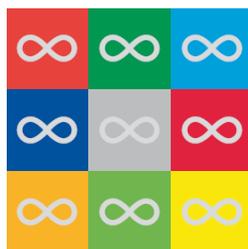




Researchstudie (Anno)

Cytotools AG



**„Hohe Umsatz- und Ergebnispotenziale
durch anstehende Markteinführung“**

Kursziel: 40,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III

CytoTools AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 40,50

aktueller Kurs: 22,00
12.9.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KFRJ1

WKN: A0KFRJ

Börsenkürzel: T50

Aktienanzahl³: 1,730

Marketcap³: 39,46
EnterpriseValue³: 33,66
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 60,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler AG
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hölzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

Fokus: Dermatologische Wundheilstörungen,
Infektionen, Kardiologie

Mitarbeiter: 5 Stand: 31.12.2011

Gründung: 2000

Firmensitz: Darmstadt

Vorstand: Dr. Mark-André Freyberg, Dr. Dirk
Kaiser



Die Cytotools AG ist eine Technologieholding- und Beteiligungsgesellschaft, deren Fokus auf Beteiligungen aus der Produktentwicklung im Pharma- und Medizinbereich liegt. Derzeit hält die Gesellschaft insbesondere 60,0 % an der DermaTools Biotech GmbH, einem auf die Therapiebereiche Dermatologie und Urologie spezialisierten Pharmaunternehmen. Das Beteiligungsportfolio der Cytotools AG wird durch eine 46,0%ige Beteiligung an der CytoPharma GmbH (Therapiebereich Herz-Kreislauffrankungen, Krebs) komplettiert. Hierbei übernimmt die Holdinggesellschaft im Rahmen des Beteiligungsansatzes die Finanzierung der beiden Tochtergesellschaften. Das gesamte Know-how wird durch entsprechende Basispatente, welche bei der Dachgesellschaft Cytotools AG gebündelt sind, geschützt.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	0,05	0,05	4,42	18,80
EBITDA	-0,83	-0,65	2,59	13,38
EBIT	-0,84	-0,66	2,47	13,22
Jahresüberschuss	-0,82	-0,67	1,48	7,92

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,48	-0,39	0,85	4,58
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	645,20	645,20	7,30	1,72
EV/EBITDA	neg.	neg.	12,46	2,41
EV/EBIT	neg.	neg.	13,06	2,44
KGV	neg.	neg.	25,72	4,81
KBV	6,86			

Finanztermine:

Datum: Ereignis
Sep. 2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
12.4.2012: RS / 36,34 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 36,36 / KAUFEN
7.12.2011: RS / 36,34 / KAUFEN
10.11.2011: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis.....	1
Produktpipeline.....	2

Markt und Marktumfeld

Das diabetische Fußsyndrom.....	4
Diabetes in Deutschland.....	4
Diabetes in Indien.....	5

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2011.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	10
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	12

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	13
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
Bewertungsergebnis.....	13
Peer-Group-Bewertung.....	15
Fazit	16

Anhang

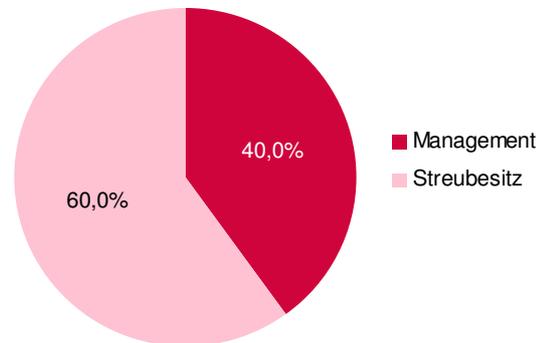
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

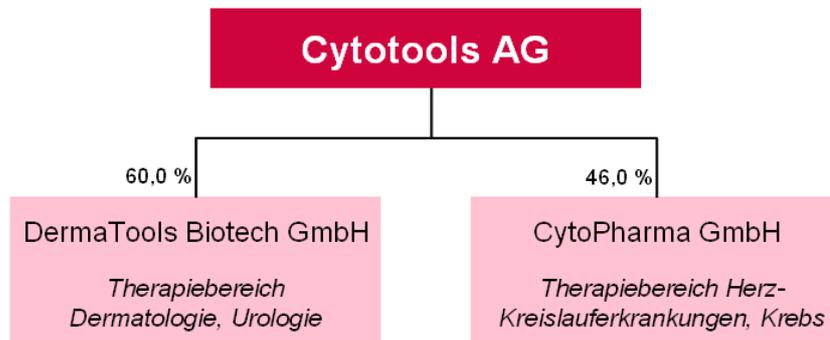
Aktionärsstruktur zum 06.08.2012

Anteilseigner	06.08.2012
Management	40,0 %
Free Float	60,0 %



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Konsolidierungskreis



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Die Cytotools AG ist eine Technologieholding- und Beteiligungsgesellschaft, deren Fokus auf Beteiligungen aus der Produktentwicklung im Pharma- und Medizinbereich liegt. Derzeit hält die Cytotools AG rund 60 % an der DermaTools Biotech GmbH sowie 46,0 % an der CytoPharma GmbH.

Ein besonderer Fokus liegt dabei auf die Therapiebereiche Dermatologie und Urologie spezialisierte DermaTools Biotech GmbH. Gegenstand dieser Beteiligungsgesellschaft ist die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Produkten und Verfahren im medizinischen Bereich. Unter anderem findet hier die Entwicklung des Cytotools-Hauptproduktes DermaPro® CI 05 dessen Basispatente jedoch unter dem Holdingdach Cytotools AG gebündelt sind. Diese Patente werden in Form exklusiver, weltweiter Lizenzen an die Beteiligungsunternehmen weitergegeben. Seit 2005 erhält die Cytotools AG hieraus jährliche Lizenzzahlungen in Höhe von 50,00 T€.

Zur Stärkung der Liquidität und zur Sicherung der klinischen Erforschung der bei der DermaTools GmbH gebündelten Produkte, wurden sowohl in 2011 als auch in 2012 mehrere Kapitalerhöhungen bei der Tochtergesellschaft durchgeführt. Im Rahmen dieser Kapitalmaßnahmen hat die Cytotools AG ihre Beteiligungsquote auf nunmehr 60,0 % (31.12.11: 51,5 %) gesteigert. Neben den Lizenzzerträgen wird demnach die Holdinggesellschaft künftig noch stärker am geplanten Unternehmenserfolg der DermaTools GmbH partizipieren.

Der Schwerpunkt der zweiten Cytotools-Beteiligung, CytoPharma GmbH, liegt in der Erforschung physiologischer Abläufe, die zu Krankheiten im Herz-Kreislauf-Bereich führen können.

Produktpipeline - Konzentration auf Hauptprodukt DermaPro® CI 05

Die Cytotools AG verfügt derzeit über sieben Produkte in den Indikationsgebieten Wundheilung, Infektionen, Krebs und Herz-Kreislaufkrankungen. Auf Grundlage eigener Forschungsaktivitäten hat die Gesellschaft eine Pipeline aufgebaut, deren Produkte sich sowohl in frühen, mittleren aber auch späten Phasen der klinischen Entwicklung befinden. Aufgrund des fortgeschrittenen Entwicklungsstadiums steht dabei das auf dem Wirkstoff Dichlorsäure basierende DermaPro® CI 05, welches sich in den Indikationsbereichen Wunden und Infektionen in Indien unmittelbar vor der Marktzulassung und in Europa unmittelbar vor der finalen klinischen Studienphase III befindet.

