

29. August 2017

Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



DEWB AG

Unterbewertung abgebaut

Urteil: **Hold** (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: **1,306 Euro** | Kursziel: **1,30 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:	1,306 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,23 Mio. Stück
Market Cap:	19,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	23,7 Mio. Euro
Free-Float:	<59 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,484 / 0,52 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	24,3 Tsd. Euro

Im ersten Halbjahr 2017 hat DEWB keine Anteile von Beteiligungen verkauft und daher auch keine Erlöse generiert. Aufgrund der schlanken Strukturen und sonstiger betrieblicher Erträge in Höhe von 0,3 Mio. Euro musste dennoch nur ein minimaler operativer Fehlbetrag von -0,01 Mio. Euro ausgewiesen werden. Für das zweite Halbjahr kann das Unternehmen hingegen bereits einen Exit vermelden. Und zwar wurden die Anteile an Nanotron veräußert, womit voraussichtlich 1 Mio. Euro Erlöst wird. Da der Nanotron-Buchwert im letzten Abschluss vollständig wertberichtigt wurde, ist mit einem Gewinn in gleicher Höhe zu rechnen. Von den noch bestehenden vier Beteiligungen hat in jüngster Zeit MueTec die größten Fortschritte gemacht. Der Hersteller von Inspektionssystemen für die Halbleiterproduktion hat neue Produkte auf den Markt gebracht und stößt damit auf eine rege Nachfrage. Wir sehen den Anteil an MueTec inzwischen als größten Posten im Potenzialwert von DEWB, den wir aktuell auf 1,30 Euro je Aktie taxieren. Mit dem Einstieg des Finanzinvestors SPSW hat die Aktie die von uns zwischenzeitlich konstatierte starke Unterbewertung abgebaut, weswegen unser neues Urteil „Hold“ lautet.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Erlös Anteilsverk. (Mio. Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,25	1,00
EBIT (Mio. Euro)	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	-8,93	0,58
Jahresüberschuss	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	-16,52	0,05
EpS	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	-1,08	0,00
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	-	-	-	-	-	-55,6%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	-	-	-	-	-	-
KGV	-	-	-	-	-	408,8
KCF	-	-	-	-	-	79,6
EV / EBIT	-	-	-	-	-	40,9
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

Kleiner Verlust

Das Zahlenwerk von DEWB für das erste Halbjahr ist unspektakulär ausgefallen. Wie im Vorjahreszeitraum wurden keine Anteile von Beteiligungen verkauft und dementsprechend keine Erlöse erzielt. Im geringen Umfang (0,34 Mio. Euro, Vorjahr: 0,02 Mio. Euro) sind sonstige betriebliche Erträge angefallen, die vor allem aus der Kurserholung und dem Verkauf der eigenen Anleihe aus dem Eigenbestand resultierten. Der Personalaufwand bewegte sich mit 0,17 Mio. Euro auf unverändert niedrigem Niveau, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen als einzige weitere nennenswerte Kostenposition lagen mit 0,18 Mio. Euro um 38 Prozent unter dem Vorjahreswert. Infolgedessen konnte das EBIT binnen Jahresfrist von -0,45 auf -0,01 Mio. Euro verbessert werden. Wegen der Zinsen für die ausstehende Anleihe war das Finanzergebnis per Saldo erneut negativ (-0,27 Mio. Euro, Vorjahr -0,25 Mio. Euro), so dass unter dem Strich ein Halbjahresverlust von -0,29 Mio. Euro (Vorjahr -0,70 Mio. Euro) ausgewiesen wurde.

Geschäftszahlen	HJ16	HJ17	Änderung
Erlöse Anteilsverk.	0,00	0,00	-
EBITDA	-0,45	-0,01	-
EBIT	-0,45	-0,01	-
Jahresüberschuss	-0,70	-0,29	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Aufsichtsrat neu besetzt

Größere Änderungen gab es hingegen im Aktionariat. Der Finanzinvestor SPSW Capital hat den optisch niedrigen Kurs der Aktie genutzt, um mit umfangreichen Käufen einen Anteil von mehr als 20 Prozent aufzubauen und damit zum größten Einzelaktionär der Gesellschaft aufzusteigen. SPSW gilt als ein sehr aktiver Investor, der seine Beteiligungen intensiv betreut. Auf der Hauptversammlung sind mit Henning Soltau und Achim Plate zwei Vertreter des neuen Gesellschafters in den Aufsichtsrat gewählt worden, letzterer hat im Anschluss den Vorsitz des Gremiums übernommen. Komplettiert wird das Team durch den stellvertretenden Vorsitzenden Rolf

Ackermann, der den zweiten DEWB-Großaktionär ABAG vertritt.

