

26. Mai 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



mic AG

Umsetzung der Wachstumsstrategie könnte
Neubewertung der Aktie einleiten

Urteil: Speculative Buy (zuvor: ausgesetzt) | Kurs: 1,12 € | Kursziel: 1,90 € (zuvor: ausgesetzt)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Portfolio	8
Marktumfeld	11
Zahlen	13
Equity-Story	15
DCF- und Sum-of-Parts-Bewertung.....	16
Fazit	20
Anhang I: Bilanz und GUV.....	21
Impressum & Disclaimer.....	22

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	1 (Holding)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A254W52
Ticker:	M3BK:GR
Kurs:	1,12 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	2,44 Mio. Stück
Market-Cap:	2,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	2,0 Mio. Euro
Free Float:	ca. 50 %
Kurs Hoch/Tief (3 M):	1,50 / 0,85 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 3 M):	6,1 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Die mic AG hat in den letzten Jahren unter der Leitung von Alleinvorstand Andreas Empl einen tiefgreifenden Restrukturierungsprozess durchlaufen. Dieser ist, abgesehen von noch laufenden juristischen Auseinandersetzungen, aus denen der Vorstand noch signifikante Zahlungszuflüsse erwartet, inzwischen abgeschlossen. Die mic AG ist nun weitgehend schuldenfrei, verfügt nach einer Kapitalerhöhung über eine Liquidität von knapp 1 Mio. Euro und hält mit Smarteag (Anteil 100 Prozent) und Securize IT Solutions (Anteil ca. 17 Prozent) zwei werthaltige Beteiligungen. Deren operative Kerne sind die Gesellschaften fibrisTerre (Smarteag hält 51 Prozent), die ein System für die Überwachung physischer Veränderungen an Infrastruktureinrichtungen vermarktet, und Diso (Securize hält 100 Prozent), die sich auf die Bereiche Cloud, IT-Sicherheit und Digitalisierung von Arbeitsplätzen spezialisiert hat. Nach dem Abschluss der Restrukturierung plant CEO Andreas Empl nun den nächsten Entwicklungsschritt: Mit einer größeren Akquisition könnte sich die mic AG selbst zu einem operativ tätigen Unternehmen wandeln. Als mögliche Betätigungsfelder werden dabei FinTech, Industrie 4.0, IT-Security und Umwelttechnologie genannt.

AG-Einzelabschluss, GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e
Rohergebnis (Mio. Euro)	-1,34	1,31	0,10	0,95
EBIT (Mio. Euro)	-3,60	0,48	-1,09	-1,44
Jahresüberschuss	-6,18	-0,62	-4,93	-1,59
EpS	-0,60	-0,06	-0,33	-0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Rohergebniswachstum	-	-	-92,7%	892,7%
Gewinnwachstum	-	-	-	-
Kurs/Rohergebnis	-	2,09	28,56	2,88
KGV	-	-	-	-
KCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	-	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-	-

Executive Summary

- **Restrukturierung abgeschlossen:** Aufgrund einer enttäuschenden Erfolgsquote im ursprünglichen Kerngeschäft Venture Capital hat mic 2016/17 eine Restrukturierung und Neuausrichtung eingeleitet. Inzwischen ist der Prozess abgeschlossen und das Altportfolio bereinigt worden, so dass die Gesellschaft aktuell nur noch zwei wesentliche Beteiligungen hält. Die Kosten der Holding sind inzwischen sehr gering (0,25 Mio. Euro p.a.) und das Unternehmen ist weitgehend schuldenfrei. Nach einer kürzlich erfolgreich platzierter Kapitalerhöhung verfügt mic nun über eine gute Basis, um eine neue Expansionsphase zu starten.
- **Zwei wesentliche Beteiligungen:** mic hält rund 17 Prozent der Anteile der börsennotierten Securize IT Solutions AG, die sich über ihre hundertprozentige Tochter Diso auf die Digitalisierung von Arbeitsplätzen spezialisiert hat und derzeit ein starkes Wachstum des Cloudgeschäfts verzeichnet. Das Kern-Asset der hundertprozentigen mic-Tochter Smarteag AG ist hingegen die 51-prozentige Beteiligung an der fibris-Terre Systems GmbH, die eine Lösung zur Überwachung physischer Veränderungsprozesse an Infrastruktureinrichtungen wie Brücken oder Tunneln entwickelt hat und vertreibt.
- **Marktkonsolidierung sorgt für neue Akquisitionschancen:** Der Beteiligungsmarkt hat 2019 in einigen Bereichen, wie dem Fundraising und dem Investitionsvolumen, noch neue Rekorde markiert. Dennoch hat sich im Jahresverlauf ein Konsolidierungstrend etabliert, der aktuell durch die Coronakrise noch deutlich verstärkt werden dürfte. Das bietet insbesondere für Akquisitionen neue Chancen.
- **Transaktion in der Vorbereitung:** Nach dem Abschluss der Sanierung bietet mic eine aussichtsreiche Plattform für neues Wachstum. Das Unternehmen verfügt über eine solide Nettoliquidität, einen attraktiven Verlustvortrag in knapp zweistelliger Millionenhöhe, werthaltige Assets und dank der Börsennotierung über Zugang zum Kapitalmarkt, der eine gute Option für Wachstumsfinanzierungen darstellt. Auf dieser Grundlage arbeitet das mic-Management derzeit an einer größeren Übernahme, mit der die Holding selbst zu einer operativ tätigen Gesellschaft werden könnte. Im Fokus stehen dabei Unternehmen aus den Branchen FinTech, Industrie 4.0, IT-Security und Umwelttechnologie. Ein Abschluss würde gegebenenfalls mit einem Ausstieg aus dem Beteiligungsgeschäft einhergehen und perspektivisch den Verkauf der beiden bestehenden Beteiligungen bedingen. An der Börse könnte die Umsetzung dieser Maßnahmen eine Neubewertung des Unternehmens einleiten.
- **Aktie unterbewertet:** Schon die aktuelle Liquidität, die noch erwarteten Zuflüsse aus Forderungen und die Anteile an den beiden wesentlichen Beteiligungen rechtfertigen einen fairen Wert von rund 1,45 Euro je Aktie. Hinzu kommt ein substanzieller potenzieller Wertbeitrag aus der Nutzung des Verlustvortrags, der mit einer Übernahme gehoben werden könnte. Eine potenzielle große und wertsteigernde Transaktion haben wir nur pauschal und relativ vorsichtig einkalkuliert und auf dieser Basis ein Kursziel von 1,90 Euro je Aktie ermittelt. Angesichts eines Kurspotenzials von rund 70 Prozent bei einer relativ hohen Prognoseunsicherheit vergeben wir das Urteil „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Etablierte Kapitalmarktpräsenz erleichtert Wachstumsfinanzierung und bietet gute Plattform für künftige Expansion.
- Gute Asset-Basis mit zwei werthaltigen Beteiligungen und positiver Nettoliquidität, Holding weitgehend schuldenfrei.
- Know-how in attraktiven Wachstumsbranchen.
- Alleinvorstand mit langjähriger Erfahrung in der Umsetzung von Transaktionen und großem Netzwerk; renommiertes Aussichtsrat.
- Strategische Akquisition in fortgeschrittener Anbahnung; mehrere attraktive Kandidaten befinden sich in der Prüfung.

Chancen

- Der Marktwert der mic AG ist sehr niedrig und wird schon von der Liquidität und (geschätzten) Forderungen größtenteils abgedeckt. Das weist auf eine Unterbewertung hin.
- Die beiden Kernbeteiligungen verfügen über attraktive Wachstumschancen.
- Kann die Werthaltigkeit der Beteiligungen untermauert werden, etwa über einen (Teil-) Verkauf, sollte sich das positiv auf den Marktwert von mic auswirken.
- Gelingt die Umsetzung einer strategischen Akquisition und damit der Wandel von mic zu einer operativ tätigen Gesellschaft, dürfte das eine Neubewertung der Aktie an der Börse einleiten.
- Die mögliche Nutzung des hohen Verlustvortrags macht die Gesellschaft zusätzlich attraktiv und stellt eine nicht zu vernachlässigende Wertkomponente dar.

