>	<b>0,43</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,34	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
- Investitionen AV	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,23</b>	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>	<b>0,33</b>	<b>0,37</b>	<b>0,39</b>



leistungseinnahmen rechnen, setzen wir die Rohmarge nun auf knapp unter 80 Prozent an (bisher: über 82 Prozent). Umgekehrt aber haben sich die Quoten für den Personalaufwand und für den sonstigen betrieblichen Aufwand reduziert, sodass die von uns unterstellte EBITDA-Marge weitgehend unverändert geblieben ist. Für 2021 rechnen wir mit 5,5 Prozent, was in absoluten Zahlen ein EBITDA von knapp 0,2 Mio. Euro bedeuten würde.

### Abschreibungen geändert

Verändert haben wir schließlich auch die Abschreibungen, die sich wegen der Aktivierung der letzten Kaufpreiskursrate etwas erhöht haben und sich durch die Anpassung des angenommenen Abschreibungszeitraums nun stärker auf die nächsten Jahre konzentrieren. Das hat zur Folge, dass die EBIT-Marge in den nächsten Jahren etwas unter unseren bisherigen Schätzungen liegt. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums schleicht sich dieser Effekt aber aus, sodass unsere Ziel-EBIT-Marge wie schon bisher bei 7,6 Prozent liegt. Die aus diesen Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

### WACC reduziert

Angepasst haben wir auch den Zinssatz, mit dem wir die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren. 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 etwas reduzierten Ziel-FK-Quote von 33 Prozent (zuvor: 35

Prozent) und einem FK-Zins von 4,5 Prozent hat sich der WACC-Satz, mit dem wir die geschätzten Cashflows diskontieren, von zuvor 7,5 auf 7,0 Prozent ermäßigt.

### Kursziel: 0,95 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 4,1 Mio. Euro bzw. 0,95 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel festlegen. Neben den Schätzungsänderungen und der Reduktion des WACC-Satzes hat auch der Roll-over-Effekt aus der Umstellung unseres Modells auf das neue Basisjahr 2021 zu dieser Erhöhung beigetragen. Für die Aktie, die in den letzten Monaten deutlich gestiegen und sich zwischenzeitlich in die Nähe unseres letzten Kursziels (0,85 Euro) vorgearbeitet hat, sehen wir folglich weiter hohes Aufwärtspotenzial von rund 40 Prozent. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, das wir weiterhin als hoch einstufen. Vor allem die sehr geringe Größe des Unternehmens macht die Erlöse und Erträge anfällig selbst für kleinere Störereignisse wie Erkrankungen oder Verschiebungen von einzelnen Projekten, die bei einer anderen Größe im Grundrauschen untergehen würden. Deswegen halten wir die Einstufung des Schätzrisikos als hoch (5 von 6 möglichen Punkten) weiter für gerechtfertigt.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,0 und 8,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 0,78 und 1,28 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	1,28	1,17	1,08	1,01	0,95
6,5%	1,16	1,08	1,01	0,95	0,90
7,0%	1,07	1,00	<b>0,95</b>	0,90	0,85
7,5%	1,00	0,94	0,89	0,85	0,81
8,0 %	0,94	0,89	0,85	0,81	0,78

## Fazit

---

PRO DV hat das herausfordernde Corona-Jahr mit einem zweistelligen Umsatzplus, einem deutlich verbesserten, positiven Ergebnis und einem hohen Cash-flow-Überschuss abgeschlossen. Gleichwohl blieb das Unternehmen von der Pandemie nicht unberührt, vor allem im Kerngeschäft „Dienstleistungen“ war eine verzögerte Auftragsvergabe und eine infolgedessen niedrigere Auslastung zu beobachten.

Grundsätzlich aber berichtet PRO DV von einer lebhaften Nachfrage in den abgedeckten Themengebieten und sieht sich auch aussichtsreich positioniert, um auf dieser Grundlage weiter zu wachsen. Gestützt wird dieses Vorhaben durch den wiederkehrenden Charakter der im letzten Jahr stark gestiegenen Wartungs- und Lizenzerlöse. Auch kapazitätsseitig hat sich PRO DV letztes Jahr durch die Gewinnung neuer Mitarbeiter verbessert und will das Team auch 2021 vergrößern.

