13. November 2014

Research Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research

DEWB AG

Portfolio ausgebaut, Exits weiter im Visier

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **1,764 Euro** | Kursziel: **3,89 Euro**

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Inhaltsverzeichnis

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Portfolio 7

Markt- und Branchenumfeld 11

Zahlen 13

Equity-Story 14

Sum-of-parts-Bewertung 15

Fazit 17

Anhang I: Bilanz-, GUV- und Cashflow-Prognose 18

Impressum & Disclaimer 19

Snapshot

Stammdaten

Sitz:	Jena
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	3 (Holding)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0008041005
Kurs:	1,764 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,23 Mio. Stück
Market Cap:	26,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	20,9 Mio. Euro
Free-Float:	61,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,18 / 1,376 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	31,1 Tsd. Euro

Kurzportrait

DEWB konzentriert sich seit 1997 auf das Beteiligungsgeschäft, Mitte des letzten Jahrzehnts erfolgte die inhaltliche Fokussierung auf die wachstumsstarken Branchen Photonik und Sensorik. Nach zahlreichen Exits in den Jahren 2010 und 2011, die der Gesellschaft Einnahmen in Höhe von fast 40 Mio. Euro und einen kumulierten Gewinn von 8,7 Mio. Euro bescherten, wurde das Portfolio im Anschluss wieder ausgebaut. Mittlerweile liegt der Schwerpunkt mit vier von insgesamt sieben Unternehmen im Bereich Photonik und Sensorik, aus anderen Sektoren stammt mit der Biotechnologiegesellschaft Noxxon nur noch eine Beteiligung, auf die ein substanzielles Investmentvolumen entfällt.

Nach der Veröffentlichung positiver Studiendaten arbeitet das DEWB-Management an einem Noxxon-Exit in 2015, im Kernbereich dürften die Investitionsaktivitäten hingegen fortgesetzt werden. Wir sehen den Potenzialwert des Portfolios aktuell bei 3,89 Euro je Aktie und damit deutlich über dem aktuellen Kurs, das Urteil bleibt „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	35,79	0,00	0,00	0,00	37,00
EBIT (Mio. Euro)	9,97	-0,52	-0,80	-0,79	16,27
Jahresüberschuss	8,52	-0,84	-0,62	-1,42	15,62
EpS	0,56	-0,06	-0,04	-0,09	1,03
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	1.017,6%	-100,0%	0,0%	0,0%	-
Gewinnwachstum	3.602,2%	-	-	-	-
KUV	0,75	-	-	-	0,73
KGV	3,2	-	-	-	1,7
KCF	1,25	4,98	-	-	3,76
EV / EBIT	1,2	-	-	-	1,3
Dividendenrendite	-	-	-	-	-

Executive Summary

- **Langer Track-record:** DEWB blickt bereits auf eine mehr als hundertjährige Geschichte zurück, seit 1997 liegt der Fokus auf dem Beteiligungsgeschäft. Seitdem wurden 43 Unternehmen mit einem kumulierten Volumen von 466 Mio. Euro veräußert und – bezogen auf das Gesamtportfolio – eine durchschnittliche Rendite von rund 14 Prozent erzielt. Inhaltlich konzentriert sich DEWB seit 2005 auf die Wachstumsbranchen Photonik und Sensorik.

- **Kernbereich ausgebaut:** Bereits seit 2008 ist DEWB an Nanotron Technologies beteiligt. Der Spezialist für drahtlose Netzwerksysteme arbeitet an dem Einstieg in großvolumige Märkte und macht diesbezüglich große Fortschritte in den Branchen Viehwirtschaft und Bergbau. Vor einem Wachstumsschub steht auch die im letzten Jahr erworbene Beteiligung LemnaTec, ein Hersteller von Systemen zur Phänotypisierung von Pflanzen und Organismen, die nach dem Ausbau der Kapazitäten nun den internationalen Vertrieb intensiviert. Zum Kernportfolio Photonik und Sensorik zählen auch die in den letzten zwölf Monaten erfolgten Zukäufe von DirectPhotonics, einem Anbieter von ultra-hochbrillanten Direkt-Diodenlasersystemen, sowie von MueTec, einem Spezialisten für Inspektionssysteme in der Halbleiterproduktion.

- **Noxxon Exit-Kandidat:** Daneben existiert mit Noxxon Pharma (Anteil 11,2 Prozent) noch eine weitere Beteiligung, auf die ein substanzieller Teil des investierten Kapitals entfällt. An Noxxon ist DEWB bereits seit dem Jahr 2000 beteiligt (damals wurde noch ein breiterer Investmentansatz verfolgt). Das Unternehmen arbeitet an einer neuen Wirkstoffplattform, den Spiegelmeren, und hat im laufenden Jahr für mehrere Wirkstoffkandidaten positive Studiendaten der zweiten klinischen Testphase vorgelegt. Damit wurde erstmals auch der „Proof of Concept“ erbracht, also der Nachweis der Wirksamkeit eines Spiegelmers bei einem günstigen Nebenwirkungsprofil. Das war für DEWB die Voraussetzung für einen möglichen Exit. Denkbar ist sowohl der Verkauf an einen strategischen Investor aus der Branche als auch ein Börsengang in den USA im ersten Halbjahr 2015.

- **Attraktive Zielbranchen:** Mit einem Verkauf der Anteile an Noxxon hätte DEWB die Fokussierung auf den Kernbereich Photonik und Sensorik praktisch vollzogen, auch wenn kleinere Engagements (wie etwa der Batterieentwickler Jenabatteries) außerhalb dieses Fokus im Fall von aussichtsreichen Opportunitäten durchaus möglich sind. In jedem Fall wird sich die Beteiligungsgesellschaft künftig auf innovative Unternehmen mit ausgeprägter technologischer Kompetenz und hohem Wachstumspotenzial fokussieren. Die beiden Kernbranchen Photonik und Sensorik bieten diesbezüglich wegen einer fragmentierten mittelständischen Angebotsstruktur und hoher prognostizierter Wachstumsraten von mehr als 6 Prozent p.a. attraktive Chancen.

- **Hoher Potenzialwert:** Im Rahmen unserer Potenzialwertermittlung haben wir für drei Beteiligungen (MueTec, DirectPhotonics und Jenabatteries) vorerst nur den (geschätzten) Buchwert angesetzt. Den Wert der Anteile an Noxxon haben wir aus einem vergleichbaren Trade-Sale in der Branche abgeleitet, für Nanotron und LemnaTec wurden überschlägige DCF-Modelle aufgestellt. In Summe sehen wir den Potenzialwert von DEWB (inkl. Nettofinanzposition) aktuell bei 59,3 Mio. Euro bzw. bei 3,89 Euro je Aktie, unser Urteil bleibt „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Management kann einen beeindruckenden Track-record profitabler Exits vorweisen.
- Die gute Vernetzung in den Branchen Photonik und Sensorik sichert einen aussichtsreichen Dealflow.
- Das Unternehmen weist mit rund 74 Prozent eine komfortable Eigenkapitalquote auf.
- Die Strukturkosten der Gesellschaft sind mit ca. 0,75 Mio. Euro p.a. sehr gering.
- Mit Noxxon und Nanotron befinden sich zwei wichtige Beteiligungen in Exit-Nähe.

