



Venture Capital-Holding

28.06.2013

mic AG

Kaufen

Schlusskurs 27.06.2013 (XETRA): 3,899 €

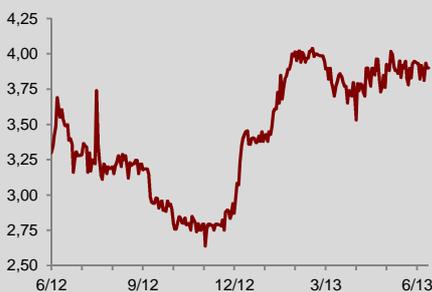
Kursziel: 7,00 € (Ersteinschätzung)

Aktienarten:

Reuters	M3BG.DE	Marktkapitalisierung	26,80 Mio. €
Bloomberg	M3B:GR	Aktienanzahl	6,87 Mio.
ISIN	DE000A0KF6S5	Aktionärsstruktur	
Index	-	mic Holding GmbH, Paladin Asset Mangmt., Maschmeyer Group	zusammen >40%
		Streubesitz	<60%

Das Durchstarten führt über den Exit

- ☒ Die mic AG stellt für innovative Hightech-Ideen während der ersten Entwicklungsschritte Technologie-Netzwerk, unternehmerische Kompetenz und Kapital bereit. Wegmarke für die Aktie bildet der bevorstehende Exit einer Beteiligung, welche die „Inkubator-Phase“ erfolgreich durchlaufen hat und nun in die nächste Entwicklungsstufe eingetreten ist. Die Veräußerung wird den Nachweis für die Logik jenes Ansatzes liefern, den CEO Claus-Georg Müller mit dem Frühphasen-Technologie-Portfolio fährt. Sie wird einen validen Anhaltspunkt für das Bewertungs-Potenzial abgeben, das mit dann verbleibenden sieben direkten Beteiligungen und weiteren neun Unternehmen, die über vier „Themenholdings“ mittelbar gehalten werden, besteht.
- ☒ Kapitalerhöhung und Platzierung einer Wandelanleihe haben die Kasse vor wenigen Wochen mit zusätzlichen 10,3 Mio. € aufgefüllt. Die Entwicklung aussichtsreicher Portfoliogesellschaften hin zur Exit-Reife wird damit forciert; die Struktur in den Branchen Cleantech, Optik, Life Sciences und Software/ IT kann um weitere junge Hightech-Unternehmen ausgebaut werden. Neue Dynamik entfaltet sich für das Portfolio auch über künftige Teilverkäufe bei den Themenholdings, die kurz- bis mittelfristig in Listings münden könnten.
- ☒ Als zweiter Ankeraktionär neben der mic Holding GmbH hat sich Carsten Maschmeyer (Paladin, Maschmeyer Group) positioniert. Die Verbindlichkeiten-Seite gestaltet sich mit Wandelanleihe (3,8 Mio. €) und Darlehen von mic Holding GmbH sowie einer Tochter über 5,3 Mio. € adäquat zum Geschäftsmodell.
- ☒ Das Eigenkapital je Aktie schätzen wir aktuell auf 5,56 €. Weil wir einerseits das Gesamtkonzept als überzeugend und zudem einzelne Engagements (neuroConn, PiMON, mic IT, Wearable Technologies) als sehr attraktiv einstufen, knüpfen wir an die kurzfristig bevorstehende Öffnung des „Exit-Kanals“ hohe Erwartungen. Gegenüber dem bilanzierten Status sollten teils erhebliche Bewertungsreserven aufzudecken sein. Wir formulieren ein Kursziel von 7 €. Das Anlageurteil unserer Ersteinschätzung lautet „Kaufen“.



Finanzdaten

EPS und Eigenkapital je Aktie in €, andere Angaben in Tsd. €
Rechnungslegungsstandard: HGB

	2010	2011	2012
Umsatz	9.835	7.224	6.302
EBIT	5.898	3.325	3.815
EPS	1,90	0,75	0,76
Eigenkapital je Aktie	5,85	5,72	6,22
Kurs 3,899 € (27.06.2013); unverw. 6,87 Mio. Aktien			
Ergänzende Angabe: verwässerte Aktienanzahl 7,73 Mio.			
KGV			5,13
EV/EBIT			6,72

Quelle: Unternehmen

High / Low 52 Wochen (Schlusskurse)	4,039 € / 2,637 €
Ø Handelsvolumen XETRA / Tag (15 Tage)	36 Tsd. €
Ø Tagesumsatz in Stück XETRA (15 Tage)	9 Tsd.

Ereignisse	Eckdaten Gj. 2012	11.06.2013
Termine	Jahresgeschäftsbericht 2012	30.06.2013
	Hauptversammlung	31.07.2013
	Zwischenbericht 1. Hj. 2013	30.09.2013
	Geschäftsjahresende	31.12.