Wir sind für die künftige Entwicklung deswegen züversichtlich. PRO DV hat in den letzten Jahren erhebliche Vorleistungen erbracht, um die eigenen Wachstumschancen zu verbessern. Ohne die Pandemie wä-

ren die Effekte dieser Vorarbeit schon im letzten Jahr noch deutlicher sichtbar geworden, doch nun sehen wir für 2021 die Chance auf eine Aufholbewegung im Beratungsbereich und auf eine Fortsetzung der positiven Trends bei den Lizenzeinnahmen. Sollte die angestrebte Neukundenakquise für die beiden neuen Produkte „Workforce“ und „Emergency“ erfolgreich sein, könnten ab der zweiten Jahreshälfte weitere Lizenzeinnahmen und ab 2022 zusätzliche Wartungserlöse hinzukommen.

Den vielfältigen Chancen stehen unseres Erachtens nur begrenzte operative und finanzielle Risiken gegenüber. Mit einer breiten Kundenbasis, einer etablierten Marktposition, einer hohen Liquidität und einer komfortablen Eigenkapitalposition ist das Unternehmen sehr solide und krisenresistent aufgestellt. Wir bestätigen deswegen unser Urteil „Speculative Buy“ mit dem neuen Kursziel von 0,95 Euro. Der spekulative Charakter der Empfehlung resultiert dabei aus der geringen Größe des Unternehmens und der dadurch bedingten Anfälligkeit der Zahlen selbst für kleinere Störereignisse, was für eine hohe Schätzunsicherheit sorgt.

# 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	0,44	0,36	0,29	0,22	0,15	0,14	0,14	0,14	0,14
1. Immat. VG	0,42	0,34	0,26	0,18	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08
2. Sachanlagen	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,06	0,06
II. UV Summe	0,75	0,73	0,96	1,23	1,53	1,77	1,98	2,16	2,32
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	0,55	0,63	0,75	0,90	1,09	1,28	1,43	1,56	1,66
II. Rückstellungen	0,35	0,15	0,17	0,20	0,22	0,25	0,27	0,30	0,33
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Kurzfristiges FK	0,31	0,32	0,34	0,36	0,38	0,40	0,43	0,45	0,48
<b>BILANZSUMME</b>	<b>1,20</b>	<b>1,10</b>	<b>1,27</b>	<b>1,46</b>	<b>1,69</b>	<b>1,93</b>	<b>2,13</b>	<b>2,31</b>	<b>2,47</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	2,98	3,33	3,59	3,84	4,11	4,40	4,71	4,99	5,24
Rohhertrag	2,23	2,64	2,86	3,06	3,28	3,51	3,76	3,99	4,19
EBITDA	0,13	0,18	0,21	0,24	0,28	0,32	0,36	0,41	0,43
EBIT	0,05	0,09	0,12	0,14	0,19	0,29	0,33	0,38	0,40
EBT	0,04	0,09	0,12	0,15	0,19	0,29	0,34	0,39	0,41
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,04	0,09	0,12	0,15	0,19	0,29	0,34	0,39	0,41
JÜ	0,04	0,09	0,12	0,15	0,19	0,29	0,34	0,39	0,41
EPS	0,01	0,02	0,03	0,03	0,04	0,07	0,08	0,09	0,10



## 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	0,35	-0,16	0,23	0,26	0,29	0,33	0,37	0,41	0,43
CF aus Investition	-0,21	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
CF Finanzierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	-0,19	-0,25	-0,31
Liquidität Jahresanfa.	0,25	0,40	0,22	0,42	0,66	0,92	1,12	1,27	1,40
Liquidität Jahresende	0,40	0,22	0,42	0,66	0,92	1,12	1,27	1,40	1,49

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	15,4%	11,7%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%
Rohtragsmarge	74,9%	79,5%	79,5%	79,6%	79,7%	79,7%	79,8%	79,9%	79,9%
EBITDA-Marge	4,5%	5,5%	5,9%	6,4%	6,8%	7,2%	7,7%	8,2%	8,2%
EBIT-Marge	1,7%	2,6%	3,3%	3,8%	4,5%	6,5%	7,1%	7,6%	7,6%
EBT-Marge	1,4%	2,6%	3,3%	3,8%	4,6%	6,6%	7,2%	7,8%	7,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,4%	2,6%	3,3%	3,8%	4,6%	6,6%	7,2%	7,8%	7,9%

# 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)

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 27.03.2021 um 12:00 Uhr fertiggestellt und am 29.03.2021 um 9:00 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
02.09.2020	Speculative Buy	0,85 Euro	1), 3)
25.03.2020	Speculative Buy	0,75 Euro	1), 3)
23.08.2019	Speculative Buy	0,75 Euro	1), 3)
19.03.2019	Speculative Buy	0,80 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates

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.