Exit im dritten Quartal

Im zweiten Halbjahr wird sich das Zahlenwerk von DEWB deutlich ändern, da dem Unternehmen ein Exit gelungen ist. Die langjährige Beteiligung Nanotron konnte kürzlich an den in Australien börsennotierten Sensorspezialisten Sensera veräußert werden, wobei noch aufschiebende Bedingungen erfüllt werden müssen. Vereinbart wurde ein Preis von 6,4 Mio. Euro, der teilweise in bar (in mehreren Tranchen innerhalb der nächsten 14 Monate) und zu einem kleinen Teil in Aktien beglichen werden soll. Auf DEWB entfällt davon voraussichtlich ein Anteil von 1,0 Mio. Euro, in Abhängigkeit von Working-Capital-Änderungen bei Nanotron bis zum letztendlichen Abschluss der Transaktion könnte der Kaufpreis allerdings noch moderat angepasst werden. Da DEWB die Nanotron-Anteile im letzten Jahresabschluss vollständig wertberichtigt hatte, wird der Verkaufspreis zu einem Gewinn in derselben Höhe führen.

MueTec mit erfreulicher Entwicklung

Im Bestandsportfolio ragen vor allem die jüngsten Fortschritte von MueTec heraus. Das Unternehmen hat die neue Systemlösung MT1000, die das Waferhandling, die optische Datenakquisition und die automatisierte Analyse und Auswertung abdeckt, entwickelt und am Markt eingeführt. Das Produkt kann in standardisierter Form und in größeren Stückzahlen vertrieben werden, was MueTec, im Gegensatz zu kundenspezifischen Projekten, stetigere Einnahmen und auch höhere Margen bescheren könnte. Erste Pilotinstallationen bei namhaften Halbleiterproduzenten sind bereits erfolgt, die Gesellschaft sieht darin eine gute Basis für Folgeaufträge. Um die wachsende Nachfrage bedienen zu können, baut das Unternehmen aktuell die Kapazitäten aus.

LemnaTec und Noxxon brauchen noch Zeit

Nicht so schnell voran wie erhofft geht es bei LemnaTec, einem Hersteller von Inspektionssystemen zur Phenotypisierung von Pflanzen und Organismen.

Zwar lag die Gesellschaft im ersten Halbjahr beim Umsatz über Plan, aufgrund der Verschiebung von zwei Großprojekten werden die Erlöse im Gesamtjahr aber voraussichtlich nur stagnieren. Das Unternehmen hat darauf mit einem Kostensparprogramm reagiert und rückt künftig den Vertrieb standardisierter Laboranlagen stärker in den Fokus. Für dieses Segment wurde eine Neuentwicklung, mit der der Keimungsprozess von Samen überwacht und ausgewertet werden kann, abgeschlossen und eine erste Anlage bereits an einen Kunden ausgeliefert. Auch bei Noxxon wird es noch dauern, bis das Potenzial im Erfolgsfall sichtbar wird. Dem Biotechnologieunternehmen ist eine große Finanzierungsrunde gelungen, mit der bis zu 11 Mio. Euro Eigenkapital eingeworben werden. Dieses Kapital wird zu einem substantiellen Teil in eine gemeinsame Studie mit Merck investiert, in der eine Kombinationstherapie von Noxxons Wirkstoff NOX-A12 mit Keytruda von Merck untersucht wird. Erste Patienten wurden bereits behandelt, Daten für den ersten Studienteil werden im zweiten Quartal 2018 vorliegen.

Aktualisierung des Potenzialwerts

Noxxon benötigt damit noch viel Zeit und Kapital bis zum Nachweis einer wirksamen Therapie. Das hat sich im Börsenkurs niedergeschlagen, der Marktwert ist auf 24,7 Mio. Euro zurückgegangen. Zwar ist der Aussagewert wegen der geringen Börsenumsätze gering, trotzdem haben wir das in unserem Bewertungsmodell abgebildet. Auf Basis einer leicht verwässerten Anteilsquote von 11,4 Prozent liegt der Beitrag von Noxxon zum Potenzialwert nun bei 2,8 Mio. Euro (zuvor: 5,5 Mio. Euro). Den

