

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **4,40 Euro**

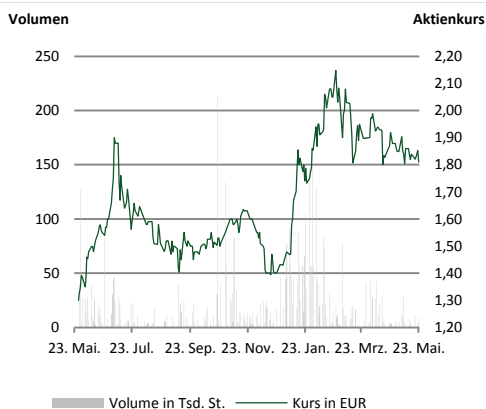
Kurspotenzial: **+143 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,81 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	15,23
Marktkap. (in Mio. Euro)	27,6
Enterprise Value (in Mio. Euro)	18,0
Ticker	EFF
ISIN	DE0008041005

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,18
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,25
3 M relativ zum CDAX	-9,2%
6 M relativ zum CDAX	+9,1%



Aktionärsstruktur

Streubesitz	61,9%
ABAG	30,0%
Jenoptik	6,9%
Management	1,2%

Termine

HV	4. Juli 2014
H1 Bericht	28. August 2014

Prognosen Anpassung

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	0,0	0,0	0,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	0,0	0,0	0,0
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,0	0,0	0,0
Δ in %	-	-	-

Analysten

Alexander Braun	Tim Kruse
+49 40 41111 37 77	+49 40 41111 37 66
a.braun@montega.de	t.kruse@montega.de

Publikation

Comment	26. Mai 2014
---------	--------------

Spiegelmerer erbringen mehrfachen Wirksamkeitsnachweis

Die Biotech-Beteiligung NOXXON, an der DEWB einen Anteil von 11,2% hält, hat in den letzten Monaten zu mehreren Wirkstoffen positive Phase II-Daten vorgelegt. Damit wurde der Wirksamkeitsnachweis für die Wirkstoffklasse der Spiegelmerer erbracht, die NOXXON exklusiv entwickelt (Details zu Spiegelmerern auf S.6 f.). Dies hat uns dazu veranlasst, die Bewertung von NOXXON und somit auch DEWB umfassend zu überarbeiten. Im Folgenden werden die Wirkstoffprojekte im Einzelnen betrachtet und deren Marktpotenziale für die Pipelinebewertung hergeleitet.

Emapticap Pegol – Anzeichen kurativer Wirkung bei diabetischer Nephropathie

Emapticap pegol (NOX-E36) ist der derzeit vielversprechendste Wirkstoff von NOXXON. Er richtet sich gegen ein Protein, das eine Schlüsselrolle bei entzündlichen Prozessen im Körper einnimmt und damit ein Bestandteil diverser chronischer Erkrankungen ist. Der derzeitige Entwicklungsschwerpunkt richtet sich auf Folgeerkrankungen von Diabetes – im speziellen die diabetische Nephropathie, eine entzündliche Erkrankung der Niere.

Diabetische Nephropathie ist die häufigste Einzelursache für chronisches Nierenversagen und die terminale Niereninsuffizienz. Der klinische Bedarf für innovative Therapien in dieser Indikation ist enorm hoch, da die herkömmlichen Behandlungsformen unzureichend und wenig erfolgreich sind sowie schwere Nebenwirkungen hervorrufen.

NOXXON hat im April eine Phase IIa-Studie in diabetischer Nephropathie erfolgreich abgeschlossen. Ziel der randomisierten, doppelblinden Studie war es, die Wirksamkeit, Sicherheit und Verträglichkeit bei der Behandlung mit Emapticap Pegol zu untersuchen. Die Ergebnisse zeigten eine relevante und statistisch signifikante Reduktion (p=0,014) der Albuminausscheidung im Urin und eine verbesserte Blutzuckerkontrolle (siehe Grafik).

Phase IIa Studie – Emapticap Pegol

Figure 4: ACR time course during and after treatment

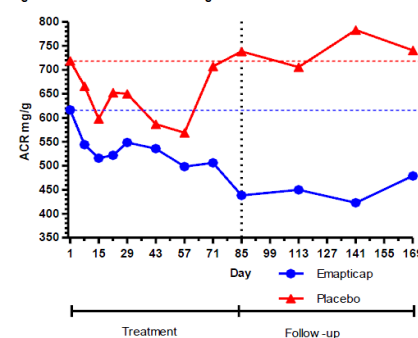
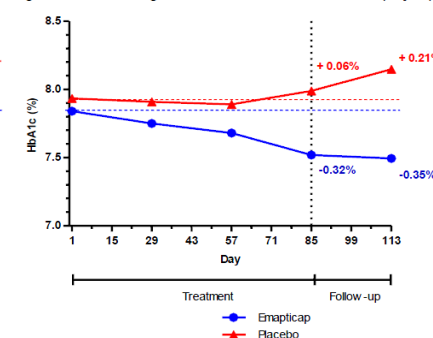


Figure 6: HbA1c change from baseline at end of treatment (Day 85)



Quelle: NOXXON

Die Höhe der Albuminausscheidung im Urin ist ein unabhängiger Indikator für das Auftreten einer Nierenerkrankung oder von Herz-Kreislauf-Erkrankungen infolge von Diabetes oder Bluthochdruck. Neben der gezeigten Wirksamkeit erwies sich Emapticap als gut verträglich mit keinen schwerwiegenden behandlungsbedingten Nebenwirkungen.

