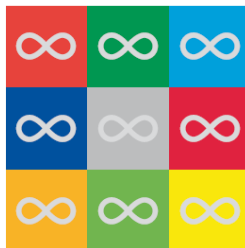




## Researchstudie (Anno)

### CytoTools AG



**„Markteinführung des Hauptproduktes steht kurz bevor; Produktion ist bereits angelaufen; Ausweitung auf weitere Indikationsgebiete wird umgesetzt“**

**Kursziel: 73,30 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21

## CytoTools AG<sup>\*5;7</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 73,30**

aktueller Kurs: 58,25  
07.07.2014 / ETR / 15:00 Uhr

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0KFRJ1  
WKN: A0KFRJ  
Börsenkürzel: T50  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,900  
Marketcap<sup>3</sup>: 110,68  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 100,62  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 55,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Donner & Reuschel AG  
equinet Bank AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Manuel Hölzle  
hoelzle@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

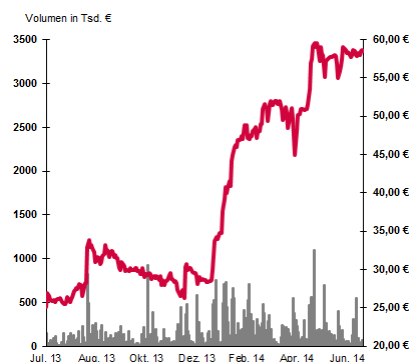
Fokus: Dermatologische Wundheilstörungen, Infektionen, Kardiologie

Mitarbeiter: 5 Stand: 31.12.2013

Gründung: 2000

Firmensitz: Darmstadt

Vorstand: Dr. Mark-André Freyberg, Dr. Dirk Kaiser;  
Dr. Markus Weissbach



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 57,0 % an der DermaTools Biotech GmbH, einem auf die Therapiebereiche Dermatologie und Urologie spezialisierten Pharmaunternehmen. Das Beteiligungsportfolio der CytoTools AG wird durch eine 42,0%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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	0,05	1,55	11,01	43,56
EBITDA	-1,15	-0,17	6,49	31,32
EBIT	-1,16	-0,18	6,37	30,97
Jahresüberschuss	-1,14	-0,19	3,62	17,64

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,60	-0,10	1,91	9,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2012,30	64,91	9,14	2,31
EV/EBITDA	neg.	neg.	15,50	3,21
EV/EBIT	neg.	neg.	15,79	3,25
KGV	neg.	neg.	30,54	6,27
KBV	13,66			

### Finanztermine

23.09.2014: Prior Kapitalmarktconf.

08.12.2014: 18. MKK

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

6.12.2013: RS / 54,15 / KAUFEN

9.9.2013: RS / 47,25 / KAUFEN

27.6.2013: RS / 40,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Bei der CytoTools AG steht, nach der erfolgreichen Beendigung der finalen Studienphase III in Indien (Indikationsbereich: diabetische Fußulzera), ein weiterer Meilenstein an. Da die Zulassungsunterlagen durch den Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals bei den indischen Behörden zeitnah eingereicht worden sind, ist mit einer Markteinführung von DermaPro<sup>®</sup> bereits Ende des laufenden Geschäftsjahres 2014 zu rechnen.
- Auch die Beendigung des klinischen Zulassungsverfahrens in Europa steht, angesichts der angelaufenen finalen Studienphase III, im kommenden Geschäftsjahr 2015 an. Parallel hierzu wird in einer kombinierten und damit zeitsparenden klinischen Studie II/III eine Ausweitung auf den Indikationsbereich Ulcus cruris angestrebt. Diese Indikation weist deutlich größere Fallzahlen und folglich höhere Umsatz- und Ergebnispotenziale auf. In Indien ist die Ausweitung auf weitere Indikationsbereiche ebenfalls zeitnah möglich.
- Sollten keine weiteren Verzögerungen auftreten, wird die CytoTools AG unseren Prognosen zufolge bereits im laufenden Geschäftsjahr 2014 die ersten Produktionserlöse und ab dem kommenden Geschäftsjahr 2015 die ersten Vermarktungsumsätze erzielen. Durch die in 2013 durchgeführte 10%ige Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 3,71 Mio. €) verfügt die Gesellschaft über einen bis zum Vermarktungsstart von DermaPro<sup>®</sup> ausreichenden Liquiditätsbestand. Weitere Finanzierungsrunden sind unseres Erachtens daher nicht mehr notwendig.
- Um die Lieferung entsprechender Mengen zum Marktstart zu gewährleisten, hat CytoTools AG bereits mit der Produktion von DermaPro<sup>®</sup> in Deutschland begonnen. Die vorab bestellte Menge stellt die Grundlage für unsere prognostizierten Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2014 in Höhe von 1,55 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir, unter Einbezug erstmaliger Vermarktungsumsätze, mit einem signifikanten Umsatzwachstum auf 11,01 Mio. € (GJ 2015) sowie 43,56 Mio. € (GJ 2016).
- 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 2016 einstellen.
- Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 92,43 € 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 54,17 €. In der Gleichgewichtung beider Bewertungsverfahren ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 73,30 € (bisher: 54,15 €). Die Anhebung des Kursziels liegt, neben dem so genannten Roll-Over-Effekt, hauptsächlich im erstmaligen Einbezug des Indikationsbereiches Ulcus Cruris, wodurch sich ab dem Geschäftsjahr 2016 ein deutlich höheres Umsatz- und Ergebnisniveau ergibt, begründet. Andererseits sind die höheren Bewertungsniveaus der Peer-Group-Unternehmen für die Anhebung des fairen Wertes je Aktie verantwortlich. Gemessen am aktuellen Kursniveau der CytoTools-Aktie lautet daher unser Rating weiterhin KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

