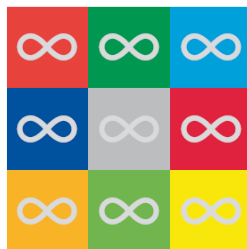




Researchstudie (Anno)

Cytotools AG



**„Nächster Schritt zur Markteinführung ist erfolgt;
erste Umsätze in Sicht“**

Kursziel: 47,25 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19

CytoTools AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 47,25

aktueller Kurs: 33,20

9.9.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KFRJ1

WKN: A0KFRJ

Börsenkürzel: T50

Aktienanzahl³: 1,900

Marketcap³: 59,755

EnterpriseValue³: 65,63

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 60,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

Donner & Reuschel AG

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Manuel Hölzle

hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

Fokus: Dermatologische Wundheilstörungen,
Infektionen, Kardiologie

Mitarbeiter: 5 Stand: 31.12.2012

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 57,9 % 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-Kreislaufkrankungen, 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	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	0,05	1,45	19,77	30,39
EBITDA	-0,68	0,05	12,94	21,43
EBIT	-0,69	0,04	12,82	21,08
Jahresüberschuss	-0,66	0,03	7,68	12,64

Kennzahlen in EUR	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Gewinn je Aktie	-0,35	0,02	4,04	6,65
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
EV/Umsatz	1379,08	47,55	3,49	2,27
EV/EBITDA	neg.	1264,05	5,33	3,22
EV/EBIT	neg.	1743,46	5,38	3,27
KGV	neg.	2134,69	8,21	4,99
KBV	10,17			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

Sep. 2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

27.6.2013: RS / 40,50 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 40,50 / KAUFEN

5.11.2012: RG / 40,50 / KAUFEN

14.9.2012: RS / 40,50 / 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.....	3
Konsolidierungskreis.....	3
Produktpipeline.....	4

Markt und Marktumfeld

Das diabetische Fußsyndrom.....	6
Diabetes in Indien.....	6
Diabetes in Europa.....	7

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	8
Geschäftsentwicklung 2012.....	9
Umsatz und Ergebnisentwicklung.....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	12
Umsatzprognosen.....	12
Ergebnisprognosen.....	13

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
Peer-Group-Bewertung.....	17
Fazit	18

Anhang

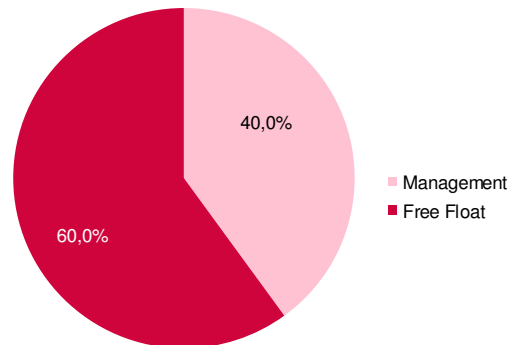
Disclaimer und Haftungsausschluss	19
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	21

Unternehmen

Aktionärsstruktur

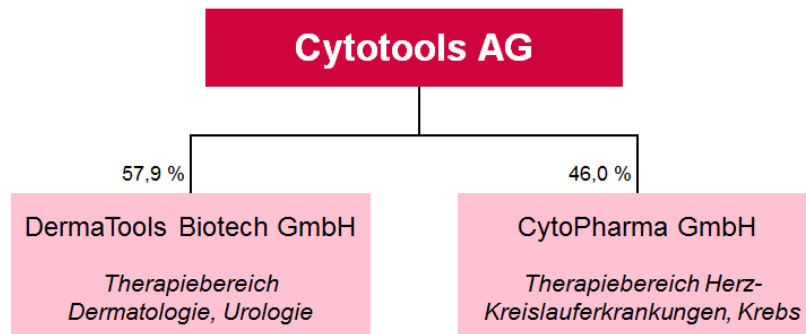
Aktionärsstruktur zum 31.08.2013

Anteilseigner	31.08.2013
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 57,9 % 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[®] 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 über die letzten Geschäftsjahre hinweg mehrere Kapitalerhöhungen bei der Tochtergesellschaft durchgeführt. Im Rahmen dieser Kapitalmaßnahmen hat die Cytotools AG ihre Beteiligungsquote auf nunmehr 57,9 % (31.12.11: 51,5 %) gesteigert. Neben den Lizenzerträgen 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®

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®, welches sich in Indien in den Indikationsbereichen Wunden und Infektionen unmittelbar vor der Marktzulassung und in Europa unmittelbar vor der finalen klinischen Studienphase III (Unterlagen für Phase III eingereicht) befindet.

Produkt	Indikation	Markt	Entwicklungsphasen			
			Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
DermaTools Biotech GmbH						
DermaPro®	Offenes Bein	Europa	Phase II			
DermaPro®	Diabetischer Fuß	Europa	Phase III (angelaufen)			
DermaPro®	Diabetischer Fuß	Indien				
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® wird die hohe Bedeutung dieses Produktes für die künftigen Potenziale der Cytotools AG ersichtlich. Im DermaPro® 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 DermaPro® 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 hat dabei die Kosten für das indische Zulassungsverfahren übernommen. Im Gegenzug fungiert der indische Partner nach der Marktzulassung des DermaPro® als Vertriebspartner für den indischen Markt.

Die finale klinische Studienphase III wurde gemäß Unternehmensmeldung vom 26.06.2013 erfolgreich abgeschlossen. Die detaillierten Ergebnisse, die in der Unternehmensmeldung vom 19.08.2013 vorgestellt wurden, zeigen eine sehr hohe Wirksamkeit des Cytotools-Wirkstoffes. So hätte die Heilungsquote der Phase-III-Studie in Indien insgesamt 91 % betragen. Zudem traten bei keinem der behandelten 310 Patienten Nebenwirkungen oder Unverträglichkeiten auf. Auch beim primären Zielparame- ter, dem kompletten Wundverschluss, konnte während einer Behandlungszeit von maximal 6 Wochen mit 71 % eine hohe Quote erreicht werden. Gemäß Unternehmensangaben ist mit diesen Ergebnissen die Basis gelegt worden, um mittelfristig DermaPro® als neuen Behandlungsstandard zu etab-

lieren. Gleichzeitig laufen die Vorbereitungen für den Zulassungsantrag in Indien, wo mit der Markteinführung von DermaPro® für den Indikationsbereich diabetischer Fuß für das Jahr 2014 gerechnet wird.