Produkt	Indikation	Markt	Entwicklungsphasen			
			Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
DermaTools Biotech GmbH						
DermaPro®	Diabetischer Fuß, offenes Bein	Europa	Phase IIb (finalisiert)			
DermaPro®	Diabetischer Fuß	Indien	Phase III			
Peptid	Verbrennungen		Phase I			
Utisept®/Templantat®	Infektion		CE (Zertifizierung)			
CytoPharma GmbH						
CardioClean®	Restenose, Diabetes		Präklinisch			
HMW 02Ak, LMW 0x	Arteriosklerose		Forschung und Entwicklung			
HMW 02Ac	Kardiologie		Forschung und Entwicklung			
LMW 6+	Krebs		Forschung und Entwicklung			

Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Auch anhand des fortgeschrittenen Stadiums von DermaPro® CI 05 wird die hohe Bedeutung dieses Produktes für die künftigen Potenziale der Cytotools AG ersichtlich. Im DermaPro® CI 05 wird ein mehrgleisiger Ansatz zur Therapie von chronischen Wunden, Verbrennungen oder Verbrühungen genutzt. Ein wichtiges Merkmal ist dabei die Wirkstofflösung Dichlorsäure, wonach die Wundheilung der beteiligten Zellen durch Zellteilung angeregt wird. Parallel dazu werden auch die antiseptischen (desinfizierenden) Eigenschaften des Wirkstoffes genutzt. Mit dieser Technologie ist es Cytotools AG nachweislich gelungen (im Rahmen klinischer Studien), sowohl den Zelltod herabzusetzen als auch die Zellteilung zu fördern und somit eine beschleunigte Wundheilung zu erreichen (bis zu drei mal höhere Heilgeschwindigkeiten).

Klinische Phase III in Indien

Die klinischen Studienphasen und das Zulassungsverfahren für DermPro® CI 05 werden für den indischen Markt unter Zuhilfenahme eines indischen Lizenzpartners (CENTAUR Pharmaceuticals Ltd.; gilt als führender Hersteller von Medikamenten zur akuten Therapie sowie dauerhaften Behandlung von chronischen Krankheiten) durchgeführt. CENTAUR übernimmt dabei die Kosten für das indische Zulassungsverfahren. Im Gegenzug fungiert der indische Partner nach der Marktzulassung des DermaPro® CI 05 als Vertriebspartner für den indischen Markt.

Die finale klinische Studienphase III ist in Indien zum Sommer 2011 angelaufen. Unternehmensangaben zufolge wird mit der Finalisierung dieser Studienphase im ersten Quartal 2013 gerechnet. Eine Marktzulassung erfolgt nach dem anschließenden Einreichen des Zulassungsdossiers etwa 3-6 Monate nach Beendigung der klinischen Studienphase (Q3/2013). Die Ergebnisse der vorangegangenen Studienphase II offenbarten eine sehr hohe Wirksamkeit (92 % der behandelten Patienten) des Cytotools-Wirkstoffes.

Klinische Studienphase IIb in Europa

Wie der aktuellen Unternehmensmeldung (22.08.12) zu entnehmen ist, belegen die Ergebnisse der klinischen Phase-IIb-Studie in Europa die hohe Wirksamkeit und gute Verträglichkeit von DermaPro® bei der Behandlung von diabetischen Füßen (diabetische Fußulcera). In einer doppelblinden Studie konnte in einem Behandlungszeitraum von zwölf Wochen eine Wirksamkeit von 92,3 % nachgewiesen werden. Auf Grund der guten Ergebnisse kann die geplante finale Studienphase III in Europa mit einer geringeren Patientenzahl als ursprünglich geplant durchgeführt werden, was für die Cytotools AG einen Kostenvorteil nach sich zieht. Nach Abschluss der Auswertungen soll gemäß Unternehmensangaben die finale Studienphase noch im vierten Quartal 2012 begonnen werden.

Markt und Marktumfeld

Die aktuell laufenden klinischen Phasen für DermaPro® CI 05, dem derzeitigen Hauptprodukt der Cytotools AG, beschränken sich insbesondere auf die Indikationsbereiche Diabetischer Fuß (diabetische Fußulcera) sowie des so genannten offenen Beines (Ulcus cruris). Gemäß Angaben der Cytotools AG kann die Wirkungsweise auf weitere Indikationsbereiche der chronischen Wundheilung und Verbrennungen ausgeweitet werden, was ebenfalls durch künftige klinische Studien belegt werden soll. Die nachfolgende Markt- und Potenzialbetrachtung von DermaPro® CI 05 beschränkt sich jedoch zunächst auf den klinisch getesteten Indikationsbereich des diabetischen Fußes. Den regionalen Fokus haben wir entsprechend den klinischen Testphasen auf Deutschland und Indien festgesetzt, wenngleich die klinischen Tests und eine Auslizenzierung von DermaPro® CI 05 auch in anderen Regionen geplant bzw. teilweise umgesetzt wurde.

Das diabetische Fußsyndrom (DFS) - Folgeerkrankung bei Diabetes-Patienten

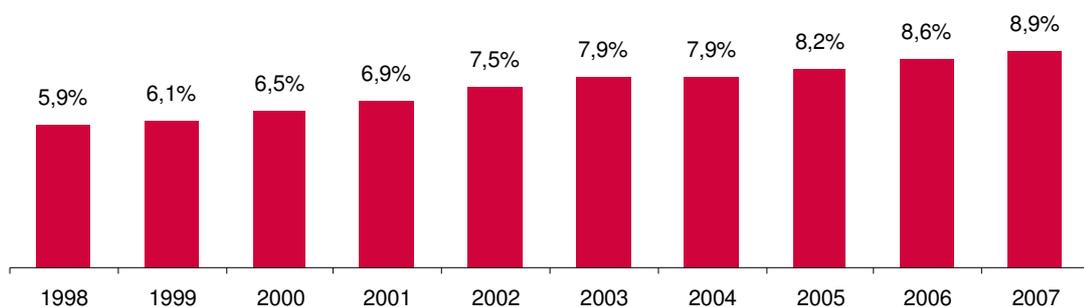
Zwischen 10 % und 15 % aller Diabetiker entwickeln im Verlauf der Krankheit einen diabetischen Fuß (diabetische Fußulcera). Der DFS beschreibt eine häufige Folgeerscheinung von Diabetes, welche vor allem bei Typ 2-Diabetes-Patienten vorkommt. Ausgangspunkt sind meist Verletzungen und Wunden am Fuß oder Unterschenkel des Erkrankten, die aufgrund von vermindertem Schmerzempfinden und der Schädigung von Nerven des Diabetes-Patienten spät erkannt werden und wegen Durchblutungsstörungen und Gefäßverengungen schlecht und langsam heilen. Allein in Deutschland leiden derzeit etwa 600.000 Personen unter der Diagnose des diabetischen Fußsyndroms. Hierbei muss bei besonders langwierigen chronischen Wunden sogar amputiert werden.

Etwa 50 % aller Amputationen in Deutschland, die nicht durch einen Unfall verursacht wurden, betreffen Patienten mit diabetischer Fußulcera. Das Amputationsrisiko ist für Diabetiker um mindestens 15fach höher als bei Nicht-Diabetikern. Hiervon sind circa 7 % der Erkrankten in Deutschland betroffen. Dies führt zu einer jährlichen Amputationsrate von 40.000 und die Behandlung des diabetischen Fußsyndroms verursacht in Deutschland jährlich Kosten in Höhe von etwa 700 Mio. €. In den USA belaufen sich die jährlichen Kosten sogar auf 5 Mrd. €. Damit stellt das diabetische Fußsyndrom einen erheblichen Kostenfaktor der Träger des Gesundheitssystems dar.

Diabetes in Deutschland - mehr als 7 Millionen Deutsche von Diabetes betroffen

Da der Ausgangspunkt für die diabetische Fußulcera eine Diabetes-Erkrankung ist, dürften insbesondere die Marktpotenziale von DermaPro® CI 05 eine hohe Korrelation zur Anzahl der Diabetes-Erkrankungen aufweisen.