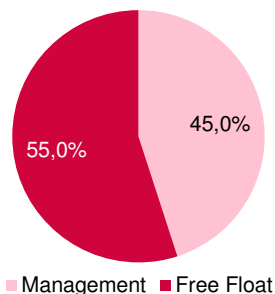
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Produkte .....	5
Abschluss klinische Studienphase III in Indien (diabetischer Fuß) .....	5
Klinische Studienphase III in Europa (diabetischer Fuß) .....	6
Zulassungsstudien Ulcus Cruris (offenes Bein) .....	6
Weitere Projekte in Entwicklung .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
Diabetesprävalenz in Indien und Europa .....	7
Diabetesprävalenz in Indien .....	7
Diabetesprävalenz in Deutschland .....	8
Marktpotenziale Ulcus Cruris (Offenes Bein) .....	9
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung 2013 .....	11
Umsatzentwicklung 2013 .....	11
Ergebnisentwicklung 2013 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2013 .....	12
SWOT-Analyse .....	14
Prognose und Modellannahmen .....	15
Umsatzprognosen .....	16
Ergebnisprognosen .....	16
<b>Bewertung .....</b>	<b>18</b>
Modellannahmen .....	18
Bestimmung der Kapitalkosten .....	18
Bewertungsergebnis .....	18
DCF-Modell .....	19
Peer-Group-Bewertung .....	20
Bewertungszusammenfassung .....	20
<b>Anhang .....</b>	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

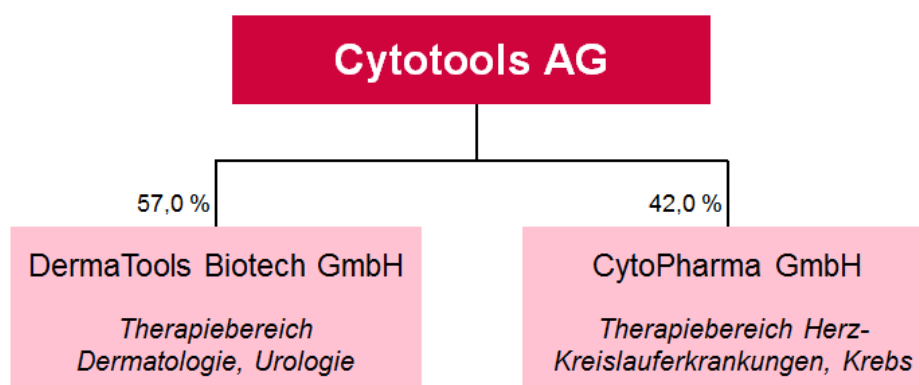
Anteilseigener	in %
Management	45,0 %
Free Float	55,0 %

Quelle: CytoTools AG; GBC AG



Management Free Float

### Konsolidierungskreis



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Als auf die Forschung und Entwicklung im biomedizinischen Bereich spezialisierte Beteiligungsgesellschaft ist die CytoTools AG derzeit an zwei operativ tätigen Unternehmen beteiligt. Der Schwerpunkt der unternehmerischen Tätigkeit der Beteiligungsholding CytoTools AG ist die Wahrnehmung von Verwaltungs-, Koordinations- und Finanzierungsaufgaben für die beiden Gesellschaften DermaTools Biotech GmbH und CytoPharma GmbH. Die Entwicklungs- und Forschungsarbeiten sind bei den Tochterfirmen angesiedelt.