Schwächen

- Einnahmen generiert das Unternehmen nur mit diskontinuierlich anfallenden Exits, das bedingt eine hohe Volatilität in der Geschäftsentwicklung.
- Auf Noxxon entfällt ein großer Teil des investierten Kapitals. Hier besteht ein gewisses Klumpenrisiko.
- Das noch bestehende Engagement im Bereich der Biotechnologie gilt als Hemmnis für die Gewinnung von Investoren, die sich ausschließlich im Bereich Photonik und Sensorik positionieren wollen.

Chancen

- Noxxon und Nanotron haben zuletzt erhebliche Fortschritte gemacht und könnten im nächsten Jahr den angestrebten Exit schaffen. Damit würden erhebliche stille Reserven gehoben.
- Trotz einer konservativen HGB-Bilanzierung liegt die aktuelle Bewertung an der Börse 13 Prozent unter dem NAV.
- Die neue Beteiligung LemnaTec befindet sich schon in einem fortgeschrittenen Reifestadium und verfügt dank der forcierten Expansion über ein hohes Wertpotenzial.
- DirectPhotonics und Jenabatteries arbeiten an innovativen Produkten für sehr attraktive Märkte, ein Durchbruch würde den Wert massiv hebeln.
- Die Branchen Photonik und Sensorik sind wegen hoher Wachstumsraten und der starken Fragmentierung attraktiv für Beteiligungsgesellschaften. DEWB hat weitere aussichtsreiche Investments in der Pipeline.

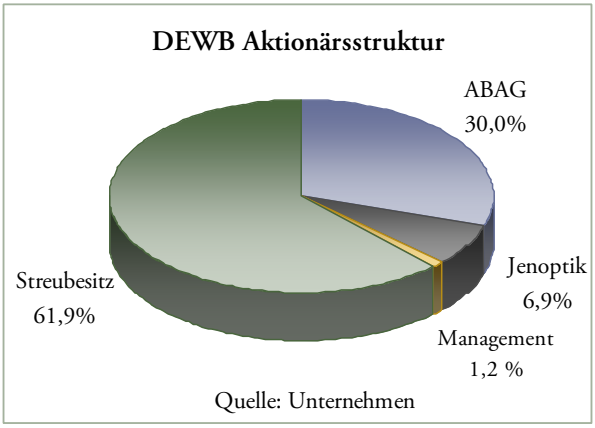
Risiken

- Planverfehlungen bei einzelnen Gesellschaften gehören im Beteiligungsgeschäft zum Alltag und können hohe Abschreibungen nach sich ziehen.
- In Jahren ohne Exits arbeitet DEWB defizitär.
- Nanotron musste zuletzt Verzögerungen in Projekten mit Partnern hinnehmen, die als strategische Käufer in Frage kommen.
- DirectPhotonics und Jenabatteries müssen die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells noch unter Beweis stellen.
- Die klinische Erforschung von Medikamenten, die Noxxon aktuell durchführt, ist immer mit einem relativ hohen Fehlschlagrisiko verbunden.
- Gelingt bei Noxxon kein Exit oder eine Auslizenzierung von Produkten, steht die Frage an, wie der hohe Kapitalbedarf für die klinischen Studien der Phasen IIb und III gedeckt werden kann.

Profil

Spezialist für Photonik und Sensorik

Die Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft, kurz DEWB, blickt bereits auf eine mehr als hundertjährige Historie zurück. Nach der Gründung im Jahr 1872 war das Unternehmen zunächst im Bankgeschäft aktiv, 1997 erfolgte unter Federführung des neuen Eigners Jenoptik eine Fokussierung auf das Beteiligungsgeschäft. Mittlerweile befindet sich das Unternehmen überwiegend im Streubesitz und hat sich zu einem Spezialisten für Investments im Bereich Photonik und Sensorik entwickelt. In diesen Industriezweigen liegt nicht nur die größte Expertise des Management-Teams rund um Alleinvorstand Bertram Köhler, auch der Standort Jena und das in diesem Segment bestehende Netzwerk gelten als wichtige Erfolgsgaranten.



Durchschnittsrendite 14 Prozent p.a.

Und die Zahlen belegen, dass DEWB das eigene Geschäft beherrscht. In den letzten fünfzehn Jahren wurden insgesamt Anteile an 43 Firmen mit einem kumulierten Volumen von 466 Mio. Euro veräußert, das Unternehmen beziffert den durchschnittlich erwirtschafteten internen Zins auf rund 14 Prozent. Aktuell beträgt das investierte Kapital rund 25 Mio. Euro und verteilt sich auf sieben Unternehmen. Aus dem Kernbereich Photonik und Sensorik stammen die langjährige Beteiligung Nanotron Technologies GmbH (Anteil 20,6 Prozent), sowie die drei Gesellschaften LemnaTec (43,6 Prozent), DirectPhotonics (47,4 Prozent) und MueTec (92,0 Prozent), an denen sich DEWB in den letzten zwölf Monaten beteiligt hat. Im März dieses Jahres wurde darüber hinaus der Einstieg bei Jenabatteries (21,6 Prozent) vermeldet. Aus dem in früheren Zeiten breiter angelegten Investmentansatz besteht darüber hinaus noch ein großes Engagement bei dem Biotechnologieunternehmen Noxxon Pharma (11,2 Prozent), zudem wird ein kleiner Anteil an der IT-Firma iTAC Software gehalten (2,5 Prozent).

Weitere Investitionen dürften folgen

Mit den Zukäufen in den letzten zwölf Monaten wurde das zwischenzeitlich durch erfolgreiche Exits auf vier Unternehmen zusammengeschmolzene Portfolio wieder deutlich ausgebaut. Der Investitionsprozess ist aber noch nicht abgeschlossen, das Unternehmen hat nach eigenen Angaben weiterhin vielversprechende Kandidaten aus den Zielbranchen Photonik und Sensorik in der Pipeline. Um eine ausreichende Diversifikation sicherzustellen, soll die Investitionssumme pro Target zwischen 1 und 7 Mio. Euro liegen, angestrebt wird dabei jeweils ein Stimmanteil von mindestens 25 Prozent. Flankiert wird der Einstieg in der Regel mit gesonderten Informations- und Mitbestimmungsrechten, um damit einen aktiven Managementansatz zu ermöglichen. In dessen Rahmen werden die Portfoliogesellschaften sowohl in organisatorischen und betriebswirtschaftlichen Fragestellungen als auch bezüglich der strategischen Weiterentwicklung beraten und können von dem Kontaktnetzwerk der Gesellschaft profitieren.

Portfolio

Kernbereich wieder deutlich ausgebaut

Nachdem der Kernbereich Photonik und Sensorik durch erfolgreiche Exits zwischenzeitlich auf nur noch ein Unternehmen geschrumpft war, hat sich durch die Zukäufe der letzten 18 Monate der Portfolioschwerpunkt, gemessen an der Zahl der Beteiligungen, mittlerweile wieder in dessen Richtung verschoben. Zu den Schwergewichten zählt dabei seit dem Mai letzten Jahres die LemnaTec GmbH aus Aachen, die sich zu 43,6 Prozent im Besitz der DEWB befindet.

