

20. Dezember 2021  
Research-Comment

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# DEWB AG

## Weiterer Portfolioausbau krönt erfolgreiches Jahr

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,88 € | Kursziel: 3,30 € (zuvor: 2,85 €)

**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

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Jena
<b>Branche:</b>	Beteiligungen
<b>Mitarbeiter:</b>	3 (Holding)
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0008041005
<b>Ticker:</b>	EFF:GR
<b>Kurs:</b>	1,88 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Basic Board
<b>Aktienzahl:</b>	16,75 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	31,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	39,7 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	69 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	1,94 / 1,24 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	26,1 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021e
Erlöse Anteilsverkauf*	0,00	5,45	11,20
EBIT (Mio. Euro)	2,18	3,15	7,95
Jahresüberschuss*	0,29	2,43	7,39
EpS (Euro)	0,02	0,15	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-	-	105,5%
Gewinnwachstum	-	745,1%	203,5%
KUV	-	5,78	2,81
KGV	109,3	12,9	4,3
KCF	-	8,5	5,6
EV / EBIT	18,2	12,6	5,0
Dividendenrendite	-	-	-

\*Mio. Euro

## Portfolio weiter ausgebaut

Der erfolgreiche und sehr lukrative Verkauf der Anteile an der Gesellschaft MueTec hat für DEWB einen großen Spielraum für Neuinvestments geschaffen und im Anschluss zu einem deutlichen Ausbau des Portfolios geführt. Allein im Dezember wurden zwei weitere Beteiligungen gemeldet, insgesamt hat DEWB im laufenden Jahr damit in fünf neue Unternehmen investiert. Die erste der beiden zuletzt verkündeten Transaktionen betrifft einen Anteilserwerb an der Cashlink Technologies GmbH. Die Gesellschaft zählt hierzulande zu den Pionieren bei der Tokenisierung von Wertpapieren und hat dafür eine Plattform aufgebaut, die alle notwendigen Prozessschritte abdeckt. Das prämierte FinTech-Unternehmen konnte in diesem jungen Geschäftsfeld bereits wichtige Erfolge erzielen, etwa die erste Tokenisierung eines Genussrechts im Jahr 2019 oder die Umsetzung des bis dahin größten Security Token Offering im Herbst 2020 (mit einer Bruttoeinnahme von 3 Mio. Euro). Dem Markt wird ein enormes Wachstumspotenzial zugezählt, und Deutschland versucht sich mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) als Vorreiter in der Regulierung. In dessen Rahmen wurde unter anderem in diesem Jahr das Konzept eines Kryptowertpapierregisters neu geschaffen, und Cashlink verfügt als eines der ersten Unternehmen bereits über eine vorläufige Erlaubnis der BaFin zur Führung eines solchen Registers. Die mit der neuen Regulierung verbesserte Rechtssicherheit könnte als Katalysator für das weitere Marktwachstum fungieren, woran Cashlink als Pionier stark partizipieren könnte.

## Beteiligung an NAGA über SPV

Kurz nach der Bekanntgabe der Cashlink-Transaktion hat DEWB einen weiteren Anteilserwerb gemeldet. Dabei handelt es sich um eine Beteiligung an der bereits börsennotierten NAGA Group. Der Anteilserwerb wurde mittelbar über ein Special Purpose Vehicle (SPV) der Apeiron Investment Group Ltd. (die Investmentgesellschaft des Unternehmens Christian Angermayer) umgesetzt, die ihrerseits einen der

Leadinvestoren bei einer NAGA-Kapitalerhöhung im September mit einem Bruttomittelzufluss von 22,7 Mio. Euro darstellte. DEWB dürfte vermutlich zu denselben Konditionen wie Apeiron eingestiegen sein, der Aktienpreis der September-KE lag bei 5,40 Euro. Apeiron hat aber auch noch zusätzlich Aktien von anderen Aktionären erworben.