SRH AlsterResearch AG

Carsten Mainitz (Analyst) +49 (0) 40 37 85 52 27

Die Inkubator-Funktion: Kompetenz, Netzwerk und Kapital

Für den Kapitalanleger in Deutschland stellt das Investment in Venture Capital über eine börsennotierte Gesellschaft alles andere als ein charakteristisches Unterfangen dar. Die mic AG bietet diese Möglichkeit; sie ist abzugrenzen von Portfolioansätzen anderer börsennotierter Holdings, wie DBAG, Gesco, Indus oder MBB Industries, deren Beteiligungen aus den ersten Entwicklungsphasen bereits herausgewachsen sind. Die Erfolgswahrscheinlichkeit von Frühphaseninvestments, nochmals unterteilbar in Seed und Startup Capital, hängt von technologischen, personenbezogen unternehmerischen und von finanziellen Faktoren ab.

Die Portfolio-Unternehmen werden vom Management der mic AG aktiv zumindest solange geleitet oder in ihrer Führung auf das engste unterstützt, bis die Marktreife der Konzepte/ Dienstleistungen und Produkte erlangt ist. Das Einbringen unternehmerischer Expertise sowohl für die Strukturierung als auch die operative Steuerung der Aktivitäten, das Knüpfen des notwendigen Kontaktnetzwerks sind zwei primäre, wesentliche Leistungen des Inkubators.

Die finanzielle Seite umfasst die Bereitstellung von Eigen- und von Darlehenskapital. Der Größenrahmen reicht von 50 Tsd. € bis 2 Mio. €, idealerweise sukzessive investiert.

Verbindungen und Abgrenzungen, Aktiver Ansatz vs. Passivität

„Mehr als nur Kapital!“ – das ist die Kurzformel, deren Hintergrund zu durchdringen ist; ansonsten bleibt das Verständnis für den Ansatz, für die Besonderheiten der Methodik auf der Strecke.

Aktives Management ist das Kennzeichen der Kapitalbereitstellung durch die mic AG. Es bedeutet konkret: kein „Blankoscheck“, keine Passivität nach erfolgtem Upfront Investment, sondern vielmehr, die Budgetierung als das zentrale Instrument für die Steuerung der Einheiten zu nutzen. Budgetzuteilungen sind an definierte Auflagen gebunden, und die Einhaltung wird engmaschig kontrolliert. Selbstverständlich ist diese Steuerung allein bei Mehrheitsbeteiligungen durchsetzbar; passive Investoren gehen regelmäßig Minderheitspositionen ein.

Werthaltige und wertschaffende Investitionen und Engagements sind letztlich Konsequenz des Experten-Netzwerks der mic AG, das von der erweiterten Management-Ebene innerhalb des Unternehmens über erstklassige Verbindungen an den Technologiestandorten München, Jena und Berlin bis hin zu ausgewählten Venture Capital- und Private Equity-Investoren gespannt ist, das vor allem auch in die Leitungsebenen großer Marktakteure (Global Players) hineinreicht. Dieses Asset führt zum eigentlichen Initialgedanken der mic AG, hieraus leitet sich die Daseinsberechtigung der Gesellschaft ab. Das Netzwerk ist genau die Wertkomponente, die in den NAV's der einzelnen Beteiligungen nicht abgebildet ist, die bei der Bewertungseinschätzung also als Extra zu addieren ist.

Durch die Verbindungen zu Entscheidungsträgern weltweit agierender Technologiekonzerne, Industrieunternehmen, Infrastrukturanbieter (Telekommunikation, Öl & Gas, Versorger) werden technologische Bedarfssituationen erkannt, deren Lösungen nur von schlanken unternehmerischen Einheiten entwickelt werden können. Wenn die Gründer von SAP privates Kapital investieren, um experimentelle Ideen von kleinen Teams aufgreifen zu lassen und diese dann später, ausgestattet mit dem Proof of Concept, in den Softwarekonzern zu integrieren, so reagieren sie auf die Schwerfälligkeit innerhalb komplexer Unternehmensgebilde. Beide Seiten profitieren später von dem passgenauen Lösungsangebot. Das Technologieportfolio einer Siemens, einer GE oder einer Philips lässt sich in der Praxis nicht so steuern, dass systematisch die benötigten innovativen Konzepte vorangebracht werden, wenn diesen der Nachweis ihres künftigen Potenzials noch fehlt.

Die Einbindung der Entscheidungsträger in das Netzwerk der mic AG gewährleistet, dass Frühphasen-Engagements auf konkrete Bedarfssituationen ausgerichtet sind. Die Unternehmen werden um bestimmte Lösungskonzepte entwickelt, und mit der Reife für den Exit oder Teilexit stehen über das Netzwerk bereits die Partner für die Ansprache fest.

Der Early Bird-Hebel

CEO Claus-Georg Müller fährt mit dem Frühphasen-Technologie-Portfolio einen Ansatz, bei dem er seine technologische und unternehmerische Kompetenz – nachgewiesen u.a. mit der Gründung und Leitung der ADVA Optical Networking – ebenso wie sein an deutschen Technologiezentren (Raum München, Jena und Berlin) etabliertes Netzwerk am besten einsetzen kann. Bei Ausgründungen im Universitätsumfeld ist die mic AG teilweise vom ersten Schritt bei der Initiative beteiligt, technologische Konzepte unternehmerisch umzusetzen.