Schwächen

- Aufgrund des Scheiterns des vom ehemaligen Management verfolgten Geschäftsmodells muss das Vertrauen am Kapitalmarkt schrittweise wiederhergestellt werden.
- Die letzten Jahre waren von hohen Abschreibungen auf das Altportfolio und entsprechend großen Verlusten geprägt.
- Das Portfolio ist aktuell sehr klein, die Gesellschaft hat derzeit insgesamt nicht die notwendige Größe für eine Börsennotierung.
- Abhängigkeit von kleinem Führungsteam (Alleinvorstand & AR).

Risiken

- Da im Moment nur noch zwei wesentliche Beteiligungen bestehen, ist das Portfolio kaum diversifiziert. Dementsprechend würde eine Fehlentwicklung bei einer Gesellschaft ausreichen, um den Unternehmenswert von mic spürbar zu schmälern.
- Derzeit laufen noch diverse Rechtsstreitigkeiten zu früheren Geschäftsvorfällen. Das Management rechnet daraus per Saldo noch mit Mittelzuflüssen, aber der Ausgang ist mit Unsicherheit behaftet.
- Die künftige Entwicklung hängt stark davon ab, ob es dem Management gelingt, wertschöpfende Transaktionen abzuschließen. Das bedingt aktuell eine hohe Prognoseunsicherheit.
- Die geplante Expansion wird vermutlich mit einer Aktienausgabe und einer größeren Anteilsverwässerung (die aber nicht zwingend wertmindernd sein muss) einhergehen.

Profil

Holding mit zwei Beteiligungen

Die seit dem Jahr 2006 börsennotierte mic AG mit Sitz in München, die derzeit im Scale-Segment der Börse Frankfurt gelistet ist, hat in den letzten Jahren einen tiefgreifenden Transformationsprozess durchlaufen. Nach der Gründung im Jahr 2001, zunächst noch als GmbH, lag der Fokus zunächst auf Venture-Capital-Frühphaseninvestments. Aus der breiten Streuung des Portfolios resultierte aber letztlich eine sehr geringe Erfolgsquote. Im September 2016 wurde infolgedessen eine Refokussierung der Aktivitäten eingeleitet, die im Nachgang zu umfangreichen Abschreibungen im Beteiligungsportfolio führte. Der seit dem August 2017 amtierende CEO Andreas Empl, der vor seiner Berufung mehr als zehn Jahre mit einer eigenen Agentur im Bereich Private Equity und Corporate Finance aktiv war und in dieser Zeit u.a. ein breites internationales Investoren-Netzwerk aufgebaut hat, hat diesen Prozess zunächst als Berater begleitet und mit der Übernahme des Vorstandspostens stark forciert. Inzwischen konnte die Restrukturierung weitgehend abgeschlossen werden. Die mic AG präsentiert sich aktuell als eine Technologiehoding mit zwei wesentlichen Beteiligungen, deren Schwerpunkte einerseits in der Digitalisierung von Arbeitsplätzen sowie der IT-Sicherheit und andererseits in IT-gestützten Lösungen für die Infrastrukturüberwachung liegen. Mit der Sanierung und Fokussierung wurde eine gute Ausgangsbasis geschaffen, um im laufenden Jahr eine neue Wachstumsphase einzuleiten.

Schlank aufgestellt

In der Vergangenheit war die mic AG als übergeordnete Holding positioniert, die einzelne Themenholdings entwickelte, in denen wiederum ein großer Teil der operativen Beteiligungen angesiedelt war. Diese Organisationsstruktur bedingte Overheadkosten auf drei Stufen. Mit der Restrukturierung wurden die Strukturen und die Gesellschaft selbst erheblich verschlankt. Derzeit ist Alleinvorstand Andreas Empl der einzige Mitarbeiter der Holding, daher betragen die Fixkosten der AG pro Jahr aktuell lediglich ca. 250

Tsd. Euro (und könnten im nächsten Jahr noch weiter reduziert werden). Mit der Anfang April dieses Jahres erfolgten Verlängerung des Vorstandsvertrags bis zum 1. April 2024 wurde vereinbart, dass Herr Empl Teile seines Gehalts künftig in Aktien der mic AG reinvestiert. Auch der Aufsichtsrat hat sich bereit erklärt, bis zu 50 Prozent der Vergütung in Aktien zu erhalten oder die entsprechenden Mittel in die Anteilscheine zu reinvestieren. Derzeit besteht das Gremium aus drei Mitgliedern: Neben dem seit 2017 amtierenden Vorsitzenden Dr. Jürgen Gromer, dem Gründer und ehemaligen CEO von Tyco Electronics, und seinem ebenfalls 2017 berufenen Stellvertreter, dem früheren PricewaterhouseCoopers Top-Manager Ernst-Wilhelm Frings, gehört noch der Steuerberater Dr. Christoph Ludwig zum Team.

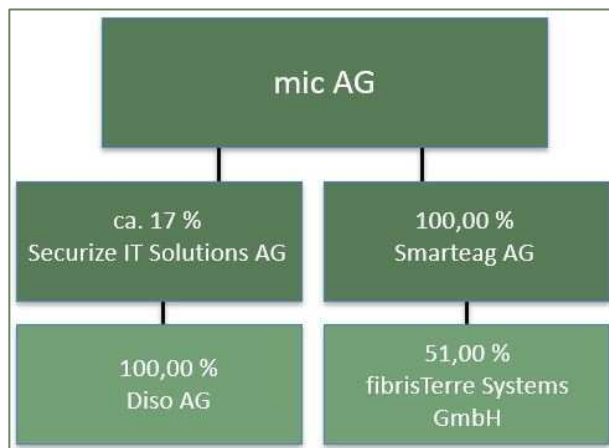


Quelle: Unternehmen

Hoher Anteil strategischer Investoren

Während die Gremiumsmitglieder in der Vergangenheit keine Aktien von mic gehalten haben, werden sie mit der Umsetzung der Vereinbarung sukzessive zu substanzialen Aktionären. Derzeit befinden sich die Anteilscheine zu einem großen Teil (ca. 40 Prozent) im Besitz strategischer institutioneller Investoren. Aktuelle Daten zur Aktionärsstruktur wurden zwar nicht veröffentlicht, aber der Streubesitz beträgt schätzungsweise 50 Prozent. Die Besitzverhältnisse haben sich im laufenden Jahr deutlich verschoben, da das Unterneh-

men zum Abschluss der Restrukturierung eine Kapitalherabsetzung im Verhältnis von 10:1 durchgeführt und die Aktienzahl so von rund 15,3 auf 1,53 Mio. Stück reduziert hat, auf die im Anschluss eine Barkapitalerhöhung folgte. Im Rahmen dessen wurden rd. 915 Tsd. Aktien zu einem Kurs von 1,05 Euro platziert, wobei rund 63 Prozent von Altaktionären bezogen und knapp 37 Prozent von neuen institutionellen Akteuren erworben wurden.



Quelle: Unternehmen

Solide Basis...