Weiter auf der nächsten Seite →

Bewertung nach Potenzialwert

Unternehmen	Potenzialwert (in Mio. Euro)
Noxxon Pharma (Biotech)	46,37
Nanotron (Optik/Sensorik)	6,20
+ Buchwert der übrigen Beteiligungen	5,00
+ Nettoliquidität	9,60
= Fairer Unternehmenswert	67,17
/ Aktien (in Mio.)	15,23
= FV pro Aktie (in Euro)	4,41

Neben dem Erreichen der primären Ziele der Studie sind insbesondere zwei Punkte hervorzuheben:

- Der anhaltende Effekt auf die Albuminausscheidung nach Behandlungsende deutet auf eine **krankheitsmodifizierende Wirkung** von Emapticap Pegol hin – ein klares Alleinstellungsmerkmal gegenüber bisherigen Therapieformen.
- Im Vergleich zu bereits zugelassenen Medikamenten und anderen neuartigen Behandlungsansätzen in dieser Indikation zeigt Emapticap Pegol **keine Veränderung des Blutdrucks oder der epidermalen Wachstumsfaktor Rezeptoren (eGFR)**.

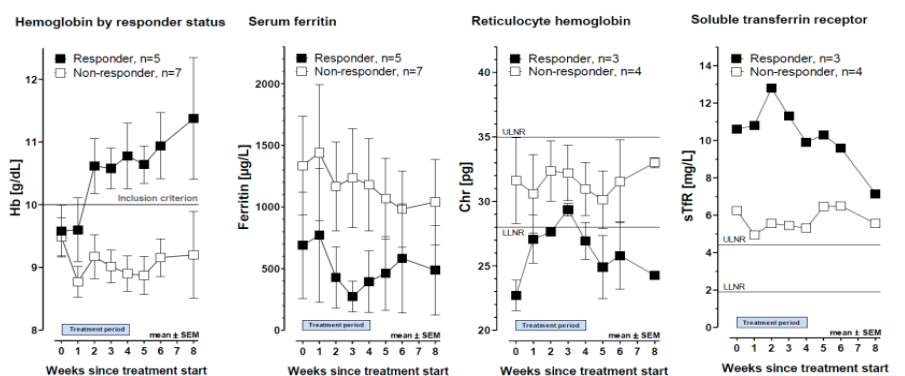
Das **Umsatzpotenzial von Emapticap Pegol** wird anhand der Daten zur terminalen Niereninsuffizienz (ESRD – End Stage Renal Disease) hergeleitet. In den sieben wichtigsten Märkten sollte das Patientenaufkommen in der Endphase dieser Erkrankung bis 2025 auf ca. 2,5 Mio. Patienten ansteigen, was etwa 70% des Weltmarktes entsprechen dürfte. Aufgrund der unzureichenden Alternativen, der guten Wirksamkeit und Verträglichkeit sowie dem möglichen Eingriff in den Krankheitsverlauf halten wir einen Marktanteil von 30% für erreichbar. Bei der Beurteilung des anzusetzenden Preises orientieren wir uns an den jährlichen Therapiekosten der derzeit für die Behandlung von diabetischer Nephropathie zugelassenen ACE-Inhibitoren und Angiotensin-II-Rezeptorblockern sowie dem Preisniveau patentgeschützter Endothelin-Antagonisten (Ambrisentan). Aus letzterer Wirkstoffklasse stammen einige von Emapticaps Hauptkonkurrenten, die sich zurzeit in der Entwicklung befinden. Wir setzen einen äußerst konservativen Wert von 10.000 USD p.a. an. Folglich ermitteln wir ein Umsatzpotenzial von ca. 3,8 Mrd. Euro für Emapticap Pegol, was den Wirkstoff zum klaren Blockbuster-Kandidaten macht.

Lexaptepid Pegol – der potenzielle EPO-Ersatz

Lexaptepid Pegol (NOX-H94) ist das jüngste klinische Projekt des Unternehmens und aufgrund des Wirkprinzips und der daraus resultierenden Zielindikation ein ebenfalls äußerst vielversprechender Kandidat.

Das Spiegelmer richtet sich gegen das Peptidhormon Heparin, einer der Schlüsselregulatoren im Eisenstoffwechsel des Körpers. Hohe Heparinspiegel, wie sie häufig bei Krebs- oder Dialyse-Patienten gefunden werden, führen zu einer Eisenrestriktion, die auch als „funktioneller Eisenmangel“ bezeichnet wird. Besonders bei der Behandlung von Krebspatienten hat Lexaptepid im Vergleich zum bisherigen Goldstandard – dem Wachstumshormon EPO – den Vorteil, dass es keine wachstumsfördernde Wirkung hat. Diese Eigenschaft führt bei EPO zwar zur Bekämpfung der Chemotherapie-induzierten Anämie, regt jedoch das Zellwachstum und somit auch das erneute Krebswachstum an.