Behandlungsprävalenz in Deutschland



Quelle: Köster I, Schuber I, PMV 2008; GBC AG

Seit 1960, als in Deutschland erstmals die Zahl der Menschen mit Diabetes ermittelt wurde, wird ähnlich der Entwicklung in vielen anderen europäischen Ländern, eine kontinuierliche Zunahme der Zahl betroffener Menschen beobachtet. Nach einer Auswertung einer Stichprobe der Diabetes-Patienten der AOK in Hessen, ließen sich gemäß einer Hochrechnung auf das komplette Bundesgebiet bereits 2007 mehr als 7 Millionen Deutsche wegen Diabetes behandeln. Dies entspricht einer Behandlungsprävalenz (Anteil der Erkrankten ausgehend von der gesamten Anzahl der untersuchten Personen) von 8,9 % an der Gesamtbe-

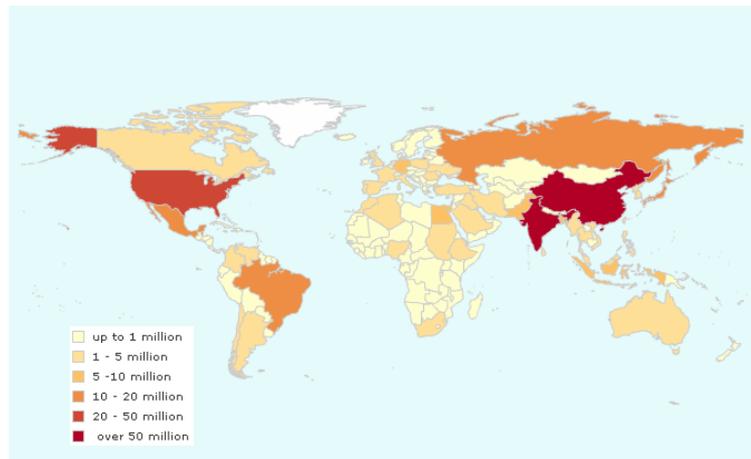
völkerung, welche 1998 noch bei lediglich 5,9 % lag und seitdem sukzessive zugenommen hat.

Dieser drastische Anstieg ist vor allem auf die deutliche Zunahme des Typ-2-Diabetes zurückzuführen. Zusätzlich zu den etwa 7 Millionen bekannten Erkrankten herrscht in Deutschland eine hohe Dunkelziffer an Diabetes-Erkrankten. So ergab eine Untersuchung der Organisation diabetesDE in der Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen in der Region Augsburg, dass auf jede Person mit bekanntem Diabetes in etwa eine Person mit bis dahin nicht diagnostiziertem Diabetes kommt (8,7 % mit bekanntem Diabetes; 8,2 % mit neu diagnostiziertem Diabetes). Dementsprechend ist von einer sehr hohen Dunkelziffer in Höhe von etwa 50 % auszugehen.

Gemäß Schätzungen des IDF (International Diabetes Federation) dürfte der Anteil der Diabetiker in Deutschland, gemessen an der relevanten Bevölkerungsgruppe der 20-79jährigen, bis zum Jahr 2030 auf 9,5 % ansteigen. Auf diese Annahme basierend dürfte die Erkranktenanzahl dann auf über 8,0 Millionen ansteigen.

Diabetes in Indien - Subkontinent eines der größten Diabetes-Problemfälle

Indien rangiert gemäß Daten des IDF mit 61,3 Millionen Diabetes-Erkrankten weltweit hinter China (90,0 Millionen) an zweiter Stelle. Gefolgt wird der Subkontinent von den Vereinigten Staaten (23,7 Millionen), der Russischen Föderation (12,6 Millionen) und Brasilien (12,4 Millionen).



Quelle: IDF Diabetes Atlas, 5te Edition, 2011

Zwar bewegt sich Indien mit einem Anteil der Diabeteserkrankten an der Gesamtbevölkerung von 8,3 % im weltweiten Durchschnitt (global: 8,3 %), aufgrund des Bevölkerungsreichtums fallen jedoch die absoluten Zahlen vergleichsweise hoch aus.

Die Kostenverteilung für die Behandlung von Diabetes ist jedoch vor diesem Hintergrund als weltweit heterogen zu bezeichnen. So entfallen rund 198 Milliarden US-Dollar und damit etwa 53 % der weltweiten Gesamtausgaben auf die Vereinigten Staaten. Indien, das Land mit den meisten Diabetikern zeichnet sich hingegen derzeit noch für lediglich 2,8 Milliarden US-Dollar und damit rund 1 % der Gesamtausgaben verantwortlich. Diese globale Ungleichverteilung deutet dabei in erster Linie auf ein noch unterentwickeltes öffentliches Gesundheitssystem der Schwellenländer hin. In den Ländern mit geringem oder mittlerem Einkommen müssen Diabetiker in der Regel die Finanzierung der Behandlung selbst allein übernehmen, da Krankenversicherungen und öffentliche Gesundheitsdienstleistungen kaum angeboten werden. (Quelle: IDF, 2009).

Gemäß aktuellen Prognosen soll der weltweite Anteil der Diabeteserkrankten auf 9,9 % weiter ansteigen. Indien soll an diesem Trend mit einem Anstieg der Erkranktenquote auf 10,0 % einen überproportionalen Anteil haben. Nach wie vor würde in diesem Fall Indien mit dann geschätzten 101,0 Millionen Diabetikern weltweit einen der Spitzenplätze belegen. Diese Prognose geht demnach in Indien von 3,8 Millionen jährlichen Neuerkrankungen (unter Berücksichtigung der Sterberaten) aus.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in T€)	GJ 2011	Δ in % vom Umsatz	GJ 2012e	Δ in % vom Umsatz	GJ 2013e	Δ in % vom Umsatz	GJ 2014e	Δ in % vom Umsatz
Umsatzerlöse	50,000	100,00 %	50,000	100,00 %	4.424,378	100,00 %	18.803,604	100,00%
sonstige betriebl. Erträge	12,496	24,99 %	15,000	30,00 %	0,000	0,00 %	0,000	0,00%
Materialaufwand	0,000	0,00 %	0,000	0,00 %	-900,309	-20,35 %	-3.826,315	-20,35%
Personalaufwand	-294,851	-589,70 %	-310,000	-620,00 %	-630,000	-14,24 %	-800,000	-4,25%
Abschreibungen	-13,050	-26,10 %	-15,000	-30,00 %	-120,000	-2,71 %	-160,000	-0,85%
sonstiger betriebl. Aufwand	-593,650	-1187,30 %	-400,000	-800,00 %	-300,000	-6,78 %	-800,000	-4,25%
EBIT	-839,055	-1.678,11 %	-660,000	-1.320,00 %	2.474,068	55,92 %	13.217,290	70,29%
Finanzergebnis	17,243	34,49 %	-10,000	-20,00 %	-15,000	-0,34 %	-20,000	-0,11%
EBT	-821,812	-1.643,62 %	-670,000	-1.340,00 %	2.459,068	55,58 %	13.197,290	70,18%
sonstige Steuern	-0,697	-1,39 %	0,000	0,00 %	0,000	0,00 %	0,000	0,00%
Ergebnis vor Minderheiten	-822,509	-1.645,02 %	-670,000	-1.340,00 %	2.459,068	55,58 %	13.197,290	70,18%
Minderheiten	0,000	0,00 %	0,000	0,00 %	-983,627	-22,23 %	-5.278,916	-28,07%
Jahresüberschuss	-822,509	-1.645,02%	-670,000	-1.340,00 %	1.475,441	33,35 %	7.918,374	42,11%
EBITDA	-826,70		-645,00		2.594,07		13.377,29	
in % von Umsätze	neg.		neg.		58,6 %		71,1 %	
EBIT	-839,75		-660,00		2.474,07		13.217,29	
in % von Umsätze	neg.		neg.		55,9 %		70,3 %	
Aktienanzahl in Mio. Stück	1.730,00		1.730,00		1.730,00		1.730,00	
Ergebnis je Aktie in €	-0,48		-0,39		0,85		4,58	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	