Ein besonderer Fokus, da hier ein bereits fortgeschrittenes Entwicklungsstadium erreicht wurde, liegt auf der Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH und deren Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup>. Die Basispatente für dieses Hauptprodukt sind unter dem Holdingdach gebündelt, wofür die CytoTools AG derzeit jährliche Lizenzeinnahmen in Höhe von 50,00 T€ erhält. Die Finanzierung der Tochtergesellschaft wurde in den letzten Geschäftsjahren zum überwiegenden Teil durch Kapitalmaßnahmen sichergestellt. So auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013, in dem die DermaTools GmbH eine Kapitalmaßnahme in Höhe von 5,2 Mio. € durchgeführt hat. Die CytoTools AG hat im Rahmen dieser Kapitalerhöhung rund 2,0 Mio. € zur Verfügung gestellt und damit haben sich bei der Beteiligungsquote keine nennenswerten Verwässerungseffekte ergeben. Die hierfür aufgebrauchte Liquidität stammte aus einer im März 2013 durchgeführten 10,0%igen Kapitalerhöhung der CytoTools AG, wodurch brutto 3,71 Mio. € Erlöse wurden.

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

## Produkte

Die Entwicklung der Produktpipeline, welche insgesamt sieben Produkte für acht Indikationsbereiche enthält, wird von den beiden vorerwähnten Tochtergesellschaften vorangetrieben. Hierbei liegt der primäre Schwerpunkt auf das Produkt DermaPro<sup>®</sup>, dessen Entwicklungsstadium für den Indikationsbereich diabetischer Fuß für die Regionen Indien und Europa weit fortgeschritten ist. Darüber hinaus decken die CytoTools-Produkte die Indikationsbereiche Wundheilung, Infektionen, Krebs und Herz-Kreislaufkrankungen ab:

Produkt	Indikation	Markt	Entwicklungsphasen			
			Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
<b>DermaTools Biotech GmbH</b>						
DermaPro <sup>®</sup>	Offenes Bein	Europa	Phase II/III			
DermaPro <sup>®</sup>	Diabetischer Fuß	Europa	Phase III			
DermaPro <sup>®</sup>	Diabetischer Fuß	Indien	Phase III (abgeschlossen)			
Peptid	Verbrennungen		Phase I			
Utisept <sup>®</sup> /Templantat <sup>®</sup>	Infektion		CE (Zertifizierung)			
<b>CytoPharma GmbH</b>						
CardioClean <sup>®</sup>	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

Das im dermatologischen Bereich der Wundheilung einzusetzende Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup> stellt, aufgrund des weit fortgeschrittenen Stadiums, das derzeitige Haupt-Asset der CytoTools AG dar. Dabei wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 weitere wichtige Weichenstellungen erreicht.

### **Abschluss klinische Studienphase III in Indien (diabetischer Fuß)**

Im August 2013 meldete die CytoTools AG den erfolgreichen Abschluss der finalen klinischen Studienphase III in Indien. Der Vermarktungs- und Lizenzpartner Centaur Pharmaceuticals konnte die klinische Erforschung im Indikationsgebiet „diabetischer Fuß“ mit einer Heilungsquote von 91 % abschließen. Bei keinem der behandelten 310 Patienten sind, gemäß Unternehmensangaben, unerwartete Nebenwirkungen oder Unverträglichkeiten aufgetreten. Besonders hervorzuheben ist dabei der Heilerfolg gegenüber der Standardtherapiegruppe, welcher bei einer Behandlungszeit von 6 Wochen bei 71 % lag. In der Kontrollgruppe lag der Heilerfolg nach 10 Wochen bei 56 % und damit deutlich niedriger.