Phase IIa Studie – Lexaptepid Pegol



Quelle: NOXXON

Bei diesem Wirkstoff konnte NOXXON vor kurzem eine Phase IIa-Pilotstudie erfolgreich beenden (siehe Grafik). Die offene, einarmige, multizentrische Studie diente der Untersuchung der Wirksamkeit, Pharmakokinetik, Sicherheit und Verträglichkeit der

Behandlung mit Lixaptesid Pegol. Zwölf Krebspatienten mit Anämie erhielten über einen Zeitraum von vier Wochen jeweils zweimal wöchentlich Lixaptesid Pegol intravenös verabreicht. Nach dieser Behandlungszeit wurden die Patienten noch einen Monat beobachtet.

Die Ergebnisse zeigen eine signifikante Zunahme der Hämoglobinkonzentration bei 5 von 12 (42%) Patienten als Reaktion auf die Monotherapie mit Lixaptesid Pegol. Der erhöhte Hämoglobinspiegel blieb über den gesamten Beobachtungszeitraum bestehen. Zum Vergleich: Die Kombination von EPO und intravenösem Eisen in einer vergleichbaren Patientengruppe zeigte eine Ansprechrate von 65%. Patienten, die auf Lixaptesid Pegol ansprachen, zeigten ebenfalls eine steigende Anzahl roter Blutzellen, eine Zunahme des retikulozytären Hämoglobins und eine Abnahme des löslichen Transferrinrezeptors.

Die guten Daten bestätigen das Konzept der Heparin Inhibition für die Behandlung von Krebs-induzierten Anämien. Nach diesen positiven Ergebnissen der Pilotstudie wird NOXXON zügig eine neue Studie mit Lixaptesid Pegol in EPO-hyporesponsiven Dialysepatienten beginnen, um das Wirkprinzip auch in diesem Behandlungsfeld zu bestätigen.

Aufgrund des breiten Wirkprinzips der Heparin-Inhibition wird die Patientenpopulation der chronischen Entzündungsanämie (ACD - Anemia of Chronic Disease) als Basis für das **Umsatzpotenzial des Projektes** genommen. Bei einem jährlichen Zuwachs des Patientenaufkommens von rund 4% wird alleine in den USA (Weltmarktanteil ca. 45%) bis 2025 mit ca. 100.000 Patienten zu rechnen sein. NOXXON geht davon aus, dass durch die Behandlung mit Lixaptesid ca. 70-80% der jährlichen Behandlungskosten bei EPO-Hyporespondern von derzeit 22.500 bis 50.000 USD eingespart werden können. Wir veranschlagen, dass NOXXON 30% der Einsparungen bei den durchschnittlichen jährlichen Behandlungskosten für sich vereinnahmen kann. Aus diesen Annahmen ermitteln wir ein Umsatzpotenzial von rund 1,7 Mrd. Euro für Lixaptesid Pegol.

Olaptesed Pegol – Kampf gegen Krebs an mehreren Fronten

Das dritte derzeit in der klinischen Erprobung befindliche Wirkstoffprojekt ist Olaptesed Pegol (NOX-A12). Olaptesed ist ein spezifischer Inhibitor des Chemokin CXCL12/SDF-1, der eine wichtige Rolle bei der Mobilisierung von Stammzellen, Vaskulogenese, Tumorwachstum und Metastasierung spielt. Die Hemmung der CXCL12-Bindung an seinen Rezeptoren stört die Wechselwirkungen im Tumormikromilieu, was wiederum die Tumorzellen für die Therapie sensibilisiert und die Invasivität und Metastasierung bei einigen soliden Tumoren verhindert. Olaptesed könnte sich deshalb vorteilhaft in Kombination mit anderen Therapien bei der Behandlung von Blutkrebsarten und soliden Tumoren auswirken.

Im Dezember 2013 hat NOXXON Zwischenergebnisse aus zwei unabhängigen Phase IIa-Studien präsentiert. In der ersten Studie wurde Olaptesed Patienten mit rezidivierender chronischer lymphatischer Leukämie (CLL) in Kombination mit Bendamustin und Rituximab verabreicht. In der zweiten Studie wurde Olaptesed mit Bortezomib und Dexamethason bei Patienten mit rezidiviertem multiplem Myelom (MM) kombiniert.

In einer Zwischenauswertung der noch laufenden Studie zeigte sich in beiden Fällen eine Mobilisierung von Plasmazellen in das periphere Blut. Diese Mobilisierung ist eine Folge der Fähigkeit von Olaptesed, Wechselwirkungen zwischen dem eigentlichen Tumor und seinem umgebenden Mikromilieu zu blockieren. Man geht davon aus, dass dadurch die Empfindlichkeit der Tumorzellen gegenüber Chemotherapeutika erhöht wird. Sollten sich diese vielversprechenden Ergebnisse – insbesondere bei chronischer lymphatischer Leukämie – auch in der Gesamtgruppe der Patienten zeigen, ist die Weiterentwicklung von Olaptesed Pegol geplant.

