

30. August 2016
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

DEWB AG

Licht und Schatten in der Halbjahresbilanz

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **1,434 Euro** | Kursziel: **3,30 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Jena
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	3 (Holding)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0008041005
Kurs:	1,434 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,23 Mio. Stück
Market Cap:	21,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	20,2 Mio. Euro
Free-Float:	61,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,148 / 1,35 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	23,7 Tsd. Euro

Wie im Vorjahreszeitraum hat DEWB im ersten Halbjahr 2016 keine Anteilsverkäufe durchgeführt, so dass auch keine Erlöse generiert wurden. Das führte zu einem negativen EBIT von 0,45 Mio. Euro und einem Periodenfehlbetrag von 0,7 Mio. Euro. Der nach dem Stichtag erfolgte Verkauf der Beteiligung an JenaBatteries sorgt im zweiten Halbjahr allerdings für Erlöse in Höhe von 2,3 Mio. Euro und einen Gewinnbeitrag von 1,7 Mio. Euro.

Auf der operativen Ebene der Beteiligungen war die Entwicklung uneinheitlich. Bei Noxxon konnte für den anvisierten nächsten Entwicklungsschritt – IPO, Trade-Sale oder Auslizenzierung eines Wirkstoffs – noch kein Vollzug gemeldet werden, bis Jahresende soll aber eine Variante zum Abschluss gebracht werden. DirectPhotonics muss nach der Verfehlung eines Meilensteins in der Produktentwicklung restrukturiert werden, DEWB begleitet den Prozess aktiv und will ein wesentlicher Anteilseigner bleiben. An LemnaTec wurde der Anteil im Rahmen einer Finanzierungsrunde erhöht, das Unternehmen befindet sich nach einem schwächeren Jahr 2015 aktuell wieder auf Wachstumskurs.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014	2015	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	35,79	0,00	0,00	0,00	0,00	2,30
EBIT (Mio. Euro)	9,97	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	0,72
Jahresüberschuss	8,52	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	0,19
EpS	0,56	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	0,01
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	-	-	-	-	-	-
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	0,61	-	-	-	-	9,50
KGV	2,6	-	-	-	-	114,8
KCF	1,01	-	-	-	-	31,50
EV / EBIT	2,0	-	-	-	-	28,1
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

Exit erst nach dem Stichtag

Im ersten Halbjahr hat DEWB keine Anteile von Portfoliounternehmen verkauft und deswegen, wie bereits im Vorjahr, keine Erlöse erzielt. Personalkosten in Höhe von 0,17 Mio. Euro (Vorjahr: 0,16 Mio. Euro) und sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 0,29 Mio. Euro (0,15 Mio. Euro) waren im Wesentlichen verantwortlich für einen EBIT-Fehlbetrag in Höhe von 0,45 Mio. Euro (0,3 Mio. Euro). Bei einem nahezu unveränderten Finanzergebnis von -0,25 Mio. Euro belief sich der Periodenfehlbetrag auf -0,7 Mio. Euro (-0,55 Mio. Euro). Nach dem Stichtag erfolgte der Verkauf der Beteiligung an JenaBatteries für 2,3 Mio. Euro, daraus wird im zweiten Halbjahr ein Gewinnbeitrag von 1,7 Mio. Euro resultieren (siehe Comment vom 15. August).

Geschäftszahlen	HJ 15	HJ 16	Änderung
Erlöse	0,00	0,00	-
EBIT	-0,30	-0,45	-
EBT	-0,54	-0,70	-
Nettoergebnis	-0,55	-0,70	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Noxxon: Nächster Schritt bis Jahresende

Mit dem Halbjahresbericht hat DEWB auch ein Update zur weiteren Entwicklung von Noxxon gegeben. Das angestrebte IPO wurde bislang durch ein schwieriges Börsenumfeld verhindert, stellt aber nach wie vor eine Option dar, ebenso wie ein Trade-Sale an einen strategischen Investor oder die Auslizenzierung / der Verkauf eines Wirkstoffs. An allen Varianten wird weiter gearbeitet, das Ziel bleibt unverändert der Abschluss einer dieser Transaktionen bis zum Jahresende. Die notwendige Zwischenfinanzierung des Unternehmens haben die Bestandsgesellschafter sichergestellt, auch DEWB hat sich engagiert und den Anteil im Zuge dessen minimal auf 14,9 Prozent ausgebaut.