LemnaTec: Führend im Markt

LemnaTec hat ein Inspektionssystem entwickelt, das aus verschiedenen Hardwarebausteinen (u.a. Kameras, Sensoren) und einer eigenen Software besteht und das zur Phänotypisierung von Pflanzen und Organismen (also zur Erfassung sämtlicher Eigenschaften) eingesetzt wird. Die Lösung ermöglicht eine Automatisierung der entsprechenden Prozesse, das Produktspektrum reicht dabei von kleinen Tischgeräten für Labore, über Großanlagen für Gewächshäuser bis hin zu Freifeldanlagen. Eine Spezialität ist das High-Throughput-Screening, in dessen Rahmen eine schnelle Analyse großer Stückzahlen mit bis zu 2.000 Messungen pro Tag (Hochdurchsatz-Screening, HTS) möglich ist. Bei der Anlage Scanalyzer 3D HTS ist der Prozess sogar vollautomatisiert.

Vorbereitung der Expansion

Das Unternehmen konnte bereits rund um den Globus namhafte Referenzkunden wie BASF, Bayer CropScience, DuPont-Pioneer und Monsanto gewinnen und wird damit ca. 13 Mio. Euro im laufenden Jahr erlösen. Seit dem Einstieg von DEWB steht bei LemnaTec die Schaffung der Voraussetzungen für die nächste Wachstumsphase auf der Agenda, unter anderem wurden neue Büro-, Entwicklungs- und Fertigungsräume bezogen, die interne Organisation um- und das internationale Vertriebsnetz ausgebaut. Auf dieser Basis soll ab 2015 die Dynamik deutlich anziehen, das Potenzial im Kernbereich Pflanzenzüchtung gilt wegen der zunehmenden, IT-gestützten Professionalisierung der Branche als nicht ansatzweise ausgeschöpft.

Nanotron: Innovative Lösung

Mitten in der Expansionsphase befindet sich bereits die langjährige Beteiligung Nanotron Technologies. Die Gesellschaft hat Soft- und Hardware für den Aufbau von drahtlosen Sensornetzwerken sowie zur Lokalisierung von und zur Kommunikation mit beweglichen Objekten entwickelt. Herzstück der Lösung ist der Halbleiter-Chip nanoLOC, der dank des verwendeten Chirp-Verfahrens für die störungssichere Übertragung von Signalen sorgt. Beim „Chirpen“

Portfolio	Einstieg	Anteil	Umsatz 2013e	Buchwert (e)*
Photonik, Sensorik	Jahr	in %	Mio. Euro	Mio. Euro
DirectPhotonics Industries	2013	47,4%	n.a.	ca. 2,7
LemnaTec	2013	43,6%	12,5	ca. 3,8
MueTec	2014	92,0%	n.a.	ca. 2,5
Nanotron Technologies	2008	20,6%	2,5	ca. 4,0
Andere				
Jenabatteries	2013	21,6%	n.a.	ca. 0,3
Noxxon Pharma	2000	11,2%	n.a.	ca. 13,7
iTAC Software	2000	2,5%	n.a.	0,0**

wird die Funk-Frequenz innerhalb einer Bandbreite ständig gewechselt, was den Einfluss von Störfaktoren wie etwa fremden elektromagnetischen Funkwellen oder Echosignalen minimiert. Die patentierte Nanotron-Lösung eignet sich damit besonders für den Einsatz in der Echtzeitlokalisierung (Real-Time Locating System RTLS) von beweglichen Objekten.

Marktdurchdringung wird forciert

Als besonders aussichtsreich haben sich in der Vermarktung bislang vor allem zwei Bereiche herauskristallisiert: Der Einsatz auf Farmen zur Überwachung von Nutztieren sowie in Bergwerken zur Erhöhung der Sicherheit. Im laufenden Jahr konnte die Zahl der in diesen Sektoren installierten Systeme weiter ausgebaut werden. Geplante gemeinsame Projekte mit potenziellen strategischen Käufern der Gesellschaft haben sich wegen der zum Teil komplexen Strukturen bei den Partnern aber etwas verzögert. Trotzdem bleibt das Management der DEWB hinsichtlich der Potenziale der Technologie und damit auch im Bezug auf einen Exit in naher Zukunft zuversichtlich.

DirectPhotonics: Dioden-Laser-Pionier

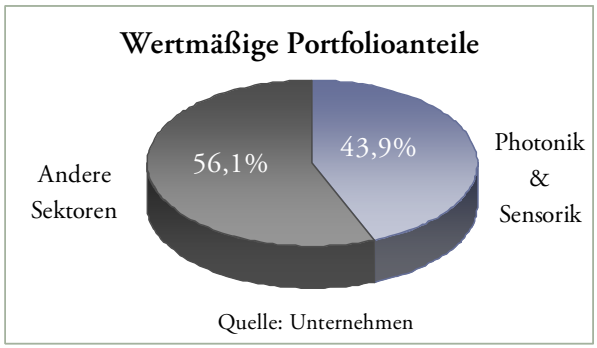
Dieses Stadium dürfte DirectPhotonics (Anteil 47,4 Prozent) erst in einigen Jahren erreichen. Das Unternehmen stellt ultra-hochbrillante Direkt-Diodenlasersysteme für Industrieanwendungen her. Diese werden vor allem für die Materialbearbeitung genutzt, insbesondere zum Schneiden oder Schweißen von Metallen, und weisen gegenüber konkurrierenden Lösungen zahlreiche Vorteile auf. Dank einer neuen Bauweise kann der Laser eine sehr hohe Strahlqualität ohne komplexe Resonatoren erreichen, eine hohe Energieeffizienz und Zuverlässigkeit sorgen zudem für niedrige Betriebskosten. Durch die Nutzung von zwei Fraunhofer-Patenten, eins davon auf exklusiver Basis, und eigene patentgeschützte Entwicklungen ist das Produkt umfangreich geschützt.

Markteinführung läuft

Mittlerweile hat das Unternehmen die Prototypen erstellt, den Produktionsprozess für die Serienfertigung installiert und erste Referenzkunden gewonnen. Ein neu entwickeltes System, das eine Leistung von bis zu 500 Watt im ersten Schritt ermöglicht, befindet sich aktuell in der Markteinführung. Das stellt die Grundlage für den geplanten Roll-out im großen Maßstab im nächsten Jahr dar, der mit Hilfe von Systemintegratoren erfolgen soll. Ab 2015 könnte das Unternehmen so bereits einen Umsatz im Millionenbereich erzielen. Perspektivisches Ziel sind Systeme mit mehreren Kilowatt, die das Marktpotenzial noch einmal deutlich erhöhen würden.

MueTec: Jüngster Zukauf

Der jüngste Neuzugang im Kernportfolio ist die MueTec GmbH, DEWB hat im Juni von den operativ nicht mehr tätigen Altgesellschaftern 92 Prozent der Anteile erworben, der Geschäftsführer hat sich mit 8 Prozent beteiligt. Das 1991 gegründete Unternehmen ist ein Hersteller von Inspektionssystemen für die Halbleiterproduktion, kann namhafte Kunden auf drei Kontinenten vorweisen und hat bereits mehr als 250 Anlagen rund um den Globus installiert. Zwei Produktinnovationen für neue Marktsegmente sollen nun einen weiteren Wachstumsschub bringen.



Großer Anteil entfällt auf Noxxon

Obwohl der Kernbereich Photonik und Sensorik zahlenmäßig mittlerweile wieder die Mehrheit im Portfolio stellt, entfällt auf die Unternehmen aus anderen Sektoren immer noch 56,1 Prozent des investierten Kapitals (per 30.06.). Das ist aber ausschließlich auf das große finanzielle Engagement bei der langjährigen Beteiligung Noxxon zurückzuführen. Auf Jenabatteries, die seit 2013 zum Portfolio zählt,

entfällt nur eine kleine Summe. Der Anteil an iTAC Software (2,5 Prozent) wurde vollständig wertberichtigt, weswegen wir auf Ausführungen zu der Gesellschaft verzichten.