Mit der Restrukturierung, der Fokussierung und der Kapitalerhöhung wurde die Beteiligungsgesellschaft wieder auf eine solide Grundlage gestellt. Das Unternehmen verfügt nun über eine Liquidität von knapp 1 Mio. Euro, außerdem erwartet das Management aus Steuerrückforderungen und Rechtsstreitigkeiten per Saldo noch einen Betrag in ähnlicher Höhe (siehe Kapitel Zahlen). Die wesentlichen Wertbestandteile im Beteiligungsportfolio sind die 17-prozentige Beteiligung an der börsennotierten Gesellschaft Securize IT Solutions AG sowie der Vollbesitz der Holding Smarteag AG, deren wesentliches Asset wiederum von der

Mehrheitsbeteiligung (51 Prozent) an der fibrisTerre Systems GmbH dargestellt wird. Außerdem hält die mic AG noch 91 Prozent an der 4industries AG. Diese Position ist komplett abgeschrieben, dennoch steht noch ein geringfügiger Rückfluss in Höhe von 0,1 Mio. Euro aus dem Verkauf der 4industries-Tochter 3-Edge an.

... für geplante Expansion

Damit besteht nun eine bereinigte Plattform im Beteiligungsgeschäft, die die Basis für neue Wachstumsinitiativen darstellen soll. Neben dem Know-how in attraktiven Branchen und der verfügbaren Liquidität steht dem Management zur Einleitung der Expansion ein umfangreiches genehmigtes Kapital im Volumen von rund 6,5 Mio. Euro zur Verfügung, das für aussichtsreiche Opportunitäten genutzt werden soll. Die Gesellschaft ist nun auf der Suche nach einem Mittelstandsunternehmen aus den Bereichen FinTech, Industrie 4.0, IT-Security und Umwelttechnologie, das sich idealerweise in seinem Markt bereits etabliert hat, deutlich profitabel wirtschaftet und über ein signifikantes Wachstumspotenzial verfügt. Während eine Übernahme tendenziell über eine Sachkapitalerhöhung erfolgen soll, kann die vorhandene Liquidität anschließend zur Forcierung der Expansion eingesetzt werden. Somit sieht das Management die größten Chancen vor allem in Wachstumsfinanzierungen. Derzeit werden mögliche Transaktionen kontinuierlich geprüft, wobei verschiedene Szenarien für die weitere Geschäftsentwicklung denkbar sind. mic könnte sich beispielsweise mit einer Übernahme selbst zu einer operativ tätigen Gesellschaft wandeln und das Beteiligungsgeschäft aufgeben, was perspektivisch zur Veräußerung der Anteile an den Portfoliounternehmen führen würde.

Portfolio

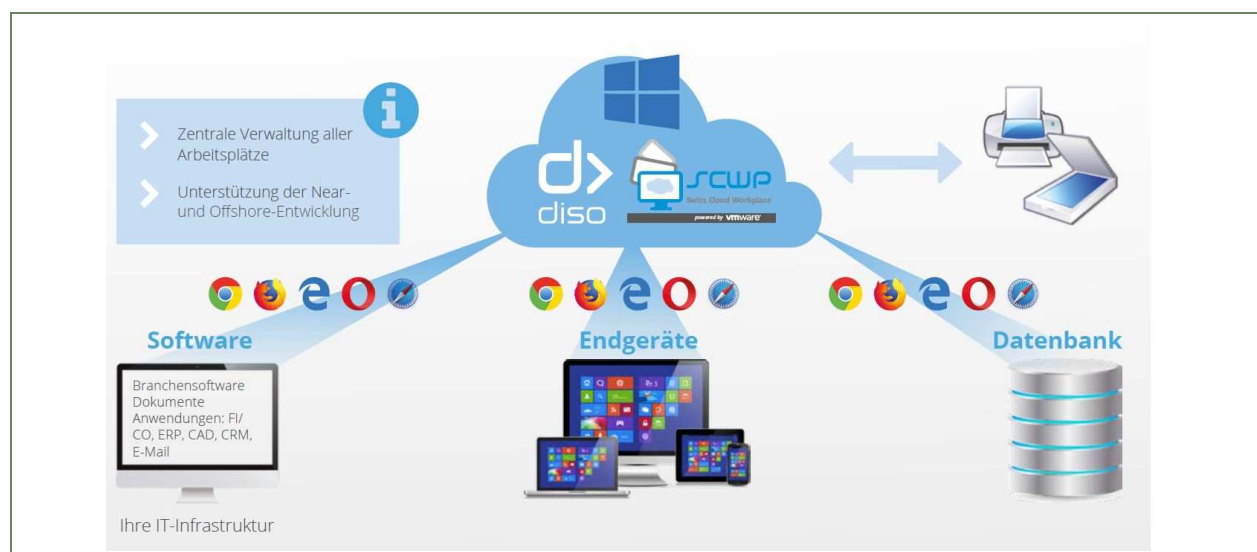
Securize bereits börsennotiert

Die Securize IT Solutions AG, deren Aktie bereits Ende 2014 an der Regionalbörse München eingeführt worden ist, wurde im Jahr 2011 als Tochter der mic AG (zunächst noch unter den Namen mic IT und später micData) auf Beteiligungen im IT-Sektor ausgerichtet und hat im Anschluss als Kerninvestments in die dimensio informatics GmbH und in die Diso AG investiert. Im Rahmen des Restrukturierungsprozesses von mic hat sich auch Securize stärker fokussiert. Nachdem im Frühjahr 2019 zunächst die Anteile von dimensio veräußert wurden, konnte die Diso-Position im November gegen eine Barzahlung von 315 Tsd. Euro und die Ausgabe von 840 Tsd. Aktien von 58 auf 100 Prozent aufgestockt werden. Zeitgleich hat die Gesellschaft gegen Ausgabe von weiteren 50 Tsd. Aktien das von der mic AG gegründete Start-up Chainledger übernommen, das an der effizienten und sicheren Gestaltung von Unternehmensprozessen mit Blockchainlösungen arbeitet.

Fokus: Sicherer Cloud-Arbeitsplatz

Klarer Schwerpunkt von Securize ist seit der vollständigen Übernahme aber die Schweizer Diso AG. Die Wurzeln des IT-Dienstleisters liegen im Datenbank-

geschäft mit Oracle-Lösungen, mit dem auch heute noch ein Teil der Erlöse erwirtschaftet wird. Aufbauend auf der etablierten Marktposition in diesem Bereich wurde in den letzten Jahren sukzessive ein breites Angebot von Cloudlösungen für die Digitalisierung von Arbeitsplätzen aufgebaut, das beispielsweise die Bereitstellung der nötigen Infrastruktur (Infrastructure as a Service) und Software (Software as a Service) sowie von cloudgestützten Arbeitsplatzlösungen (Desktop as a Service) umfasst. Aus den eigenen Entwicklungstätigkeiten ist auf Basis der Technologie Horizon DaaS des US-Konzerns VMware eine Komplettlösung für einen hochsicheren virtuellen Arbeitsplatz entstanden, die unter dem Namen Swiss Cloud Workplace (SCWP) vertrieben wird und inzwischen im Mittelpunkt der Wachstumsstrategie steht. SCWP erfüllt höchste Sicherheitsanforderungen, u.a. auch mit der Bereitstellung über einen Schweizer Hochsicherheitsdatencenter, und ermöglicht den Nutzern einen schnellen und einfachen Zugriff auf ihren virtuellen Desktop über beliebige Endgeräte und Browser (siehe Abbildung). Die Zielgruppe für die Lösung sind größere Unternehmen in Deutschland und der Schweiz, wobei der typische Nutzer aus dem Vor-



Diso-Kernprodukt Swiss Cloud Workplace; Quelle: Diso

standsbereich sowie den M&A-, Rechts- und Patentabteilungen stammt. Im Rahmen der Einführung der Lösung bei den Kunden wird das System auf die ermittelten individuellen Bedürfnisse der Nutzer passgenau zugeschnitten.