Zentrales Ziel des Inkubators ist, Innovationen bis zu einer Entwicklungsstufe unternehmerisch zu begleiten, an der die Aussicht auf am Markt durchsetzungsfähige Produkte für dritte Investoren konkret ableitbar ist. Der „Proof of Concept“ läutet für die mic AG also die Exit-Phase ein, die Hereinnahme des klassischen Venture Capital (passiver Ansatz) und Private Equity. Diese Investoren sind dann zu einer für den Inkubator attraktiven Kaufpreiszahlung bereit und statten das Wachstumsunternehmen ihrerseits mit zusätzlichem Kapital aus.

Im Vorfeld des Exit oder Teilexit werden die strukturellen Voraussetzungen geschaffen, die für Produkterstellung und -vermarktung in gewachsener und margenträchtiger Dimension notwendig sind. Durchgeführt werden Ergänzungen oder der Austausch des Managements.

Fast jedes Engagement geht für den Inkubator auf – Hinderungen können intern begründet, vor allem aber bedingt sein durch ein sich stets veränderndes, nicht fest anzuvisierendes Wettbewerbsumfeld. Die Rendite jedoch, die sich aus erfolgreich zum Exit geführten Ideen und Unternehmen verdienen lässt, ist auf Ebene des Frühphasen-Investments am höchsten.

Von einem konzeptionell und personell gut aufgestellten Inkubator sollte eine anspruchsvolle Gesamtrendite erwartet werden können.

Derzeit besteht das Portfolio der mic AG aus acht direkten Beteiligungen und weiteren neun Unternehmen, die über vier „Themenholdings“ mittelbar gehalten werden. Innovationen und Unternehmen mit ähnlichem Technologiefokus werden strukturell in Zwischengesellschaften mit den Schwerpunkten Cleantech, Optik, Life Sciences und Software/ IT eingeordnet. Über den Cluster-Effekt verstärkt und beschleunigt sich die Wirkung der Inkubator-Funktion.

Die mic AG bleibt meistens mehrheitlich an den Portfoliogesellschaften beteiligt. Als strategisches Element werden künftig aber verstärkt Teilverkäufe durchgeführt, insbesondere der Themenholdings. Diese externe Kapitalzufuhr schafft Voraussetzungen für marktnahe Bewertungen. Vor allem verbreitert und strukturiert die mic AG durch Teilverkäufe das Investoren-Netzwerk. Ziel ist, über eine Buy and Build-Strategie zu wachsen und zudem einen verlässlichen „Exit-Kanal“ sicherzustellen.

Das Zahlenwerk: als Ausweis für das Potenzial recht untauglich

Im Rahmen unserer Unternehmensanalyse haben wir für die wichtigsten Beteiligungen des Portfolios einen Eindruck gewonnen, welche Etappen auf der Zeitschiene durchlaufen werden, um die Geschäftsmodelle von der ersten Anlaufphase bis zur beginnenden Etablierung auf dem jeweiligen Markt und damit bis zur Exit-Reife zu entwickeln. Die Projektion der künftigen Einzahlungen bestimmt den Potenzialwert, dessen Realisierung mit dem Exit angestrebt wird.

Die in den veröffentlichten Abschlüssen ausgewiesenen Angaben zu den Finanzanlagen sind zunächst lediglich buchhalterische Größen; die Potenzialwerte liegen nach unserer Einschätzung wesentlich höher. Eine konkrete Größe zum Engagement der Holding liegt lediglich hinsichtlich der Höhe der Ausleihungen an die verbundenen Unternehmen (zuletzt 4,9 Mio. €) vor. Eine Exit-Historie, die eine valide Indikation für die Rendite-Performance der Inkubator-Funktion zuließe, besteht noch nicht. Die von dem sehr erfolgreichen Teilexit der 4DForce gesetzte Wertrealisierung (2010) ist insofern noch nicht typisch für das Portfolio. Vielmehr dokumentieren die aktivierten Beteiligungswerte (und entsprechend der ausgewiesene Bilanzgewinn) bisher – dies wird sich nunmehr kurzfristig grundlegend ändern – überwiegend die Transaktionswerte, die innerhalb der Holding angesetzt wurden.

Von detaillierten Prognosen zur weiteren Entwicklung von Bilanzbild, Ergebnis- und Zahlungsebene sehen wir ab. Die subjektiven Wahrscheinlichkeiten und mithin die Abzinsungsfaktoren sämtlicher Zahlungsstrommodellierungen haben höheres Gewicht als die von zahlreichen Annahmen abhängigen Umsatz- und Margenschätzungen selbst. Eine handwerklich solide Prognose, die dem Standard von Aktien-Research entspricht, ist für Venture Capital-Beteiligungen ohnehin nicht möglich.

Kurzfristig: Track Record mit hohem Renditeausweis

Mit der angestrebten Listing-Reife der Themenholdings erhöht sich der Anteil der marktnah abzuleitenden Potenzialwerte. Aktuell müssen wir für unsere Bewertungsannahme in erster Linie auf qualitative Aspekte zurückgreifen: einerseits stufen wir das Gesamtkonzept als überzeugend ein – an erster Stelle personifiziert durch CEO Claus-Georg Müller – und zudem schätzen wir einzelne Engagements wie neuroConn, PiMON, mic IT und Wearable Technologies als hochattraktiv ein. Die für unsere Bewertung der mic AG herangezogenen Potenzialwerte der einzelnen Beteiligungen sind entsprechend als Indikationen für die jeweilige Bewertungsgrößenordnung zu interpretieren.