Wertansatz von MueTec haben wir in Reaktion auf die jüngste Entwicklung von 8,1 auf 12,7 Mio. Euro angehoben, bei LemnaTec haben wir hingegen wegen der enttäuschenden Stagnation im laufenden Jahr einen Abschlag vorgenommen (von 9,4 auf 7,7 Mio. Euro). Die kleine Beteiligung am FinTech-Startup Decimo bewerten wir unverändert mit den geschätzten Anschaffungskosten. Den Exit-Erlös aus dem Nanotron-Verkauf haben wir im Nettofinanzvermögen eingebucht, das wir nun auf -3,9 Mio. Euro schätzen. In Summe resultiert daraus ein nahezu unveränderter Potenzialwert von 19,8 Mio. Euro oder 1,30 Euro je Aktie (bislang 1,32 Euro). Diesen Wert setzen wir weiterhin als Kursziel. Das Prognoserisiko stufen wir wegen der inzwischen geringen Portfoliodiversifikation unverändert mit 5 (von maximal 6) Punkten als deutlich überdurchschnittlich ein.

Sum-of-parts-Bewertung	Anteil	Wert
LemnaTec	49,7%	7,7
MueTec	92,0%	12,7
Noxxon	11,4%	2,8
Decimo	16,7%	0,5
Portfolio		23,7
Nettofinanzvermögen		-3,9
Potenzialwert		19,8
je Aktie		1,30

Fazit

Mit dem Verkauf der Anteile von Nanotron ist DEWB ein kleiner Exit gelungen, der im laufenden Jahr voraussichtlich einen Gewinnbeitrag von 1,0 Mio. Euro leisten wird. Nachdem der Buchwert der Beteiligung im letzten Jahresabschluss vollständig wertberichtigt wurde, hat das jahrelange Engagement doch noch ein versöhnliches Ende gefunden.

Im Bestandsportfolio entwickelt sich MueTec zum größten Hoffnungsträger, das Unternehmen trifft aktuell, auch mit neu entwickelten Produkten, auf eine rege Nachfrage, und leistet nach unserer Einschätzung inzwischen den wichtigsten Beitrag zum Potenzialwert von DEWB. LemnaTec hat hingegen etwas enttäuscht, der Umsatz wird im laufenden Jahr wegen Projektverschiebungen nur stagnieren. Die Stra-

tegie der Gesellschaft wurde an die Entwicklung angepasst, wir sehen hier mittelfristig unverändert Potenzial. Für Noxxon hingegen ist der Weg zu einem großen Erfolg noch weit, aktueller Hoffnungsträger ist eine Gemeinschaftsstudie mit Merck. Aufgrund der schwachen Kursentwicklung der inzwischen börsennotierten Aktie, die wir in unserem Bewertungsmodell nachvollzogen haben, ist der Beitrag zum Potenzialwert von DEWB inzwischen gering.

Diesen taxieren wir nach einer Aktualisierung unserer Schätzungen nun auf 1,30 Euro je Aktie. Da mit dem Einstieg des neuen Großaktionärs SPSW Capital die von uns zuvor konstatierte Unterbewertung abgebaut wurde, haben wir unser Anlageurteil auf „Hold“ geändert.

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

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017
AKTIVA					
I. AV Summe	0,08	8,92	9,37	14,80	15,80
II. UV Summe	32,08	32,54	28,64	6,68	5,42
PASSIVA					
I. Eigenkapital	31,31	29,97	26,71	10,18	10,23
II. Rückstellungen	0,85	0,81	0,86	0,85	0,85
III. Fremdkapital	0,01	10,69	10,45	10,46	10,16
BILANZSUMME	32,17	41,47	38,02	21,49	21,24

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017
Erlöse Anteilsverkauf	0,00	0,00	0,00	2,25	1,00
EBITDA	-0,78	-0,71	-0,75	-8,88	0,58
EBIT	-0,80	-0,72	-2,76	-8,93	0,58
JÜ	-0,62	-1,45	-3,26	-16,52	0,05
EPS	-0,04	-0,10	-0,21	-1,08	0,00

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017
CF operativ	-2,03	-5,06	-4,70	-3,20	0,25
CF aus Investition	0,00	-1,78	-0,30	-0,10	0,30
CF Finanzierung	-0,09	10,09	0,00	0,00	0,00
Liquidität Jahresanfang	11,76	9,63	12,88	7,88	4,50
Liquidität Jahresende	9,63	12,88	7,88	4,50	5,05

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
17.05.2017	Speculative Buy	1,30 Euro	1)
19.12.2016	Speculative Buy	1,70 Euro	1)
10.10.2016	Speculative Buy	1,80 Euro	1)
04.10.2016	Speculative Buy	1,90 Euro	1)
30.08.2016	Speculative Buy	3,30 Euro	1)
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)

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.