Hohes Wachstum der Cloud-Erlöse

Der Kundenstamm besteht bislang vor allem aus mittelständischen Unternehmen in der Schweiz, aber im Jahr 2018 ist Diso auch ein spektakulärer Erfolg in Deutschland gelungen, als der damalige DAX-Konzern thyssenkrupp als SCWP-Kunde gewonnen werden konnte. Infolgedessen konnte die Gesellschaft ihren Umsatz in der Finanzperiode um 9 Prozent auf 9,8 Mio. CHF steigern und das Ergebnis von -182 Tsd. CHF auf +67 Tsd. CHF ins Plus drehen. Im letzten Geschäftsjahr gab es kein vergleichbar großes Neuprojekt, weswegen der Umsatz moderat zurückgegangen ist. Trotzdem konnte nach vorläufigen Zahlen der Gewinn weiter gesteigert werden auf etwas mehr als 100 Tsd. CHF. Ein Treiber war dabei das starke Wachstum der Cloud-Computing-Erlöse, die um 50 Prozent zugelegt haben.

Zukäufe möglich

Securize erstellt allerdings keinen konsolidierten Konzernabschluss, sondern nur einen Einzelabschluss, weshalb diese Zahlen in der GuV der Gesellschaft nicht enthalten sind. Ohne eigenes operatives Geschäft betrug der Umsatz des Unternehmens im Jahr 2018 lediglich 104,4 Tsd., woraus nach Abzug der überschaubaren Holdingkosten (und Sonderaufwendungen) ein Jahresverlust von 293,5 Tsd. Euro resultierte. Die wichtigste Bilanzposition waren die Anteile an verbundenen Unternehmen mit 1,2 Mio. Euro, dem stand bei einer Bilanzsumme von 1,5 Mio. Euro auf der Passivseite ein Eigenkapital von 0,6 Mio. Euro gegenüber. 2019 hat sich daran nichts Grundlegendes geändert, aber es wurde gemeldet, dass der Verlust nach vorläufigen Zahlen trotz Aufwendungen für die Umfirmierung (in Securize) und durchgeführte Kapitalmaßnahmen verringert werden konnte. Das Unternehmen hatte im Jahresverlauf das Eigenkapital mit der Emission von 922,5 Tsd. Aktien zu einem Kurs von 1,02 Euro gestärkt. Damit wurde die Basis geschaffen, um die Expansion weiter voranzutreiben.

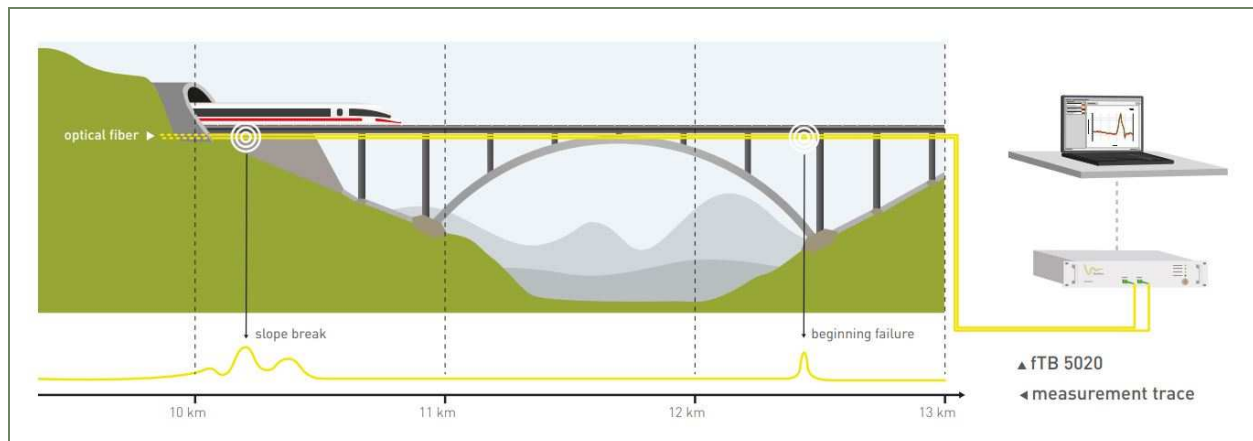
Dazu gehören auch neue Investments, die nach Aussage des Securize-Vorstands Christian Damjakob jetzt wieder erwogen werden. Der Fokus ist dabei auf die Bereiche Cyber-Security und Cloudlösungen gerichtet.

fibrisTerre: Kern-Asset von Smarteag

Während Diso der operative Kern von Securize ist, stellt die fibrisTerre Systems GmbH das wesentliche Asset der Smarteag AG dar. Die in Berlin ansässige Gesellschaft fibrisTerre ist 2010 als Ausgründung aus der Bundesanstalt für Materialforschung und -prüfung entstanden und hat sich von Beginn an auf ein Glasfaser-basiertes Messsystem zur Überwachung von Infrastruktureinrichtungen (z.B. Eisenbahnstrecken, Brücken, Tunnel oder Rohre) durch das sogenannte Distributed Fiber Optic Sensing (DFOS) fokussiert. Die von fibrisTerre dafür entwickelte und patentierte Brillouin Optical Frequency Domain Analysis (BOFDA) zeichnet sich dadurch aus, dass durch eine Auswertung von Lichtsignalen aus verlegten faseroptischen Sensorkabeln (bspw. in Tunnelwänden) Dehnungen oder Temperaturänderungen in Bauwerken oder Leitungen genau erfasst und lokalisiert werden können. Während die Sensorkabel von externen Anbietern zugekauft werden, stellt das Kernelement der Lösung von fibrisTerre die selbst entwickelte Mess- und Analysestation fTB 5020 dar, welche die generierten Daten kontinuierlich erfasst und auswertet.

Zahlreiche Referenzen

Im Wettbewerbsvergleich – weltweit gibt es etwa sechs Anbieter von Brillouin-Sensorik für diesen Anwendungsbereich – ist die Lösung der Berliner nach eigener Aussage genauer und robuster und darüber hinaus kleiner, leichter und energiesparender. Inzwischen konnte das Unternehmen für zahlreiche Einsatzbereiche die Nutzbarkeit der Technologie nachweisen und auch prestigeträchtige Referenzprojekte gewinnen. So wurde die Lösung von fibrisTerre in den vergangenen Jahren unter anderem beim Bau eines großen Eisenbahntunnels („Semmering“) in den österreichischen Alpen genutzt, und im März konnte der Auftrag für den Einsatz des DFOS im Rahmen des Baus eines großen Abwassertunnelsystems in Singapur gewonnen werden. Bis zum Jahr 2025 werden in die



fibrisTerre-Kernprodukt fiB 5020; Quelle: fibrisTerre

Wände von Abwasserrohren und -tunneln auf einer Länge von mehr als 100 km Länge faseroptische Sensorkabel verlegt. Nachdem fibrisTerre in den letzten Jahren Erlöse zwischen ca. 750 und 900 Tsd. Euro p.a. generiert und durchweg profitabel gewirtschaftet hat, dürften der Auftrag und weitere, in der Akquise weit fortgeschrittene Projekte das Wachstum schon in 2020 deutlich stimulieren.

Investorensuche läuft

fibrisTerre stößt derzeit auf eine hohe Nachfrage. Für eine weitere Beschleunigung der Expansion benötigt das Unternehmen aber eine größere Wachstumsfinanzierung, weswegen sich mic bereits 2018 für die Einbindung externer Investoren entschieden hat. Aufgrund der Nähe zum wichtigen asiatischen Markt

wurde hierfür ein IPO in Australien präferiert, zumal dieser Weg schon zuvor mit dem IPO der Gesellschaft Lifespot Health Ltd. erfolgreich beschritten worden war. Börsenturbulenzen im zweiten Halbjahr 2018 sowie neue Leitlinien der australischen Leitbörse ASX, die ein Ausweichen auf den zweiten Handelsplatz NSX nötig machten, haben die Durchführung des Vorhabens aber bislang verhindert. Im Dezember 2019 aktualisierte Pläne, die ein IPO im zweiten Quartal 2020 vorsahen, erscheinen angesichts der Corona-Pandemie nun ebenfalls kaum umsetzbar. mic prüft daher auch andere Finanzierungsoptionen für die Beteiligung, insbesondere den Einstieg von Private-Equity-Gesellschaften, und schließt auch einen vollständigen Exit nicht aus.