Das **Umsatzpotenzial des Projektes** ermitteln wir auf Basis der Preisgestaltung der in den letzten Jahren neu zugelassenen Medikamente in diesen Krebserkrankungen, die bei ca. 10.000 USD pro Monat liegen. In der Indikation CLL veranschlagen wir ca. 130.000 Patienten p.a. in den weltweiten Hauptmärkten (USA + EU5) im behandlungsrelevanten Endstadium der Krankheit. Beim multiplen Myelom gehen wir von rund 100.000

behandelten Patienten in diesen Märkten pro Jahr aus. Entsprechend errechnet sich ein Umsatzpotenzial von rund 1 Mrd. Euro bei lymphatischer Leukämie und ca. 600 Mio. Euro beim rezidierten multiplen Myelom.

Pipeline-Bewertung

Der Bewertung der Produktpipeline von NOXXON erfolgt auf Basis von risikoadjustierten Nettobarwerten (rNPV). Die maßgeblichen Werttreiber hierfür sind: Umsatzpotenzial (Peak Sales) der Medikamentenkandidaten in den einzelnen Indikationen, Reifegrad und Erfolgchancen der Wirkstoffe sowie Markteintritt und Patentlaufzeiten.

Die zu erwartenden Einmalzahlungen bei der Auslizenzierung von Projekten und die darauf folgenden Meilensteinzahlungen können stark variieren. Wir haben daher die vereinfachende Annahme einer pauschal höheren Umsatzbeteiligung (Royalty) getroffen, um diese Zahlungsströme zu berücksichtigen.

Die Cashflows der einzelnen Projekte werden in risikoadjustierter Form berücksichtigt. Die Erfolgsquote gibt die Wahrscheinlichkeit an, mit der eine Phase erfolgreich abgeschlossen und die nächste Phase erreicht wird. Die Markteintrittswahrscheinlichkeit ergibt sich aus dem Produkt der Erfolgsquoten der noch zu durchlaufenden Entwicklungsphasen.

Die ausgewiesenen vier präklinischen Projekte von NOXXON sowie die Technologieplattform der Spiegelmere als eigenständige Wirkstoffklasse haben wir in der Bewertung nicht berücksichtigt. Demgegenüber stehen Entwicklungskosten und Steuern auf die veranschlagten Umsatzströme, die wir ebenfalls vernachlässigt haben.

Auf Basis der Parameter für die einzelnen Projekte und der im Vorangegangenen dargestellten Umsatzpotenziale ermitteln wir die in der folgenden Grafik dargestellten Werte für die drei Wirkstoffe. In Summe ergibt sich so ein Pipelinewert von 414 Mio. Euro.

NOXXON – risikoadjustierte Projektbewertung

in Mio. Euro

Emapticap Pegol (NOX-E36) – Diabetische Nephropathie

Phase	Ila	Ilb	III	Zul.	Markt														
Absatzkurve					10%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	30%	25%	15%	15%	15%	15%		
Marktabsatz					380	760	1.520	2.280	3.040	3.800	3.800	1.140	950	570	570	570	570		
Umsatz (20% Royalty)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	76,0	152,0	304,0	456,0	608,0	760,0	760,0	228,0	190,0	114,0	114,0	114,0	114,0
Risikoadjustierung des Cashflows	100%	100%	100%	52%	52%	52%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Cashflow – risikoadjustiert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,7	47,4	94,8	142,3	189,7	237,1	237,1	71,1	59,3	35,6	35,6	35,6	35,6

rNPV 240

Olaptesed Pegol (NOX-A12) – Onkologie (CLL, MM)

Phase	Ila	Ilb	III	Zul.	Markt														
Absatzkurve					10%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	30%	25%	15%	15%	15%	15%		
Marktabsatz					160	320	640	960	1.280	1.600	1.600	480	400	240	240	240	240		
Umsatz (25% Royalty)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	80,0	160,0	240,0	320,0	400,0	400,0	120,0	100,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Risikoadjustierung des Cashflows	100%	56%	56%	30%	30%	30%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Cashflow – risikoadjustiert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,3	14,5	29,0	43,5	58,1	72,6	72,6	21,8	18,1	10,9	10,9	10,9	10,9

rNPV 73

Lexaptetid Pegol (NOX-H94) – Anämie der chronischen Nierenerkrankung

Phase	Ila	Ilb	III	Zul.	Markt														
Absatzkurve					10%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	100%	100%	100%	30%	25%	15%		
Marktabsatz					170	340	680	1.020	1.360	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	510	425	255		
Umsatz (25% Royalty)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,5	85,0	170,0	255,0	340,0	425,0	425,0	425,0	127,5	106,3	63,8		
Risikoadjustierung des Cashflows	100%	56%	56%	30%	30%	30%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%		
Cashflow – risikoadjustiert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,7	15,4	30,8	46,3	61,7	77,1	77,1	77,1	23,1	19,3	11,6		