Noxxon: Neue Wirkstoffklasse

Die gemessen an der Investitionssumme und am Buchwert (rund 13,7 Mio. Euro, Anteil 11,2 Prozent) größte Position, Noxxon Pharma, stammt noch aus einer Zeit, in der DEWB einen breiteren Investitionsansatz verfolgt hat (der Einstieg erfolgte im Jahr 2000). Das Unternehmen arbeitet an der Einführung einer neuartigen Wirkstoffklasse, der Spiegelmere. Diese chemisch erzeugten Moleküle wirken möglicherweise ähnlich wie Antikörper, sind aber leichter herzustellen. Sie stellen vereinfacht gesagt Spiegelbilder der bereits als Wirkstoff etablierten Aptamere dar, verfügen aber im Gegensatz zu diesen über eine erheblich bessere Biostabilität, was die Therapie erleichtert. Sowohl Aptamere als auch Spiegelmere können gefährliche Proteine binden, indem sie sich um diese herumfalten und sie damit letztlich unschädlich machen. Bei den Spiegelmeren verfügt Noxxon über alle wesentlichen Patente und besitzt damit nicht nur einzelne Wirkstoffkandidaten, sondern eine umfassende Plattform, die in Zukunft noch zahlreiche Medikamente hervorbringen könnte. Damit haben die Berliner eine hervorragende Ausgangsposition, wenn die Spiegelmere ihre Funktionalität in klinischen Studien belegen können.

Gute Resultate…

Im laufenden Jahr hat Noxxon Ergebnisse der zweiten klinischen Testphase für die drei ersten in der Entwicklung befindlichen Wirkstoffe auf Spiegelmerbasis veröffentlicht. Dabei dient NOX-E36 zur Behandlung von Komplikationen bei einer Diabetes-Erkrankung (insb. Nierenerkrankung Nephropathie), NOX-A12 beeinflusst die Metastasierung und Chemotherapieresistenz bei Krebs und NOX-H94 könnte als Medikation bei einer funktionellen Störung der Eisenversorgung im Körper eingesetzt werden. Die Studienergebnisse sind durchweg gut ausgefallen, mit dem am weitesten fortgeschrittenen Test von NOX-E36 konnte erstmals der Proof of Concept für die Plattform im Rahmen einer randomisierten, doppelblinden, Placebo-kontrollierten Studie erbracht werden, also der Nachweis, dass ein Spiegelmer mit einem sehr vorteilhaften Nebenwirkungsprofil Wirksamkeit zeigt. Als positiv zu werten ist darüber hinaus, das NOX-A12 zur Behandlung von bösartigen Hirntumoren in Verbindung mit einer Bestrahlung nach positiven Resultaten in Tierversuchen von den Behörden in den USA und in Europa den sogenannten Orphan-Drug-Status erhalten hat. Damit verbunden sind u.a. Erleichterungen im Rahmen des Zulassungsprozesses, weil es noch keine effektiven Behandlungsmethoden für die adressierte Indikation gibt. Neben der Therapie von Blutkrebs und der Stammzellenmobilisierung, für die beide bereits Studien der Phase II vorliegen, öffnet sich damit für den Wirkstoff ein drittes potenzialträchtiges Anwendungsgebiet.

…sollen Weg zum Exit ebnen

Mit den positiven Phase-II-Daten sieht DEWB die Voraussetzungen für den angestrebten Exit gegeben, für den verschiedene Wege beschritten werden könnten. Denkbar ist zunächst die Auslizenzierung einzelner Wirkstoffkandidaten an einen Pharmakonzern, an den in einem zweiten Schritt das gesamte Unternehmen verkauft werden könnte. Aktuell prüfen mehrere mögliche Partner die Studiendaten. Alternativ oder ergänzend kommt auch ein Börsengang in den USA in Frage. Wir erwarten in den nächsten Monaten die Entscheidung, ob das Projekt IPO in Angriff genommen wird.

Jenabatteries: Innovatives Start-up

Das zweite Unternehmen außerhalb des Kernsektors, das aktiv begleitet wird, ist Jenabatteries (Anteil 21,6 Prozent). Hier hat DEWB eine kleine Summe investiert, um eine interessante Opportunität zu nutzen. Denn im Erfolgsfall erschließt sich die Beteiligung einen Milliardenmarkt. Der Fokus der Gesellschaft liegt auf den sogenannten Redox-Flow Batterien. Bei diesem Batterietyp handelt es sich um eine seit den 1970er-Jahren etablierte Technologie (für die der Patentschutz mittlerweile ausgelaufen ist), die auf der Speicherung von Energie in mit Hilfe einer Membran getrennten Elektrolyten basiert. Die herkömmlichen Lösungen nutzen dafür teilweise giftige und

teure Rohstoffe sowie eine ebenfalls teure Spezialmembran, was eine weite Verbreitung bislang verhinderte. Unter der Führung des renommierten Chemikers Prof. Dr. Ulrich Schubert hat ein Team an der Universität Jena dieses Verfahren weiterentwickelt. Im Kern zeichnet sich der neue Ansatz dadurch aus, dass er ohne giftige oder teure Komponenten auskommt, da eine günstige Standard-Industriemembran und Polymere auf Wasserbasis genutzt werden. Diese können in großchemischen Verfahren hergestellt werden, was Potenzial für erhebliche Skaleneffekte bietet. Ansonsten basiert das Produkt nur auf Industriestandardkomponenten, weshalb sich die Batterie in Serienproduktion ab einem Leistungsbereich von 25 kW zur günstigsten Lösung im Markt entwickeln könnte. Unterstützt werden die wirtschaftlichen Vorteile dadurch, dass faktisch keine Selbstentladung stattfindet und mehr als 100.000 Ladezyklen möglich sind; der Be- und Entladevorgang erfolgt mit schnellen Pulsströmen.

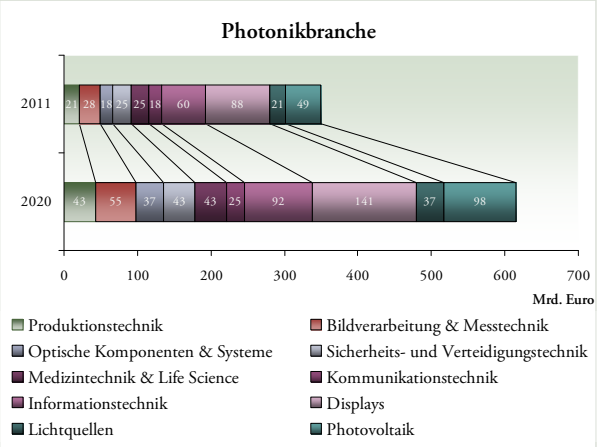
Demonstrator im ersten Halbjahr 2015

Für das Konzept wurde ein globales Basispatent angemeldet, die Rechte liegen bei der Jenabatteries GmbH. Aktuell läuft die Weiterentwicklung zu marktfähigen Produkten, zunächst werden als Zielmärkte die Speicherung von Strom aus erneuerbaren Energien (Photovoltaik, Wind) anvisiert. Derzeit wird das Konzept optimiert, bis zum ersten Halbjahr 2015 soll ein vermarktungsfähiger Demonstrator präsentiert werden. Um den Prozess der Markteinführung zu beschleunigen, sollen kompetente Industrieunternehmen als Partner für die Umsetzung gewonnen werden.