Geschäftsentwicklung 2011 - Weiterhin Forschung und Entwicklung im Fokus

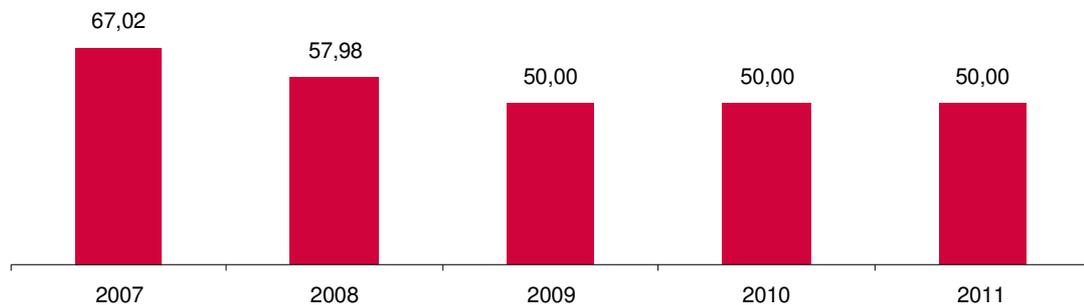
in T€	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	50,00	+0,0 %	50,00
EBITDA	-274,82	neg.	-826,70
EBIT	-580,91	neg.	-839,75
Jahresüberschuss	-604,18	neg.	-822,51
EPS in €	-0,44	neg.	-0,48

Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Niedrige Lizenzerlöse in der Vor-Vermarktungsphase

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr war die Erlös- und Ergebnisentwicklung der Cytotools AG und ihren Beteiligungen von der Weiterentwicklung und Erforschung der in der Pipeline befindlichen Wirkstoff- und Medizinprodukte geprägt. Die Produkte der Gesellschaft befanden sich auch im Geschäftsjahr 2011 noch in der Entwicklungsphase und generierten daher noch keine Erlösströme. Demzufolge lag der Fokus der Gesellschaft auf der Finanzierung der Forschungsaktivitäten sowie auf den klinischen Studienphasen des in der Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH gelagerten Hauptproduktes DermaPro[®]. Somit war die Erlössituation in den letzten Geschäftsjahren im Wesentlichen von Lizenzeinnahmen der DermaTools Biotech GmbH in Höhe von 50,00 T€ geprägt. Zwischen der Holdinggesellschaft Cytotools AG und der Beteiligungsgesellschaft DermaTools Biotech GmbH besteht ein exklusiver weltweiter Lizenzvertrag, wonach die Cytotools AG für die Bereitstellung der Lizenz (Lizenzen sind in der Holdinggesellschaft angesiedelt) jährliche Zahlungen in Höhe von 50,00 T€ erhält.

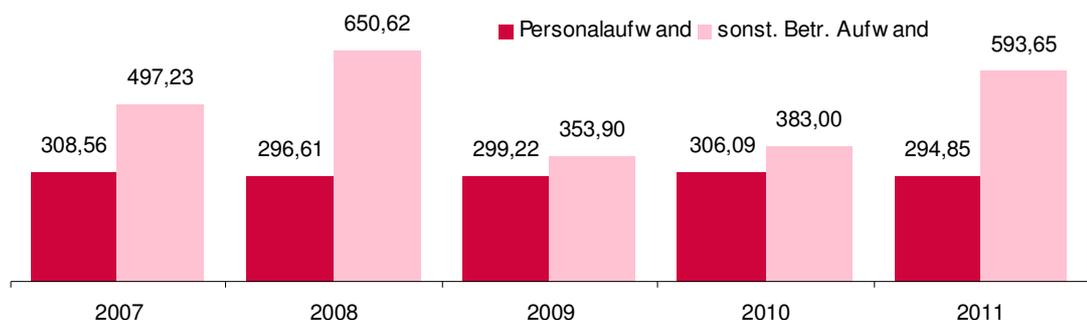
Umsatzerlöse/Lizenzeinnahmen (in TEUR)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Traditionell ist die Kostensituation der Cytotools AG in der Erforschungsphase durch Aufwendungen im Personalbereich sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit Patenten und Patentschutz und der zur Finanzierung notwendigen Kapitalmaßnahmen geprägt.

Wesentliche Kostenpositionen (in TEUR)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

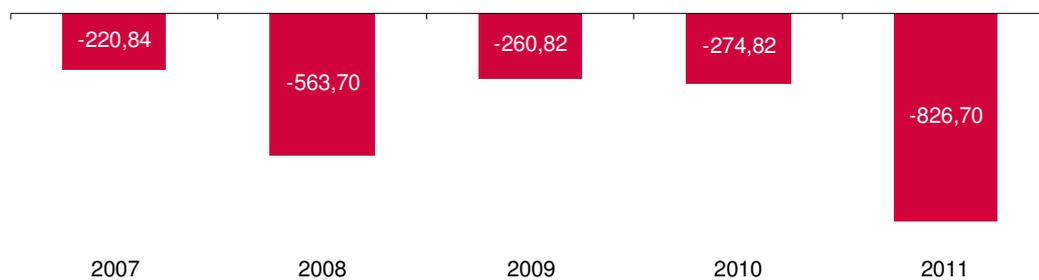
So hat die Gesellschaft im vierten Quartal 2011 im Rahmen einer Kapitalmaßnahme einen

Bruttoemissionserlös von 3,20 Mio. € (Ausgabe von 237.650 neuen Aktien) eingeworben. Der im Zusammenhang mit der Kapitalmaßnahme stehende sonstige betriebliche Aufwand kletterte dementsprechend auf 593,65 T€ (VJ: 383,00 T€). Die im Gegenzug hierzu reduzierten Personalaufwendungen konnten den aus der Kapitalmaßnahme bedingten Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen nicht kompensieren, so dass die Cytotools AG in Summe einen signifikanten Anstieg der operativen Kosten aufweist.

Ergebnisentwicklung - Erwartungsgemäß bislang noch negativ

Auch das operative Ergebnis (EBITDA), welches in den letzten Geschäftsjahren stets negativ ausgefallen ist, zeigt ein für Forschungsunternehmen, welche über eine noch geringe Umsatzbasis verfügen, typisches Bild auf. Analog zum im Geschäftsjahr 2011 erfolgten Kostenanstieg minderte sich das EBITDA von -274,82 T€ (GJ 2010) auf -826,70 T€. Die operativen Ertragskennzahlen sind jedoch aufgrund der noch anstehenden Vermarktung der Produkte nur sehr eingeschränkt aussagekräftig.

EBITDA (in TEUR)

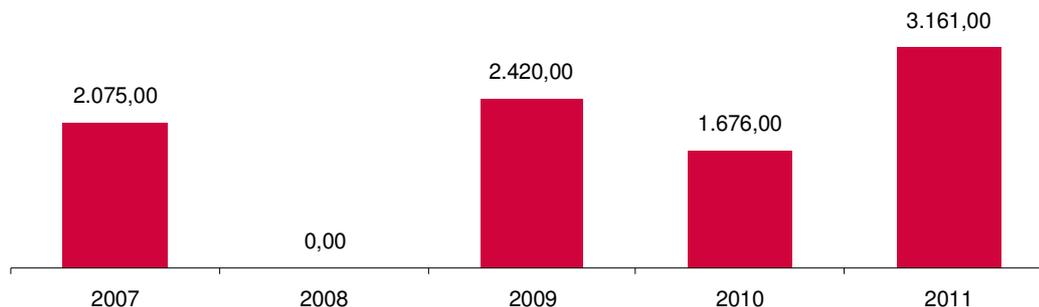


Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation - Hoher Liquiditätsstand nach Kapitalerhöhung

Für Gesellschaften, deren Produkte sich in der Zulassungsphase befinden, stehen besonders die liquiditätsbezogenen Kennzahlen im Fokus. Zunächst gilt es dabei für forschende Unternehmen die für die Forschungs- und Zulassungsphase benötigte Liquidität bereitzustellen. Vor diesem Hintergrund hat die Cytotools AG über die letzten Geschäftsjahre hinweg eine Reihe von Kapitalmaßnahmen erfolgreich durchgeführt. Besonders erwähnenswert ist die im vierten Quartal 2011 durchgeführte Kapitalerhöhung (Nettoemissionserlös: 3.161 T€), welche gemäß Unternehmensangaben den Großteil des Liquiditätsbedarfes für die geplante europäische Phase-III-Studie sichert.