Vier Wochen nach Abschluss der klinischen Erprobung in Indien wurden vom indischen Lizenzpartner die Zulassungsunterlagen bei den indischen Behörden eingereicht. Für diese Region wird mit einer Markteinführung, und damit der erstmaligen Erzielung von signifikanten Vermarktungsumsätzen, noch im zweiten Halbjahr 2014 gerechnet. Um die Lieferung entsprechender Mengen zum Marktstart zu gewährleisten, hat CytoTools AG bereits mit der Produktion in Deutschland begonnen. Gemäß Unternehmensmitteilung

vom 18.12.2013 wurden vorab 130.000 Einheiten DermaPro<sup>®</sup> vom indischen Lizenzpartner bestellt.

### ***Klinische Studienphase III in Europa (diabetischer Fuß)***

Das zunächst nur für den deutschen Markt geplante Zulassungsverfahren für den Indikationsbereich diabetischer Fuß, wurde mittlerweile auf Europa ausgeweitet. Die im Jahr 2013 auf den Weg gebrachte finale Studienphase III für DermaPro<sup>®</sup> schreitet planmäßig voran. Nach Einreichung der Antragsunterlagen konnten bis Ende April 2014 über 140 Patienten an 29 europäischen Schwerpunktzentren rekrutiert werden. Der Vorteil einer über mehrere europäische Länder sich erstreckenden klinischen Studie, ist die Möglichkeit einer überregionalen Marktzulassung.

### ***Zulassungsstudien Ulcus Cruris (offenes Bein)***

Da das Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup> allgemein für die Wundheilung schlecht heilender Wunden zum Einsatz kommen kann, sind auch weitere Indikationsbereiche bei dessen Einsatz möglich. Der Beweis hierfür wurde durch die Ausweitung des Indikationsgebietes in Europa auf den Bereich „Offenes Bein“ (Ulcus Cruris) erbracht. Für diese im Vergleich zum diabetischen Fuß viel häufiger auftretende Indikation wurden erst im Mai 2014 die klinischen Antragsunterlagen für eine kombinierte Phase II/III in Europa eingereicht. Sollten die erwarteten guten Resultate auch beim Ulcus Cruris in der Studienphase II bestätigt werden, besteht die Möglichkeit einer gleichzeitigen Abdeckung der Studienphase III. Angesichts dessen ist mit einem deutlich verkürzten Zeitaufwand für die klinische Zulassung bei Ulcus Cruris zu rechnen.

Flankierend hierzu lassen die regulatorischen Vorgaben in Indien eine vergleichsweise schnelle Marktzulassung für den Indikationsbereich Ulcus Cruris erwarten. Hier spielt der Umstand eine wichtige Rolle, wonach DermaPro<sup>®</sup> zu dem Zeitpunkt bereits für den diabetischen Fuß zugelassen sein dürfte. In Indien ist die Ausweitung eines bereits zugelassenen Produktes auf weitere Indikationsbereiche mit einem nur geringen Zeit- und Kostenaufwand möglich.

### ***Weitere Projekte in Entwicklung***

Neben dem derzeitigen Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup> verfügen die Tochtergesellschaften der CytoTools AG über weitere Projekte, welche sich jedoch in früheren Entwicklungsstadien befinden. Schwerpunktmäßig decken die aktuellen Entwicklungsprojekte die Indikationsbereiche Harnwegsinfektionen (Utisept<sup>®</sup>), Wundheilung (DermaPro<sup>®</sup> Pep04), Gefäßkrankheiten (HMW 02Ap / HMW 02Ak) sowie den Diagnosebereich (HMW 02Ac) ab.

Dass die CytoTools AG die Entwicklung der Projekte außerhalb des dermatologischen Bereiches im Auge behält, wird anhand der jüngsten Unternehmensmeldung (23.06.2014) sichtbar. So wurde bei der Tochtergesellschaft CytoPharma GmbH eine Kapitalerhöhung von insgesamt 1,7 Mio. € durchgeführt, woran sich die CytoTools AG mit rund 0,3 Mio. € beteiligt hat. Die neuen Finanzmittel sollen unter anderem für die Weiterentwicklung der Forschungspipeline im Bereich Herz-Kreislaufkrankungen verwendet werden. Auch die Anwendbarkeit des Wirkstoffs DermaPro<sup>®</sup> soll auf Indikationen außerhalb des dermatologischen Spektrums ausgeweitet werden.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Hauptindikation von DermaPro<sup>®</sup> liegt derzeit, weil im Rahmen der klinischen Erprobung am weitesten entwickelt, bei der Wundheilung von diabetischer Fußulzera. Der universellere Ansatzpunkt bei der Wundheilung durch DermaPro<sup>®</sup> wird flankierend hierzu in Europa im Indikationsgebiet offenes Bein (Ulcus cruris) klinisch getestet. Zwar steht aufgrund des fortgeschrittenen Zulassungsstadiums die diabetische Fußulzera im Mittelpunkt der nachfolgenden Marktpotenzialanalyse, der Indikationsbereich Ulcus cruris weist jedoch ebenfalls hohe Vermarktungspotenziale für das CytoTools-Produkt auf.

