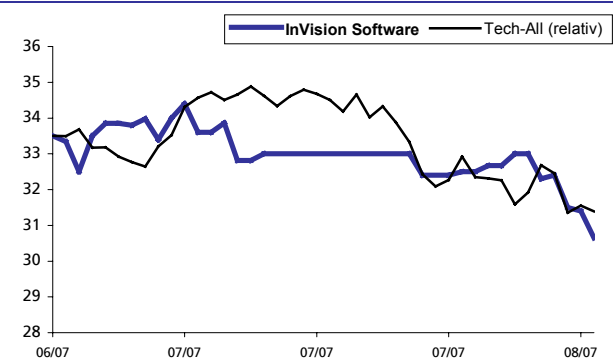


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 40,00** Fokus auf H2
(alt: Kaufen) hoch

Bloomberg: IVX GY Kurs: EUR 30,65
Reuters: IVXG.DE Tech-All: 1.056,37
ISIN: DE000585969
Internet: www.InVision.de
Segment: Prime Standard
Branche: Software



Kursdaten: Bloomberg 14.08.2007 / Schlusskurse

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 34,59 / EUR 30,65
Marktkapitalisierung: EUR 68,50Mio.
Aktienzahl: 2,24 Mio.

Aktionäre: Peter Bollenbeck 25,00%
Matthias Schroer 25,00%
Armand Zohari 25,00%
InVision Holding GmbH 23,79%
Free Float 1,21%

Termine: Zahlen Q3/07 14.11.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 15.08.2007
Felix Eilmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Die InVision AG gab am 14.08.07 nach Börsenschluss die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2007 bekannt. Damit berichtet das Unternehmen erstmals als börsennotierte Gesellschaft (der Börsengang erfolgte am 18.06.2007).

1. Halbjahr 2007				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	4,82	5,92	-18,6%	3,4
EBITDA	-0,94	-0,12	n.a.	-0,8
Marge	-19,6%	-1,9%		-24,4%
EBIT	-0,99	-0,15	n.a.	-0,9
Marge	-20,5%	-2,5%		-25,5%
EBT	-1,05	-0,38	n.a.	-0,9
Marge	-21,8%	-6,4%		-26,7%
EpA	-0,11	-0,06	-	-

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Der Umsatz konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum um starke 41 % gesteigert werden. Der Auslandsumsatz erhöhte sich dabei deutlich um 132 %. Der Auslandsumsatzanteil stieg dabei weiter stark an und liegt nun bei 53 %. Insbesondere die Steigerung des Auslandsumsatzes und der Dienstleistungserlöse (+179 %) zeigt die extrem hohe Dynamik des Geschäftes der InVision. Auch die nachlaufenden Wartungserlöse erhöhten sich um +29%. Lediglich der Lizenzumsatz konnte entgegen unserer Erwartung nicht gesteigert werden. Aufgrund der Tatsache, dass wesentliche Lizenzabschlüsse entgegen unserer ursprünglichen Erwartung nahezu vollständig erst im zweiten Halbjahr getätigt werden können, fehlen gut EUR 1 Mio. dieser hochmargigen Erlöse im zweiten Quartal. Da Lizenzern in der Regel kaum direkte Kosten entgegenstehen, wurde auch unsere Ergebniserwartung stark verfehlt.

(Fortsetzung auf Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 30,65 EUR					
Umsatz	6,4	10,7	18,0	25,6	32,1
<i>Rohrertragsmarge</i>	92,2%	99,2%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA	-1,5	2,0	4,3	7,2	9,6
<i>EBITDA-Marge</i>	-24,3%	18,9%	23,8%	28,0%	29,8%
EBIT	-1,6	1,9	4,2	7,0	9,3
<i>EBIT-Marge</i>	-25,6%	18,2%	23,0%	27,2%	29,0%
Nettoergebnis	-1,2	1,4	2,6	4,6	6,4
Ergebnis je Aktie	-0,56	0,61	1,19	2,08	2,87
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	7,39	4,40	2,61	1,84	1,47
EV/EBITDA	n.m.	23,25	10,98	6,59	4,94
EV/EBIT	n.m.	24,21	11,37	6,79	5,07
KGV	n.m.	50,25	25,76	14,74	10,68
ROCE	-877,2%	187,6%	28,9%	24,1%	26,8%
Adj. Free Cash Flow Yield	-2,3%	2,8%	9,0%	15,0%	20,0%

Obwohl das Halbjahresergebnis damit als „schwach“ zu bezeichnen ist, besteht jedoch kein Anlass, Korrekturen an unserer Einschätzung vorzunehmen, denn:

- Deutliche Steigerung der Lizenzerlöse ist nun im H2 zu erwarten. Insbesondere die im ersten Halbjahr 2007 abgeschlossenen Pilotprojekte unterlegen diese Erwartung. Dieser Erlösart stehen kaum direkte Kosten gegenüber, dies wirkt sich ausgesprochen positiv auf die Ertragssituation aus. Das Ergebnis des H2 wird voraussichtlich extrem positiv ausfallen.
- Wir rechnen mit der Bekanntgabe dieser großen Lizenzabschlüsse im laufenden zweiten Halbjahr, mit einem sehr positiven Effekt auf den Newsflow.
- Nach Gesprächen mit dem Vorstand des Unternehmens halten wir unverändert an unserer Umsatz- und Ertragserwartung fest. Wir erwarten einen Umsatz von rund EUR 18 Mio. bei einem EBIT in Höhe von EUR 4,1 Mio.

