

23. Mai 2016

Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

DEWB AG

Noxxon-Transaktion weiter
in der Schwebe

Urteil: **Speculative Buy** (zuvor: Buy) | Kurs: **1,589 Euro** | Kursziel: **3,20 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Jena
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	3 (Holding)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0008041005
Kurs:	1,589 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,23 Mio. Stück
Market Cap:	24,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	24,3 Mio. Euro
Free-Float:	62 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,75 / 1,461 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	39,2 Tsd. Euro

DEWB hat die Zahlen für 2015 veröffentlicht. Ohne Exits konnte die Beteiligungsgesellschaft erneut keine Erlöse erzielen, das Defizit auf EBITDA-Ebene blieb aufgrund der sehr schlanken Kostenstrukturen mit 0,75 Mio. Euro überschaubar. EBIT und Jahresergebnis wurden zusätzlich durch eine Abschreibung auf eine Beteiligung in Höhe von 2 Mio. Euro belastet, so dass sich die Fehlbeträge hier auf 2,76 bzw. 3,26 Mio. Euro beliefen. Das Eigenkapital je Aktie reduzierte sich dadurch auf 1,75 Euro.

Aus dem Portfolio hat DEWB überwiegend erfreuliche Fortschritte vermeldet, mehrere Beteiligungen konnten neue Investoren gewinnen und damit den Expansionskurs forcieren. Besonders im Fokus stand im letzten Jahr aber die Biotechnologiegesellschaft Noxxon, auf die aus historischen Gründen aktuell noch etwa die Hälfte des investierten Kapitals entfällt. Noxxon hat im Oktober IPO-Pläne für die Euronext angekündigt, diese bislang aber noch nicht umgesetzt. Auch die Optionen Auslizenzierung von Wirkstoffkandidaten oder ein Trade-Sale werden daher weiter verfolgt. Im laufenden Jahr soll eine dieser Varianten zum Abschluss gebracht werden.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014	2015	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	35,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT (Mio. Euro)	9,97	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	-0,77
Jahresüberschuss	8,52	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	-1,22
EpS	0,56	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	-0,08
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	-	-	-	-	-	-
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	0,68	-	-	-	-	-
KGV	2,8	-	-	-	-	-
KCF	1,12	4,48	-	-	-	-
EV / EBIT	2,4	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

Keine Verkäufe in 2015

Im letzten Jahr hat DEWB keine Anteile von Portfoliounternehmen verkauft und deswegen, wie bereits im Vorjahr, keine Erlöse erzielt. Personalkosten in Höhe von 0,41 Mio. Euro (Vorjahr: 0,39 Mio. Euro) und sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 0,37 Mio. Euro (0,38 Mio. Euro) waren im Wesentlichen verantwortlich für einen EBITDA-Fehlbetrag in Höhe von 0,75 Mio. Euro (0,71 Mio. Euro). Im Gegensatz zum Vorjahr gab es allerdings eine substantielle Abschreibung auf einen Buchwert in Höhe von rund 2 Mio. Euro (nähere Details wurden nicht bekannt gegeben), so dass das EBIT mit -2,76 Mio. Euro deutlich unter dem Referenzwert aus 2014 (-0,72 Mio. Euro) lag. Unter Hinzurechnung des Nettofinanzergebnisses in Höhe von -0,49 Mio. Euro (-0,73 Mio. Euro), das vor allem durch die Zinszahlungen für eine emittierte Anleihe geprägt wurde, belief sich der Jahresfehlbetrag auf 3,26 Mio. Euro (-1,45 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	2014	2015	Änderung
Erlöse	0,00	0,00	-
EBITDA	-0,71	-0,75	-
EBIT	-0,72	-2,76	-
Jahresüberschuss	-1,45	-3,26	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Noxxon im Fokus

Ein besonderes Augenmerk liegt aktuell auf der Beteiligung Noxxon, die sich bereits seit dem Jahr 2000 im DEWB-Portfolio befindet. Zu dem Zeitpunkt hatte die Beteiligungsgesellschaft noch einen breiteren Investmentansatz verfolgt. Noxxon arbeitet an der Entwicklung einer neuartigen Wirkstoffklasse, den Spiegelmeren. Diese chemisch erzeugten Moleküle wirken möglicherweise ähnlich wie Antikörper, haben aber womöglich keine vergleichbaren Nebenwirkungen und sind leichter herzustellen. Für drei Wirkstoffe hat das Unternehmen mittlerweile erste Resultate der zweiten klinischen Testphase vorgelegt, die allesamt verheißungsvoll ausgefallen sind. Für DEWB war das die Voraussetzung, um erste Schritte einzuleiten, die in einen Exit münden könnten.