2007 wurden die Amicra GmbH (Optoelektronik) sowie die INHECO Industrial Heating and Cooling GmbH komplett veräußert. Als erfolgreicher Teilexit ist der 2010 erfolgte Verkauf von Anteilen an der 4DForce hervorzuheben. Mit der nunmehr anstehenden Öffnung des Exit-Kanals wird der Track Record wesentlich besser sichtbar. Ausgehend von den qualitativen Aspekten erwarten wir von der Veräußerung einer zur Marktreife geführten Beteiligung sowie den Teilverkäufen von Themenholdings, dass gegenüber dem bilanzierten Status teils erhebliche Bewertungsreserven aufgedeckt werden.

Management (Vorstand)

Claus-Georg Müller (CEO), Dipl.-Ing. Elektrotechnik, zeichnet langjährige Erfahrung auf Führungsebene in Technologieunternehmen (Motorola Semiconductor, AMS Electronic) und hinsichtlich der Entwicklung junger High Tech-Gesellschaften aus. Er gründete und führte AMS Optotech und dann die 1999 als stärkstes IPO geführte ADVA Optical Networks. Kurz darauf gründete Müller die mic GmbH (2001, heute umfirmiert in mic Holding GmbH), die als Ankeraktionär nach Einbringung der Geschäftstätigkeit (2006) an der mic AG beteiligt ist.

Manuel Reitmeier (CFO), Bankkaufmann, wechselte 2001 nach siebenjähriger Tätigkeit bei der Deutschen Bank als Geschäftsführer zur seinerzeit neu gegründeten mic GmbH. Reitmeier, seit 2006 Finanzvorstand der mic AG (Verantwortung des Börsengangs), steuert die Unternehmensplanung der Startups und fungiert als Geschäftsführer mehrerer Portfoliogesellschaften.

Planung 2. Halbjahr 2013 – Exits, Listings, Investitionen

Kapitalerhöhung und Platzierung der Wandelanleihe haben die Kasse vor wenigen Wochen mit zusätzlichen 10,3 Mio. € aufgefüllt. Die Entwicklung aussichtsreicher Portfoliogesellschaften hin zur Exit-Reife wird damit forciert; die Struktur in den Branchen Cleantech, Optik, Life Sciences und Software/ IT soll um weitere junge Hightech-Unternehmen ausgebaut werden (Neu-Engagements). Neue Dynamik entfaltet sich für das Portfolio auch über die geplanten Teilverkäufe bei den Themenholdings, die dann kurz- bis mittelfristig (tendenziell 2014) auch in Listings münden könnten.

Die Veräußerung einer Beteiligung, deren Leistungskompetenz am Markt erprobt ist, steht bevor. Die Unternehmen neuroConn und μ -GPS Optics bedürfen jetzt zur Marktdurchdringung anderer Kompetenzen, als sie während der ersten Anlaufphase notwendig sind. Auch folgt die Kapitalbereitstellung für den Ausbau der Leistungserstellung und des Vertriebs (Mitarbeiter-Kapazitäten, Working Capital) anderen Risiko-Rendite-Erwartungen als jenen der mic AG; zudem liegen die Investitionsvolumina deutlich höher.

Mittelfristig steht an, die verbliebene Beteiligung an der Aifotec AG abzugeben (faseroptische Komponenten, gegenwärtiger Anteil: 56,34%). Operative Unternehmenssteuerung wie auch die weitere strategische Ausrichtung werden mittlerweile autonom vom Management der Gesellschaft bestimmt. Aifotec ist lediglich eine Finanzbeteiligung der mic AG – ähnlich wie die lediglich finanziellen Engagements exchangeBA und Proton Power, wenngleich mit wesentlich höherem bilanziellen Gewicht.

Fest zu kalkulieren ist mit einem Newsflow, der als positiver Track Record, als Performance-Ausweis die Wahrnehmung der Venture Capital-Holding auf eine neue Stufe heben wird.

Technologie-Perlen

Frühphasen-Beteiligungen (Seed und Startup Capital) sind naturgemäß deutlich vom Break Even entfernt. Anders sieht es mit Engagements an der Schwelle von Venture Capital (letzte zuzuordnende Phase: Expansion Capital) zu Private Equity aus.

Das in der Wearable Technologies AG (Beteiligung: 66,7%) zusammengefasste Cluster von High Tech-Lifestyle-Aktivitäten (Wellness, Sport, Gaming, Unterhaltung) in der Frühphase ist ein besonders aussichtsreiches Engagement und wird künftig mit im Zentrum der Ausbauaktivitäten stehen (dazu ausführlicher: Anhang II).

An der Schwelle zum Break Even steht Exergy, seit 2011 Portfolio-gesellschaft, jetzt Nukleus der mic IT AG. Über das laufende Jahr wird in das Umlaufvermögen noch deutlich zu investieren sein, ab 2014 sind erste Cash flow-Überschüsse zu erwarten. Exergy ist die Hardware-„Schwester“ des Software-Entwicklers ProximusDA und erstellt technologische Komplettlösungen aus Hard- und Software zur optimierten Nutzung von Mehr-Kern-Prozessoren.