### Positiver Wertbeitrag

Im Anschluss hat NAGA noch eine weitere große Kapitalerhöhung zu einem Kurs von 8,00 Euro durchgeführt und damit zusätzlich 34 Mio. Euro eingeworben, aktuell notiert die Aktie knapp oberhalb von 7,00 Euro. Damit ist DEWB ein relativ günstiger Einstieg gelungen. NAGA zählt mit seiner umfassenden Finanzplattform, die das Social Trading, Kryptoinvestments und Payment-Dienste abdeckt, zu den am schnellsten wachsenden Neobrokern in Europa. Die Managementprognose sieht für 2021 einen Umsatz von 50 bis 52 Mio. Euro und ein EBITDA von 13 bis 15 Mio. Euro vor, für das nächste Jahr ist ein Anstieg der Erlöse auf 95 bis 105 Mio. Euro und des EBITDA auf 25 bis 30 Mio. Euro vorgesehen. Als weiterer Meilenstein wird zudem für 2022 ein Listing an der Nasdaq angestrebt. Da die dortigen Peer-Unternehmen eine deutlich höhere Bewertung aufweisen, könnte dieser Schritt auch eine Neubewertung der NAGA-Aktie einleiten. Wir analysieren die Wertentwicklung der Gesellschaft schon seit längerer Zeit und billigen der Aktie derzeit einen fairen Wert von 12,70 Euro zu (siehe jüngstes Update vom 29. November 2021). Analog zu unserer Vorgehensweise bei den anderen börsennotierten DEWB-Beteiligungen ziehen wir davon einerseits einen Paketabschlag von 10 Prozent ab, sowie andererseits weitere 10 Prozent für mögliche Kosten des SPV. Das Ergebnis setzen wir im Rahmen unserer Potenzialwertermittlung für die NAGA-Position an. DEWB hat das Volumen des Engagements nicht gemeldet, wir unterstellen aber eine Investitionssumme von 2 bis 2,5 Mio. Euro, die dank der guten Einstiegskonditionen unmittelbar einen Wertbeitrag liefert. Demgegenüber setzen wir Cashlink zu dem von uns geschätzten Buchwert des Engagements in Höhe von ca. 0,5 bis 1,0 Mio. Euro an (auch hier wurden die genauen Konditionen nicht veröffentlicht).

### Update zum Bestand

Eine deutliche Aufwertung hat darüber hinaus der Anteil an der Kernbeteiligung Lloyd Fonds erfahren. Das Unternehmen hat im November eine sehr große Übernahme zu günstigen Konditionen gemeldet, was an der Börse mit einem starken Kursanstieg honoriert wurde. Wir sehen den fairen Wert der Aktie nun bei 17,50 Euro (siehe unser Update zu Lloyd Fonds vom 26. November 2021) und haben das in unserem Modell berücksichtigt (wie ausgeführt abzüglich des Paketabschlags). Auch die aifinyo-Position passen wir an unser jüngstes Research-Ergebnis an (55,80 Euro je Aktie abzüglich Paketabschlag, siehe aifinyo-Update vom 25. November 2021), die Wertansätze der nicht notierten Beteiligungen sind hingegen unverändert geblieben.

Sum-of-the-Parts-Bewertung	Anteil*	Wert*
Lloyd Fonds	21,6%	46,7
aifinyo	4,4%	7,6
NAGA	0,8%	4,2
Nextmarkets	1,4%	1,5
Stableton	12,0%	1,0
LAIC	3,5%	1,8
Cashlink	5,0%	0,8
<b>Portfoliowert (in Mio. Euro)</b>		<b>63,6</b>
Nettofinanzvermögen		-8,2
<b>Potenzialwert (in Mio. Euro)</b>		<b>55,4</b>
<b>je Aktie (in Euro)</b>		<b>3,31</b>

\*Aktuelle Anteile und Buchwerte (bei Nextmarkets, Stableton, LAIC und Cashlink) geschätzt