Markt- und Branchenumfeld

Schlüsseltechnologie Photonik

DEWB adressiert im Beteiligungsgeschäft vor allem Unternehmen aus zwei wachstumsstarken Märkten: Photonik und Sensorik. Die Photonik, definierbar als „Nutzung des Werkzeugs Licht" (Photonik Branchenreport), wird immer wieder gern als Schlüsseltechnologie des 21. Jahrhunderts bezeichnet – aus gutem Grund. Denn gleich zwei Triebfedern sorgen für ein rasantes Wachstum der Industrie: Zum einen ersetzen neue innovative Produkte klassische Lösungen (etwa Glühlampe durch LED) und sorgen so für einen Strukturwandel, zum anderen dienen photonische Elemente als Katalysator für die Entwicklung neuer Systemlösungen in den unterschiedlichsten Industrien. Dem Einsatz der Photonik sind dabei kaum Grenzen gesetzt: Neben den Hauptmärkten Displays und Informationstechnik kommt die Technologie beispielsweise auch in den Bereichen Kommunikationstechnik, Life Science, Sicherheits- und Verteidigungstechnik oder Bildverarbeitung und Messtechnik zum Einsatz.



Quelle: Photonik Branchenreport 2013

Hohes Wachstum prognostiziert

Die enorme Vielfalt der Industrie und die beeindruckende Größe macht die Photonik als Aktionsfeld für eine Beteiligungsgesellschaft hochinteressant. Der Output der Branche in Deutschland wird auf 28,2 Mrd. Euro in 2013 geschätzt, das Durchschnittswachstum seit 2005 betrug rund 7 Prozent. Ähnlich hoch ist die Steigerungsrate weltweit ausgefallen, das globale Volumen wird auf über 350 Mrd. Euro taxiert. Bis 2020 soll es um 6,5 Prozent p.a. auf dann 615 Mrd. Euro ansteigen. Überproportionale Zuwächse werden vor allem den Anwendungen für die Bereiche Life Science, Produktionstechnik, Bildverarbeitung & Messtechnik sowie optischen Komponenten und Systemen zugetraut (siehe Grafik).

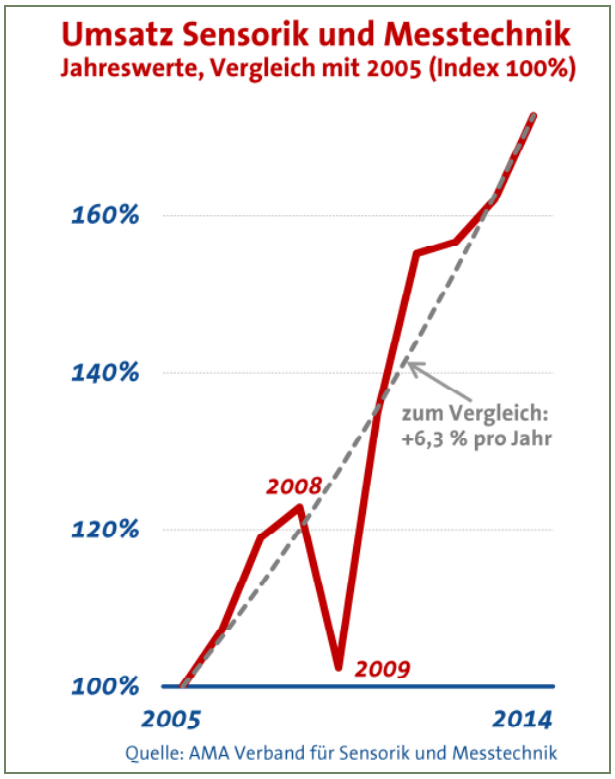
Konjunkturdelle

Allerdings waren die beiden letzten Jahre für die deutsche Photonik-Industrie schwächer als zuvor erwartet, das Wachstum bewegte sich in etwa in der Höhe der globalen BIP-Steigerungsrate (Quelle: Photonik Branchenreport Update 2014). Für dieses Jahr rechneten die Anbieter noch im Frühjahr aufgrund einer robusten Entwicklung insbesondere im Investitionsgüterbereich mit einer Rückkehr zu den prognostizierten überproportionalen Steigerungsraten. Ob dies vor dem Hintergrund der spürbaren Konjunktureintrübung in den Sommermonaten gelingt, bleibt noch abzuwarten. Dieses Phänomen dürfte aus unserer Sicht aber konjunktureller Natur bleiben, strukturell weist die Industrie unverändert das Potenzial für eine überdurchschnittliche Entwicklung auf.

Sensorik-Markt mit CAGR von 6,3%

Ebenfalls etwas unterhalb des langfristigen Trends hat sich zuletzt die Sensorik-Branche entwickelt, dennoch bewegt sich das Wachstum weiterhin auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Im zweiten Quartal 2014 erhöhte sich der Umsatz der hiesigen Anbieter um 2 Prozent, nach einem Plus von 7 Prozent im sehr starken ersten Quartal (Quelle: AMA). Die weiteren Perspektiven sind moderat positiv, der Auftragseingang hat zuletzt weiter zugelegt, allerdings nur noch um rund 1 Prozent. Mittelfristig

scheint aber eine Rückkehr auf das Trendwachstum, das trotz eines Einbruchs in 2009 in den letzten zehn Jahren bei 6,3 Prozent p.a. lag (siehe Grafik), wahrscheinlich; Trends wie „Industrie 4.0“ (intelligente Fertigung, Smart Factory) sorgen für einen Nachfrageschub.

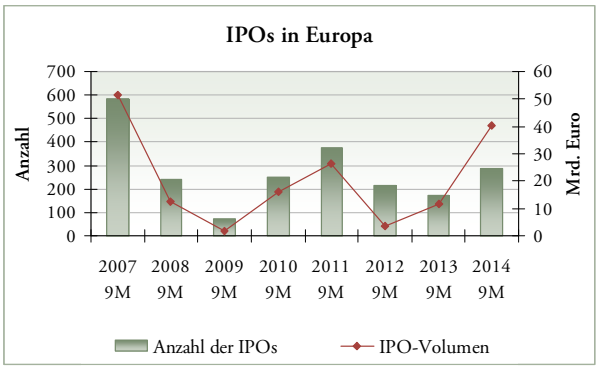


Fragmentierte Angebotsstruktur

Die Angebotsstruktur im Sensorikmarkt gilt als sehr inhomogen und stark fragmentiert. Der hiesige Branchenverband AMA schätzt die Zahl der aktiven Unternehmen im Bereich von Sensoren und industriellen Messsystemen auf 2.000 bis 2.500, die einen Umsatz von 35 Mrd. Euro erzielen. Die Verbindung aus einer hohen Wachstumsgeschwindigkeit und einer starken Fragmentierung auf der Herstellerseite macht die Sensorik für eine Beteiligungsgesellschaft attraktiv, da sich so eine Vielzahl von interessanten Targets anbieten. Die Inhomogenität und die enorme Anzahl unterschiedlicher Lösungen erfordert zudem ein ausgeprägtes Branchen-Know-how, das DEWB durch das jahrelange Engagement im Sektor vorweisen kann und das für erhebliche Wettbewerbsvorteile im Akquisitionsprozess sorgt.