Auf den Exergy-Hochleistungs-Servern wird Software parallel auf verschiedenen Rechenkernen abgearbeitet („Parallel Computing“). Die Technologie dämmt zugleich die Wärmeentwicklung komplexer Serveranlagen ein. Die ProximusDA selbst hat 2012 ein weiteres Kapitel in der unternehmerischen Entwicklung aufgeschlagen. Einer der weltweit größten Halbleiterhersteller ist bereits als Pilotkunde gewonnen. Jetzt geht es um die weitere Vermarktung der Software, die Rechenleistungen parallel auf verschiedenen Rechenkernen (Nutzung von Mehr-Kern-Prozessoren) erlaubt.

3-EDGE ist bereits dem Venture Capital-Stadium entwachsen (Beteiligung seit 2002). Dennoch plant mic AG, mittel- bis langfristig die Beteiligung zu halten. Bei Jahresumsätzen bei 5 Mio. € ist die Vertriebsgesellschaft von Hochleistungsmessgeräten für Telekommunikationsnetze sowie Produktionsanlagen photonischer und optischer Komponenten deutlich in den schwarzen Zahlen.

Portfoliostruktur mic AG

80,00%	1,00%	66,66%	100,00%	100,00%	87,51%
3-EDGE GmbH	exchangeBA AG	Wearable Technologies AG	mic clean AG <i>zukünftig SmartE AG</i>	mic IT AG	mic sense AG
72,54%	39,98%	87,50%	49,00%	59,00%	80,00%
μ-GPS Optics GmbH	ProximusDA GmbH	4DForce GmbH	Flores Solar Water GmbH	Exergy GmbH	FIBOTEC FIBER-OPTICS GmbH
56,34%	51,06%	80,00%	0,29%		50,00%
Aifotec AG	neuroConn GmbH	SportsCurve GmbH	Proton Power		FiSec GmbH
100,00%	50,00%	100,00%	93,00%		
SmartM GmbH	Lifespot AG	Wearable Technologies Service GmbH	PiMON GmbH		

Mikrosystem	Life Science	Cleantech	Optik	Software/IT
-------------	--------------	-----------	-------	-------------

PiMON ist ein weiterer Portfoliowert, der besonderes Augenmerk verdient. Das Engagement steht mit hoher Wahrscheinlichkeit unmittelbar vor dem Durchbruch zur erfolgreichen Vermarktung software-basierter Konzepte, mit denen das Monitoring von Pipelines (Öl & Gas, Wasser) in Echtzeit durchgeführt werden kann. Erste Testanlagen sind in Köln und in Nürnberg sowie an einem indischen Standort in Betrieb. Die Gesellschaft ist seit Gründung 2010 eine 93%-ige Tochter und jetzt dem Cluster der mic clean AG (zukünftige SmartE AG) eingeordnet.

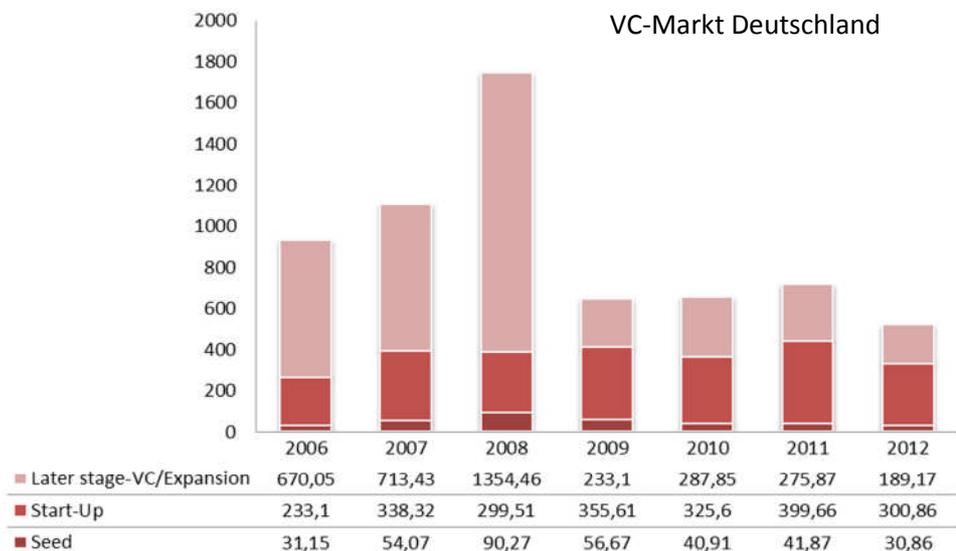
Zum Kreis der für den Exit mittlerweile reifen Unternehmen zählen μ-GPS Optics (Portfoliogesellschaft seit Gründung 2006) und neuroConn (Portfoliogesellschaft seit Gründung 2005).