Klinische Studienphase IIb in Europa

Auch in Europa sind die klinischen Zulassungstests für den Indikationsbereich „diabetischer Fuß“ weit vorangeschritten. So wurde im Januar 2013 die finale Phase-III-Studie für DermaPro® auf den Weg gebracht. Im Rahmen dessen sollen bis zu 300 Patienten an bis zu 30 europäischen Schwerpunktzentren behandelt werden. Die bisherigen Studienphasen in Europa haben, analog zu Indien, bereits sehr vielversprechende Ergebnisse geliefert.

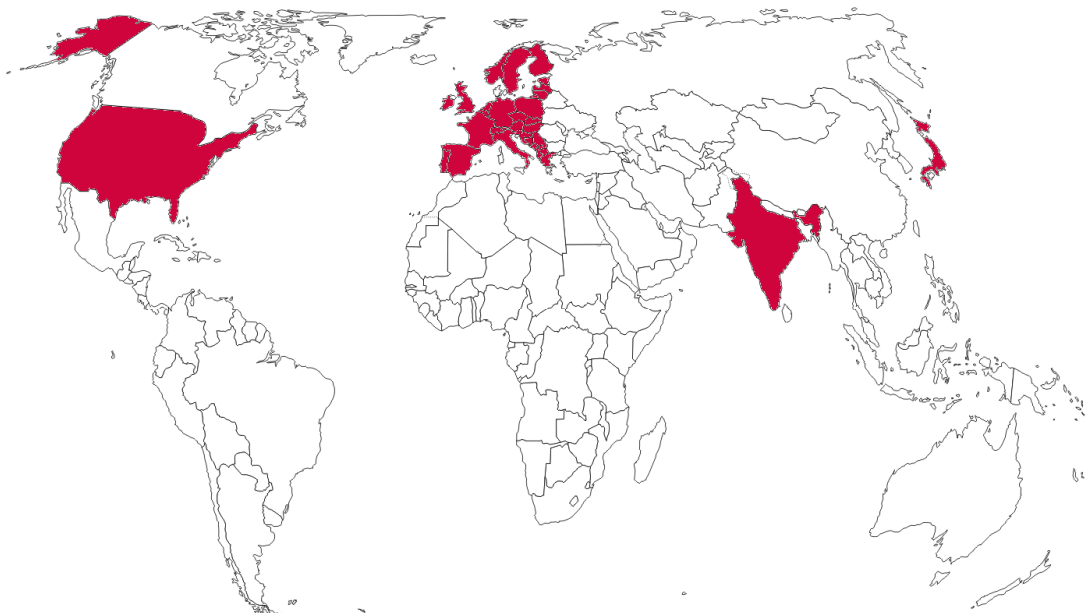
Vorangegangen war der erfolgreiche Abschluss der Studienphase IIb in Deutschland, Lettland und Litauen, wobei eine Heilungsquote von über 92 % erreicht wurde. Auch traten bei den untersuchten Patienten keine Nebenwirkungen auf, ein Ergebnis, welches sich mit den bisherigen Studienergebnissen in Indien deckt.

Um das Potenzial von DermaPro® stärker auszuschöpfen, plant die Gesellschaft eine Ausweitung der klinischen Studien auf weitere Indikationsbereiche, wie etwa chronische Wunden oder „Ulcus cruris“ (offenes Bein).

Ausweitung des Patentschutzes für DermaPro®

Als Bestandteil zur Erhöhung der Absatzchancen, Verbesserung der Position bei Lizenzverhandlungen und zur Sicherung der industriellen Rechte nimmt der Patentschutz eine wichtige Rolle ein. Über die letzten Jahre hinweg hat die Cytotools AG Erfolge beim Ausbau ihres Patentportfolios vermelden können. Speziell hinsichtlich des Hauptproduktes DermaPro® konnte beispielsweise im Dezember 2012 ein zusätzliches Patent aus dem Wundheilungsbereich erlangt werden. Auch das europäische Patenteamt befindet sich derzeit in der Prüfungsphase des angemeldeten Patents, wofür in Kürze mit einer Erteilung gerechnet wird. Insgesamt verfügt die Cytotools AG derzeit über 19 Patente, die in folgenden Regionen bzw. Länder angemeldet wurden:

Regionale Patentaufteilung



Quelle: Cytotools AG; GBC AG; d-maps.com

Markt und Marktumfeld

Die aktuell in Europa anlaufende klinische Studienphase III sowie die in Indien abgeschlossenen Studien für DermaPro[®], dem derzeitigen Hauptprodukt der Cytotools AG, beschränken sich insbesondere auf die Indikationsbereiche Diabetischer Fuß (diabetische Fußulcera) sowie auf das genannte offene Bein (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[®] beschränkt sich jedoch zunächst auf den klinisch getesteten Indikationsbereich des diabetischen Fußes. Den regionalen Fokus haben wir aufgrund der bevorstehenden Markteinführung auf Indien fokussiert. Flankiert wird die nachfolgende Marktbetrachtung zudem von den Marktpotenzialen in Europa, wo die finale Studienphase III in Kürze anlaufen sollte.

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

Gemäß Angaben des IDF (international Diabetes Federation) entwickeln zwischen 15 % und 20 % aller Diabetiker im Verlauf der Krankheit einen diabetischen Fuß (diabetische Fußulcera: DFS). 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.

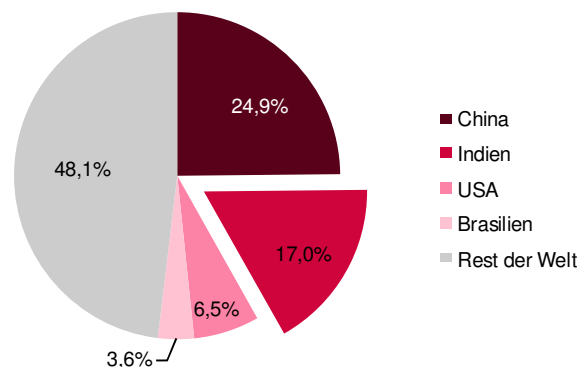
Etwa 70 % aller weltweiten Amputationen, die nicht durch einen Unfall verursacht wurden, betreffen Patienten mit diabetischer Fußulcera. Das Amputationsrisiko ist für Diabetiker um mindestens 25fach höher als bei Nicht-Diabetikern. Neben den direkt Betroffenen führt dieser Umstand zu immensen wirtschaftlichen Schäden.