rNPV 101

rNPV Pipeline 414

Quelle: Montega

Fazit

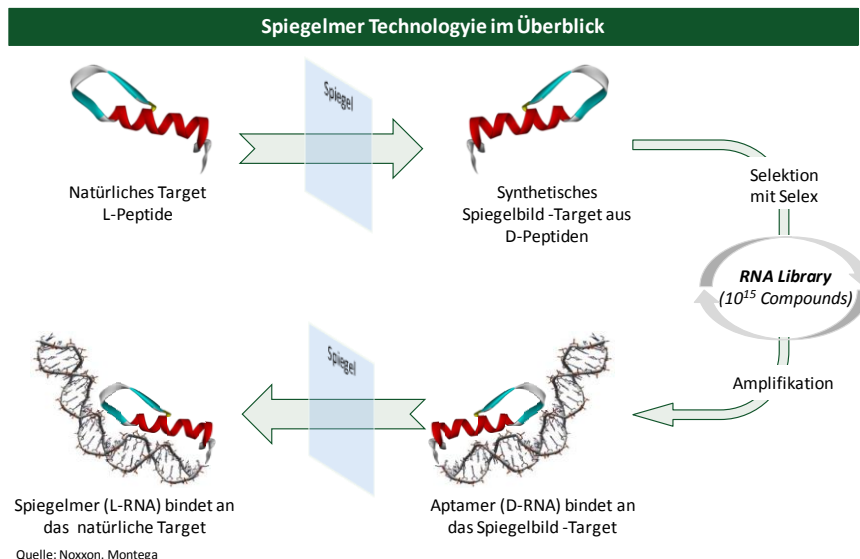
Die präsentierten Daten von NOXXON haben die Wirksamkeit von Spiegelmeren in mehrfacher Weise unter Beweis gestellt. Die massiv gestiegene Erfolgswahrscheinlichkeit und das Exitpotenzial der Beteiligung werden vom Markt derzeit nicht adäquat reflektiert. So ist der Kurs seit Bekanntgabe der exzellenten Daten von Emapticap pegol (NOX-E36) Anfang April sogar um knapp 10% gesunken.

Obwohl NOXXON nicht zum Investment-Fokus von DEWB gehört (Photonik/Sensorik) und einige Verzögerungen in der klinischen Entwicklung der Wirkstoffe hingenommen werden mussten, hat sich das Festhalten an der Biotech-Beteiligung bislang als richtig erwiesen. Die Beharrlichkeit dürfte sich in nicht allzu ferner Zukunft auszahlen, da NOXXON die Verhandlungen mit einer Reihe von Pharmaunternehmen über eine Lizenzpartnerschaft für die weitere klinische Entwicklung von Emapticap Pegol begonnen hat. Bei einem Abschluss ist u.E. mit einer signifikanten Einmalzahlung in mindesten zweistelliger Millionenhöhe zu rechnen. Gleichzeitig wird seitens des Unternehmens über einen Börsengang nachgedacht, der Ende 2014 oder Anfang 2015 erfolgen könnte. Die Rahmenbedingungen hierfür sind auch nach der jüngsten Konsolidierung des Sektors gut. Beide Ereignisse sollten das hohe Wertpotenzial von NOXXON offenlegen. Als einer der größten Aktionäre wird DEWB hiervon profitieren.

Wie bereits dargestellt haben wir den Wertansatz von NOXXON von zuvor 195 Mio. auf nun 414 Mio. Euro erhöht. Entsprechend dem 11,2%-Anteil von DEWB ergibt sich ein Potenzialwert der Beteiligung von 46,37 Mio. Euro. Damit ist die Biotech-Beteiligung der klar bestimmende Wert- und Risikotreiber des Unternehmens. Auf Basis der überarbeiteten Portfolio-Bewertung und des zum 31.12.2013 ausgewiesenen Liquiditätsbestandes ergibt sich ein neuer fairer Wert von 4,40 Euro für die DEWB-Aktie. Mit einem signifikanten Upside wird die Kaufempfehlung bekräftigt, wobei ausdrücklich auf das Klumpenrisiko bei NOXXON hingewiesen wird.

Spiegelmer – eine neue Wirkstoffklasse

Spiegelmer sind eine völlig neuartige Wirkstoffklasse. Sie stellen eine Form der Aptamere dar und bestehen wie diese aus kurzen einzelsträngigen DNA- oder RNA-Bausteinen (Oligonukleotide). Dabei verdanken Spiegelmer ihren Namen der Tatsache, dass sie synthetische Spiegelbilder natürlicher Oligonukleotide sind.



Wie Aptamere können Spiegelmer spezifische Moleküle über ihre dreidimensionale Struktur binden und sind somit als Substanzklasse die erste, direkte Alternative zu monoklonalen Antikörpern. Damit adressieren Spiegelmer einen absoluten Blockbustermarkt. Sie stellen eine völlig neuartige Kategorie von Wirkstoffen dar. Obwohl monoklonale Antikörper bereits zu den umsatzstärksten Medikamenten weltweit gehören (zwei der Top 5 Blockbuster in 2011 waren Antikörper mit jeweils mehr als 7 Milliarden USD Umsatz), steht dieser Bereich des Pharmamarktes erst in der frühen Phase seiner Entwicklung.