Die Bedeutung der Lizenzerlöse ist für ein Softwareproduktunternehmen wie erwähnt, von entscheidender Bedeutung. Einzelne Großprojekte können ganz drastische Ergebnisauswirkungen haben. Insbesondere gilt dies, wenn ein drittes Unternehmen (Partnerunternehmen) das Workforce-Management Projekt bei dem Kunden durchführt und zu diesem Zweck „nur“ die Software bei InVision erwirbt. Auf diese Weise können auch sehr große Projekte durchgeführt werden, die InVision nicht mit dem eigenen, relativ kleinen, Team durchführen kann oder will. Diese Projekte haben einen sehr positiven Einfluss auf die Ertragslage bei InVision. Wir erwarten für das Gesamtjahr Lizenzerlöse in Höhe von rund EUR 10 Mio. Zum Halbjahr lagen die Lizenzerlöse bei lediglich EUR 1,6 Mio. Ein beträchtlicher Teil der noch fehlenden Lizenzerlöse sollte im Rahmen von Projekten der geschilderten Struktur im zweiten Halbjahr folgen.

Wir belassen unsere Einschätzung bei „Kaufen“. Das Kursziel beträgt EUR 40,00.

Kennzahlen (InVision)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	10,7	18,0	25,6	32,1
Gesamtleistung	10,7	18,0	25,6	32,1
Materialaufwand	0,1	0,2	0,3	0,3
Rohrertrag	10,6	17,9	25,3	31,8
Personalkosten	5,7	8,7	11,5	14,2
Sonstiger betrieblicher Aufwand	3,0	5,2	7,2	8,7
EBITDA	2,0	4,3	7,2	9,6
Abschreibungen	0,1	0,1	0,2	0,3
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,9	4,2	7,0	9,3
Finanzergebnis	-0,1	-0,6	-0,8	-0,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,9	3,5	6,2	8,5
Steuern	0,5	0,9	1,5	2,1
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,4	2,6	4,6	6,4
Nettoergebnis	1,4	2,6	4,6	6,4
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	1,5	2,8	4,8	6,7
Free-Cash-Flow	-0,4	0,8	2,8	4,9
Investitionen	0,1	0,2	0,2	0,3

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	0,1	0,0	0,1	0,2
Immat. Vermögen	0,0	0,1	0,1	0,1
Net Working Capital	3,0	5,1	7,2	9,1
Umlaufvermögen	5,6	30,0	35,3	42,5
Liquide Mittel	0,1	22,0	24,8	29,7
Eigenkapital	0,2	24,0	28,6	35,0
Rückstellungen	1,3	1,5	1,8	2,2
Finanzverbindlichkeiten	0,9	0,9	0,9	0,9
Nettoliiquidität	-0,7	21,1	23,9	28,8
Bilanzsumme	5,7	30,1	35,5	42,7

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009

Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	68,1%	68,2%	41,7%	25,4%
EBITDA	n.m.	111,7%	66,6%	33,6%
EBIT	n.m.	113,0%	67,4%	33,8%
EBT	n.m.	87,7%	75,3%	38,0%
Nettoergebnis	n.m.	92,7%	75,3%	38,0%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%
Personalaufwand / Umsatz	53,5%	48,2%	45,0%	44,2%

Umsatzaufteilung	2006	2007e	2008e	2009e
Lizenz Erlöse	6,1	10,4	15,1	18,3

Kursdaten	
Kurs (EUR)	30,65
Marktkap. (Mio. EUR)	69
Enterprise Value (Mio. EUR)	47

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,61	1,19	2,08	2,87
Umsatz je Aktie (EUR)	4,80	8,08	11,45	14,35
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,18	0,35	1,25	2,19
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	50,25	25,76	14,74	10,68
KUV	6,39	3,80	2,68	2,14
EV/SALES	4,40	2,61	1,84	1,47
EV/EBITDA	23,25	10,98	6,59	4,94
EV/EBIT	24,21	11,37	6,79	5,07
KBV	287,83	2,86	2,39	1,96
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend				
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	18,9%	23,8%	28,0%	29,8%
EBIT / Umsatz	18,2%	23,0%	27,2%	29,0%
EBT / Umsatz	17,5%	19,6%	24,2%	26,6%
Nettoergebnis / Umsatz	12,8%	14,7%	18,1%	20,0%
EK-Rendite	577,4%	11,1%	16,2%	18,3%
GK-Rendite	25,1%	9,0%	13,2%	15,1%
ROCE	187,6%	28,9%	24,1%	26,8%

Unternehmensprofil

Die 1996 gegründete Invision ist ein reiner Softwareanbieter für Lösungen aus dem Bereich Workforce-Management. Rund 80 % der Umsatzerlöse sind produktbezogen (Lizenzen und Wartung). Das Unternehmen hat sich auf Großkunden spezialisiert und ermöglicht diesen erhebliche Einsparungen durch eine Optimierung von Arbeitskräften. Dies ist vorwiegend in Bereichen möglich, in denen Planung von Arbeitsbedarf und Arbeitseinsatz möglich sind und wechselseitig optimiert werden können.

Management

Peter Bollenbeck (CEO), Matthias Schroer (CTO)

Aktionäre	
Peter Bollenbeck (CEO)	25,00%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Urheberrechte: Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.