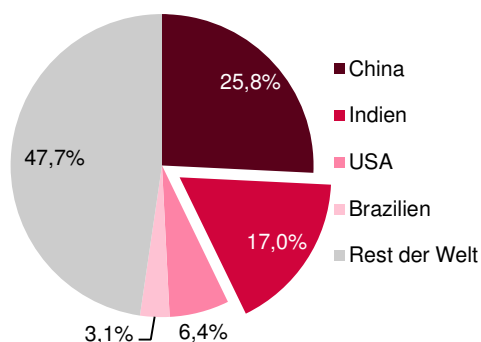
Die Marktpotenziale für die Wundbehandlung des diabetischen Fußes zeigen eine hohe Abhängigkeit zu den Fallzahlen von Diabetes mellitus auf. Statistiken zufolge sind etwa 15 % aller Diabeteskranken mindestens einmal im Leben von einem Fußulkus betroffen (Quelle: infomed.ch). Am Beginn des Krankheitsverlaufs steht zumeist ein äußeres Trauma (Verletzungen etc.), welche aufgrund der gestörten und durch die Diabeteserkrankung hervorgerufenen geminderten Sensibilität nicht bemerkt werden. Die Behandlung einer diabetischen Fußulzera ist aufgrund der für Diabetes typischen Durchblutungsstörungen oftmals langwierig bzw. bleibt sie in vielen Fällen ohne Erfolg. Gemäß aktuellen Statistiken werden in Deutschland jedes Jahr etwa 30.000 Amputationen infolge eines diabetischen Fuß-Syndroms durchgeführt (Quelle: diabetesDE). In den USA ist Diabetes mellitus für 50-80 % aller Amputationen verantwortlich (Quelle: infomed.ch).

Eines der wesentlichen Bestandteile bei der Behandlung des diabetischen Fußes ist die Wundbehandlung. Im Rahmen der finalen klinischen Studie III in Indien wurde dem CytoTools-Produkt DermaPro<sup>®</sup> bei der Wundbehandlung in diesem Indikationsbereich eine deutliche Überlegenheit gegenüber den derzeit verfügbaren Wundheilungsmitteln und -verfahren attestiert. Bestätigt wurden diese Ergebnisse auch im Rahmen der klinischen Studien in Europa.

### Diabetesprävalenz in Indien und Europa

Die Diabetesprävalenz in den Zielregionen Indien (Vermarktungsstart von DermaPro<sup>®</sup>: 2.HJ 2014) und Europa (Vermarktungsstart von DermaPro<sup>®</sup>: 2. HJ 2015) stellt den wesentlichen Aspekt für die Vermarktungspotenziale für das CytoTools-Produkt dar.

#### Diabetesprävalenz in Indien



Quelle: IDF (International Diabetes Federation), GBC AG

Rund 80 % der an Diabetes erkrankten Menschen sind in Ländern mit niedrigem und mittlerem Einkommen anzutreffen. Diese vom IDF (International Diabetes Federation) publizierte Statistik wird durch die nach Ländern getrennte Betrachtung der



Diabetesprävalenz bestätigt. An den derzeit weltweit 382 Millionen Erkrankten hat Indien mit 65,1 Millionen einen überproportional hohen Anteil und rangiert damit lediglich hinter China (98,4 Millionen) auf den zweiten Platz. Hierbei handelt es sich jedoch nur um die Fälle von bereits diagnostiziertem Diabetes. Werden darüber hinaus die vom IDF geschätzten Dunkelzifferangaben hinzugerechnet, beläuft sich die Zahl der Diabetesfälle in Indien bei insgesamt 97,0 Millionen.

