

19. Dezember 2016  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

**DEWB AG**

Erholungspotenzial für 2017

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **0,559 Euro** | Kursziel: **1,70 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Jena
<b>Branche:</b>	Beteiligungen
<b>Mitarbeiter:</b>	3 (Holding)
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0008041005
<b>Kurs:</b>	0,559 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Entry Standard
<b>Aktienzahl:</b>	15,23 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	8,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	9,0 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	61,9 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	1,862 / 0,52 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	20,6 Tsd. Euro

Im zweiten Halbjahr 2016 hat DEWB mit dem lukrativen Verkauf der Anteile an JenaBatteries einen Erfolg erzielt, was aber durch die Vollabschreibung der Beteiligung DirectPhotonics nach einer gescheiterten Restrukturierung sowie durch die große Abwertung des Bilanzansatzes von Noxxon überschattet wurde. Das Biotechnologieunternehmen war Ende September zwar endlich an der Börse Euronext gelistet worden, doch der Listingkurs fiel enttäuschend niedrig aus und sorgte für einen hohen Wertberichtigungsbedarf. Allerdings ist der Marktwert von Noxxon aufgrund eines sehr illiquiden Handels noch kaum aussagekräftig, erst eine größere Kapitalerhöhung würde hier mehr Transparenz bringen. Es besteht durchaus die Chance, dass die Biotechnologiegesellschaft eine Neubewertung erfährt, wenn sie in den nächsten Monaten Kooperationen mit großen Adressen aus der Pharmabranche abschließen kann. Eine erste Kooperation dieser Art wurde kürzlich mit dem US-Konzern Merck vereinbart, mit dem Noxxon klinische Studien der Phasen I und II durchführen und darin u.a. die Eignung der kombinierten Gabe von NOX-A12 und des Merck-Produkts Keytruda im Bereich der Krebstherapie testen wird.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014	2015	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	35,79	0,00	0,00	0,00	0,00	2,30
EBIT (Mio. Euro)	9,97	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	-13,85
Jahresüberschuss	8,52	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	-13,65
EpS	0,56	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	-0,90
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	0,00
Umsatzwachstum	-	-	-	-	-	-
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	0,24	-	-	-	-	3,70
KGV	1,0	-	-	-	-	-
KCF	0,4	-	-	-	-	6,0
EV / EBIT	0,9	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

## Abschreibungen belasten Ergebnis

Das Geschäftsjahr 2016 ist für DEWB alles in allem sehr unerfreulich verlaufen. Zwar ist dem Unternehmen mit dem Verkauf der Anteile an JenaBatteries ein lukrativer Exit gelungen, der einen Erlös von 2,3 Mio. Euro und einen Gewinnbeitrag von 1,7 Mio. Euro eingebracht hat. Aber das wurde durch andere negative Effekte überkompensiert. So ist nach einem Fehlschlag in der Produktentwicklung die von DEWB angestrebte Sanierung von DirectPhotonics im Schutzschirmverfahren gescheitert, die Gläubiger haben sich stattdessen für einen Verkauf der Assets an einen Dritten entschieden. Die Beteiligungsgesellschaft hat daher Anfang Oktober vermeldet, dass die Anteile an der Firma, die mit rund 2,6 Mio. Euro in der Bilanz erfasst waren, komplett wertberichtigt werden. Eine noch größere Anpassung resultierte aus dem Listing der Beteiligung Noxxon Pharma an der Börse Euronext Ende September. DEWB hat den Buchwert der Aktien an die Marktkapitalisierung angepasst, woraus sich ein Abschreibungsbedarf von zunächst 12 Mio. Euro ergab.

## Noxxon macht Fortschritte

Das Management von DEWB stuft den Börsenwert von Noxxon allerdings als eine wenig aussagekräftige Momentaufnahme ein. Der gewählte Listingpreis war zudem im Wesentlichen auf technische Rahmenbedingungen notwendiger Finanzierungstransaktionen vor dem Börsengang zurückzuführen und stellt keinen belastbaren Indikator für den fairen Wert dar. Da der Börsenhandel wegen eines geringen Freefloats erwartungsgemäß sehr illiquide ist, scheint auch die Aussagekraft des aktuellen Marktwerts begrenzt. Erst eine größere Umplatzierung oder Kapitalerhöhung würde aus unserer Sicht eine realistischere Einschätzung erlauben. Und es besteht durchaus Anlass zur Hoffnung, dass Noxxon dann besser abschneidet. Denn operativ kommt das Unternehmen voran. Zuletzt konnte mit dem US-Konzern Merck & Co. ein renommierter Partner für eine gemeinsame klinische Wirkstoffprüfung gewonnen werden. Noxxons derzeit wichtigster Wirkstoffkandidat NOX-A12, der u.a. die Metastasierung und die Chemotherapieresistenz bei Krebserkrankungen beeinflussen soll, wird in Studien der Phase I und II

isoliert und zusammen mit dem Merck-Produkt Keytruda im Hinblick auf die Sicherheit und die Wirksamkeit einer Therapie zur Behandlung von Darm- und Bauchspeicheldrüsenkrebs untersucht. Von beiden Krankheitstypen werden jeweils zehn Patienten in die Studien einbezogen, die von Noxxon finanziert werden.