Schwieriges Umfeld für Börsengang

Die Auslizenzierung eines Wirkstoffs an einen Partner aus der Pharmaindustrie gilt ebenso als Option wie ein Trade-Sale an einen Player aus der Branche. Als dritte Möglichkeit wird ein Börsengang angesehen. Im letzten Oktober hat Noxxon ein IPO an der Euronext angekündigt und die niederländische Investmentbank Kempen & Co als globalen Koordinator der Transaktion mandatiert. Bislang gab es zu dem Vorhaben aber kein weiteres Update. Als großes Hindernis dürfte die hohe Volatilität an den Märkten wirken, die sich dämpfend auf den Risikoappetit der Investoren auswirkt. Im Sektor Biotechnologie hat zudem der zuvor lange Zeit sehr positive Trend gedreht, der Nasdaq Biotechnology Index, ein vielbeachteter Wertmesser für die Branche, hat in den letzten zwölf Monaten mehr als ein Viertel seines Wertes eingebüßt. Insofern ist ein Börsengang für ein Unternehmen mit einem derart ausgeprägten Chance-Risiko-Profil wie bei Noxxon aktuell eine Herausforderung. Dies erklärt auch, warum die Optionen Trade-Sale und Auslizenzierung nach aktuellen Verlautbarungen im Geschäftsbericht ebenfalls weiterverfolgt werden.

LemnaTec mit neuem CEO

Die Offenlegung des Marktwerts von Noxxon steht damit weiterhin aus. Im Hinblick auf drei weitere Beteiligungen konnte das Unternehmen hingegen einen zum Teil deutlichen Wertzuwachs dokumentieren. LemnaTec, ein Spezialist für Inspektionssysteme zur Phänotypisierung von Pflanzen und Organismen, hat den renommierten Investor Anterra Capital als Kapitalgeber gewonnen, die Erstinvestition lag bei 5 Mio. Euro. Im Anschluss wurde für Rothamsted Research, das größte Agrarforschungsinstitut Großbritanniens, eine erste Freifeldanlage in Betrieb genommen. Für die Installation einer weiteren, deutlich größeren Anlage in Arizona hat das Unternehmen den Auftrag von der Advanced Research Projects Agency erhalten. Im Januar hat LemnaTec mit Stefan Frey einen branchenerfahrenen neuen CEO bekommen, der nun die notwendigen Strukturen für die nächste Expansionsstufe aufbaut.

Wertzuwachs dokumentiert

Der Kaufpreis von Anterra lag deutlich über den Konditionen, die DEWB für das eigene Investment bezahlt hatte. Da die Beteiligungsgesellschaft konservativ nach HGB bilanziert, wird der Bilanzansatz nicht angepasst, stattdessen werden stille Reserven gebildet. Dies gilt ebenfalls für die Positionen an DirectPhotonics und Jenabatteries, auch hier lagen die im Jahresverlauf 2015 von neuen Investoren gezahlten Anteilspreise über den Einstiegswerten von DEWB. DirectPhotonics hat dabei einen Industriepartner aus den USA gewonnen, der 3,3 Mio. Euro bereitgestellt hat und in den Produktvertrieb einsteigen wird, sobald das Unternehmen mit den selbst entwickelten ultra-hochbrillanten Direkt-Diodenlaser-Systemen den Sprung von 500 Watt Anlagenleistung in den Bereich von 1 bis 2 kW geschafft hat. Einen großen Entwicklungssprung peilt auch Jenabatteries an, das Unternehmen arbeitet an der Integration des neuartigen Batteriekonzepts auf Basis der Redox-Flow-Technik (Speicherung von Energie in mit Hilfe einer Membran getrennten Elektrolyten) in eine Photovoltaikanlage. Zur Finanzierung der Entwicklungsaktivitäten konnte ein Business Angel als Investor gewonnen werden, der zudem den Weg für neue Partnerschaften in der Industrie ebnen könnte.

Wertansätze weitgehend unverändert

Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns mit dem Wertansatz für diese Gesellschaften weiterhin wohl, auch die Taxe von MueTec bleibt unverändert. Gemäß Geschäftsbericht von DEWB hat die Gesellschaft im letzten Jahr ihren profitablen Wachstumskurs fortgesetzt und mit der Neueinführung eines Produkts weiteres Potenzial erschlossen. Damit scheint der unterstellte Anteilswert von 2,3 Mio. Euro mittlerweile recht konservativ. Auch Nanotron hat einen Hoffnungsträger in der Entwicklung, das Unternehmen arbeitet an einem neuen Chip zur Echtzeit-Lokalisierung von mobilen WiFi-Geräten. Die Möglichkeit eines Nanotron-Exits schon in 2015, die ein Treiber unserer Bewertungseinschätzung gewesen ist, hat sich hingegen nicht materialisiert. Vor

diesem Hintergrund nehmen wir nun einen Sicherheitsabschlag von einem Drittel vor.