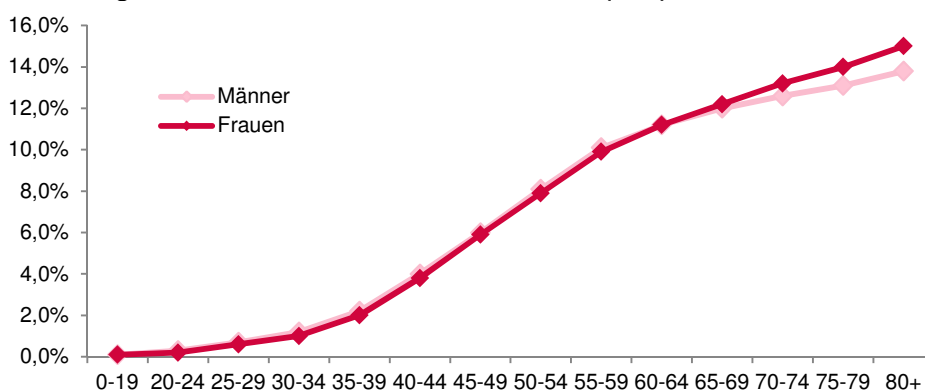
Den aktuellen IDF-Schätzungen zufolge dürfte in Indien in den nächsten Jahren eine auf die Gesamtbevölkerung bezogene steigende Prävalenz zu beobachten sein. Während im Jahr 2013 rund 8,6 % der indischen Bevölkerung (20-79 Jahre) mit Diabetes diagnostiziert wurde, wird dieser Wert erwartungsgemäß im Jahr 2035 auf 10,5 % zulegen. Innerhalb der nächsten 20 Jahre soll damit die Anzahl der Diabeteserkrankungen in Indien um 44,0 Millionen oder um 67,5 % ansteigen. Unter Berücksichtigung der Todesfallstatistiken dürften gemäß IDF-Erwartungen in Indien jährlich 2,76 Millionen Menschen an Diabetes neu erkranken.

### **Diabetesprävalenz in Deutschland**

Mit der bereits begonnenen europäischen finalen klinischen Studienphase III strebt die CytoTools AG eine gesamteuropäische Zulassung von DermaPro® für die Indikationsgebiete diabetischer Fuß und offenes Bein (Ulcus cruris) an. Zwar ist der auf die europäische Gesamtbevölkerung bezogene Anteil der Diabeteserkrankungen mit 6,8 % vergleichsweise gering, angesichts der großen Gesamtpopulation in Europa leiden 56,3 Millionen Menschen an Diabetes. Auch in Europa sind lediglich zwei von drei Fällen konkret diagnostiziert, so dass von einer Dunkelziffer von 20,1 Millionen und damit einer Gesamtprävalenz von 76,4 Millionen ausgegangen wird. Für diese Region erwartet der IDF bis zum Jahr 2035 einen vergleichsweise geringen Anstieg in Höhe von 22,4 % oder 12,6 Millionen, was dennoch unter Berücksichtigung der statistischen Mortalität einer jährlichen Anzahl von Neuerkrankten von 1,28 Millionen entspricht.

Ein wesentlicher Faktor ist dabei die zunehmende Alterung der europäischen Bevölkerung, da hier in der Regel von einem höheren Diabetesrisiko auszugehen ist. In der von der IDF definierten europäischen Region war 37 % der Bevölkerung über 50 Jahre alt. Diese Quote dürfte bis zum Jahr 2035 auf über 44 % 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 (in %)**



Quelle: WHO; Diabetes Care; GBC AG

### **Marktpotenziale *Ulcus Cruris (Offenes Bein)***

Die demografische Entwicklung der Gesamtbevölkerung ist auch für den Indikationsbereich *Ulcus Cruris* ein wichtiger Aspekt, da hier ein direkter Zusammenhang zu den Fallzahlen festgestellt wurde. Gemäß [medizininfo.de](http://medizininfo.de) sind mit einer Erkranktenquote von etwa 15 % der über 65jährigen (Beispiel Großbritannien) besonders stark die Industrieländer betroffen. In den weniger entwickelten Ländern liegt die Häufigkeit von *Ulcus cruris* mit einem Anteil von etwa 5 % der über 65jährigen deutlich niedriger. Wie in wissenschaftlichen Untersuchungen festgestellt, haben insbesondere das Rauchen, Adipositas oder die eingeschränkte Bewegung einen fördernden Einfluss bei der Entstehung des *Ulcus curis*.