Marktumfeld

Beteiligungsmarkt noch relevant

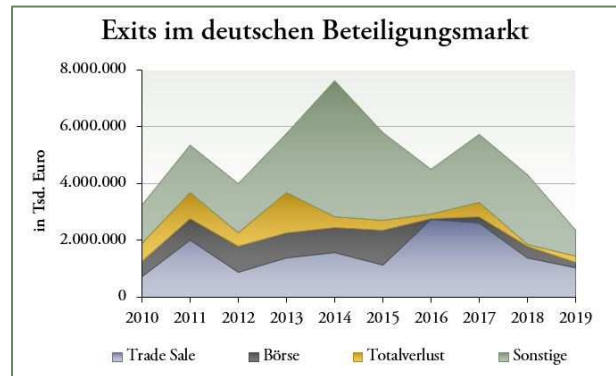
Die mic AG hat die Strukturen bereinigt, den Finanzierungsspielraum mit einer Kapitalerhöhung ausgeweitet und möchte das Geschäft nun mit einer größeren Transaktion auf eine breitere Basis stellen. Ein nicht unwahrscheinliches Szenario ist der Wandel des Unternehmens von einer Holding zu einer operativ tätigen Gesellschaft. In diesem Fall würden mit einer hohen Wahrscheinlichkeit die bestehenden Beteiligungen verkauft und das Beteiligungsgeschäft aufgegeben werden. Bis zur Umsetzung dieser Pläne sind für mic die Rahmenbedingungen auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen aber noch relevant, da die Holding in naher Zukunft als Käufer aktiv werden will und danach mutmaßlich zwei Exits anstreben könnte.



Quelle: BVK

Beteiligungsbranche: Mit Rekord...

In den letzten Jahren hat sich die deutsche Beteiligungsbranche in einem größtenteils positiven Umfeld – abgesehen vom Börseneinbruch im vierten Quartal 2018 – sehr dynamisch entwickelt. Im Jahr 2019 konnten in Bezug auf zentrale Kennzahlen neue Rekorde markiert werden. So erhöhten sich unter anderem die Investitionen der Unternehmen um 19 Prozent auf einen neuen historischen Höchststand von 14,3 Mrd. Euro, und auch das Fundraising expandierte stark, um 24 Prozent auf 5,2 Mrd. Euro (Datenquelle: BVK).



Quelle: BVK

...Zenit überschritten

In der Exit-Statistik zeigten sich jedoch bereits deutliche Brems Spuren, die darauf hindeuteten, dass die Branche ihren zyklischen Höhepunkt überschritten hat. So ist das Volumen der Portfolioabgänge in 2019 um rund 45 Prozent auf 2,3 Mrd. Euro zurückgegangen, wobei sich vor allem die in der Abbildung im Bereich „Sonstige“ erfassten Verkäufe an andere Beteiligungsgesellschaften oder Finanzinstitutionen von 2,1 auf 0,8 Mrd. Euro fast gedrittelt haben. Zugleich hat sich das Volumen der Totalverluste, allerdings von sehr niedrigem Niveau aus, auf 0,2 Mrd. Euro etwas mehr als verdoppelt (Datenquelle: BVK).

Branchenklima dürfte weiter leiden

Den Abschwung der Branche nach den vorherigen Boomjahren zeigt auch das von KfW und BVK erhobene Stimmungsbarometer für die Private-Equity-Industrie. Die darin abgefragten Einschätzungen zur Lage und zu den Geschäftserwartungen, die noch im Jahresverlauf 2018 einen Höchstwert markierten, sind 2019 deutlich zurückgegangen. Während sich die Lageinschätzung zum Jahresende aber zumindest noch im positiven Bereich bewegte, lagen die positiven und negativen Einschätzungen zu den Geschäftserwartungen erstmals seit 2015 nur noch gleichauf. Eine deutliche Belastung ging dabei von dem steigenden Abschreibungsdruck und den hohen Einstiegspreisen

aus, während das Fundraising-Klima und die Exit-Möglichkeiten positiv bewertet wurden (Quelle: KfW/ BVK German Private Equity Barometer 4. Quartal 2019). Mit den drastischen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im laufenden Jahr dürfte es nun erhebliche Verschiebungen geben. Wir rechnen damit, dass die beiden genannten positiven Faktoren zumindest temporär eher zu einer Belastung werden, und dass die Notwendigkeit für Abschreibungen noch einmal stark zunimmt. Demgegenüber könnte es bei den Einstiegspreisen eine Entlastung geben, was für bessere Akquisitionschancen sorgen sollte. Per Saldo erwarten wir, dass das Geschäftsklima insgesamt deutlich in den negativen Bereich dreht.



Quelle: KfW, BVK

Zahlen

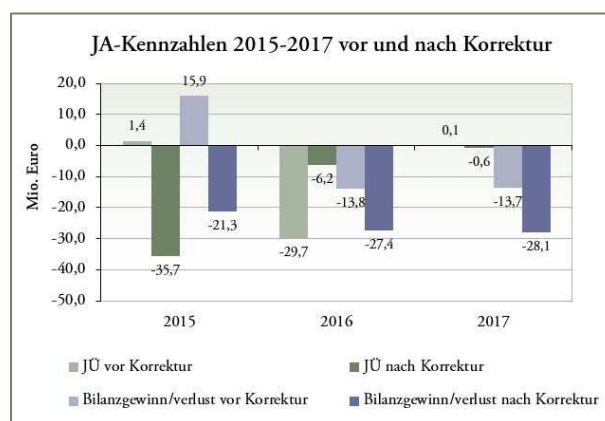
Restrukturierung in 2016/17 gestartet

Die enttäuschende Geschäftsentwicklung führte in den Jahren 2016 und 2017 zu mehreren Wechseln im Vorstand und zu der umfassenden Restrukturierung der mic AG, in deren Folge bereits der Abschluss für die Finanzperiode 2016 von hohen Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere in Höhe von rund 27 Mio. Euro geprägt war. Doch 2019 machten neue Erkenntnisse über die wirtschaftlichen Verhältnisse der mic AG in den Vorjahren, die Alleinvorstand Andreas Empl und der Aufsichtsrat im Zuge des Sanierungsprozesses gewonnen haben, eine Korrektur des Jahresabschluss für 2015 notwendig, aus der sich auch für die Folgejahre Anpassungsbedarf ergeben hat.

Jahresabschlüsse korrigiert

Im Wesentlichen war dies darauf zurückzuführen, dass bei mehreren Beteiligungsunternehmen (Proxi-musDA GmbH, 4DForce GmbH, µ-GPS Optics GmbH) zum Erstellungszeitpunkt des Abschlusses für 2015 vorliegende bewertungsrelevante Informationen nicht berücksichtigt wurden und zudem die Bewertung einer weiteren Gesellschaft (PIMON) auf einer einzigen Transaktion beruhte, deren ausländischer Vertragspartner aber nicht greifbar war und über dessen Bonität ein nicht zutreffender Eindruck vermittelt wurde. Darüber hinaus wurde die Liquiditätslage der mic AG falsch eingeschätzt. Aus der in 2019 vorgenommenen Neubewertung der damaligen bilanziellen Lage resultierten zusätzliche, nicht liquiditätswirksame Abschreibungen von 37,2 Mio. Euro im Jahr 2015, was statt eines zuvor ausgewiesenen Überschusses von 1,4 Mio. Euro zu einem Fehlbetrag von 35,7 Mio. Euro führte. Aus einem Bilanzgewinn von 15,9 Mio. Euro zum Jahresende wurde so ein Bilanzverlust in Höhe von 21,3 Mio. Euro. In der Folgeperiode hat sich (da sich ein Teil der ursprünglich vorgenommenen Abschreibungen auf 2015 verlagert hat) der Fehlbetrag mit der Neubewertung zwar von 29,7 auf 6,2 Mio. Euro reduziert, aber der Bilanzverlust lag zum Jahresende trotzdem mit 27,4 Mio. Euro erheblich

über dem vorher bilanzierten Wert (13,8 Mio. Euro). Auch für 2017 mussten in Bezug auf die Erlös-, Ertrags- und Kostenpositionen noch Anpassungen vorgenommen werden, die aber im Vergleich mit den Vorjahren vergleichsweise moderat ausgefallen sind (u.a. Jahresfehlbetrag von 0,6 Mio. Euro statt Überschuss in Höhe von 0,1 Mio. Euro).