μ-GPS Optics verfügt über ein innovatives Verfahren zu 3D-Vermessungen im Maschinenbau. Nach inzwischen erfolgreicher Präsentation der Prototypen auf Industriemessen steigt μ-GPS Optics in Kürze in die Serienfertigung ein.

neuroConn bietet komplette, sofort einsatzfähige und zugelassene Gerätesysteme zur Messung und Stimulation von Gehirnaktivitäten. Unternehmerisch ist neuroConn fokussiert auf Diagnostik und Therapie bei medizinischen Indikationen. Ein Lizenzvertrag mit der 4DForce zur Nutzung der Patente in Lifes Sciences (Brain-Computer-Interfaces für Gaming) sichert Know How für diese Aktivitäten innerhalb der Wearable Technologies AG.

Situation des Beteiligungsmarktes in Deutschland – Implikationen für die Bewertung der mic AG und deren Themenholdings

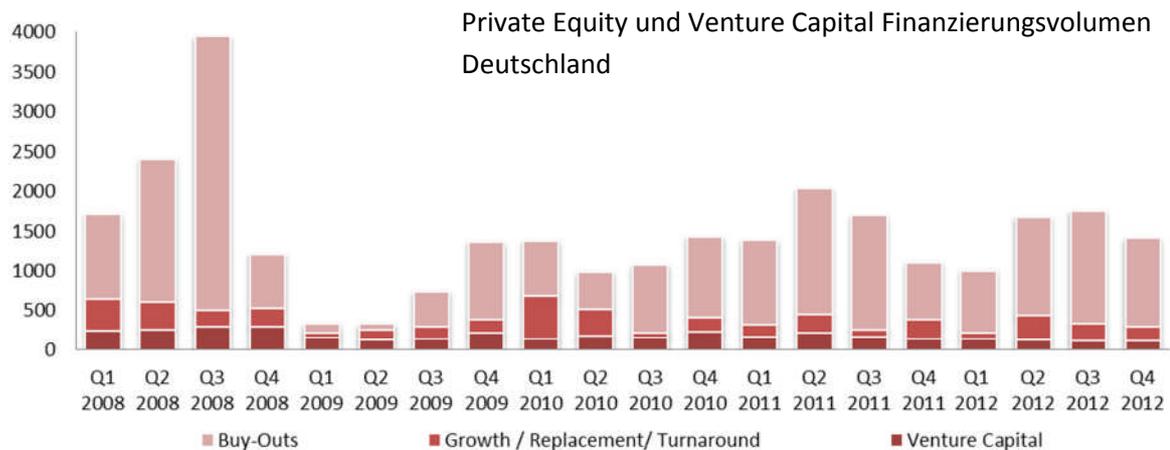
Das Finanzierungsvolumen im deutschen Private Equity und Venture Capital Markt lag auch 2012 sehr deutlich unter dem 2008 und den Vorjahren erzielten Niveau. Das VC-Finanzierungsvolumen erreicht seit 2009 im Schnitt jährlich rund 600 Mio. €, von denen gut die Hälfte auf Startups entfällt. Seed-Investitionen betragen etwa 6% bis 8% der Summe. Im Jahr 2012 wurden deutschlandweit lediglich 31 Mio. € in Seed-Unternehmen investiert. Somit ist in der frühesten Phase der Unternehmensfinanzierung immer noch ein Abwärtstrend der Volumina zu erkennen (2008: 90 Mio. €). Wir werten dies als eindeutigen Beleg gesteigener Risikoaversion. Eine derart klaffende Lücke zwischen Kapitalangebot und -nachfrage bietet erfahrenen Investoren die Möglichkeit, weit überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Genau hier sehen wir große Chancen für die mic AG und deren Themenholdings.



Wir glauben, dass die Suche der Investoren nach höheren Renditen in einem Niedrigzinsumfeld auch Venture Capital- und Private Equity-Bereich beleben wird. Die Nachfrage von Vermögensverwaltern, Family Offices und Stiftungen – auch in Form von Club Deals – sollte in den nächsten Jahren in steigenden Investitionsvolumina resultieren. Die mic AG und deren Themenholdings bieten sich hier als ideales Investitionsvehikel an, was den Aktienkurs beleben dürfte.

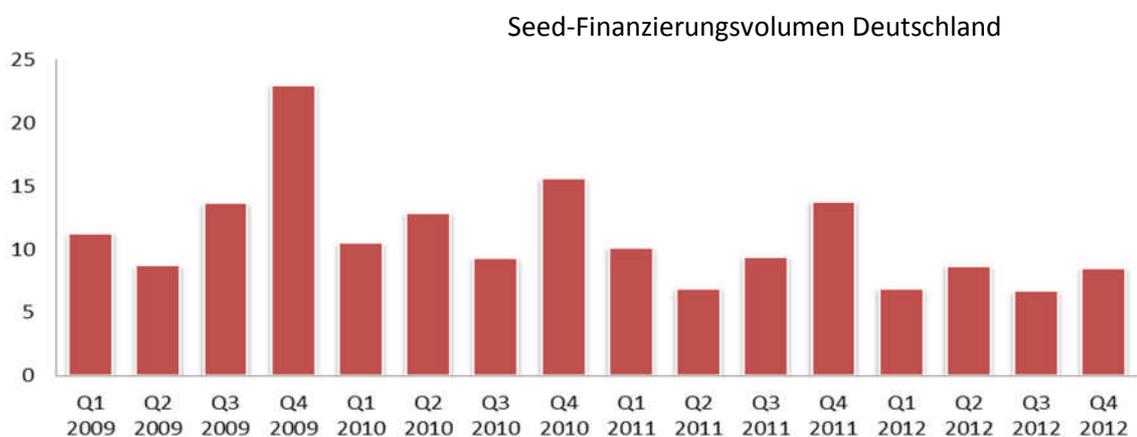
Charakteristika von Venture Capital-Finanzierungen