Diabetes in Indien - Weltweit an Platz 2 bei Diabetes-Erkrankungen

Da der Ausgangspunkt für die diabetische Fußulcera eine Diabetes-Erkrankung ist, dürften insbesondere die Marktpotenziale von DermaPro[®] eine hohe Korrelation zur Anzahl der Diabetes-Erkrankungen aufweisen. Speziell die von der Cytotools AG im ersten Schritt adressierten Regionen sind für die Marktpotenziale der Gesellschaft von hoher Bedeutung.

So rangiert Indien gemäß aktuellen Daten des IDF mit insgesamt 63,01 Millionen Diabetes-Erkrankten weltweit hinter China (92,28 Millionen) an zweiter Stelle. In diesen Daten sind allerdings nur die bereits diagnostizierten Fälle berücksichtigt. Werden auch die geschätzten Dunkelzifferangaben hinzugezogen, dann beläuft sich die Anzahl der Diabetesfälle in Indien auf 95,20 Millionen. Gefolgt wird Indien von den Vereinigten Staaten (24,11 Mio.) und Brasilien (13,36 Mio. €).

Anteil an den weltweit an Diabetes Erkrankten



Quelle: IDF; GBC AG

Zwar bewegt sich Indien mit einem Anteil der Diabeteserkrankten an der Gesamtbevölkerung

zung von 8,4 % im weltweiten Durchschnitt (global: 8,3 %), aufgrund des Bevölkerungsreichtums fallen jedoch die absoluten Zahlen vergleichsweise hoch aus. Vor diesem Hintergrund ist aber die weltweite Kostenverteilung von Diabetes als heterogen zu bezeichnen.

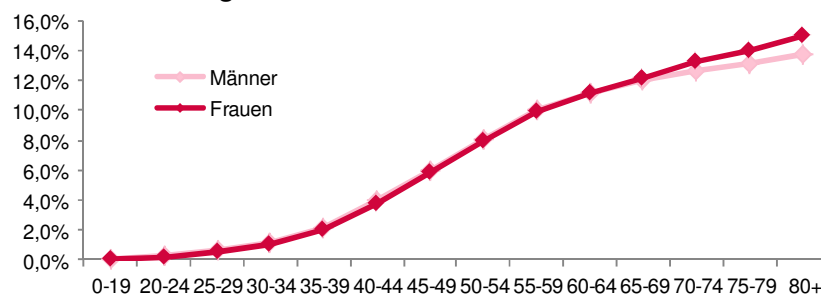
Es entfallen rund 204,4 Milliarden US-Dollar und damit etwa 43,4 % der weltweiten Diabetes-Ausgaben auf die Vereinigten Staaten. Indien, das Land mit der weltweit zweithöchsten Anzahl an Diabetikern, zeichnet sich hingegen derzeit noch für lediglich 4,3 Milliarden US-Dollar und damit für weniger als 1 % der Gesamtausgaben verantwortlich. Diese globale Ungleichverteilung deutet 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, 2012).

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 leicht überproportionalen Anteil haben. Nach wie vor würde in diesem Fall Indien mit dann geschätzten 101,2 Millionen Diabetikern global einen der Spitzenplätze belegen. Diese Prognose geht demnach in Indien von 2,87 Millionen jährlichen Neuerkrankungen (unter Berücksichtigung der Sterberaten) aus.

Diabetes in Europa - 8,1 % der Gesamtbevölkerung betroffen, Tendenz steigend

Europa, als zweiter wichtiger und derzeit konkret abzusehender Absatzmarkt für die Cytoools AG ist neben Süd-Ost-Asien (hierunter fällt gemäß IDF-Systematik Indien) und die Westpazifische Region (gemäß IDF-Zuordnung ist hier China enthalten) die Region mit der dritthöchsten Anzahl an Diabetes-Krankheitsfällen. Gemäß IDF beläuft sich die Anzahl der Erkrankten in Europa auf insgesamt 52,6 Millionen, was rund 8,1 % der Gesamtbevölkerung entspricht. Eine entscheidende Rolle in den industrialisierten Regionen Europas spielt dabei die zunehmende Alterung, die typischerweise mit einem höheren Diabetesrisiko einhergeht. In der von der IDF definierten europäischen Region war ein Drittel der Bevölkerung über 50 Jahre alt. Diese Quote dürfte bis zum Jahr 2030 auf über 40 % zulegen. Da der Typ-2-Diabetes vor allem im Alter auftritt, findet sich im allgemeinen Anstieg der Lebenserwartung, speziell in den Industrieländern, ein wichtiger Treiber, der zur steigenden Gesamtzahl an Diabetes-Erkrankungen führen wird.