LemnaTec: Nach Umbau auf Wachstumskurs

Substanzieller ist die Anteilsaufstockung an LemnaTec ausgefallen. DEWB begleitet dort den Wandel der Organisationsstruktur von einem familiengeführten Start-up zu einem international aktiven Mittelständler. Dieser erforderte auch einen Wechsel im Management, der bisherige geschäftsführende Gesellschafter ist ausgeschieden, seit Anfang des Jahres wird die Beteiligung von einem branchenerfahrenen Manager aus der Agrarindustrie geleitet. Die beiden Hauptanteilsseigner, DEWB und Anterra Capital, haben im Zuge dessen die Anteile des ehemaligen Geschäftsführers erworben und eine Finanzierungsrunde durchgeführt. Der DEWB-Anteil hat sich so auf 49,7 Prozent erhöht. Nachdem die Erlöse von LemnaTec im letzten Jahr zurückgegangen waren, zeichnet sich aktuellen Angaben zufolge für 2016 die Rückkehr auf den Wachstumspfad ab. Ein wichtiges Prestigeprojekt, die Installation der weltweit größten Freifeldanlage für die Advanced Research Projects Agency-Energy in den USA, konnte bereits im ersten Halbjahr erfolgreich abgeschlossen werden.

DirectPhotonics im Schutzschirmverfahren

DirectPhotonics musste bei einem wichtigen Projekt hingegen einen empfindlichen Rückschlag hinnehmen. Dem Unternehmen ist der anvisierte Sprung von einem 500 auf einen 2.000 Watt-Laser noch nicht gelungen. Im Rahmen einer Finanzierungsrunde Anfang des Jahres, an der sich auch DEWB beteiligt hatte, wurde zunächst eine Fokussierung des Ressourceneinsatzes auf das Bestandsgeschäft bis 500 Watt beschlossen. Ein im letzten Jahr gewonnener strategischer Investor hat sich im Anschluss zurückgezogen. Im Juni hat DirectPhotonics daraufhin die Eröffnung eines Schutzschirmverfahrens im Rahmen der Insolvenzordnung beantragt, das von DEWB finanziert wird. Ziel ist die Entwicklung eines Sanierungsplans, der eine Restrukturierung der Verbindlichkeiten und eine Reorganisation der Gesellschaft umfasst. Dieser soll im Planverfahren, das im September beginnen wird, der Gläubigerversammlung zur Zustimmung vorgelegt werden. Verläuft der Prozess nach den Vorstellungen von DEWB, wird die

Beteiligungsgesellschaft am Ende wesentlicher Anteilseigner eines schuldenfreien Unternehmens sein. Die Lasertechnologie wird unverändert als aussichtsreich eingestuft, daher wurde auch noch keine Abschreibung auf den Buchwert von DirectPhotonics vorgenommen. Allerdings besteht das Risiko, dass die Gläubiger dem Sanierungsplan nicht zustimmen.

Wachstum im Fokus

Aus dem übrigen Portfolio gab es keine ähnlich bedeutenden Nachrichten zu vermelden. MueTec, ein Hersteller von Inspektionssystemen für die Halbleiterproduktion, erwartet nach Zuwächsen in 2015 in der aktuellen Periode eine Konsolidierungsphase. Die neu entwickelte Systemlösung für die Makrodefektinspektion stoße allerdings auf reges Kundeninteresse und lasse für das nächste Jahr ein hohes Wachstum erwarten, weswegen das Unternehmen aktuell die Kapazitäten erweitert. Das Wachstum von Nanotron, einem Spezialisten für die störungssichere Übertragung von Signalen mit Hilfe der Chirp-Technologie, bleibt hingegen weiterhin nur moderat. Zwar ist der Einstieg in die Echtzeitlokalisierung von WiFi-Geräten, die derzeit mit der Entwicklung einer neuen Chipgeneration vollzogen wird, aussichtsreich, aber als kritischer Erfolgsfaktor wird inzwischen vor allem die Einbindung eines größeren Partners gesehen. Vor diesem Hintergrund wurden nach Angaben von DEWB die Gespräche mit möglichen Kandidaten intensiviert.

Positive und negative Effekte halten sich die Waage

In Summe halten sich aus unserer Sicht im bisherigen Jahresverlauf positive und negative Nachrichten aus dem Portfolio die Waage. Als sehr erfreulich werten wir den hochrentablen Verkauf der Anteile an Jenabatteries, innerhalb von drei Jahren wurde die gesamte Investitionssumme von 0,6 Mio. Euro nahezu vervierfacht. Die Entwicklung von LemnaTec und MueTec klingt ebenfalls aussichtsreich. Zwar verläuft der Wachstumsprozess der beiden Gesell-

schaften nicht linear, aber es macht den Eindruck, dass die technologischen Potenziale schrittweise gehoben werden. Das ist bei Nanotron noch nicht gelungen, wir hatten den Bewertungsansatz daher im Mai herabgesetzt und verfolgen nun aufmerksam die Fortschritte in der Partnersuche. Einen Abschlag hatten wir damals auch für Noxxon vorgenommen, da sich der anvisierte Transaktionsabschluss verzögert hat. Beide Wertansätze lassen wir nun unverändert.