Wie Antikörper sind auch Spiegelmer gegen die unterschiedlichsten Zielstrukturen sehr selektiv einsetzbar. Sie bieten somit ein enorm breites Anwendungspotenzial bei einer Vielzahl unterschiedlicher Krankheitsbilder. Das Alleinstellungsmerkmal der Noxxon Pharma ist jedoch die exklusive Nutzbarkeit der Spiegelmer-Technologie, welche durch ein umfangreiches Patentportfolio gesichert ist und zu den bestgeschützten Plattformen der Branche gehört.

Die drei wesentlichen Wettbewerbsvorteile von Spiegelmeren gegenüber herkömmlichen Therapieformen und der Behandlung mit Antikörpern sind:

- **Geringeres Nebenwirkungsprofil:** Spiegelmer verursachen aufgrund ihrer immunologischen Passivität deutlich geringere Nebenwirkungen im Vergleich zu monoklonalen Antikörpern. Diese verursachen zum Teil so heftige Folgeerscheinungen, dass Therapien als Folge abgebrochen werden müssen.
- **Chemische Herstellung:** Spiegelmer sind vergleichsweise einfach in der Herstellung und können im Vergleich zur biologischen Herstellung von Antikörpern in einem skalierbaren chemischen Prozess synthetisiert werden. Dies birgt neben deutlich geringeren Produktionsrisiken vor allem erhebliche Zeit- und Kostenvorteile.
- **Hohe Stabilität:** Spiegelmer verfügen über eine hohe biologische und chemische Stabilität. Das bedeutet, dass sie nicht nur eine lange Haltbarkeit und unkomplizierte Lagerung außerhalb des Körpers ermöglichen sondern auch eine gute Stabilität (und somit Wirksamkeit) im Körper aufweisen, da sie nur in geringem Maße dem natürlichen Abwehr- und Reparaturmechanismen des Körpers unterliegen.

Weitere Differenzierungsmerkmale von Spiegelmeren gegenüber anderen Wirkstoffgruppen sind der folgenden Abbildung zu entnehmen.

Vergleich unterschiedlicher Substanzklassen

Substanzen	Small Molecules	Antikörper	Aptamer	Spiegelmer
Chemische Einheit (Herstellung)	+	-	+	+
Hemmung von Protein-Protein-Wechselwirkung	-	+	+	+
Keine Immunreaktion	+	0	+	+
Hoch spezifische Wirksamkeit	-	+	+	+
Intrazellulärer Transport möglich	+	-	+	+
Natürliche Biostabilität	0	+	-	+
Orale Verfügbarkeit	+	-	-	-

Quelle: NOXXON, Montega

Wesentlicher Nachteil von Spiegelmeren und auch Aptameren ist die exakte chemische Definition und die damit einhergehende Kopierbarkeit der Wirkstoffe. Ähnlich wie bei anderen niedermolekularen Wirkstoffen dürften Spiegelmere nach Patentablauf dem starken Wettbewerb durch Generika ausgesetzt sein und einen eindeutig begrenzten Produktlebenszyklus aufweisen. Da Antikörper aufgrund der biologischen Herstellung nur in einer ähnlichen aber nicht identischen Struktur von Mitbewerbern auf den Markt gebracht werden können (Biosimilars), ist der Preisverfall hier weniger intensiv.

Allerdings bleibt anzumerken, dass die Wirkstoffpatente der Pipelineprojekte jeweils noch mindestens 20 Jahre Patentlaufzeit haben. Zudem bietet die Spiegelmer-Plattform den großen Vorteil ständig neue Wirkstoffe entwickeln zu können und ist vor allem in dieser Hinsicht für Pharmaunternehmen als mögliche Erwerber von Noxxon äußerst attraktiv.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die DEWB AG ist ein börsennotiertes Beteiligungsunternehmen mit Sitz in Jena, Deutschland. Das Unternehmen konzentriert sich auf Eigenkapitalbeteiligungen bei mittelständischen Technologieunternehmen aus den Bereichen der Sensorik und der Photonik innerhalb der DACH-Region. Aktuell hält das Unternehmen sechs Beteiligungen. DEWB kann auf eine erfolgreiche Historie zurückblicken. Insgesamt investierte die DEWB AG seit der Gründung über 360 Mio. Euro in 58 Unternehmen und realisierte mehr als 465 Mio. Euro aus 43 Unternehmensverkäufen. Die Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft AG hat eine weit über 100-jährige Geschichte. Wichtige Meilensteine sind:

- **1872:** Gründung des Unternehmens mit Sitz in Frankfurt am Main.
- **Ender 90er Jahre:** Etablierung des reinen Beteiligungsgeschäftes.
- **2000:** Verlegung des Geschäftssitzes nach Jena, dem wichtigsten deutschen bzw. europäischen Cluster im Bereich Sensorik/Optik.
- **2000:** Mit dem Verkauf der Analytik Jena realisiert die DEWB eines von insgesamt acht IPOs. Die Transaktion war zugleich eine der erfolgreichsten der Unternehmensgeschichte (Multiple von 3,3; IRR von 88%).
- **2002/2003:** Öffentliches Übernahmeangebot für die optic - optical technology investments ag sowie Verkauf der Beteiligung in 2003.
- **März 2005:** DEWB veräußert ihre Beteiligung an der OASIS SiliconSystems Holding AG und erzielt einen Umsatz von rd. 30 Mio. USD.
- **2007:** DEWB begibt eine Wandelanleihe i.H.v. 20 Mio. Euro zur Erhöhung des Investitionsfonds.
- **2009:** Segmentwechsel in den Entry Standard.
- **Juli 2011:** DEWB verkauft Beteiligung SensorDynamics an Maxim Integrated Products und erzielt einen Umsatzbeitrag von 6,7 Mio. Euro und einen Ergebnisbeitrag von 3,8 Mio. Euro (EV insgesamt 164 Mio. USD).
- **Nov. 2011:** Mit dem Verkauf von Nanda Tech kann bereits die dritte Transaktion in 2011 durchgeführt werden.
- **Dez. 2011:** DEWB verkauft die Beteiligung KSW Microtec an Smartrac und erzielt mit dieser Transaktion einen Umsatz (inkl. künftiger Kaufpreiszahlungen) in Höhe von 24 Mio. Euro.
- **2012:** Rückzahlung der in 2007 begebenen Wandelanleihe.
- **Mai 2013:** Im Zuge des Exits eines Seed-Investors erwirbt DEWB erste Anteile an LemnaTec.
- **Nov. 2013:** DEWB beteiligt sich an DirectPhotonics Industries.
- **März 2014:** Beteiligung im Rahmen einer Finanzierungsrunde an Jenabatteries.
- **April 2014:** Erfolgreiche Platzierung einer Unternehmensanleihe in Höhe von 10 Mio. Euro.

Management

Die DEWB AG verfügt über ein erfahrenes Management mit langjähriger Erfahrung bei Akquisition, Entwicklung und Verkauf von Beteiligungen, das sich durch ein vielfältiges Know-how und ein ausgeprägtes, technisches Verständnis in den Zielbranchen auszeichnet.

Bertram Köhler ist seit 2005 Vorstand der DEWB AG. Bereits vor seiner Tätigkeit bei der DEWB AG sammelte Herr Köhler in unterschiedlichen Unternehmen einschlägige Erfahrungen im Unternehmenstransaktionsbereich. Nachdem er als Unternehmensberater bei KPMG unterschiedliche Transaktionen im Bankensektor und bei der Commerzbank verschiedene M&A-Projekte begleitete, wurde Herr Köhler 2000 für die DEWB AG als Manager tätig. In dieser Funktion managte er die Exit-Transaktionen und ist durch IPOs, Merger und Trade Sales mit allen Facetten des Unternehmensverkaufs vertraut. Des Weiteren absolvierte Herr Köhler ein Studium der Wirtschaftswissenschaften und beendete eine technische Fachausbildung in der optischen Industrie (ZEISS).

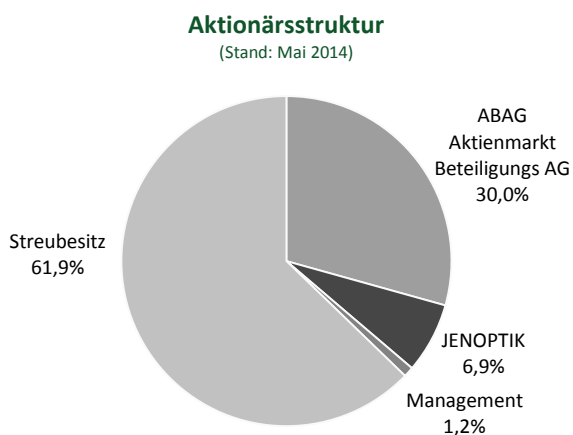
Marco Scheidler ist seit 2007 Investmentmanager bei der DEWB AG und verantwortet im Rahmen seiner Position die Bereiche Investor Relations, PR, Marketing sowie das Beteiligungsmanagement. Herr Scheidler verfügt über langjährige Erfahrungen im Corporate Finance Bereich und arbeitete bereits während seines Studiums im Beteiligungsmanagement und -controlling der IVC Venture Capital AG. Vor seiner Tätigkeit bei der DEWB AG betreute er fünf Jahre lang die Portfolios unterschiedlicher Beteiligungsgesellschaften bei der equity transactions GmbH und arbeitete als Investor Relations Manager bei der ersol Solar Energy AG (Bosch Solar Energy). Herr Scheidler schloss sein wirtschaftswissenschaftliches Studium als Dipl.-Betriebswirt (FH) ab.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der DEWB AG teilt sich in 15.230.000 Aktien auf, die im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind.

Mit 30,0% ist die ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG größter Einzelaktionär des Unternehmens. Ein weiterer, bedeutender Aktionär ist Jenoptik mit knapp 7% der Stimmrechte. Das Management der DEWB AG hält 1,2% der Anteile. Der Streubesitz beträgt folglich 61,9% des Grundkapitals. Darunter sind zahlreiche institutionelle Investoren wie LBBW (ca. 3,3%), Wedel Hanseatic Capital (ca. 2%), Aramea Asset Management (ca. 2%), Union Investment (ca. 2%), SG (ca. 2%), DZ (ca. 1%) sowie Hansainvest (ca. 1%).