Verbreitung von Diabetes nach Alter und Geschlecht



Quelle: WHO; Diabetes Care; GBC AG

Vor diesem Hintergrund aber auch angesichts der Tatsache, dass Diabetes durch den Lebensstil in den Industrieländern begünstigt wird (Konsum von Nahrungsmittel mit hohem Fettanteil, Mangel an körperlicher Bewegung etc.), wird von einem Anstieg der Krankheitsfälle ausgegangen. IDF geht in diesem Zusammenhang von 64,2 Millionen Erkrankten im Jahr 2030 in Europa aus. Dies entspricht einer Anzahl an jährlichen Neuerkrankten von 1,24 Millionen.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in T€)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	50,000	50,000	1.450,00	19.767,614	30.388,590
sonstige betriebl. Erträge	12,496	10,281	15,000	0,000	0,000
Materialaufwand	0,000	0,000	0,000	-5.899,873	-7.358,584
Personalaufwand	-294,851	-310,228	-700,000	-630,000	-800,000
Abschreibungen	-13,050	-14,423	-15,000	-120,000	-350,000
sonstiger betriebl. Aufwand	-593,650	-427,437	-400,000	-300,000	-800,000
EBIT	-839,055	-691,807	40,000	12.817,742	21.080,006
Finanzergebnis	17,243	36,797	-10,000	-15,000	-20,000
EBT	-821,812	-655,010	30,000	12.802,742	21.060,006
sonstige Steuern	-0,697	-0,398	-0,450	-0,500	-0,600
Ergebnis vor Minderheiten	-822,509	-655,408	29,550	12.802,242	21.059,406
Minderheiten	0,000	0,000	0,000	-5.120,897	-8.423,762
Jahresüberschuss	-822,509	-655,408	29,550	7.681,345	12.635,644
EBITDA	-826,70	-677,78	54,550	12.397,242	21.429,406
in % von Umsätze	neg.	neg.	3,8	65,5	70,5
EBIT	-839,75	-692,20	39,550	12.817,242	21.080,006
in % von Umsätze	neg.	neg.	2,7	64,8	69,4
Aktienanzahl in Mio. Stück	1.730,00	1.730,00	1.900,00	1.900,00	1.900,00
Ergebnis je Aktie in €	-0,48	-0,38	0,02	4,04	6,65
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Geschäftsentwicklung 2012 - Geringes Umsatz- und Kostenniveau

in T€	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	50,00	+0,0 %	50,00
EBITDA	-826,70	neg.	-677,78
EBIT	-839,75	neg.	-692,20
Jahresüberschuss	-822,51	neg.	-655,41
EPS in €	-0,48	neg.	-0,38

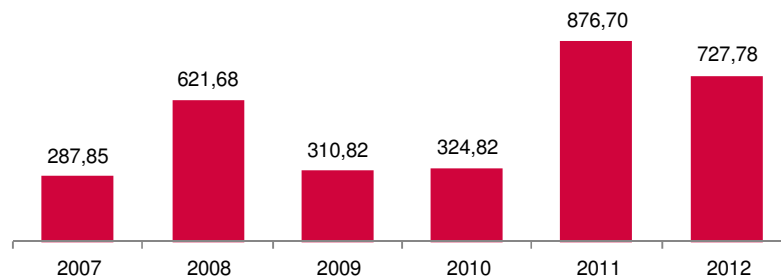
Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Umsatzentwicklung und Ergebnisentwicklung

Der Umstand, wonach sich die Produkte der Gesellschaft weiterhin in der Entwicklungsphase (Hauptprodukt DermaPro hat für Indien die finale Studienphase III beendet und in Europa die finale Studienphase III auf dem Weg gebracht) befinden, findet sich in der Gewinn- und Verlustrechnung der Cytotools AG wieder. Hierbei ergibt sich ein für forschende Unternehmen, deren Produkte noch nicht vermarktet werden, typisches Bild. Geringe Umsätze sowie negative operative Ergebnisse sind dabei die prägenden Merkmale von Unternehmen in der Pre-Vermarktungsphase. Gleichzeitig nimmt die Umsatz- und Ergebnissituation eine nur untergeordnete Rolle ein. Vielmehr liegt die Konzentration der Gesellschaft auf liquiditätsbezogene Kennzahlen, anhand derer die Fähigkeit zur Finanzierung der klinischen Erforschung sowie der vorbereitenden Vermarktungsmaßnahmen zu ersehen ist.

Erwartungsgemäß erzielte die Cytotools AG auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 noch relativ geringe Umsätze in Höhe von 50,00 T€ (VJ: 50,00 T€). Zwischen der Cytotools AG und der DermaTools Biotech GmbH wurde ein Lizenzvertrag abgeschlossen. Für die Nutzung der exklusiven weltweiten Lizenz erhält die Cytotools AG hieraus jährliche Lizenzzahlungen in Höhe von 50,00 T€. Zum aktuellen Zeitpunkt sind diese Lizenzeinnahmen die einzige Umsatzkomponente der Cytotools AG, welche seit dem Geschäftsjahr 2009 unverändert ist.

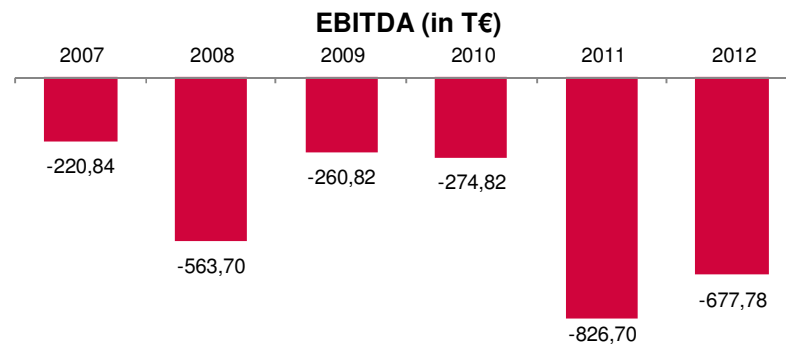
Operative Kosten (in T€)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Die Kostensituation weist im Gegensatz zu den Umsatzerlösen eine höhere Variabilität auf, wengleich die Kostenstruktur der Cytotools AG als verhältnismäßig schlank anzusehen ist. Die operativen Kosten beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 727,78 T€ (VJ: 876,70 T€). Die Minderung gegenüber der Vorjahresperiode ist dabei hauptsächlich auf fehlende Aufwendungen im Zusammenhang mit Kapitalmaßnahmen zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2011 hatte die Cytotools AG eine Kapitalmaßnahme durchgeführt, deren Kosten zu einem überproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 593,65 T€ geführt hatte. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 weist die Gesellschaft mit 427,44 T€ einen wieder niedrigeren Wert auf.