Zweite Determinante: Kapitalmarkt

Die Entwicklung der Zielbranchen determiniert maßgeblich den operativen Erfolg der Beteiligungen. Der Geschäftserfolg der Beteiligungsgesellschaft selbst hängt darüber hinaus aber auch noch von einem zweiten Faktor maßgeblich ab: Der Entwicklung am Kapitalmarkt, die sowohl die Einkaufskonditionen als auch die Exit-Preise und -Möglichkeiten beeinflusst. Die Hausse der großen Indizes hat im laufenden Jahr nach einer längeren Anlaufphase ein deutliches Anziehen bei der Zahl und dem Volumen der Börsengänge – in der Regel der lukrativste Exit-Kanal – bewirkt. Nach neun Monaten lag die Zahl der IPOs in Europa mit 289 deutlich über dem Referenzwert aus 2013 (173), beim kumulierten Volumen – 40,3 vs. 11,7 Mrd. Euro – ist der Aufwärtstrend sogar noch deutlicher. Die Deutsche Börse hinkt mit 9 IPOs in den ersten neun Monaten (Vorjahr: 6) der Entwicklung allerdings weiter hinterher, auch wenn Zalando und Rocket Internet die Bilanz im Schlussquartal verbessern werden (Quelle: PWC IPO-Watch Europe).



Quelle: PWC

Exit-Volumen noch rückläufig

Dennoch prägt noch Zurückhaltung die hiesige Beteiligungsbranche, im ersten Halbjahr 2014 hat sich das Investitionsvolumen von 1,96 auf 1,78 Mrd. Euro reduziert. Auch die Exit-Aktivitäten der deutschen Anbieter waren weiter verhalten (Volumen 1,08 vs. 1,28 Mrd. Euro). Deutlich rückläufig ist allerdings die Quote der Totalverluste, die nun bei 7 Prozent liegt, nach 38,4 Prozent im Vorjahreszeitraum (Quelle: BVK).

Zahlen

Positive Ausreißer durch Exits

Das Geschäft von Beteiligungsgesellschaften wird stark durch einzelne Exits getrieben, die im Erfolgsfall immer wieder für positive Ausreißer sorgen. Die letzte große Exit-Welle mit sechs Verkäufen aus dem Portfolio fand bei DEWB in den Jahren 2010/11 statt. Insbesondere das zweite Jahr veranschaulichte mit einem Umsatz von 35,8 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss von 8,5 Mio. Euro das Potenzial einer langjährigen Entwicklungsarbeit.

Geschäftszahlen	2011	*2012*	*2013*
Erlöse	35,79	0,00	0,00
EBITDA	10,12	-0,50	-0,78
EBIT	9,97	-0,52	-0,80
Jahresüberschuss	8,51	-0,84	-0,62

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Portfolioaufbau und Exit-Vorbereitung

Die Zeit danach stand dann im Zeichen des Neuaufbaus des Portfolios. Mittlerweile wurden Beteiligungen an vier weiteren Gesellschaften erworben, vor allem im Kernbereich Photonik und Sensorik. Das Investitionsvolumen hat sich inzwischen wieder von 14,4 Mio. Euro Ende 2012 auf 25,0 Mio. Euro zum 30. Juni dieses Jahres erhöht. Parallel wurde die Weiterentwicklung der beiden letzten langjährigen Beteiligungen mit substanziellem Investitionsvolumen, Noxxon und Nanotron, zur Exit-Reife vorangetrieben.

Schlanke Strukturen

Ohne Verkäufe von Unternehmensanteilen erzielte DEWB keine größeren Einnahmen und generierte in dieser Phase naturgemäß Defizite. Im Jahr 2013 lag der Fehlbetrag bei 0,6 Mio. Euro, im ersten Halbjahr 2014 summierte er sich auf 0,8 Mio. Euro. Allerdings verzerren die Einmalkosten für die Emission der Anleihe im laufenden Jahr das Bild, die Strukturkosten lagen unverändert knapp über 0,35 Mio. Euro auf Sechsmonatsbasis. Die relativ geringen Verluste trotz fehlender Erlöse verdeutlichen die sehr schlanken Strukturen der Gesellschaft. Der wesentliche Posten, der Personalaufwand, belief sich im letzten Jahr auf lediglich 0,32 Mio. Euro. Die Vergütung des Managements erfolgt stark erfolgsorientiert in Abhängigkeit von den Exit-Resultaten.

Geschäftszahlen	HJ13	HJ 14
Erlöse	0,00	0,00
EBIT	-0,30	-0,35
Jahresüberschuss	-0,23	-0,82

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Finanziellen Spielraum erweitert

Dass sich die Schere zwischen dem EBIT und dem Jahresergebnis trotzdem im ersten Halbjahr 2014 etwas weiter geöffnet hat, lag an den Emissions- und Zinskosten (474 Tsd. Euro) für die emittierte Anleihe mit einem Volumen von 10 Mio. Euro. Damit hat sich DEWB den Spielraum für weitere Investitionen geschaffen, auch wenn sich die Erzielung von Exit-Erlösen bei Noxxon, etwa im Fall eines US-IPO mit Lock-up-Fristen, noch länger hinziehen sollte. Per 30. Juni konnte das Unternehmen so eine Liquidität von 16,3 Mio. Euro ausweisen. Abgesehen von der Anleihe ist DEWB finanzschuldenfrei, die Eigenkapitalquote beträgt aktuell komfortable 73,8 Prozent.

Equity-Story

Neues Wertsteigerungspotenzial

Nach zahlreichen Exits musste DEWB das Portfolio im Kernbereich Photonik und Sensorik zunächst wieder ausbauen, und die bisherigen Abschlüsse verdeutlichen den hervorragenden Zugang, den das Management zu Unternehmen aus der Branche hat. So konnte im Fall von LemnaTec ein großer Anteil an einem in seinem Kerngeschäft bereits führenden Anbieter mit einem Umsatz von mehr als 10 Mio. Euro zu einem KUV von weniger als 1,0 (nach unserer Schätzung) erworben werden. Ebenso wie die Neuerwerbungen MueTec und DirectPhotonics sowie die langjährige Beteiligung Nanotron Technologies verfügt LemnaTec über ein hohes Wachstumspotenzial. Die Fortschritte bei diesen Beteiligungen könnten nicht nur für einen positiven Newsflow sorgen, sondern auch relativ schnell für deutliche Wertzuwächse.

Attraktive Fokussierung

Nachdem in den letzten Jahren noch einige Investments veräußert wurden, die nicht zum Kernbereich Photonik und Sensorik zählten, fokussiert sich das Portfolio damit immer mehr auf die attraktiven Zielbranchen. Diese legen pro Jahr mit mehr als 6 Prozent zu und wachsen damit erheblich stärker als die Gesamtwirtschaft. Angesichts einer sehr breiten Produktdifferenzierung und einer heterogenen, mittelständisch geprägten Angebotsstruktur findet sich hier ein spannendes Betätigungsfeld für eine Beteiligungsgesellschaft mit entsprechendem Know-how, wie es DEWB vorweisen kann. Die fortschreitende Fokussierung dürfte auch das Interesse weiterer Investoren wecken, die sich in einem frühen Stadium und auf diversifizierter Basis an Unternehmen aus dem Sektor beteiligen wollen.