Quelle: Unternehmen

Schadensersatzklagen eingeleitet

Aus dem Restrukturierungsprozess und der Aufbereitung der früheren Jahresabschlüsse haben sich für die Gremien der mic AG zahlreiche Anhaltspunkte für Pflichtverstöße von ehemaligen Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrates ergeben, wobei dabei Claus-Georg Müller (ehemals CEO), Oliver Kolbe (ehemals CIO), Manuel Reitmeier (ehemals CFO) und Reiner Fischer (ehemals AR-Vorsitzender) im Mittelpunkt stehen. Die Pflichtverletzungen sind aus Sicht der Verantwortlichen nicht nur strafrechtlich relevant, sondern bedingen auch Schadensersatzforderungen, die mic und ihre Beteiligungen mit mehreren Klagen geltend gemacht haben. Das Volumen der Forderungen liegt im knapp siebenstelligen Bereich, allerdings wurden auch Gegenforderungen von involvierten Personen mit einem niedrigen sechsstelligen Volumen erhoben. Aus der Korrektur früherer Steuererklärungen im Nachgang zu einer geänderten

Rechtsprechung könnten dem Unternehmen außerdem Steuerzahlungen von ca. 300 Tsd. Euro erstattet werden.

Sanierung abgeschlossen

Zwar sind die Verfahren zum Teil noch anhängig, aber außerhalb der juristischen Auseinandersetzungen ist die Sanierung der mic AG aus Sicht von Vorstand Empl abgeschlossen. Die notwendigen Abschreibungen und Liquidationen von Beteiligungen sind erfolgt und die Bilanz ist damit bereinigt. In dem im September 2019 aufgestellten Jahresabschluss für die Finanzperiode 2018 hatten vor allem Abschreibungen auf Finanzanlagen in Höhe von 3,9 Mio. Euro und Einzelwertberichtigungen auf Forderungen in Höhe von 1 Mio. Euro noch einmal zu einem Fehlbetrag von 4,9 Mio. Euro geführt, worauf der Verlust der Hälfte des Grundkapitals, das sich Ende 2018 auf nur noch rund 3 Mio. Euro belief, gemeldet werden musste. Daraufhin hat die Hauptversammlung im Dezember 2019 auf Vorschlag der Gremien einer Kapitalherabsetzung im Verhältnis von 10 zu 1 zum Verlustausgleich zugestimmt, so dass das Grundkapital von rund 15,3 auf 1,53 Mio. Euro reduziert wurde.

Geschäftszahlen	2018	2019*	Änderung
Rohergebnis	0,10	0,95	850,0%
Operatives Ergebnis	-1,74	0,01	-
Abschreibungen**	3,94	1,45	-61,2%
Nettoergebnis	-4,93	-1,49	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

**vorläufig; ** auf Wertpapiere und Finanzanlagen in 2018 bzw. auf von mic gehaltene Patente und die Beteiligung 4industries in 2019*

Ausgeglichenes operatives Ergebnis

Vorläufigen Zahlen zufolge hat sich die Ergebnissituation im letzten Geschäftsjahr schon deutlich verbes-

sert. Dank eines sprunghaften Anstiegs des Rohergebnisses von 0,1 auf 0,95 Mio. Euro konnte ein ausgeglichenes operatives Ergebnis (= Rohergebnis abzüglich Personalaufwand und sonstigem betrieblichen Aufwand) erzielt werden. Das Nettoergebnis wurde aber noch einmal durch außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 1,5 Mio. Euro (Vorjahr: 3,9 Mio. Euro) belastet, die aus der vollständigen Abwertung der Anteile an der 4industries AG sowie aller von der mic AG gehaltenen Patente resultierten. Trotzdem hat sich der ausgewiesene Verlust von -4,9 auf -1,5 Mio. Euro mehr als gedrittelt. Das Eigenkapital ist damit auf knapp 1,6 Mio. Euro zurückgegangen. Zusammen mit Verbindlichkeiten und Rückstellungen in Höhe von fast 0,9 Mio. Euro summierte sich die Bilanzsumme damit auf 2,4 Mio. Euro. Diese teilt sich auf der Aktivseite im Wesentlichen auf die Anteile an Securize und Smarteag sowie Forderungen und Darlehen gegenüber Smarteag auf.

Liquidität gestärkt

Seit dem Jahreswechsel wurden die Verbindlichkeiten und Rückstellungen nach Aussagen des Vorstands weiter deutlich reduziert. Die abgeschlossene Sanierung und die Kapitalherabsetzung haben den Weg frei gemacht zur Durchführung einer Kapitalerhöhung, um die Liquidität zu stärken und einen neuen Wachstumsprozess vorzubereiten. Im Rahmen der Kapitalerhöhung wurden im April rund 915 Tsd. Aktien zu einem Preis von 1,05 Euro je Stück platziert, woraus mic einen Bruttoerlös von etwa 960 Tsd. Euro erzielt hat. Darüber hinaus rechnet das Unternehmen noch mit Steuererstattungen in Höhe von 0,3 Mio. Euro sowie mit möglichen Zuflüssen aus Schadensersatzforderungen in potenziell niedriger siebenstelliger Höhe, wobei diesen auch Gegenforderungen im niedrigeren sechsstelligen Bereich gegenüberstehen.

Equity-Story

Sanierung abgeschlossen

Die mic AG hat einen langen Sanierungsprozess durchlaufen, der inzwischen abgeschlossen werden konnte. Das Portfolio wurde umfangreich bereinigt und besteht nun aus zwei werthaltigen Beteiligungen. Außerdem verfügt das Unternehmen über eine Nettoliquidität von rund 1 Mio. Euro, die durch Zuflüsse aus Schadensersatzklagen und Steuerrückforderungen noch deutlich zunehmen könnte.

Werthaltige Assets

Dank erfolgreicher operativer Töchter sind die beiden mic-Beteiligungen gut positioniert. Die Securize IT Solutions AG, die sich zu rund 17 Prozent im Besitz von mic befindet, ist bereits börsennotiert und fokussiert sich über ihre hundertprozentige Tochter Diso auf die Digitalisierung von Arbeitsplätzen und auf IT-Sicherheit. Die Schweizer Diso AG hat mit dem Swiss Secure Workplace ein aussichtsreiches Produkt entwickelt und kann derzeit im Cloudgeschäft ein starkes Wachstum vorweisen. Deutliche Zuwächse sind auch von der Gesellschaft FibrisTerre zu erwarten, die sich mehrheitlich im Besitz der hundertprozentigen mic-Tochter Smarteag befindet. FibrisTerre vermarktet seit Jahren erfolgreich eine innovative, selbst entwickelte Lösung für die Überwachung physischer Veränderungen an Infrastruktureinrichtungen wie Brücken, Tunneln oder Eisenbahnschienen und stößt derzeit auf eine zunehmende Nachfrage.