Da die aktuell noch niedrige Umsatzbasis erwartungsgemäß die operativen Kosten nicht abdecken konnte, erzielte die Cytotools AG ein negatives EBITDA in Höhe von -677,78 T€ (VJ: -826,70 T€). Wie bereits beschrieben, ist der leichte EBITDA-Anstieg als eine Folge fehlender Belastungen im Zusammenhang mit der durchgeführten Kapitalerhöhung im Geschäftsjahr 2011 zu verstehen:

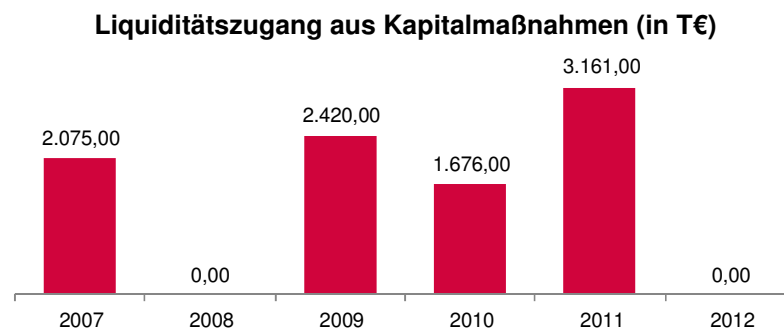


Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Infolge dessen lag auch das Nachsteuerergebnis mit -655,41 T€ zwar im negativen Bereich, jedoch oberhalb des Vorjahreswertes von -822,51 T€.

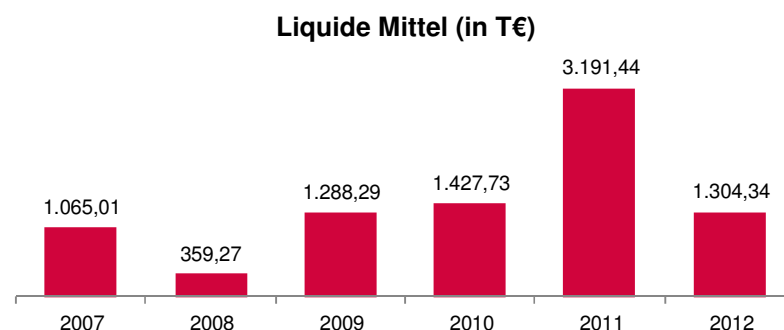
Bilanzielle Situation - Hohe EK-Quote; Liquiditätserfordernisse sind gedeckt

Von wesentlicher Bedeutung für forschende Gesellschaften, deren Produkte sich in der Vorvermarktungsphase befinden ist die Vermögenssituation, hier vor allem die liquiditätsbezogenen Kennzahlen. In diesem Zusammenhang muss die Cytotools AG die für die Studienphasen sowie vorbereitende Marketingmaßnahmen benötigte Liquidität zur Verfügung stellen. Vor diesem Hintergrund wurden in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von Kapitalmaßnahmen erfolgreich durchgeführt und damit die Bedienung der Liquiditätsbedürfnisse sichergestellt.



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 hat die Cytotools AG keine Kapitalmaßnahme durchgeführt, was in Verbindung mit einem negativen Cashflow zu einem Rückgang der liquiden Mittel geführt hat. Gegenüber dem Bilanzstichtag des Vorjahres reduzierten sich diese auf 1.304,34 T€ (31.12.11: 3.191,44 T€). Derzeit partizipieren die liquiden Mittel mit 20,6 % (31.12.11: 50,9 %) an der Bilanzsumme.

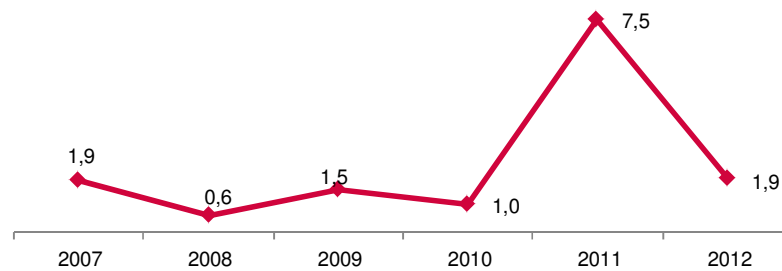


Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Der Liquiditätsrückgang ist einerseits auf einen negativen operativen Cashflow in Höhe von -699 T€ zurückzuführen. Einen wesentlichen Anteil an der Reduzierung der liquiden Mittel hatte jedoch die im März 2012 erfolgte Beteiligungsaufstockung an der Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH, an der die Cytotools AG nunmehr 57,9 % (31.12.11: 51,5 %) an der Bilanzsumme.

hält. Für diesen Vorgang wurden liquide Mittel in Höhe 1.307 T€ aufgewendet. Für die Ermittlung der Cash-Burn-Rate (CBR) ist es unseres Erachtens zielführend, lediglich den operativen Cashflow heranzuziehen, welcher ein Indiz für die Liquiditätserfordernisse des operativen Geschäftes liefert. Darauf aufbauend lässt sich zum Bilanzstichtag 31.12.2012 eine Cash-Burn-Rate von 1,9 ermitteln. Diese Kennzahl drückt dabei die Geschwindigkeit in Perioden aus, in der die liquiden Mittel der Gesellschaft vollständig durch das operative Geschäft (ohne Investitionen) verbraucht sein werden. Ein CBR von 1,9 indiziert, dass die Cytotools AG, unter der Annahme eines stetigen Liquiditätsverbrauchs, für die kommenden 1,9 Jahre über einen ausreichenden finanziellen Bestand verfügt. Hierbei gilt es jedoch die im laufenden Geschäftsjahr 2013 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung, wodurch ein Bruttoemissionserlös von 3.700 T€ erzielt wurde, zu berücksichtigen. Damit weist die Cytotools AG einen deutlich höheren CBR, als im Vergleich dazu zum Bilanzstichtag 31.12.2012 auf.