Noxxon: Risiko und Chance

Als Hindernis für einen Einstieg solcher branchenaffinen Investoren gilt im Moment aber noch das Engagement im Biotechnologiesektor, das mit einem höheren Risiko verbunden ist als die Industriebeteiligungen. Die Biotech-Aktivitäten beschränken sich zwar auf eine Beteiligung (die zudem schon im Jahr 2000 erworben wurde), deren Höhe aber mit einem aktuellen Buchwert von rund 13,7 Mio. Euro für das Portfolio substanziell ist. Die Erfolge, die Noxxon mit der Spiegelmer-Technologie erzielt, lassen aber hoffen, dass sich das jahrelange Engagement letztlich auszahlt. Das Unternehmen verfügt über einen umfassenden Patentschutz für eine mögliche neue Wirkstoffklasse, deren Potenzial sich aktuell in klinischen Studien andeutet, und dürfte damit für ein hohes Interesse aus der Pharmabranche sorgen. Wir gehen davon aus, dass DEWB bei weiterhin positiven Studienresultaten im Verkaufsfall ein Mehrfaches des eingesetzten Kapitals erzielen könnte.

Hoher Hebel

Damit würde DEWB auch einen hohen Gewinn erzielen. Aber auch abseits von Noxxon versprechen gelungene Engagements nun einen starken Hebeleffekt auf das Ergebnis. Denn die Beteiligungsgesellschaft hat die Exit-Phase seit 2010 genutzt, um die Strukturen deutlich zu verschlanken. Mit einer Fixkostenbasis von rund 0,75 Mio. Euro (zuzüglich Anleihezinsen) dürfte DEWB die Spitzenposition unter den börsennotierten Beteiligungsgesellschaften mit einem Portfoliovolumen von mehr als 40 Mio. Euro einnehmen. Damit kann die Gesellschaft nun auch Jahre ohne Exits ohne größere Verluste überstehen, der positive Ergebniseffekt im Fall von lukrativen Verkäufen fällt umso größer aus. Demgegenüber wird DEWB am Markt trotz einer positiven Performance immer noch mit einem Abschlag von 13 Prozent auf den Buchwert des Eigenkapitals bewertet. Dieser dürfte weiter reduziert werden, wenn sich ein Erfolg bei Noxxon andeutet, was einen zusätzlichen Ertragshebel für die Investoren bietet.

Sum-of-parts-Bewertung

Potenzialwertermittlung

Beteiligungsgesellschaften, die ihre Erträge mit der Veräußerung von Unternehmensanteilen erwirtschaften, weisen in der GuV und der Kapitalflussrechnung im Zeitablauf zumeist erhebliche Sprünge auf. Die zukünftigen Cashflows sind daher besonders schwer zu prognostizieren und als Basis für eine Unternehmensbewertung kaum hilfreich. Stattdessen greift man üblicherweise auf eine Sum-of-parts-Bewertung zurück. Im Rahmen dieses Verfahrens werden die wesentlichen Assets des Anlagevermögens separat bewertet und summiert. Um den fairen Wert des Unternehmens zu ermitteln, wird anschließend der Saldo aus dem finanziellen Vermögen und den Schulden hinzuaddiert. Setzt man für die Anteile an den Beteiligungen nicht den aktuellen Substanzwert an, sondern den bei einer planmäßigen Weiterentwicklung zukünftig zu erwartenden Verkaufserlös, führt dies zu dem Potenzialwert einer Beteiligungsgesellschaft, den wir im Folgenden für DEWB berechnen. Da darüber hinausgehende Erträge aus zukünftigen Investments nicht seriös prognostizierbar sind, werden diese in der Bewertung ausgeklammert.

Verschiedene Bewertungsmethoden

Die Nettofinanzposition in der DEWB-Bilanz beträgt aktuell nach unserer Schätzung 6 Mio. Euro. In unserem Bewertungsmodell setzen wir darüber hinaus für die Anteile an DirectPhotonics, Jenabatteries und MueTec vorerst die (geschätzten) Buchwerte an. Andere Bewertungsmethoden drängen sich erst auf, wenn die Gesellschaften nach dem Einstieg von DEWB weitere substanzielle Entwicklungsschritte durchlaufen haben. Dies sehen wir bei LemnaTec angesichts der fortgeschrittenen Vorbereitungen zur Erhöhung des Expansionstempos als gegeben an, weswegen wir hier nun ein überschlägiges Ertragswertmodell anwenden. Dieselbe Vorgehensweise wählen wir weiterhin auch bei Nanotron Technologies. Ein anderes Bewertungsverfahren wählen wir nach wie vor für Noxxon, hier orientieren wir uns an einem vergleichbaren Trade-Sale in der Branche.

Noxxon-Bewertung

Die Bewertung von Noxxon Pharma orientiert sich an dem US-Unternehmen Amplimmune, dessen Bewertung mit einer Übernahme transparent geworden ist. Die Gesellschaft arbeitet an einer neuen Therapieplattform auf Basis einer Stärkung des Immunsystems, um u.a. Krebs zu bekämpfen. Drei Wirkstoffe werden bereits ausgetestet, davon befand sich der am weitesten fortgeschrittene zum Zeitpunkt des Trade-Sales allerdings erst in der Phase Ib. Wir sehen hier eine Analogie zum neuen Therapiekonzept von Noxxon (Spiegelmere), wobei sich das Unternehmen mit vier Phase-II-Studien bereits in einem wesentlich fortgeschritteneren Stadium befindet.

Amplimmune-Preis als Maßstab

Im August letzten Jahres hat der Pharmakonzern AstraZeneca die vollständige Akquisition von Amplimmune bekannt gegeben, zuvor befand sich das Unternehmen im Privatbesitz. Das erst 2007 gegründete US-Unternehmen wurde mit 500 Mio. US-Dollar bewertet, wovon 225 Mio. US-Dollar direkt fällig waren, weitere 275 Mio. US-Dollar werden in Abhängigkeit von fest definierten Meilensteinen gezahlt. In diesem Wert sehen wir einen guten Maßstab für einen möglichen Verkaufspreis von Noxxon. Im Rahmen einer vorsichtigen Herangehensweise haben wir einen Abschlag von 25 Prozent auf den Transaktionspreis vorgenommen und kalkulieren die potenzielle Noxxon-Marktkapitalisierung damit auf 275 Mio. Euro. Den Wert des Anteils im Besitz von DEWB beziffern wir auf dieser Basis mit 30,9 Mio. Euro.

Nanotron: Volumenmärkte im Visier

Nanotron Technologies hat in den letzten Jahren erhebliche Vorleistungen erbracht, um der eigenen Technologie den Sprung in Volumenmärkte zu ebnen. Deutliche Fortschritte haben dabei vor allem die Lösungen zur Überwachung von Nutztieren und

Bergwerken gemacht. Vor allem in der Viehwirtschaft kann das Unternehmen mittlerweile auf eine mehr als dreijährige erfolgreiche Anwendung im Rahmen von Referenzprojekten verweisen, und auch im Minensektor laufen mittlerweile erste Installationen im chinesischen Kohlebergbau.