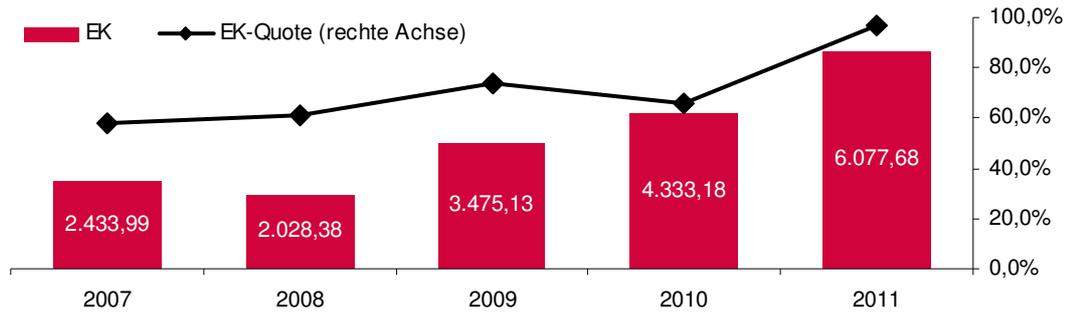
Zugang Liquide Mittel aus Kapitalerhöhungen (in TEUR)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Als Konsequenz der Kapitalmaßnahmen kletterte das Eigenkapital der Cytotools AG, trotz der negativen Ergebnissituation, sukzessive an. Zum 31.12.2011 verfügte die Gesellschaft über ein Eigenkapital in Höhe von 6.077,68 T€ (31.12.10: 4.333,18 T€). Bei einer dazugehörigen überdurchschnittlich hohen Eigenkapitalquote von 96,9 % (31.12.10: 66,2 %) wird es gut ersichtlich, dass die Gesellschaft derzeit nahezu vollständig durch Eigenkapital finanziert ist.

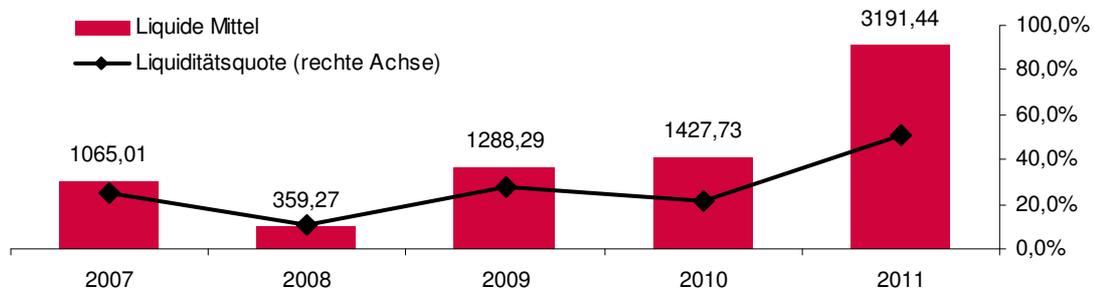
EK (in TEUR) und EK-Quote (in %)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Ebenfalls als Folge der Kapitalerhöhung kletterten zum Bilanzstichtag 31.12.2011 die liquiden Mittel auf 3.191,44 T€ an und damit auf den höchsten Stand der letzten Geschäftsjahre. Gemessen an der Bilanzsumme von 6.269,63 T€ entspricht dies einer überdurchschnittlich hohen Liquiditätsquote von 50,9 % (31.12.10: 21,8 %).

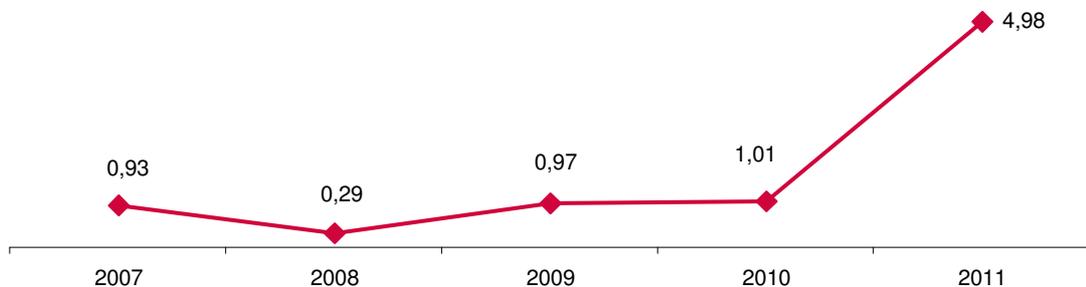
Liquide Mittel (in TEUR) und Liquiditätsquote (in %)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Infolge des Anstieges der finanziellen Mittel erhöhte sich auch die auf den freien Cashflow bezogene Cash-Burn-Rate (CBR) deutlich von 1,0 auf 5,0. Diese Kennzahl drückt dabei die Geschwindigkeit in Perioden aus, in der die liquiden Mittel der Gesellschaft vollständig verbraucht sein werden. Die Grundlage hierzu liefern der anhand des Free Cashflows ermittelte Liquiditätsverbrauch sowie der bilanziell erfasste Liquiditätsbestand. Ein CBR von 5,0 indiziert, dass die Gesellschaft, unter der Annahme eines stetigen Liquiditätsverbrauchs, für die kommenden 5 Geschäftsjahre über einen ausreichenden finanziellen Bestand verfügt.

Cash-Burn-Rate



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Markteinführung ist wichtigster Meilenstein

in T€	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	50,00	50,00	4.424,38	18.803,60
EBITDA	-826,70	-645,00	2.594,07	13.377,29
EBIT	-839,75	-660,00	2.474,07	13.217,29
Jahresüberschuss	-822,51	-670,00	1.475,44	7.918,37
EPS	-0,48	-0,39	0,85	4,58

Quelle: GBC AG

Analog zu unserer Researchstudie (Initial Coverage) vom 10.11.11 haben wir unsere folgenden Umsatzpotenziale aus den Marktpotenzialen der für die Cytotoools AG zunächst relevanten Regionen (Indien und Deutschland) abgeleitet. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund einer derzeit noch fehlenden, aussagekräftigen Umsatzbasis sinnvoll. Die Gesellschaft verfügt zwar über eine umfangreiche Produktpipeline, unsere Prognosen beschränken sich jedoch lediglich auf die Nachfrage von DermaPro® für die Anwendung von diabetischer Fußulcera. Die weitere Produktpipeline ist daher als zusätzliches Umsatzpotenzial zu verstehen. Da die Gesellschaft im Rahmen ihrer aktuellen klinischen Studienphase IIb eine europaweite Marktzulassung anstrebt, wir jedoch unsere Prognosen zunächst auf Deutschland beschränken, ergeben sich daraus ebenfalls zusätzliche Umsatzpotenziale.