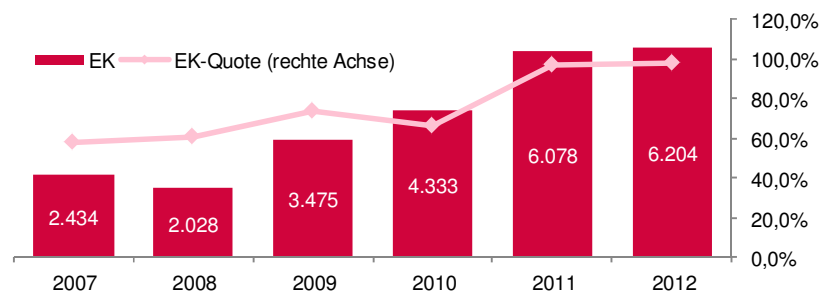
Cash-Burn-Rate



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Entgegen dem negativen Nachsteuerergebnis verzeichnete die Cytotools AG einen leichten Anstieg des Eigenkapitals auf 6.203,80 T€ (31.12.11: 6.077,68 T€). Als hauptverantwortlich für diesen Anstieg zeichnet sich ein Erlös aus dem Erwerb von eigenen Anteilen in Höhe von 744,12 T€ (VJ: -348,86 T€). Gemessen an der nahezu unveränderten Bilanzsumme kommt dies einer marginalen Verbesserung der Eigenkapitalquote auf 98,1 % (31.12.11: 96,9 %) gleich. Damit weist die Cytotools AG eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalausstattung aus, welche vom Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten begleitet ist.

Eigenkapital (in T€) und EK-Quote (in %)



Quelle: Cytotools AG; GBC AG

Die Aktivseite der Cytotools-Bilanz wird einerseits von der Liquiditätsausstattung sowie andererseits von den Beteiligungen an den Gesellschaften DermaTools Biotech GmbH (Beteiligungsquote: 57,9 %) sowie CytoPharma GmbH (Beteiligungsquote: 46,0 %) geprägt. Diese zwei unter der Bilanzposition Finanzanlagen zusammengefassten Beteiligungen sind mit einem Wert von 4.627,32 T€ (31.12.11: 2.677,83 T€) berücksichtigt.

Prognose und Modellannahmen - Signifikantes Wachstum bei Markteinführung

in T€	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	50,00	1.450,00	19.767,61	30.388,59
EBITDA	-677,78	54,55	12.937,24	21.429,41
EBIT	-692,20	39,55	12.817,24	21.080,01
Jahresüberschuss	-655,41	29,55	7.681,35	12.635,64
EPS	-0,38	0,02	4,04	6,65

Quelle: GBC AG

Die von uns ermittelten Umsatzpotenziale der Cytotools AG basieren zunächst auf die relevanten Regionen Indien und Europa, in denen die Gesellschaft die klinischen Studienphasen ihres Hauptproduktes DermaPro[®] durchgeführt hat bzw. noch durchführt. 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 bei diabetischer Fußulcera. Die weitere Produktpipeline sowie eine Erweiterung der Indikationen von DermaPro[®] ist daher als zusätzliches Umsatzpotenzial zu verstehen.

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

Milestone	Zeitraum
Start klinische Studienphase III in Europa	Q2 2013
Abschluss Studienphase III in Indien	Q3 2013
Vermarktungsbeginn	Q2/Q3 2014
Abschluss Studienphase III in Europa	Q1 2015
Marktzulassung in Europa	Q3 2015

Quelle: GBC AG

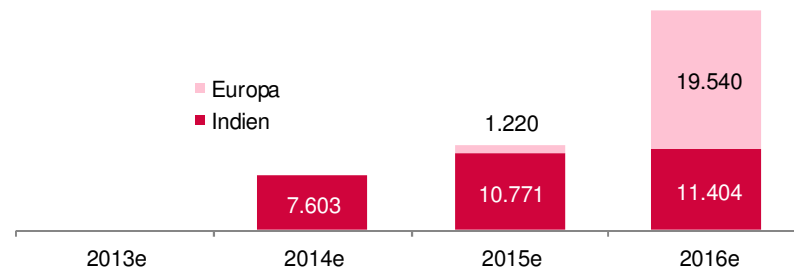
Umsatzprognosen - Erste Umsätze in Indien ab 2014 erwartet, in Europa ab 2015

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 (Cytotools AG hat entsprechende Nachfragen bestätigt), lassen wir diese im Rahmen unserer Bewertung außer acht.

Eine zweite wichtige Erlössäule für die Cytotools 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 Cytotools AG. Der Aufbau einer eigenen Produktion soll 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 3,04 Mio. sowie für Europa 2,03 Mio. errechnet. Diese Annahme bildet die Basis für unsere Szenarioanalyse, welche sowohl den Cytotools-Marktanteil (20,0 % good case; 5,0 % bad case in Indien und 10,0 % good case; 5,0 % bad case in Europa) sowie eine regionenspezifische Preisgestaltung berücksichtigen. Hieraus haben wir folgende aus den jeweiligen Szenarien gemittelte Umsatzpotenziale hergeleitet:

Erwartete Lizenzzerträge nach Regionen (in T€)

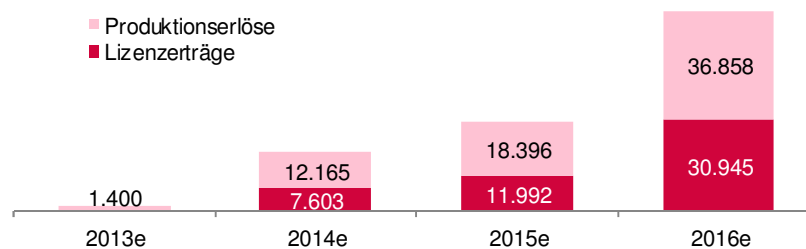


Quelle: GBC AG

Gemäß unserer Szenarioanalyse lassen sich die ersten nennenswerten Umsätze ab dem kommenden Geschäftsjahr 2014 (Indien) erwarten. Die europäische Region 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 Lizenzzerlöse auf Ebene der Cytotools AG darstellen. In Indien entsprechen diese gemäß unseren Prognosen 12,5 % der Verkaufserlöse. Für Europa erachten wir Lizenzzerträge 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.

Parallel hierzu dürfte die Gesellschaft im nennenswerten Umfang Produktionserlöse, welche sich an den Verkaufsmengen bemessen, erzielen. Damit hängen diese direkt mit den Lizenzzerträgen 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 1.400 T€ (2013e), 12.165 T€ (2014e), 18.396 T€ (2015e) sowie 36.858 T€ (GJ 2016e) aus. Zu den Lizenzzerträgen aufsummiert, belaufen sich unsere Umsatzprognosen auf insgesamt 1.450,00 T€ (2013e), 19.767,61 T€ (2014e), 30.388,59 (2015e) sowie 67.802,94 T€ (2016e). Analog zu den Unternehmensaussagen unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr die ersten Produktionserlöse, welche im Rahmen der ersten Lieferungen an CENTAUR erzielt werden dürften.