Werden die genannten Quoten herangezogen, dürften alleine in Europa über 9,0 Mio. Menschen von dieser Krankheit betroffen sein. Das Gesamtmarktpotenzial in Indien, als zweiter wichtiger Markt für *DermaPro*<sup>®</sup>, liegt gemäß eigenen Berechnungen bei über 3,0 Mio. Menschen. Sowohl in Europa als auch in Indien dürfte der Indikationsbereich *Ulcus cruris* eine signifikant höhere Nachfrage als die Indikation diabetische Fußulzera generieren.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in T€)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	50,00	50,00	1.550,00	11.008,53	43.562,98
sonstige betriebl. Erträge	10,28	40,07	15,00	0,00	0,00
Materialaufwand	0,00	0,00	-750,00	-3.285,62	-10.641,86
Personalaufwand	-310,23	-535,41	-580,00	-630,00	-800,00
Abschreibungen	-14,42	-13,10	-15,00	-120,00	-350,00
sonstige betriebl. Aufwand	-427,44	-700,52	-400,00	-600,00	-800,00
<b>EBIT</b>	<b>-691,81</b>	<b>-1.158,95</b>	<b>-180,00</b>	<b>6.372,91</b>	<b>30.971,11</b>
Finanzergebnis	36,80	23,99	-10,00	-15,00	-20,00
<b>EBT</b>	<b>-655,01</b>	<b>-1.134,97</b>	<b>-190,00</b>	<b>6.357,91</b>	<b>30.951,11</b>
sonstige Steuern	-0,40	-0,13	-0,45	-0,50	-0,60
Minderheiten	0,00	0,00	0,00	-2.733,69	-13.308,72
<b>JÜ</b>	<b>-655,41</b>	<b>-1.135,09</b>	<b>-190,45</b>	<b>3.623,72</b>	<b>17.641,79</b>
EBITDA	-677,38	-1.145,86	-165,00	6.492,91	31.321,11
EBIT	-691,81	-1.158,95	-180,00	6.372,91	30.971,11
Ergebnis je Aktie in €	-0,38	-0,60	-0,10	1,91	9,29
Aktienzahl in Mio. Stück	1.730,00	1.900,00	1.900,00	1.900,00	1.900,00

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in T€)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Umsatzerlöse	50,00	50,00	50,00
EBITDA	-826,01	-677,38	-1145,86
EBIT	-839,06	-691,81	-1158,95
Jahresüberschuss	-822,51	-655,41	-1135,09
EPS in €	-0,48	-0,38	-0,60

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 2013

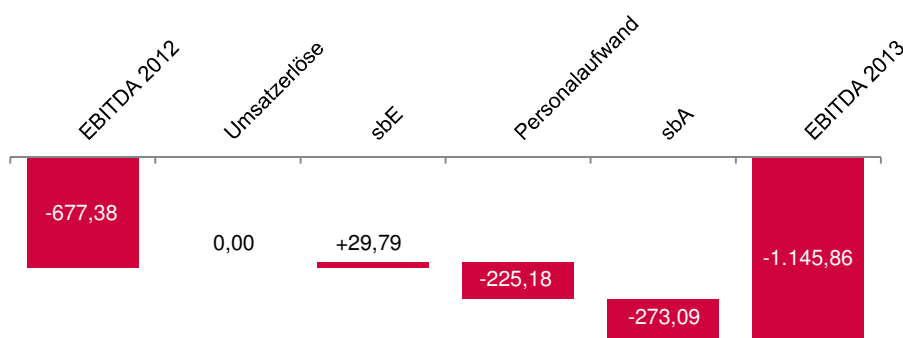
Mit dem im August 2013 gemeldeten, erfolgreichen Abschluss der klinischen Studienphasen für den Indikationsbereich „diabetischer Fuß“ in Indien, ist die CytoTools AG der Vermarktung dieses Präparats einen großen Schritt näher gekommen. Wie erwartet, wird jedoch die finale Marktzulassung gemäß Unternehmensangaben im zweiten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2014 erfolgen, so dass bisher noch keine Vermarktungserlöse erwirtschaftet wurden. Die Umsatzerlöse in Höhe von 50,00 T€ repräsentieren dabei, wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren, die vereinbarten Lizenzzahlungen zwischen CytoTools AG und der Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH.