Venture Capital und Private Equity stellen Finanzierungsformen in nicht börsennotierte Unternehmen dar. Dabei überwiegt die Bereitstellung per Eigenkapital. Venture Capital (oder Wagniskapital) wird Unternehmen in einer sehr frühen Unternehmensphase zur Verfügung gestellt. Damit verbunden sind hohe Risiken, die sich aber in hohen Renditeerwartungen widerspiegeln. Private Equity bezeichnet das Beteiligungskapital, welches etablierte Unternehmen bis zu einem Börsengang erhalten.



Entsprechend Finanzierungsanlass können Phasen unterschieden werden, welche spezifische Risiko-Charakteristika und Investitionsvolumina implizieren. In Bezug auf Venture Capital werden Seed, Startup und Later-Stage unterschieden. Die mic AG agiert als Frühphaseninvestor (Early Stage) und investiert primär in die VC-Phasen Seed und Startup.

Die früheste Finanzierungsphase (Seed) ist gekennzeichnet durch die Ideen-Entwicklung und Gründung des Unternehmens. Mit der Startup-Phase wird die operative Tätigkeit des Unternehmens aufgenommen. Die Produktentwicklung ist vorangeschritten (Prototyp), Kapitalbedarf besteht für die Entwicklungsschritte bis zur Markteinführung.



Bewertung

Die Bestimmung des Unternehmenswertes der mic AG basiert auf der Bewertung (Potenzialwert) der Portfoliounternehmen unter Berücksichtigung des Besitzanteils der mic AG. Wir greifen dabei auf eine DCF-Analyse zurück, teilweise kann der Unternehmenswert auch auf Basis der Drittbewertung (Einstieg eines neuen Investors) erfolgen. Alternative Bewertungsverfahren wie Buchwert/NAV oder eine KGV/Kennzahlenbewertung halten wir gegenüber der DCF-Methode für unterlegen.

Die Bewertung nach Buchwert erfolgt nach dem für die mic AG maßgeblichen HGB auf Basis von Anschaffungskosten. Damit bleiben stille Reserven unberücksichtigt; die Betrachtung ist zu statisch. Die Ermittlung eines Eigenkapitalwerts/Buchwerts/NAV je Aktie dient als grobe Wertindikation. Eine KGV/Kennzahlen-Bewertung der mic-Aktie ist basierend auf den Charakteristika des Geschäftsmodells – stark schwankende Erträge aus Beteiligungsverkäufen – nicht zielführend. Es wird auch mittelfristig keine Dividendenpolitik verfolgt.

Die Bewertung der Portfoliogesellschaften anhand des Potenzialwerts unter Berücksichtigung des mic-Anteils ergibt einen fairen Wert von 51,0 Mio. €. Zuzüglich der Nettoliquidität ergibt sich ein Wert von 52,0 Mio. €. Dies entspricht einem fairen Wert je Aktie in Höhe von 7,57 €. Es ist durchaus rational von Investoren, einen Abschlag auf diesen Wert vorzunehmen, solange die geplanten Exits noch nicht vollzogen sind. Wir formulieren ein Kursziel von 7,00 €. Mit der voranschreitenden Entwicklung der Portfoliogesellschaften, Exits und Neuinvestments wird sich der Potenzialwert der mic AG unserer Meinung nach weiter deutlich steigern.

Portfoliowert

	Unternehmenswert (in Mio. €)	mic-Anteil	Wert des mic-Anteils (in Mio. €)
mic clean	10,3	100,00%	10,3
mic IT	9,6	100,00%	9,6
mic sense	6,0	87,51%	5,3
Wearable Technologies	9,3	66,66%	6,2
3-EDGE	2,4	80,00%	1,9
μ-GPS Optics	2,4	72,54%	1,7
AIFOTEC	14,2	56,34%	8,0
neuroConn	11,0	51,06%	5,6
ProximusDA	6,0	39,98%	2,4
übrige Beteiligungen	0,0		0,0
Wert des Portfolios	71,2		51,0