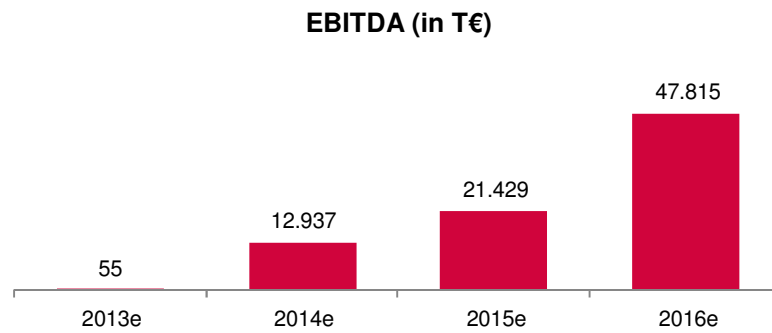
Lizenz- und Produktionserlöse (in T€)



Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen - Nachhaltige EBITDA-Marge von über 70 % 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 2014 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 über 70,0 % als realistisch. Diese Größenordnung dürfte sich gemäß unseren Erwartungen ab dem Geschäftsjahr 2015 einstellen.



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 57,9 % zusteht. Demzufolge müssen Minderheitenanteile in Höhe von 42,1 % ergebnismindernd berücksichtigt werden. Diesen Umstand haben wir auch in unserer DCF-Bewertung berücksichtigt.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Cytotools AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2020 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 70,5 % 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: 2,00 %).

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: 15,75 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Modells konnten wir einen fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis des Geschäftsjahres 2014 von 248,62 Mio. € ermitteln. Den Cytotools-Aktionären steht der Beteiligungsquote von 57,9 % entsprechend ein Eigenkapitalwert von 143,95 Mio. € zu. Bezogen auf die aktuelle ausstehenden Aktien auf 1,90 Mio. beläuft sich der Faire Wert je Aktie auf 75,76 €. 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 2014 beläuft sich damit gemäß DCF-Bewertung auf 64,40 €.**

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 17) herangezogen.

Cytotools AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,00%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	70,50%	ewige EBITA - Marge	71,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,75%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,84%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate				consistency				final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	1,45	19,77	30,39	67,80	70,52	73,34	76,27	79,32	
US Veränderung	2800,0%	1263,3%	53,7%	123,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,25	13,18	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	
EBITDA	0,05	12,94	21,43	47,81	49,73	51,72	53,78	55,94	
EBITDA-Marge	3,8%	65,4%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	
EBITA	0,04	12,82	21,08	47,46	48,95	50,90	52,94	55,06	
EBITA-Marge	2,7%	64,8%	69,4%	70,0%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	71,0%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-6,32	-14,24	-14,68	-15,27	-15,88	-16,52	
zu EBITA	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,04	12,82	14,76	33,23	34,26	35,63	37,06	38,54	
Kapitalrendite	12,1%	3204,3%	421,6%	474,6%	218,2%	218,2%	218,2%	218,2%	221,0%
Working Capital (WC)	0,20	2,00	3,00	6,78	7,05	7,33	7,63	7,93	
WC zu Umsatz	13,8%	10,1%	9,9%	10,0%	10,0%	10,8%	10,8%	10,8%	
Investitionen in WC	-0,02	-1,80	-1,00	-3,78	-0,27	-0,28	-0,29	-0,31	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,20	1,50	4,00	8,92	9,28	9,65	10,04	10,44	
AFA auf OAV	-0,02	-0,12	-0,35	-0,35	-0,78	-0,81	-0,84	-0,88	
AFA zu OAV	7,5%	8,0%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Investitionen in OAV	-0,07	-1,42	-2,85	-5,27	-1,14	-1,18	-1,23	-1,28	
Investiertes Kapital	0,40	3,50	7,00	15,71	16,33	16,99	17,67	18,37	
EBITDA	0,05	12,94	21,43	47,81	49,73	51,72	53,78	55,94	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-6,32	-14,24	-14,68	-15,27	-15,88	-16,52	
Investitionen gesamt	-0,09	-3,22	-3,85	-9,06	-1,41	-1,47	-1,52	-1,59	
Investitionen in OAV	-0,07	-1,42	-2,85	-5,27	-1,14	-1,18	-1,23	-1,28	
Investitionen in WC	-0,02	-1,80	-1,00	-3,78	-0,27	-0,28	-0,29	-0,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,03	9,72	11,26	24,52	33,63	34,98	36,38	37,83	314,14

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	209,74	233,06
Barwert expliziter FCFs	96,90	102,44
Barwert des Continuing Value	112,85	130,62
Nettoschulden (Net debt)	-5,84	-15,56
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	215,58	248,62
Den Cytotools-Aktionären zustehende Quote in %	57,9%	57,9%
Wert des Eigenkapitals Cytotools AG	124,82	143,95
Ausstehende Aktien in Tsd.	1,90	1,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	65,70	75,76
Bewertungsabschlag	15,0%	15,0%
Fairer Wert der Aktie in EUR	55,84	64,40

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 (nach 15% Abschlag)

WACC	11,8%	13,8%	15,8%	17,8%	19,8%
Kapitalrendite					
217,0%	90,33	74,30	63,78	56,47	51,18
219,0%	90,89	74,71	64,09	56,71	51,38
221,0%	91,45	75,12	64,40	56,95	51,57
223,0%	92,01	75,53	64,71	57,20	51,76
225,0%	92,56	75,93	65,02	57,44	51,95

Peer-Group-Bewertung

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

Unternehmen	Kurs zum 30.08.13	Marktkapitalisierung in Mio. €	EV in Mio. €	EV/Sales 2013e	EV/Sales 2014e
Evotec AG	2,62 €	311,30	272,56	2,47	2,11
Mologen AG	11,85 €	182,64	162,76	6,43	40,89
Paion AG	0,89 €	22,49	8,32	1,22	10,67
Willex AG	1,15 €	35,97	25,64	1,65	2,61
4SC AG	1,75 €	87,95	78,74	9,41	6,38
Median				2,47	6,38
Arithmetisches Mittel				4,24	12,53

Quelle: Thomson Reuters, GBC

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

Faire Multiples	Median	Arithmetisches Mittel
2013e	2,47	4,24
2014e	6,38	12,53

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 Cytotools AG auf Basis des Enterprise Value haben wir in einer gewichteten Form der ermittelten fairen Multiplikatoren vorgenommen:

Faire Bewertung	Median	Gewichtung	Arithmetisches Mittel	Gewichtung
2013e	9,52	25,0 %	12,07	25,0 %
2014e	126,03	25,0 %	247,73	25,0 %

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 98,84 Mio. €. Den Cytotools-Aktionären steht aufgrund der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Umsätze durch die 57,9%ige Tochtergesellschaft DermaTools GmbH erwirtschaftet wird, ein Unternehmenswert von 57,23 Mio. €, oder 30,12 €/Aktie zu.