Bewertung gut abgesichert

Die vorhandenen Assets stellen eine sehr gute Wertabsicherung für die mic-Aktie dar. Allein die Liquidität und die relativ liquiden Anteile an Securize decken schon fast 50 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung ab. Hinzu kommen die ausstehenden Forderungen sowie die in Relation zum Securize-Paket mutmaßlich noch deutlich wertvollere Beteiligung an FibrisTerre (über Smarteag). Wir gehen davon aus, dass der Net Asset Value – unter Berücksichtigung potenziell in naher Zukunft anstehender Zuflüsse – insge-

samt schon deutlich über dem Börsenwert liegt (siehe Kapitel Bewertung).

Ausbaufähige Plattform

Fantasie erhält die Aktie aber durch die Expansionspläne des Managements. Denn nach dem Abschluss der Sanierung soll die mic AG nun neu ausgerichtet werden. Das könnte zu einer größeren Übernahme führen. Als börsennotierte, nahezu schuldenfreie Gesellschaft mit einer aktuellen Nettoliquidität von knapp 1 Mio. Euro, weiteren in Aussicht stehenden Zuflüssen und zwei Beteiligungen, die potenziell verkauft werden können, bietet das Unternehmen aktuell eine sehr attraktive Plattform für nicht notierte Gesellschaften, die einen Zugang zum Kapitalmarkt suchen. Da ein IPO in der aktuellen Marktlage schwierig ist und generell ein sehr aufwendiges Verfahren darstellt, dessen Erfolg immer auch maßgeblich von der aktuellen Börsenstimmung abhängt, ist eine Einbringung in ein bereits gelistetes Unternehmen gerade jetzt eine attraktive Alternative.

Neubewertung möglich

Aufgrund der Holdingkosten und der geringen Functibilität der Anteile von Portfoliounternehmen werden Beteiligungsgesellschaften in der Regel mit einem deutlichen Abschlag zum Net Asset Value gehandelt. Bei der mic AG ist das aber nicht mehr gerechtfertigt, da ein großer Teil der Assets aus Liquidität, Forderungen (die in naher Zukunft zu Zahlungseingängen führen sollen) und Anteilen an einer bereits börsennotierten Gesellschaft besteht. Und dies ist nur eine Momentaufnahme, denn das Management treibt derzeit die Neuausrichtung voran, die mit einer Akquisition gekrönt werden soll. Gelingt es CEO Andreas Empl tatsächlich, eine etablierte, profitable und wachstumsstarke Firma via Sachkapitalerhöhung zum neuen Kern der mic AG zu machen, würde sich die Börsenbewertung umgehend an dem neuen Kerngeschäft orientieren, was aus unserer Sicht einen erheblichen

Bewertungsspielraum eröffnen könnte. Denn während Beteiligungsgesellschaften üblicherweise auf Basis der Substanz, der vom Net Asset Value abgebildet wird, bewertet werden, richtet sich bei operativ tätigen Gesellschaften der Blick auf die Profitabilität und das

Ertragssteigerungspotenzial (sowie darauf basierenden Kennzahlen). Diese Marktgepflogenheiten können im Fall eines Wechsels im Geschäftsmodell, der neue Entwicklungsperspektiven eröffnet, eine sprunghafte Neubewertung auslösen.

DCF- und Sum-of-Parts-Bewertung

Aufwendige Sanierung

Die mic AG hat ihre Sanierung mittlerweile abgeschlossen. Der Abbau der Verbindlichkeiten aus den früheren Geschäftsaktivitäten ist nur unter Aufwendung erheblicher zeitlicher und finanzieller Ressourcen gelungen, deren Ausmaß unsere Erwartungen zum Veröffentlichungszeitpunkt unserer Erststudie im Februar 2018 noch deutlich übertroffen hat. Zudem sind die nachhaltigen Wertbestandteile, die aus dem Altportfolio in den letzten Jahren extrahiert werden konnten, letztlich deutlich geringer ausgefallen, als von uns damals unterstellt. Das hat zu einem weiteren deutlichen Wertverlust an der Börse geführt. Während die Marktkapitalisierung damals noch 11,1 Mio. Euro betragen hat, sind es aktuell nur noch 2,7 Mio. Euro. Aufgrund des unerwartet schwierigen Prozesses und den zwischenzeitlich schwer quantifizierbaren Auswirkungen hatten wir die Coverage im Dezember 2018 vorerst ausgesetzt.

Sum-of-Parts-Bewertung

In der Zwischenzeit hat das Unternehmen aber erhebliche Fortschritte gemacht. Abgesehen von der juristischen Aufarbeitung, die im laufenden Jahr abgeschlossen werden könnte und aus der der Vorstand per Saldo noch substantielle Mittelzuflüsse erwartet, sind keine wesentlichen Baustellen mehr offen. Das Unternehmen verfügt nach der Kapitalerhöhung schon jetzt über eine Nettoliquidität in Höhe von knapp 1 Mio. Euro sowie über zwei werthaltige Beteiligungen. Wir nehmen auf dieser Basis nun eine Bewertung des Unternehmens mit Hilfe eines Sum-of-Parts-Ansatzes vor, wobei wir für die Abschätzung des Werts von fibrisTerre auf ein überschlägiges DCF-Modell zurückgreifen.

Securize: Anteiliger Börsenwert

Den Wert des Aktienpakets von Securize leiten wir hingegen aus dem anteiligen Börsenwert ab. Bei einem Börsenkurs von aktuell 0,90 Euro beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens auf rund 2,6

Mio. Euro. Umgerechnet auf den von mic gehaltenen Anteil von 17 Prozent entspricht das 0,4 Mio. Euro, die wir in unserer Potenzialwertermittlung ansetzen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die aktuelle Börsenbewertung von Securize, die auf einem sehr illiquiden Handel basiert, das Wertpotenzial des Unternehmens unterschätzt. Denn die operative Kerneinheit von Securize, die hundertprozentige Tochter Diso, hat im letzten Jahr einen Umsatz von ca. 9 Mio. CHF erwirtschaftet, ein positives Ergebnis erwirtschaftet und verfügt mit dem Cloudgeschäft und insbesondere mit dem Produkt Swiss Cloud Workplace über potenzialträchtige Wachstumstreiber. Sollte das Unternehmen weitere operative Erfolge melden können und infolgedessen ein größeres Investoreninteresse wecken, dürfte sich das auch an der Börse positiv bemerkbar machen. Insofern stufen wir die von uns vorgenommene Berücksichtigung zum anteiligen aktuellen Börsenwert als konservativ ein.

fibrisTerre: DCF-Modell

Die hundertprozentige Tochter Smarteag AG mit ihrer 51-prozentigen Beteiligung fibrisTerre ist hingegen noch nicht notiert, weshalb wir eine überschlägige Bewertung mit dem DCF-Verfahren vornehmen. Das Unternehmen erwirtschaftet noch relativ geringe Erlöse, die wir für 2020 auf rund 1 Mio. Euro schätzen, arbeitet aber bereits profitabel. Vor allem aber stößt fibrisTerre derzeit auf eine hohe und steigende Nachfrage, die zu einem dynamischen Wachstum in den nächsten Jahren führen könnte. Wir haben in unserem Modell im Detailprognosezeitraum bis 2027 eine durchschnittliche jährliche Umsatzsteigerungsrate von 20 Prozent angenommen. Ergebnisseitig könnte das Unternehmen schon im laufenden Jahr eine zweistellige EBIT-Marge erwirtschaften und sie mittelfristig noch deutlich erhöhen. Daher haben wir für das Jahr 2027 eine Zielmarge von 20 Prozent angesetzt. Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die zentralen Cashflow-Daten unseres überschlägigen Schätzmodells.