Abgeleitet haben wir die prognostizierten Umsätze zudem aus den nachfolgenden, von der Gesellschaft erwarteten Milestones:

Milestone	Zeitraum
Start klinische Studienphase III in Europa	Q1 2013
Abschluss Studienphase III in Indien	Q1 2013
Marktzulassung in Indien	Q3 2013
Abschluss Studienphase III in Europa	Q1 2015
Marktzulassung in Europa	Q2 2015

Quelle: GBC AG

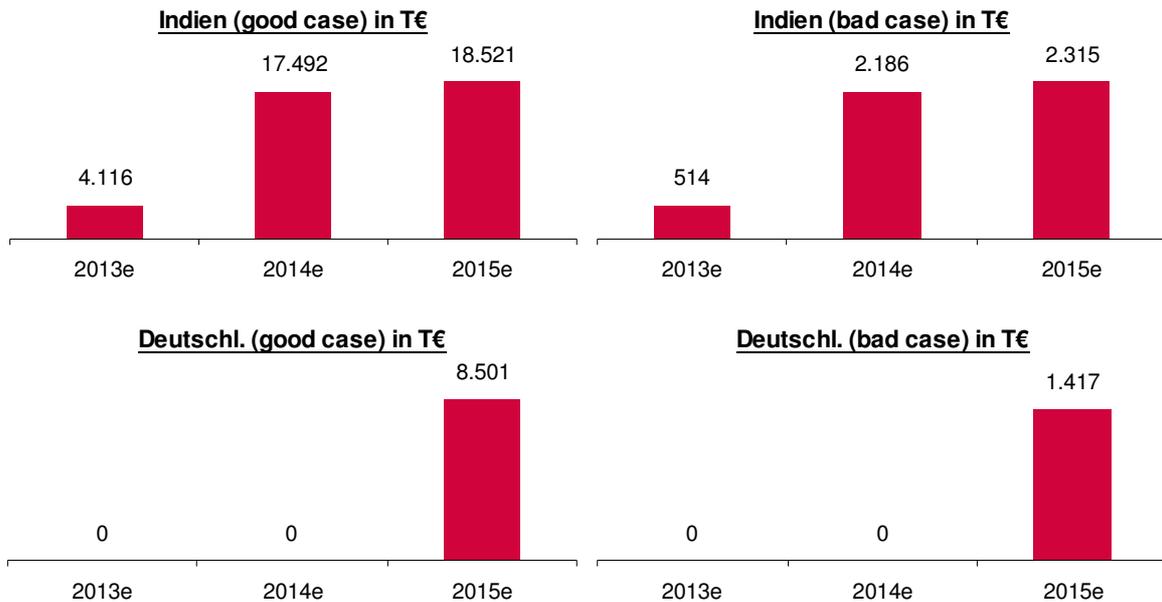
Umsatzprognosen - signifikanter Anstieg beider Umsatzsäulen erwartet

Die Partnerschaft mit dem indischen Pharmaunternehmen CENTAUR Pharmaceuticals Ltd. kann auch für weitere Regionen als Annahme verwendet werden. Im Rahmen von Lizenzvereinbarungen können die Nutzungsrechte gegen umsatzabhängige Lizenzzahlungen auf den Kooperationspartner übertragen werden und damit wird die Vermarktung und der Vertrieb von diesen übernommen. Auch wenn für DermaPro® die Option eines kompletten Patentverkaufs möglich erscheint (Cytotoools AG hat entsprechende Nachfragen bestätigt), lassen wir diese im Rahmen unserer Bewertung außer acht.

Eine zweite wichtige Erlössäule für die Cytotoools AG stellen die Produktionserlöse von DermaPro® dar. Im Rahmen des Lizenzierungsmodells wird dabei eine Abnahmevereinbarung mit dem Lizenzpartner getroffen, wonach die Verpflichtung besteht, das Produkt zu einem bestimmten Kaufpreis zu übernehmen. Damit obliegt sowohl die Herstellung als auch die Auslieferung von DermaPro® bei der Cytotoools AG. Der Aufbau einer eigenen Produktion soll dabei ebenfalls durch ein Partnerschaftsmodell mit einem deutschen Hersteller umgesetzt werden. Die Gründung eines Produktionsunternehmens im Rahmen eines Joint Ventures bietet unseres Erachtens eine finanziell vertretbare Möglichkeit für den Produktionsausbau.

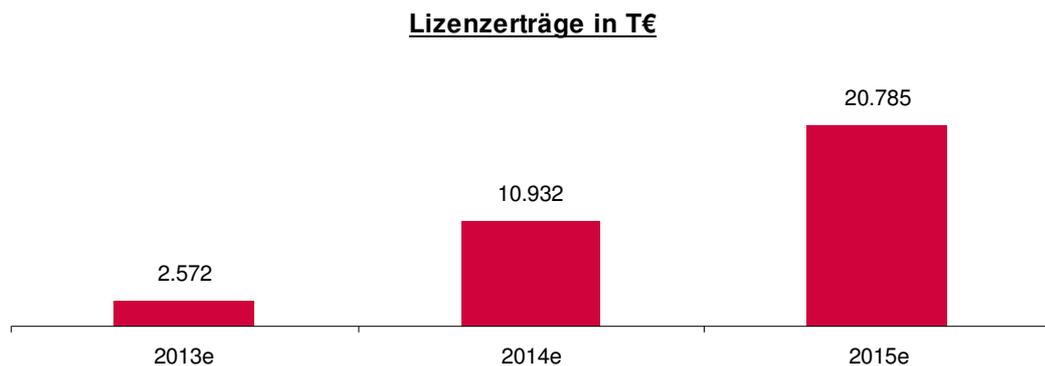
Auf Grundlage der aktuellen Daten und Prognosen der Internationalen Diabetes Föderation (IDF) sowie unter Berücksichtigung von Sterberaten haben wir für Indien ein jährliches Potenzial an mit diabetischer Fußulcera erkrankten von 2.058 Tausend sowie für Deutschland 211 Tausend errechnet. Diese Annahme bildet die Basis für unsere Szenarioanalyse, welche sowohl den Cytotoools-Marktanteil (20,0 % good case; 5,0 % bad case) sowie eine regi-

onenspezifische Preisgestaltung berücksichtigen. Folgendes Umsatzpotenzial haben wir daraus hergeleitet:



Quelle: GBC AG

Gemäß unserer Szenarioanalyse lassen sich die ersten nennenswerten Umsätze im folgenden Geschäftsjahr 2013 (Indien) erwarten. Deutschland hingegen dürfte vom aktuellen Standpunkt aus erst nach Abschluss der dritten Studienphase im Geschäftsjahr 2015 erste Umsätze beisteuern. Wichtig in diesem Zusammenhang ist der Umstand, dass die dargestellten Umsatzniveaus die Lizenz Erlöse auf Ebene der Cytotools AG darstellen. In Indien entsprechen diese gemäß unseren Prognosen 12,5 % der Verkaufserlöse. Für Deutschland erachten wir Lizenz erträge von über 20 % als realistisch. Der indische Partner verfügt aufgrund der frühen Verpartnerungsphase und der Finanzierung der klinischen Studien in Indien über sehr attraktive Konditionen. Die gemittelten Werte der oben dargestellten prognostizierten Szenarien ergeben folgende erwartete Lizenz erträge:



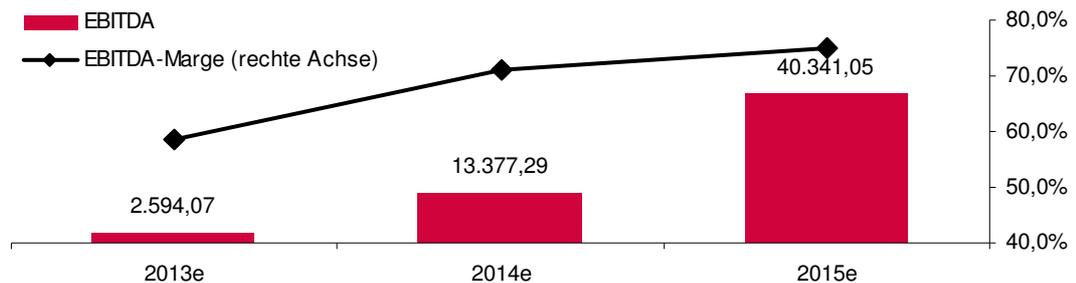
Quelle: GBC AG

Parallel hierzu dürfte die Gesellschaft im nennenswerten Umfang Produktionserlöse, welche sich an den Verkaufsmengen bemessen, erzielen. Damit hängen diese direkt mit den Lizenz erträgen zusammen. Für die Prognosen der Produktionserlöse haben wir uns an branchenübliche Einkaufswerte von 20 % der Verkaufspreise orientiert. Somit gehen wir von Produktionserlösen in Höhe von 1.852,07 T€ (2013e), 7.871,28 T€ (2014e) sowie 33.003,01 T€ (2015e) aus. Zu den Lizenz erträgen aufsummiert belaufen sich unsere Umsatzprognosen der kommenden drei Geschäftsjahre auf insgesamt 4.424,38 T€ (2013e), 18.803,60 T€ (2014e) sowie 53.788,07 T€ (2015e). Im laufenden Geschäftsjahr dürfte die Cytotools AG aufgrund der noch nicht erfolgten Vermarktung ihrer Produktpipeline keine nennenswerten Umsätze erzielen.

Ergebnisprognosen - Nachhaltige EBITDA-Marge von 75 % möglich

Die dominante kostenseitige Größenordnung wird für die kommenden Geschäftsjahre der im Zusammenhang mit der Produktion stehende Materialaufwand sein. Analog zur Vermarktung von DermaPro[®] wird in diesem Bereich ab dem kommenden Geschäftsjahr 2013 ein signifikanter Anstieg der Materialaufwendungen sichtbar werden. Bei einer sonst verhältnismäßig soliden Entwicklung der übrigen Kostenpositionen (Overheadkosten), erachten wir eine nachhaltig erzielbare EBITDA-Marge von bis zu 75,0 % als realistisch. Diese Größenordnung dürfte sich gemäß unseren Erwartungen ab dem Geschäftsjahr 2015 einstellen:

EBITDA (in T€) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Auf Basis des Nachsteuerergebnisses ist der bewertungsrelevante Umstand erwähnenswert, wonach den Cytotools-Aktionären gemäß des Anteils an der DermaTools GmbH ein Anteil von 60 % zusteht. Demzufolge müssen Minderheitenanteile in Höhe von 40 % ergebnismindernd berücksichtigt werden. Diesen Umstand haben wir auch in unserer DCF-Bewertung berücksichtigt.

Die vorgestellten Umsatz- und Ergebnisprognosen basieren auf der Annahme einer feststehenden Finanzierung der dritten Studienphase in Europa, dessen Gesamtkosten wir auf insgesamt ca. 6.000 T€ beziffern. Auf Basis der Ende 2011 durchgeführten Kapitalerhöhung verfügt die Cytotools AG über liquide Mittel in Höhe von 3.191,44 T€. Verschiedene Szenarien zur Abdeckung des offenen Finanzierungsbetrages sind möglich. So kann die Gesellschaft bei der Tochtergesellschaft DermaTools GmbH unter Einbezug der Altgesellschafter eine weitere Kapitalmaßnahme vornehmen. Auch erscheint die Innenfinanzierung der europäischen Studienphase, aufgrund der Tatsache, dass bereits im kommenden Geschäftsjahr die Vermarktung in Indien erfolgen soll, realistisch.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Cytotools AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über die Verstetigung von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 75,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 1 und Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Cytotools AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 2,50 (bisher: 2,50). Unseres Erachtens wird mit einem hohen Beta dieser Größenordnung dem derzeitig noch hohen Risikoprofil der Gesellschaft (Marktreife der Produkte steht noch aus) Rechnung getragen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich damit Eigenkapitalkosten von 15,75 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 15,75 % (bisher: 16,00 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Modells konnten wir einen fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis des Geschäftsjahres 2013 von 197,23 Mio. € ermitteln. Den Cytotools-Aktionären steht der Beteiligungsquote von 60,0 % entsprechend ein Eigenkapitalwert von 118,34 Mio. € zu. Bezogen auf die aktuelle ausstehenden Aktien auf 1,73 Mio. beläuft sich der Faire Wert je Aktie auf 68,40 €. Diesen haben wir jedoch nochmals um einen Bewertungsabschlag gemindert. Unseres Erachtens wird durch einen Bewertungsabschlag von 15 % dem frühen Entwicklungsstadium der Gesellschaft und einer möglicherweise hohen Volatilität der Umsätze und Ergebniszahlen Rechnung getragen. Darüber hinaus berücksichtigt dieser Vorwärtsabschlag auch die Erwartung eines erst im Geschäftsjahr 2013 erreichten Break-Even. Somit erhält der Investor durch diesen Risikopuffer eine gute zusätzliche Risikokompensation. **Der nach Anwendung des Bewertungsabschlages ermittelte faire Wert je Aktie auf Basis des Geschäftsjahresendes 2013 beläuft sich damit gemäß DCF-Bewertung auf 58,14 €.**

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 15) herangezogen.

Cytotools AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,0%	ewige EBITA - Marge	74,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate				consistency				final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	0,05	4,42	18,80	53,79	55,94	58,18	60,50	62,92	2,0%
US Veränderung	0,0%	8748,8%	325,0%	186,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
US zu operativen Anlagevermögen	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
EBITDA	-0,65	2,59	13,38	40,34	41,95	43,63	45,38	47,19	
EBITDA-Marge	-1290,0%	58,6%	71,1%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	
EBITA	-0,66	2,47	13,22	40,12	41,65	43,23	44,88	46,59	
EBITA-Marge	-1320,0%	55,9%	70,3%	74,6%	74,5%	74,3%	74,2%	74,0%	74,0%
Steuern auf EBITA	0	0	0	-12,04	-12,50	-12,97	-13,46	-13,98	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,66	2,47	13,22	28,08	29,16	30,26	31,41	32,62	
Kapitalrendite	-246,1%	618,5%	489,5%	624,1%	228,7%	225,2%	224,8%	224,4%	219,9%
Working Capital (WC)	0,20	1,20	2,00	5,60	6,00	6,24	6,49	6,75	
WC zu Umsatz	400,0%	27,1%	10,6%	10,4%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
Investitionen in WC	-0,08	-1,00	-0,80	-3,60	-0,40	-0,24	-0,25	-0,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,20	1,50	2,50	7,15	7,44	7,73	8,04	8,37	
AFA auf OAV	-0,02	-0,12	-0,16	-0,22	-0,30	-0,40	-0,50	-0,60	
AFA zu OAV	7,5%	8,0%	6,4%	8,8%	4,2%	5,4%	6,5%	7,5%	
Investitionen in OAV	-0,06	-1,42	-1,16	-4,87	-0,59	-0,70	-0,81	-0,92	
Investiertes Kapital	0,40	2,70	4,50	12,75	13,44	13,98	14,54	15,12	
EBITDA	-0,65	2,59	13,38	40,34	41,95	43,63	45,38	47,19	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-12,04	-12,50	-12,97	-13,46	-13,98	
Investitionen gesamt	-0,15	-2,42	-1,96	-8,47	-0,99	-0,94	-1,06	-1,18	
Investitionen in OAV	-0,06	-1,42	-1,16	-4,87	-0,59	-0,70	-0,81	-0,92	
Investitionen in WC	-0,08	-1,00	-0,80	-3,60	-0,40	-0,24	-0,25	-0,26	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,79	0,17	11,42	19,83	28,47	29,72	30,86	32,03	239,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,03	187,38
Barwert expliziter FCFs	75,96	87,75
Barwert des Continuing Value	86,07	99,62
Nettoschulden (Net debt)	-9,68	-9,85
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	171,71	197,23
Den Cytotools-Aktionären zustehende Quote in %	60,0%	60,0%
Wert des Eigenkapitals Cytotools AG	103,02	118,34
Ausstehende Aktien in Tsd.	1,73	1,73
Fairer Wert der Aktie in EUR	59,55	68,40
Bewertungsabschlag	15,0%	15,0%
Fairer Wert der Aktie in EUR	50,62	58,14

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,50
Eigenkapitalkosten	15,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	15,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	12,0%	14,0%	16,0%	18,0%	20,0%
218,6%	78,98	66,23	57,60	51,48	46,99
220,6%	79,45	66,58	57,87	51,70	47,16
222,6%	79,92	66,93	58,14	51,91	47,33
224,6%	80,39	67,28	58,41	52,12	47,50
226,6%	80,86	67,63	58,68	52,33	47,67

Peer-Group-Bewertung

Zur Erstellung einer aussagekräftigen Peer-Group-Analyse haben wir unterschiedliche Unternehmen aus dem Biotech-Bereich ausgewählt, welche sich im Vergleich zur Cytotoools AG in vergleichbaren Entwicklungsphasen befinden.