Quelle: Schätzungen SRH AlsterResearch

Anhang I: Finanzdaten

Finanzdaten			
EPS und Eigenkapital je Aktie in €, andere Angaben in Tsd. €	Geschäftsjahresende: 31. Dez.		
	2010	2011	2012
Umsatz & Ergebnis			
Rechnungslegungsstandard: HGB			
Umsatz	9.835	7.224	6.302
EBITDA	5.907	3.336	3.830
EBIT	5.898	3.325	3.815
EBT	5.989	3.518	3.863
Nettoergebnis	6.197	3.516	3.914
EPS	1,90	0,75	0,76
Umsatzwachstum zu Vorj.	40,6%	-26,5%	-12,8%
CAGR zu Umsatz 2010		-26,5%	-20,0%
EBITDA-Marge	60,1%	46,2%	60,8%
EBIT-Marge	60,0%	46,0%	60,5%
Nettomarge (HGB)	63,0%	48,7%	62,1%
Bewertung			
Kurs 3,899 € (27.06.2013); unverw. 6,87 Mio. Aktien			
Ergänzende Angabe: verwässerte Aktienanzahl 7,73 Mio.			
Enterprise Value 25,65 Mio. €, Liquidität 10,21 Mio. €, Finanzverbindlichkeiten 9,06 Mio. €			
KUV			4,25
KGV			5,13
EV/ Umsatz			4,07
EV/ EBIT			6,72
Ausgewählte Bilanzpositionen per Ende Geschäftsjahr			
	2010	2011	2012
Liquide Mittel	317	66	1.046
Finanzverbindlichkeiten	3.697	2.154	5.279
Nettofinanzposition	-3.381	-2.087	-4.233
Eigenkapital	19.026	26.814	32.068
Eigenkapital je Aktie	5,85	5,72	6,22
Quelle: Unternehmen			

Anhang II: Der Markt für Wearable Technologies

Wearable Technologies umfassen die Aufzeichnung und Auswertung bewusster und unbewusster Körpersignale durch Technologien, die auf, am oder im Körper getragen werden. Anwendungsbereiche sind Sport/Fitness, Healthcare/Wellness, Sicherheit/Prävention und Gaming/Lifestyle. Die gesammelten Daten können in der Cloud gespeichert und allerorts über das Internet abgerufen und genutzt werden. So profitiert der Anwender durch die Auswertung seiner Biosignale und kann u.a. Maßnahmen zu einer gesünderen Lebensweise ergreifen. Im Sportbereich können die Daten die Steigerung der körperlichen Leistungsfähigkeit unterstützen. Mittels Human-Computer-Interfaces wird dem Anwender ermöglicht, Computer zu steuern und in einer virtuellen Welt zu agieren.

Das Themenfeld der Wearable Technologies stellt unserer Meinung nach einen Megatrend der kommenden Jahre dar, mit hohen zweistelligen jährlichen Wachstumsraten (CAGR 40%). Das größte Wachstum sollten die Anwendungen für Consumer Electronics und Healthcare aufweisen.

Die Wearable Technologies AG ist Frühphasenfinanzierer im Bereich der Wearable Technologies und kann als etablierte Marke großes Know How vorweisen. Derzeit werden Beteiligungen an 4DForce, SportsCurve und an Wearable Technologies Service gehalten.

4DForce GmbH

Die 4DForce GmbH arbeitet an Brain-Computer-Interface-Systemen für die Unterhaltungselektronik, speziell den Computerspielebereich. Die Erfassung von Biosignalen (Gehirnströme, Augenbewegung) ermöglicht dann, einen Computer zu bedienen und beispielsweise Spielfiguren durch virtuelle Welten zu steuern. Zum Einsatz kommt ein drahtloses Headset mit patentierter Verstärkertechnologie als Schnittstelle von Gehirn und Computer (WIBI™).

SportsCurve GmbH

Die SportsCurve GmbH bietet Body2Cloud-Lösungen zur Erfassung, Übertragung und Auswertung (Visualisierung) von Bewegungsinformationen bei Sportlern. Durch Sammlung von Positionsdaten und verschiedenen Sensorinformationen (Herz- und Atemfrequenz, Aktivität) werden Vitaldatenprofile erstellt. Know How und innovative, energieeffiziente Komponenten erlauben Kunden, die Markteinführung zu beschleunigen.

Wearable Technologies Service GmbH

Die weitere Etablierung überhaupt erst des Bewusstseins, unter Ausnutzung der Gemeinsamkeiten verschiedene Themenkomplexe mit dem „Branding“ der Wearable Technologies entwickeln und vermarkten zu können, obliegt der Wearable Technologies Service GmbH.

Die Wearable Technologies Service GmbH betreibt auf führenden Messen wie der CeBit, Medica und ISPO eigene Messekonzepte und vermarktet diese an Partner. Die Ausstellungsflächen sind Wearable Technologies Cluster innerhalb einer großen Messe. Neben der Messevermarktung werden jährlich internationale Themenkonferenzen veranstaltet, wie die WTconference. Zielpublikum sind Persönlichkeiten und Entscheidungsträger der potenziellen Anwendungsbereiche. Die Gesellschaft ist zudem Herausgeber der WTnews.

Disclaimer: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch SRH AlsterResearch zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 28.06.2013):

Der Erstellung der Publikation liegt ein Vertragsverhältnis zwischen dem Emittenten und der SRH AlsterResearch AG zugrunde. Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen darüber hinaus keine weiteren möglichen Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 28.06.2013):

Die vorliegende Finanzanalyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten in einer Vorversion zugänglich gemacht worden.

Die **Aktualisierung der vorliegenden Publikation** erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von SRH AlsterResearch kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der SRH AlsterResearch AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

- Kaufen** Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen** Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Historie der Anlageurteile mic AG:

Datum	Analyst	Anlageurteil	Kursziel	Kursbasis (Vortagesschluss)
2013-06-28	C. Mainitz	Kaufen	7,00 €	3,899 €