Das nachfolgende Diagramm zeigt die aktuelle Aktionärsstruktur:



Quelle: DEWB

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) DEWB AG	2010	2011	2012	2013
Umsatz	3,2	35,8	0,0	0,0
Aufwendungen für Anteilsverkäufe	0,9	23,7	0,0	0,0
Rohertrag	2,3	12,1	0,0	0,0
Personalaufwendungen	0,6	1,3	0,4	0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,6	1,4	0,6	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,7	0,4	0,1
EBITDA	1,5	10,1	-0,5	-0,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,0	0,0
EBITA	1,5	10,0	-0,5	-0,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,5	10,0	-0,5	-0,8
Finanzergebnis	-1,2	-1,3	-0,3	0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,3	8,6	-0,8	-0,6
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,3	8,6	-0,8	-0,6
EE-Steuern	0,0	0,1	0,0	0,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,2	8,5	-0,8	-0,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,2	8,5	-0,8	-0,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,2	8,5	-0,8	-0,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) DEWB AG	2010	2011	2012	2013
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Aufwendungen für Anteilsverkäufe	29,1%	66,3%	0,0%	0,0%
Rohertrag	70,9%	33,7%	100,0%	100,0%
Personalaufwendungen	19,9%	3,5%	n.m.	n.m.
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,6%	4,0%	n.m.	n.m.
Sonstige betriebliche Erträge	23,8%	2,1%	n.m.	n.m.
EBITDA	47,5%	28,3%	n.m.	n.m.
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2%	0,3%	0,0%	0,0%
EBITA	46,3%	28,0%	n.m.	n.m.
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,1%	n.m.	n.m.
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	46,3%	27,9%	n.m.	n.m.
Finanzergebnis	-38,2%	-3,7%	n.m.	n.m.
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,1%	24,1%	n.m.	n.m.
Außerordentliches Ergebnis	-0,2%	0,0%	n.m.	n.m.
EBT	8,0%	24,1%	n.m.	n.m.
EE-Steuern	0,9%	0,3%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,0%	23,8%	n.m.	n.m.
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,0%	23,8%	n.m.	n.m.
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	7,0%	23,8%	n.m.	n.m.

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) DEWB AG	2010	2011	2012	2013
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,1	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1
Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	24,4	14,1	14,3	19,4
Forderungen gegen Beteiligungen	11,3	0,2	0,0	3,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,0	13,6	6,6	0,0
Liquide Mittel	3,4	18,3	11,8	9,6
Sonstige Vermögensgegenstände	0,2	6,2	0,1	0,0
Bilanzsumme	44,7	52,8	32,9	32,2
PASSIVA				
Eigenkapital	24,4	32,9	32,0	31,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,8	1,4	0,8	0,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	18,9	12,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	6,2	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,4	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	20,4	19,9	0,8	0,9
Bilanzsumme	44,7	52,8	32,9	32,2

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) DEWB AG	2010	2011	2012	2013
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%
Finanzanlagen	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Anlagevermögen	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
Beteiligungen	54,5%	26,7%	43,5%	60,2%
Forderungen gegen Beteiligungen	25,4%	0,4%	0,1%	9,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,7%	25,7%	20,0%	0,0%
Liquide Mittel	7,7%	34,7%	35,7%	29,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,4%	11,7%	0,2%	0,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA				
Eigenkapital	54,5%	62,2%	97,3%	97,2%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	1,7%	2,6%	2,5%	2,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	42,2%	22,7%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5%	0,7%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	45,5%	37,7%	2,6%	2,7%
Verbindlichkeiten	45,5%	37,7%	2,6%	2,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) DEWB AG	2010	2011	2012	2013
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,2	8,5	-0,8	-0,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,0	0,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,6	-0,6	0,0
Einzahlungen aus Veräußerung von Beteiligungen	4,6	25,6	0,2	0,0
Auszahlungen für Investitionen in Beteiligungen	-2,1	-1,9	-0,2	-8,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,4	-13,9	0,0	0,0
Cash Flow	0,5	19,1	-1,4	-8,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,1	-3,3	13,3	6,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	5,8	-6,5	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	2,5	6,8	6,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,4	21,5	5,4	-2,0
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	2,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	2,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-6,6	-12,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-0,1
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,3	-6,6	-12,0	-0,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,1	14,9	-6,6	-2,1
Endbestand liquide Mittel	3,4	18,3	11,8	9,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten)

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 Montega 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 weiter-geleitet 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: 26.05.2014):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 26.05.2014):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega 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 Montega 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 Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega 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

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	30.01.2012	1,20	3,00	+150%
Kaufen	27.04.2012	1,40	3,10	+121%
Kaufen	11.06.2012	1,26	3,10	+146%
Kaufen	28.05.2013	1,30	3,10	+138%
Kaufen	08.11.2013	1,58	3,10	+96%
Kaufen	02.04.2014	1,90	3,10	+63%
Kaufen	26.05.2014	1,81	4,40	+143%