Sum-of-Parts: Noxxon neu bewertet

Einen Abschlag in derselben Höhe haben wir auch für Noxxon vorgenommen. Unsere bisherige Werttaxe für die Anteile (35,3 Mio. Euro), die sich an einem vergleichbaren Trade-Sale in der Branche aus dem Jahr 2013 orientiert (siehe zu den Details der Kalkulation unsere Studie vom 13. November 2014), scheint im aktuellen Umfeld inzwischen zu offensiv. Die folgende Tabelle zeigt die aus diesen Anpassungen resultierenden neuen Wertansätze im Rahmen der Sum-of-Parts-Bewertung. Die Nettofinanzposition haben wir ebenfalls entsprechend der aktuellen Bilanzdaten angepasst.

Sum-of-parts-Bewertung	Anteil	Wert
DirectPhotonics	41,6%	2,5
Jenabatteries	30,8%	0,6
LemnaTec	43,6%	13,4
MueTec	92,0%	2,3
Nanotron	20,7%	3,3
Noxxon	14,8%	26,9
Portfolio		49,0
Nettofinanzvermögen		-0,1
Potenzialwert		48,9
je Aktie		3,21

Potenzialwert: 3,20 Euro je Aktie

Der Potenzialwert des Portfolios (inkl. der Nettofinanzposition) liegt aktuell bei 48,9 Mio. Euro oder rund 3,20 Euro je Aktie. Aufgrund der eingetretenen Verzögerungen und des schwierigeren Umfelds für einen Börsengang von Noxxon, der wegen des hohen Gewichts der Position auch für das gesamte Unternehmen von großer Bedeutung ist, erhöhen wir das Prognoserisiko nun von 4 auf 5 Punkte (von maximal 6 Punkten).

Fazit

DEWB verlangt seinen Aktionären aktuell viel Geduld ab. Im letzten Jahr sollten auf dem Weg zu einem Exit bei Noxxon erste konkrete Schritte erfolgen, am Ende gab es trotz intensiver Bemühungen noch keinen greifbaren Erfolg. Das Unternehmen hat zwar im Oktober einen möglichen Börsengang an der Euronext angekündigt, ein schwieriges Marktumfeld hinderte die Gesellschaft aber bislang an der Umsetzung. Die weiteren Optionen, die Auslizenzierung eines Wirkstoffs oder ein Trade-Sale des Unternehmens an einen Pharmakonzern, werden nicht zuletzt deswegen parallel weiterverfolgt.

Die Entwicklung der übrigen Portfoliounternehmen der DEWB war überwiegend erfreulich, was sich im

Aktienkurs zuletzt aber nicht widergespiegelt hat. Die weitere Entwicklung von Noxxon überschattet derzeit alles andere, was aufgrund des großen wertmäßigen Anteils am investierten Kapital (ca. 50 Prozent) auch nachvollziehbar ist. Insofern dürfte eine nachhaltige Trendwende des Kurses der DEWB-Aktie erst eintreten, wenn es einen substantiellen Fortschritt bei Noxxon gibt. Wird einer der anvisierten Pfade erfolgreich beschritten, dürfte dies den Blick wieder auf das Wertpotenzial des DEWB-Portfolios lenken. Wir taxieren den Potenzialwert aktuell auf rund 3,20 Euro je Aktie, allerdings sehen wir derzeit eine hohe Prognoseunsicherheit. Unser neues Urteil lautet daher „Speculative Buy“.

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

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
AKTIVA					
I. AV Summe	0,10	0,08	8,92	9,37	9,37
II. UV Summe	32,76	32,08	32,54	28,64	27,44
PASSIVA					
I. Eigenkapital	32,02	31,31	29,97	26,71	25,49
II. Rückstellungen	0,83	0,85	0,81	0,86	0,86
III. Fremdkapital	0,02	0,01	10,69	10,45	10,47
BILANZSUMME	32,87	32,17	41,47	38,02	36,81

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	-0,49	-0,78	-0,71	-0,75	-0,76
EBIT	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	-0,77
JÜ	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	-1,22
EPS	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	-0,08

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
CF operativ	5,40	-2,03	-5,06	-4,70	-1,22
CF aus Investition	0,02	0,00	-1,78	-0,30	0,00
CF Finanzierung	-11,99	-0,09	10,09	0,00	0,00
Liquidität Jahresanfang	18,33	11,76	9,63	12,88	7,88
Liquidität Jahresende	11,76	9,63	12,88	7,88	6,67

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

I) Interessenkonflikte

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der 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-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
31.08.2015	Buy	4,20 Euro	1), 7)
08.06.2015	Buy	4,25 Euro	1), 7)
13.11.2014	Buy	3,89 Euro	1), 7)
04.09.2014	Buy	3,30 Euro	1), 7)
03.07.2014	Buy	3,50 Euro	1), 7)

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.