### Potenzialwert: 3,30 Euro je Aktie

Der Potenzialwert des Beteiligungsportfolios hat sich damit von zuletzt 52,9 auf 63,6 Mio. Euro erhöht, was auf die Neuengagements und insbesondere auch auf die positive Entwicklung von Lloyd Fonds zurückzuführen ist. Die neuen Investments sind im Gegenzug aber in der Nettofinanzposition zu berücksichtigen, die wir jetzt auf -8,2 Mio. Euro taxieren (bislang: -4,9 Euro). In Summe sehen wir den Potenzialwert der Gesellschaft nun bei 55,4 Mio. Euro (bislang:

48,0 Mio. Euro) oder rund 3,30 Euro je Aktie (bislang: 2,85 Euro), was wir als neues Kursziel setzen.

### Fazit

DEWB hat in jüngster Zeit Anteile an zwei weiteren Gesellschaften erworben und damit im laufenden Jahr fünf neue Investments im FinTech-Sektor umgesetzt. Während bei der börsennotierten NAGA Group der Einstieg zu relativ günstigen Konditionen gelungen ist, zählt die Beteiligungsgesellschaft nun auch zu den Anteilseignern von Cashlink, einem Pionier bei der Tokenisierung von Wertpapieren.

Das letztgenannte Engagement setzen wir zunächst zum geschätzten Buchwert an. Demgegenüber leistet

das Investment in NAGA einen unmittelbaren Wertbeitrag, weil der Einstieg deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs erfolgt ist – und den fairen Wert taxieren wir sogar noch deutlich über der aktuellen Notiz.

Zusammen mit einer positiven Entwicklung des Bestandsportfolios, die maßgeblich von der starken Performance der Kernbeteiligung Lloyd Fonds getragen wurde, hat sich unser Kursziel somit von zuletzt 2,85 auf nun 3,30 Euro erhöht. Damit sehen wir weiterhin ein hohes Aufwärtspotenzial für die DEWB-Aktie und bekräftigen unsere Einschätzung mit „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
<b>AKTIVA</b>					
I. AV Summe	15,50	23,96	26,23	25,63	29,63
II. UV Summe	6,16	3,34	3,69	4,41	5,52
<b>PASSIVA</b>					
I. Eigenkapital	10,27	11,02	11,31	13,74	21,13
II. Rückstellungen	0,92	0,92	1,09	1,24	1,44
III. Fremdkapital	10,47	15,36	17,58	15,10	12,57
<b>BILANZSUMME</b>	<b>21,66</b>	<b>27,31</b>	<b>29,98</b>	<b>30,09</b>	<b>35,15</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Erlöse Anteilsverkauf	0,85	0,00	0,00	5,45	11,20
EBITDA	0,67	4,42	2,19	3,15	7,95
EBIT	0,67	4,41	2,18	3,15	7,95
JÜ	0,09	-1,53	0,29	2,43	7,39
EPS	0,01	-0,09	0,02	0,15	0,44

## Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
CF operativ	-1,70	-10,60	-2,70	3,70	5,67
CF aus Investition	2,40	0,00	0,00	0,00	-2,00
CF Finanzierung	0,00	7,50	2,10	-4,80	-2,53
Liquidität Jahresanfang	4,50	5,12	2,20	1,60	0,49
Liquidität Jahresende	5,12	2,20	1,60	0,49	1,63

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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 20.12.2021 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 20.12.2021 um 8:30 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
27.09.2021	Buy	2,85 Euro	1)
20.05.2021	Buy	2,60 Euro	1)
14.04.2021	Buy	2,60 Euro	1)
13.01.2021	Buy	2,40 Euro	1)
29.09.2020	Buy	1,65 Euro	1)
24.06.2020	Buy	1,65 Euro	1)
22.06.2020	Speculative Buy	1,50 Euro	1)
20.12.2019	Speculative Buy	1,85 Euro	1)

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

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 vorstehenden 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.