fibrisTerre (in Mio. Euro)	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatz gesamt	1,0	1,2	1,4	1,7	2,1	2,5	3,0	3,6
Umsatzwachstum		20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT-Marge	13,0%	15,0%	17,0%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Steuersatz	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
NOPAT	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
+/- Sonstiges	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Operativer Brutto Cashflow	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
+/- Inv. AV / Änderungen WC	-0,2	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,3	0,3	0,4	0,5

SMC-Schätzmodell

Anteilswert: 1,4 Mio. Euro

Zur Ermittlung des Terminal Value kalkulieren wir mit einem 20-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent. Den aus diesem Modell resultierenden Cashflow haben wir mit einem Diskontierungszins von 6,3 Prozent (WACC) abgezinst (auf Basis: sicherer Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 6,5 Prozent, Beta 1,5, FK-Zielanteil 60 Prozent, FK-Zins 5 Prozent, Steuersatz 32,5 Prozent). Zudem haben wir eine Wachstumsfinanzierung in Höhe von 2,5 Mio. Euro unterstellt (die auch die aktuellen Schulden im niedrigen sechsstelligen Bereich mit abgedeckt) und diese als Fremdkapital angesetzt. De facto müsste ein neuer Investor diese bereitstellen, insofern ist unsere Kalkulation post-money und ergibt einen fairen Wert des Eigenkapitals von 2,7 Mio. Euro. Für den 51-prozentigen Anteil, den mic über die hundertprozentige Tochter Smarteag hält, ergibt sich daraus ein Wert in Höhe von 1,4 Mio. Euro.

Potenzialwert: 1,47 Euro je Aktie

Den kumulierten Wert der Anteile an Securize/Diso und Smarteag/FibrisTerre schätzen wir damit auf 1,8 Mio. Euro. Zur Ermittlung des Potenzialwerts rechnen wir die aktuelle Nettofinanzposition der Holding in Höhe von 0,9 Mio. Euro hinzu. Ferner halten wir es aufgrund der nicht unbeträchtlichen Höhe für angemessen, die aktuellen und voraussichtlichen Netto-

forderungen (erwartete Forderungen abzüglich erwarteter Belastungen) in Höhe von 1,1 Mio. Euro anzusetzen, allerdings in Verbindung mit einem Sicherheitsabschlag von 20 Prozent. Da die Klärung der Ansprüche weit fortgeschritten ist, halten wir das für ausreichend. In Summe resultiert daraus ein Potenzialwert von 3,6 Mio. Euro oder 1,47 Euro je Aktie.

Sum-of-Parts-Bewertung	Antielwert
Securize/Diso	0,4
Smarteag/fibrisTerre	1,4
Portfoliowert	1,8
Nettofinanzvermögen	0,9
Forderungen	0,9
Potenzialwert	3,6
je Aktie (in Euro)	1,47

In Mio. Euro bzw. Euro; Schätzungen SMC-Research

Werthebel durch Übernahme

Wir gehen davon aus, dass sich die Pläne für eine größere Übernahme, mit der die Neuausrichtung von mic abgeschlossen werden soll, bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befinden. Gelingt eine solche Transaktion, dürfte sie unmittelbar einen positiven Werteffekt auslösen. Dieser ist darauf zurückzuführen, dass eine nicht notierte Gesellschaft üblicherweise mit geringeren Multiples bewertet wird als ein börsenge-

handeltes Unternehmen. Je nachdem, welche Wachstumspotenziale der Zugang zum Kapitalmarkt erschließt, kann der Hebel sehr beträchtlich ausfallen. Außerdem sollte ein solcher Deal zumindest eine anteilige Nutzung der Verlustvorträge ermöglichen, die sich bei mic auf einen zweistelligen Millionenbetrag belaufen und damit ein wesentliches „Tax-Asset“ darstellen. Wir berücksichtigen die Chance auf die Nutzung der Verlustvorträge und auf die Neubewertung durch eine Übernahme in unserer Analyse durch einen Aufschlag von 30 Prozent auf den Potenzialwert von mic. Daraus resultiert ein fairer Wert von 1,90 Euro je Aktie, was wir als Kursziel ansetzen.

Prognoserisiko überdurchschnittlich

Ergänzend zur Ermittlung des fairen Werts taxieren wir auch das Prognoserisiko auf einer Skala von 1

(sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch). Die mic AG hat in den letzten zwölf Monaten erhebliche Fortschritte gemacht, die Sanierung der Gesellschaft und des Portfolios ist abgeschlossen. Die beiden Kernbeteiligungen Diso und fibrisTerre sind in ihren Geschäftsfeldern bereits fest etabliert und wirtschaften profitabel, hier sehen wir nur ein durchschnittliches Prognoserisiko. Erheblich höher fällt dieses allerdings bezüglich der erwarteten Zuflüsse aus Forderungen sowie der positiven Effekte einer möglichen Übernahme aus. In Summe sehen wir daher im Moment ein noch deutlich überdurchschnittliches Prognoserisiko und stufen dieses mit 5 Punkten ein.

Fazit

Die Restrukturierung der mic AG war zeit- und kostenintensiv und hat erheblich länger gedauert, als wir ursprünglich erwartet hatten. Abgesehen von juristischen Auseinandersetzungen, aus denen der Vorstand noch einen Mittelzufluss erwartet, ist der Prozess aber inzwischen abgeschlossen. Das Unternehmen verfügt nach der umfassenden Portfoliobereinigung noch über zwei werthaltige Beteiligungen und dank einer Kapitalerhöhung im laufenden Jahr über eine Nettofinanzposition von knapp 1 Mio. Euro.

Das Management arbeitet derzeit an der Umsetzung einer neuen Wachstumsstrategie. Ein mögliches Entwicklungsszenario ist die Übernahme einer größeren Gesellschaft, die bereits substanzielle Erlöse erwirtschaftet, ein positives Ergebnis erzielt, ein deutliches Wachstumspotenzial aufweist und dafür eine Finanzierung benötigt. Im Zuge dessen könnten das Betei-

ligungsgeschäft aufgegeben und die Anteile an den bestehenden Beteiligungen veräußert werden.

Damit würde sich die mic AG perspektivisch zu einem operativ tätigen Unternehmen mit einem etablierten und profitablen Geschäft wandeln. An der Börse könnte das zu einer Neubewertung der Aktie führen. Wir haben diesen Effekt nur sehr vorsichtig einkalkuliert und unsere Bewertung schwerpunktmäßig auf den Bestand (und die erwarteten Zuflüsse aus Forderungen) gestützt. Daraus resultiert ein Kursziel von 1,90 Euro je Aktie und somit ein Kurspotenzial von rund 70 Prozent. Da der Wertbeitrag aus einer möglichen Übernahme sowie aus erwarteten Zuflüssen mit einem relativ hohen Prognoserisiko verbunden ist, lautet unser Urteil mit der Wiederaufnahme der Coverage „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz und GUV

Bilanz

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019e
AKTIVA				
I. AV Summe	7,13	4,90	2,04	1,62
II. UV Summe	2,89	3,75	1,88	0,81
PASSIVA				
I. Eigenkapital	7,21	7,69	3,05	1,57
II. Rückstellungen	0,64	0,20	0,34	0,57
III. Fremdkapital	2,19	0,77	0,54	0,30
BILANZSUMME	10,03	8,66	3,93	2,43

GUV

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019e
Rohergebnis	-1,34	1,31	0,10	0,95
EBITDA	-3,58	0,50	-1,08	0,01
EBIT	-3,60	0,48	-1,09	-1,44
JÜ	-6,18	-0,62	-4,93	-1,59
EPS	-0,60	-0,06	-0,33	-0,10

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.-Kfm. Holger Steffen

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.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 26.05.2020 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 26.05.2020 um 7:50 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
21.12.2018	Ausgesetzt	-	1), 3)
16.08.2018	Speculative Buy	1,05 Euro*	1), 3), 4)

**vor Kapitalschnitt 10:1*

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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