Bewertungszusammenfassung

Fairer Wert je Aktie gemäß Multiplikatoren-Bewertung (Gewichtung 50 %)	30,12 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung nach Sicherheitsabschlag (Gewichtung 50 %)	64,40 €
Gleichgewichteter fairer Unternehmenswert je Aktie	47,25 €

In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 47,25 €. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 14.09.12) von 40,50 € angehoben.

Fazit

Nächster Schritt zur Markteinführung ist erfolgt; Erste Umsätze in Sicht

Im Mittelpunkt des abgelaufenen Geschäftsjahres 2012 standen bei der Cytotoools AG die weit fortgeschrittenen klinischen Studienphasen des Hauptproduktes DermaPro® in Indien und Europa. Wie den aktuellen Unternehmensmeldungen zu entnehmen ist, konnte die finale Studienphase III in Indien für den Indikationsbereich diabetischer Fuß erfolgreich beendet werden. Die detaillierten Ergebnisse, die in der Unternehmensmeldung vom 19.08.2013 vorgestellt wurden, zeigen eine sehr hohe Wirksamkeit des Cytotoools-Wirkstoffes. So hätte die Heilungsquote der Phase-III-Studie in Indien insgesamt 91 % betragen. Zudem traten bei keinem der behandelten 310 Patienten Nebenwirkungen oder Unverträglichkeiten auf. Auch beim primären Zielparamester, dem kompletten Wundverschluss, konnte während einer Behandlungszeit von maximal 6 Wochen mit 71 % eine hohe Quote erreicht werden. Gleichzeitig laufen die Vorbereitungen für den Zulassungsantrag in Indien, wo mit der Markteinführung von DermaPro® für den Indikationsbereich diabetischer Fuß für das Jahr 2014 gerechnet wird.

Auch in Europa sind die klinischen Zulassungstests für den Indikationsbereich diabetischer Fuß weit vorangeschritten. So wurde im Januar 2013 die finale Phase-III-Studie für DermaPro® auf den Weg gebracht. Im Rahmen dessen sollen bis zu 300 Patienten an bis zu 30 europäischen Schwerpunktzentren behandelt werden. Die bisherigen Studienphasen in Europa haben, analog zu Indien, bereits sehr vielversprechende Ergebnisse geliefert.

Flankierend zum erfolgreichen Fortschritt der klinischen Studienphase ist es der Cytotoools AG gelungen die finanzielle Basis zu stärken. Allen voran zu nennen ist die Anfang März 2013 durchgeführte Kapitalerhöhung, wodurch die Cytotoools AG einen Bruttoemissionserlös von 3,7 Mio. € erzielt hat. Plangemäß wurde der überwiegende Teil der somit eingeworbenen Barmittel im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH weitergereicht, welche komplett von der Cytotoools AG sowie von vier Altgesellschaftern gezeichnet wurde. Gemäß Unternehmensangaben weist damit die DermaTools Biotech GmbH (hält die Lizenz an dem Hauptprodukt DermaPro®) einen ausreichenden Liquiditätsbestand für die Finalisierung der europäischen Studienphase auf.

Auf den Fortschritt basierend dürfte der Vermarktungsstart in Indien im kommenden Geschäftsjahr 2014 erfolgen. Dieser soll im Rahmen einer Partnerschaft mit CENTAUR Pharmaceuticals Ltd. als Lizenzierungsmodell erfolgen. Auch für die Vermarktung von DermaPro® in Europa, welche gemäß unseren Erwartungen ab dem Geschäftsjahr 2015 erfolgen sollte, dürfte sich die Cytotoools AG einem ähnlichen Vermarktungsmodell bedienen. Zwar ist eine vorzeitige Patentveräußerung ein mögliches Szenario, dieses haben wir für unsere Prognosen jedoch außer Acht gelassen.

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen richten sich einerseits an den genannten Vermarktungszeitplan, sie beziehen jedoch andererseits die Marktpotenziale der beiden für die Gesellschaft wesentlichen Regionen Indien und Europa ein. Die Marktpotenziale haben wir aus den aktuellen IDF-Statistiken deriviert und konnten im Rahmen unterschiedlicher Szenarien hohe Umsatzpotenziale für DermaPro® ermitteln. In Summe mit den erwarteten Produktionserlösen rechnen wir für das kommende Geschäftsjahr 2014 mit Gesamtumsätzen in Höhe von 19,77 Mio. €. Die erwarteten Gesamtumsätze für 2015 in Höhe von 30,39 Mio. € sowie für 2016 in Höhe von 67,80 Mio. € berücksichtigen auch die Erlöse aus der europäischen Vermarktung. Angesichts einer verhältnismäßig schlanken Kosten- und Organisationsstruktur erachten wir Ergebnismargenniveaus (auf EBITDA-Basis) von über 70,0 % als gut erreichbar. Diese Größenordnung haben wir als Grundlage für unser DCF-Modell herangezogen.

Im Rahmen unseres DCF haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 64,40 € ermittelt (nach Minderheiten und Sicherheitsabschlag). Flankierend zum DCF-Modell haben wir eine Peer-Group-Analyse mit Unternehmen aus dem Biotech-Bereich herangezogen. Als Ergebnis der Multiplikatoren-Bewertung liegt der faire Aktienwert bei 30,12 €. In der Gleichgewichtung beider Bewertungsverfahren ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 47,25 €. 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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