Verzögerungen bei Gemeinschafts-Projekten

Die Exit-Strategie im Bezug auf Nanotron sieht vor, dass zunächst gemeinsame Projekte mit interessierten Käufern gestartet werden, die dann in eine vollständige Übernahme münden könnten. DEWB zielt darauf ab, dass solche Unternehmen bereit sind, einen strategischen Preis für die Technologie zu bezahlen. Der Start dieser Kollaborationsprojekte hat sich allerdings etwas verzögert, was u.a. auf komplexe Abstimmungsprozesse bei den Partnern zurückzuführen ist. Damit hat sich auch ein möglicher Exit zeitlich nach hinten verschoben und wird sich vermutlich nicht vor 2015 realisieren lassen. Nichtsdestotrotz stuft das DEWB-Management sowohl die Entwicklung von Nanotron als auch die Verkaufschancen positiv ein.

Synergien im Fokus

Eine Abbildung der Entwicklung von Nanotron in einem Bewertungsmodell ist nicht einfach. Denn der Wert der Technologie offenbart sich erst in der Zusammenarbeit mit einem großen Partner, der über die entsprechende Vertriebskraft verfügt und damit hohe Synergien bietet. Im Rahmen des überschlägigen Modells haben wir versucht, dieses Szenario abzubilden. Wir trauen Nanotron für diesen Fall ceteris paribus hohe Wachstumsraten zu, die wir für 2015 zunächst auf 40 Prozent taxieren und bis auf 100 Prozent in 2017 ansteigen lassen. Das CAGR für den Detailprognosezeitraum bis 2021 sehen wir bei 55 Prozent. Den Break-even haben wir für 2016 unterstellt, die Ziel-EBIT-Marge liegt bei 15 Prozent. Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit einem Eigenkapitalkostensatz nach CAPM von 11,6 Prozent (sicherer Zins 3,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,4 Prozent, Beta 1,5 – Annahme: vollständige Finanzierung mit Eigenkapital). Auf dieser Basis errechnet sich ein Unternehmenswert von 30 Mio. Euro, daraus errechnet sich für den DEWB-Anteil ein Wert von 6,2 Mio. Euro.

LemnaTec: Expansion forciert

Auch im Fall von LemnaTec kalkulieren wir mit relativ hohen Wachstumsraten, auch wenn diese basisbedingt deutlich unter den Werten von Nanotron liegen werden. Das Unternehmen dürfte aus unserer Sicht in den nächsten vier Jahren mit einem CAGR von 23,5 Prozent expandieren, danach lassen wir die Steigerungsraten bis zum Ende des Detailprognosezeitraums sukzessive auf 10 Prozent absinken. Die maximale EBIT-Marge taxieren wir auf 15 Prozent, den Zielwert sehen wir bei 12 Prozent. Der aus diesen Annahmen resultierende freie Cashflow wird mit einem CAPM von 10,5 Prozent (sicherer Zins 3,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,4 Prozent, Beta 1,3 – Annahme: vollständige Finanzierung mit Eigenkapital) abdiskontiert. In Verbindung mit einer unterstellten ewigen Wachstumsrate für den Cashflow von 1 Prozent errechnet sich daraus ein Unternehmenswert von 25 Mio. Euro, den Anteil der DEWB taxieren wir damit nun auf 10,7 Mio. Euro.

Sum-of-parts-Bewertung	Anteil	Wert
DirectPhotonics	47,4%	2,7
Jenabatteries	21,6%	0,3
LemnaTec	43,6%	10,7
MueTec	92,0%	2,5
Nanotron	20,6%	6,2
Noxxon	11,2%	30,9
Portfolio		**53,3**
Nettofinanzvermögen		6,0
Potenzialwert		**59,3**
je Aktie		**3,89**

Fairer DEWB-Wert: 3,89 Euro je Aktie

Zusammen mit den Buchwerten von DirectPhotonics, Jenabatteries und MueTec sehen wir den Potenzialwert des Portfolios damit bei 53,3 Mio. Euro. Unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition in Höhe von aktuell 6 Mio. Euro errechnet sich so ein Potenzialwert des Unternehmens von 59,3 Mio. Eu-

ro oder 3,89 Euro je Aktie. Das Prognoserisiko taxieren wir dabei auf 4 von maximal 6 Punkten, vor allem wegen des hohen Portfoliogewichts von Noxxon und der überdurchschnittlichen Risiken in der Medikamentenentwicklung.

Fazit

Der Prozess der Fokussierung auf den Kernbereich Photonik und Sensorik steht bei DEWB vor dem Abschluss. In den letzten zwölf Monaten konnte das Unternehmen bereits mehrere aussichtsreiche Beteiligungen aus dem Zielsektor erwerben, besonders dem Spezialisten für Systeme zur Phänotypisierung von Pflanzen, LemnaTec, trauen wir ein hohes Wertsteigerungspotenzial zu. Darüber hinaus hat das Unternehmen mit der langjährigen Beteiligung Nanotron Technologies einen weiteren Exit-Kandidaten für 2015 im Portfolio.

Eine unmittelbare Exit-Perspektive gibt es auch für die Biotechnologiegesellschaft Noxxon nach der Vorlage mehrerer guter Studienergebnisse für Wirkstoffkandidaten in der zweiten klinischen Testphase. Wir erwarten für das nächste Jahr einen Trade-Sale an einen strategischen Investor oder ein IPO in den USA. Das wäre der entscheidende Schritt für die Fokussierung der Beteiligungsgesellschaft.

Auf Sicht der nächsten zwölf Monate dürften Nanotron und vor allem Noxxon die Ergebnisentwicklung von DEWB dominieren, langfristig trauen wir aber auch den übrigen Portfoliopositionen ein hohes Wertsteigerungspotenzial zu. Wir sehen den Potenzialwert nach einer Aktualisierung des Modells nun bei 3,89 Euro je Aktie und damit deutlich über dem aktuellen Kurs. Unsere Einschätzung bleibt „Buy“.

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

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015
AKTIVA					
I. AV Summe	0,14	0,10	0,08	0,07	0,07
II. UV Summe	52,40	32,76	32,08	40,69	56,33
PASSIVA					
I. Eigenkapital	32,87	32,02	31,31	29,88	45,50
II. Rückstellungen	1,39	0,83	0,85	0,87	0,89
III. Fremdkapital	18,52	0,02	0,01	10,01	10,01
BILANZSUMME	**52,78**	**32,87**	**32,17**	**40,76**	**56,40**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015
Umsatzerlöse	35,79	0,00	0,00	0,00	37,00
EBITDA	10,12	-0,49	-0,78	-0,78	16,28
EBIT	9,97	-0,52	-0,80	-0,79	16,27
JÜ	8,52	-0,84	-0,62	-1,42	15,62
EPS	0,56	-0,06	-0,04	-0,09	1,03

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015
CF operativ	21,53	5,40	-2,03	-7,48	7,14
CF aus Investition	-0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-6,64	-11,99	-0,09	10,00	0,00
Liquidität Jahresanfang	3,44	18,33	11,76	9,63	12,15
Liquidität Jahresende	18,32	11,76	9,63	12,15	19,30

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 Market-Maker (www.market-maker.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 zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers 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 Studienerstellung 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**), 7)

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 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.
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-Schlusskurs des vorletzten 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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
04.09.2014	Buy	3,30 Euro	1), 7)
03.07.2014	Buy	3,50 Euro	1), 7)
09.04.2014	Buy	3,52 Euro	1), 7)
09.12.2013	Buy	3,46 Euro	1), 7)
06.09.2013	Buy	3,56 Euro	1), 7)
03.06.2013	Buy	3,53 Euro	1), 7)
15.05.2013	Buy	3,53 Euro	1), 7)

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