Sum-of-parts-Bewertung	Anteil	Wert
DirectPhotonics	42,5%	1,3
LemnaTec	49,7%	15,3
MueTec	92,0%	2,3
Nanotron	20,7%	3,3
Noxxon	14,9%	27,1
Portfolio		49,2
Nettofinanzvermögen		1,6
Potenzialwert		50,8
je Aktie		3,34

Sum-of-Parts: Potenzialwert unverändert

DirectPhotonics hatten wir bislang zum geschätzten Buchwert angesetzt, hier nehmen wir nun vorsichtshalber eine Reduktion um 50 Prozent vor. Positiv wirkt sich im Modell die Anteilsaufstockung an LemnaTec aus, da wir den Unternehmenswert unverändert lassen. Bereits im Modell berücksichtigt hatten wir den JenaBatteries-Exit, die Nettofinanzposition beinhaltet schon die Erlöse und wurde nach den Halbjahreszahlen noch einmal aktualisiert. Die vorgenommenen Änderungen gleichen sich per Saldo fast exakt aus, der Potenzialwert des Portfolios liegt nun bei 50,8 Mio. Euro (bislang: 50,6 Mio. Euro) oder 3,34 Euro je Aktie (bislang: 3,32 Euro je Aktie). Das Kursziel taxieren wir daher unverändert auf 3,30 Euro je Aktie, das Prognoserisiko sehen wir weiterhin mit 5 (von maximal 6) Punkten als überdurchschnittlich an.

Fazit

DEWB hat im laufenden Jahr bereits einen Exit mit einer hohen Rendite zum Abschluss gebracht, was sich in den Zahlen für das zweite Halbjahr positiv niederschlagen wird. Operativ verläuft die Entwicklung von LemnaTec, der wichtigsten Beteiligung im Kernbereich Photonik und Sensorik, verheißungsvoll, mit einem neuen Management und professionelleren Strukturen könnte nun das Potenzial der innovativen technologischen Lösung zur Phänotypisierung von Pflanzen gehoben werden. Auch MueTec steht vor einem Wachstumsschub und erweitert die Kapazitäten, um die rege Nachfrage nach einem neuen Produkt zu befriedigen.

An anderer Stelle müssen aber noch Lösungen gefunden werden. Nanotron braucht einen starken

Partner, um die Marktdurchdringung voranzutreiben, und DirectPhotonics befindet sich nach dem vorläufigen Scheitern eines Entwicklungsprojekts in der Restrukturierung. Vor allem aber steht der nächste Entwicklungsschritt von Noxxon – ein IPO, ein Trade-Sale oder die Auslizenzierung / der Verkauf eines Wirkstoffs – weiter aus.

Das bleibt kurzfristig der wesentliche Treiber für die Aktie. Gelingt es endlich, das mutmaßlich hohe Potenzial von Noxxon in einer Transaktion zu belegen, dürfte auch der Trend der Aktie deutlich drehen. Den Potenzialwert von DEWB taxieren wir unverändert auf 3,30 Euro je Aktie, das Urteil bleibt „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz-, GU- und Cashflow-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
AKTIVA					
I. AV Summe	0,10	0,08	8,92	9,37	10,85
II. UV Summe	32,76	32,08	32,54	28,64	27,37
PASSIVA					
I. Eigenkapital	32,02	31,31	29,97	26,71	26,90
II. Rückstellungen	0,83	0,85	0,81	0,86	0,86
III. Fremdkapital	0,02	0,01	10,69	10,45	10,47
BILANZSUMME	32,87	32,17	41,47	38,02	38,22

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00	2,30
EBITDA	-0,49	-0,78	-0,71	-0,75	0,72
EBIT	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	0,72
JÜ	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	0,19
EPS	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	0,01

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
CF operativ	5,40	-2,03	-5,06	-4,70	0,69
CF aus Investition	0,02	0,00	-1,78	-0,30	-1,08
CF Finanzierung	-11,99	-0,09	10,09	0,00	0,00
Liquidität Jahresanfang	18,33	11,76	9,63	12,88	7,88
Liquidität Jahresende	11,76	9,63	12,88	7,88	7,50

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.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1)

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

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung 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.
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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
15.08.2016	Speculative Buy	3,30 Euro	1)
23.05.2016	Speculative Buy	3,20 Euro	1)
31.08.2015	Buy	4,20 Euro	1), 7)
08.06.2015	Buy	4,25 Euro	1), 7)
13.11.2014	Buy	3,89 Euro	1), 7)
04.09.2014	Buy	3,30 Euro	1), 7)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: eine Studie, 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.