Unternehmen	Kurs zum 30.08.12	Marktkapitalisierung in Mio. €	EV in Mio. €	EV/Sales 2012e	EV/Sales 2013e
Evotec AG	2,49 €	294,72	260,93	2,54	2,25
Mologen AG	10,69 €	164,08	157,61	13,85	1,86
Paion AG	0,98 €	24,87	10,13	1,32	37,51
Willex AG	3,69 €	91,62	98,95	4,13	3,25
4SC AG	1,41 €	70,87	54,23	4,15	7,66
Epigenomics AG	1,39 €	12,26	3,14	0,62	0,43
Median				3,33	2,75
Arithmetisches Mittel				4,43	8,83

Quelle: Thomson Reuters, GBC

Es ergeben sich gemäß dieser Beobachtung auf Gesamtunternehmenswertbasis (EV) folgende faire Multiplikatoren:

Faire Multiples	Median	Arithmetisches Mittel
2012e	3,33	4,43
2013e	2,75	8,83

Als Grundlage für die Bewertung auf Basis der Peer-Group ziehen wir die jeweils erwarteten Umsatzerlöse für die Geschäftsjahre 2013 und 2014 heran. Daraus ergeben sich gemäß den ermittelten Multiplikatoren die nachfolgenden fairen Bewertungen. Die Berechnung des fairen Unternehmenswertes der Cytotoools AG auf Basis des Enterprise Value haben wir in einer gewichteten Form der ermittelten fairen Multiplikatoren vorgenommen:

Faire Bewertung	Median	Gewichtung	Arithmetisches Mittel	Gewichtung
2012e	20,54	25,0 %	51,71	25,0 %
2013e	25,41	25,0 %	165,94	25,0 %

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 65,90 Mio. €. Den Cytotoools-Aktionären steht aufgrund der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Umsätze durch die 60,0%ige Tochtergesellschaft DermaTools GmbH erwirtschaftet wird, ein Unternehmenswert von 39,54 Mio. €, oder 22,86 €/Aktie zu.

Bewertungszusammenfassung

Fairer Wert je Aktie gemäß Multiplikatoren-Bewertung (Gewichtung 50 %)	22,86 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung nach Sicherheitsabschlag (Gewichtung 50 %)	58,14 €
Gleichgewichteter fairer Unternehmenswert je Aktie	40,50 €

In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 40,50 €. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 07.12.11) von 36,34 € angehoben.

Fazit

Hohe Umsatz- und Ergebnispotenziale durch anstehende Markteinführung

Auch das abgelaufene Geschäftsjahr stand bei der Cytotoools AG im Zeichen der Forschung, welche insbesondere beim Hauptprodukt der Gesellschaft, DermaPro[®] CI 05, signifikant vorangetrieben werden konnte. Allen voran ist der jüngst gemeldete Abschluss der Studienphase IIb in Europa, welche für die Gesellschaft einen wichtigen Meilenstein darstellt. So konnte im Rahmen der Studie sowohl eine hohe Wirksamkeit (92,3 %) als auch eine hohe Verträglichkeit des Cytotoools-Hauptproduktes nachgewiesen werden. Auf Grund dieser Ergebnisse kann die geplante finale Studienphase III in Europa mit einer geringeren Patientenzahl als ursprünglich geplant anlaufen, was für die Gesellschaft auch mit Kostenvorteilen einhergeht. Die finale Studienphase III in Europa soll noch im vierten Quartal 2012 gestartet werden.

Flankierend hierzu befindet sich DermaPro[®] CI 05 in der finalen Studienphase III in Indien und damit kurz vor Finalisierung der klinischen Studien. Die bisherigen indischen Studienergebnisse gehen mit den europäischen Ergebnissen konform. Der Abschluss der klinischen Studien in Indien ist für Anfang 2013 geplant, eine abschließende Vermarktung soll ab der zweiten Jahreshälfte des kommenden Geschäftsjahres 2013 erfolgen. Diese soll im Rahmen einer Partnerschaft mit CENTAUR Pharmaceuticals Ltd. (führender Hersteller von Medikamenten zur akuten Therapie sowie dauerhaften Behandlung von chronischen Krankheiten) als Lizenzierungsmodell erfolgen.

Die Partnerschaft mit CENTAUR kann auch für weitere Regionen als Annahme verwendet werden. Zwar ist eine vorzeitige Patentveräußerung ein mögliches Szenario, dieses haben wir für unsere Prognosen jedoch außer acht gelassen. Im Rahmen des Lizenzmodells soll die Vermarktung vom Partner übernommen werden. Die Cytotoools AG vereinnahmt im Rahmen dieses Modells Lizenzerträge. Ebenfalls Bestandteil des Lizenzvertrages soll eine Abnahmevereinbarung sein, welche der Gesellschaft Produktionserlöse zusichert. Damit obliegt sowohl die Herstellung als auch die Auslieferung von DermaPro[®] CI 05 der Cytotoools AG.

Auf diesen Prämissen aufbauend, haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen ausformuliert. Unter Berücksichtigung der Daten des IDF (Internationale Diabetes Föderation) haben wir für die Regionen Indien und Deutschland Marktpotenziale abgeleitet. Im Rahmen verschiedener Szenarien konnten wir ab der Marktzulassung des DermaPro[®] CI 05 erhebliche Umsatzpotenziale ermitteln. In Summe mit den von uns erwarteten Produktionserlösen rechnen wir für das kommende Geschäftsjahr mit Umsätzen in Höhe von 1,85 Mio. €. Dieser Wert dürfte dann auf 7,87 Mio. € (GJ 2014e) sowie 33,00 Mio. € (2015e) deutlich zulegen. Langfristig erachten wir EBITDA-Margen von bis zu 75,0 % als möglich. Diese Größenordnung haben wir ab dem Geschäftsjahr 2015 einbezogen, was gleichzeitig die Grundlage für unser DCF-Modell darstellt.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 70,06 € (unter Berücksichtigung von Minderheitenanteilen) ermittelt. Unseres Erachtens wird durch einen von uns vorgenommenen Bewertungsabschlag von 15 % dem derzeit noch nicht erreichten Break-Even sowie einer möglicherweise hohen Volatilität der Umsätze und Ergebnisse gerecht. Nach Abzug des Abschlages beläuft sich der faire Wert je Aktie auf 58,14 €. Flankierend zum DCF-Bewertungsmodell haben wir eine Peer-Group-Analyse mit Unternehmen aus dem Biotech-Bereich herangezogen. Als Ergebnis der Multiplikatoren-Bewertung liegt der faire Aktienwert bei 22,86 €. In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 40,50 €. Gemessen am aktuellen Kursniveau der Cytotoools-Aktie lautet daher unser Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Mauel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de