## Neubewertung bei weiteren Erfolgen

Wir werten das als ersten Schritt für Noxxon, um zusammen mit Partnern das möglicherweise große Potenzial der innovativen Spiegelmer-Technologie nachzuweisen. Sollten dem Unternehmen in den nächsten Monaten weitere substantielle Fortschritte gelingen, könnte das zu einer Neubewertung der Gesellschaft führen. Perspektivisch dürfte eine größere Kapitalerhöhung notwendig sein, erst der Kurs dieser Maßnahme dürfte eine korrekte Abbildung des aktuellen Marktwerts bringen.

Sum-of-parts-Bewertung	Anteil	Wert
LemnaTec	49,7%	15,3
MueTec	92,0%	2,3
Nanotron	20,7%	3,3
Noxxon	12,3%	5,3
<b>Portfolio</b>		<b>26,4</b>
Nettofinanzvermögen		-0,5
<b>Potenzialwert</b>		<b>25,9</b>
<b>je Aktie</b>		<b>1,70</b>

## Sum-of-Parts: Potenzialwert leicht reduziert

Wir setzen für Noxxon in unserem Modell aber weiterhin den Börsenwert an. Da sich dieser seit unserem Comment vom 10. Oktober nicht verändert hat, resultiert daraus nach wie vor ein Anteilswert von 5,3 Mio. Euro. Die wichtigste Position im Portfolio bleibt LemnaTec mit 15,3 Mio. Euro. Eine positive Entwicklung dieser Beteiligung vorausgesetzt, könnte sie allein ausreichen, um den aktuellen Börsenwert von DEWB in Höhe von 8,5 Mio. Euro zu rechtfertigen, da die Beteiligungsgesellschaft nach unserer aktualisierten Einschätzung über ein nahezu

ausgeglichenes Nettofinanzvermögen (-0,5 Mio. Euro) verfügt. Den Potenzialwert des Portfolios sehen wir nun auf Basis dieser Kalkulation bei 25,9 Mio. Euro oder 1,70 Euro je Aktie, das Kursziel hat sich entsprechend leicht reduziert (zuvor: 1,80 Euro).

Damit konstatieren wir eine erhebliche Unterbewertung, auch wenn das Prognoserisiko nicht zuletzt wegen der immer noch beträchtlichen Position in der Biotechnologie mit 5 (von maximal 6) Punkten deutlich überdurchschnittlich bleibt.

## Fazit

---

Das laufende Jahr sollte mit einem Börsengang oder einem Trade Sale von Noxxon den Wert der Beteiligung offenbaren und DEWB einen großen Schritt nach vorn bringen. Das hat sich nicht erfüllt. Das Listing zu einem niedrigen Preis, der bei DEWB einen hohen Abschreibungsbedarf auslöste, war eine große Enttäuschung, die den Kurs der DEWB-Aktie stark gedrückt hat. Da zudem auch noch die Beteiligung an DirectPhotonics nach einer gescheiterten Sanierungsinitiative komplett abgeschrieben werden musste, rückte der sehr lukrative Verkauf der Anteile von JenaBatteries in den Hintergrund.

Noxxon hat nun die erste große Kooperation nach dem Börsengang vermeldet. Und zwar konnte mit

dem US-Konzern Merck ein renommierter Partner für gemeinsame klinische Studien gewonnen werden. Sollte das den Auftakt für weitere Partnerschaften mit wichtigen Adressen aus der Branche darstellen, könnte das eine Neubewertung der Biotechnologiegesellschaft einleiten.

Auch wenn es im laufenden Jahr Rückschläge gegeben hat, sehen wir im Portfolio weiterhin Potenzial, das der sehr niedrige Börsenwert der DEWB nicht widerspiegelt. Unser aktualisiertes Kursziel liegt bei 1,70 Euro, das sehr hohe Prognoserisiko, nicht zuletzt wegen des gewichtigen Engagements im Bereich Biotechnologie (Noxxon), bedingt weiter die Einstufung „Speculative Buy“.

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

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
<b>AKTIVA</b>					
I. AV Summe	0,10	0,08	8,92	9,37	8,28
II. UV Summe	32,76	32,08	32,54	28,64	16,10
<b>PASSIVA</b>					
I. Eigenkapital	32,02	31,31	29,97	26,71	13,06
II. Rückstellungen	0,83	0,85	0,81	0,86	0,86
III. Fremdkapital	0,02	0,01	10,69	10,45	10,47
<b>BILANZSUMME</b>	<b>32,87</b>	<b>32,17</b>	<b>41,47</b>	<b>38,02</b>	<b>24,39</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00	2,30
EBITDA	-0,49	-0,78	-0,71	-0,75	0,72
EBIT	-0,52	-0,80	-0,72	-2,76	-13,85
JÜ	-0,84	-0,62	-1,45	-3,26	-13,65
EPS	-0,06	-0,04	-0,10	-0,21	-0,90

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016
CF operativ	5,40	-2,03	-5,06	-4,70	1,42
CF aus Investition	0,02	0,00	-1,78	-0,30	-1,08
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	8,22

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

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

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

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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
10.10.2016	Speculative Buy	1,80 Euro	1)
04.10.2016	Speculative Buy	1,90 Euro	1)
30.08.2016	Speculative Buy	3,30 Euro	1)
15.08.2016	Speculative Buy	3,30 Euro	1)
23.05.2016	Speculative Buy	3,20 Euro	1)
31.08.2015	Buy	4,20 Euro	1), 7)
08.06.2015	Buy	4,25 Euro	1), 7)

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

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

### Haftungsausschluss

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

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

### Copyright

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