Insgesamt ist das im Geschäftsjahr 2013 erreichte Umsatzniveau unterhalb unseren Umsatzprognosen in Höhe von 1.450,00 T€ (siehe Researchstudie vom 09.12.2013) ausgefallen. Diese Diskrepanz ergibt sich alleine aus unserer Annahme, wonach die ersten Produktionserlöse bereits im zweiten Halbjahr 2013 erwirtschaftet werden. Da jedoch die erste Bestellung zur Produktion von 130.000 Einheiten DermaPro® erst im Dezember 2013 erfolgt ist, werden Produktionserlöse erstmalig im ersten Halbjahr 2014 anfallen.

### Ergebnisentwicklung 2013

Die fehlenden Vermarktungs- und Produktionsumsätze und die daraus fehlende Kostendeckung haben unverändert ein negatives operatives Ergebnis zur Folge gehabt und damit ergibt sich weiterhin eine für forschende Pharmaunternehmen typische Ergebnissituation. Die EBITDA-Reduktion auf -1.145,86 T€ (VJ: -677,38 T€) ist dabei hauptsächlich eine Folge von Kostensteigerungen im Zusammenhang mit der im Mai 2013 durchgeführten 10,0%igen Kapitalerhöhung. Dementsprechend erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen überproportional auf 700,52 T€ (VJ: 427,44 T€).

### EBITDA-Brücke (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Ebenfalls einen kostenerhöhenden Effekt hatte die Erweiterung des Vorstands um den ehemaligen Novartis-Manager, Dr. Markus Weißbach, wodurch die Personalaufwendungen auf 535,41 T€ (VJ: 310,23 T€) angestiegen sind. Die personelle Verstärkung des Vorstandes soll auch den Schritt von einem forschenden, hin zu einem produktorientierten Unternehmen signalisieren. Darüber hinaus wurden die personellen Grundlagen geschaffen, um neue und selbstentwickelte Substanzen in die klinische Entwicklung zu überführen.

Auch auf Ergebnisebene wurde der von uns prognostizierte Break-Even (siehe Researchstudie vom 09.12.2013) angesichts der noch fehlenden Produktionserlöse nicht erreicht.

### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2013

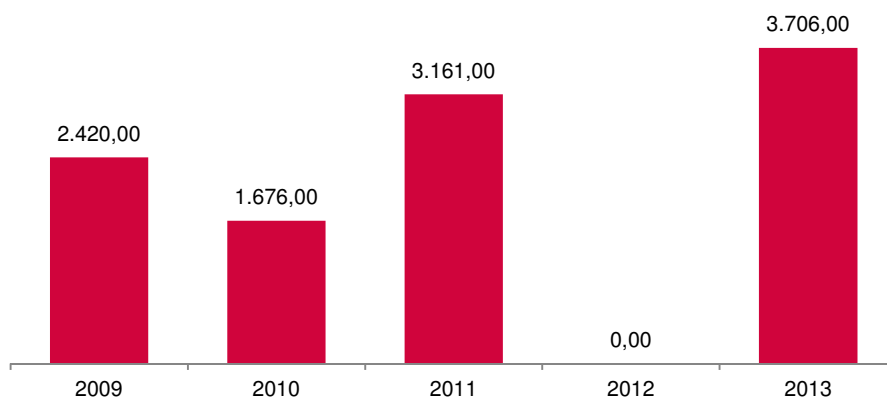
In T€	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	6077,68	6203,80	8100,28
EK-Quote (in %)	96,9 %	98,1 %	78,6 %
Liquide Mittel	3191,44	1304,34	1823,73

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Aufgrund der typischerweise fehlenden Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft, ist die Liquiditätsausstattung ein wichtiger Faktor für forschende Unternehmen aus dem Arzneimittelbereich. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der kostenintensiven klinischen Studienphasen zu betrachten. Dabei bietet die Partnerschaft mit Centaur Pharmaceuticals der CytoTools AG eine große Sicherheit, da die Finanzierung der klinischen Studien in Indien vom Partner übernommen wurde. Folglich ist CytoTools AG lediglich für die Finanzierung des europäischen Zulassungsprozesses für DermaPro<sup>®</sup> zuständig.

Um dies sicherzustellen, hat die Gesellschaft in den letzten Geschäftsjahren verschiedene Kapitalmaßnahmen erfolgreich durchgeführt. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 wurde durch die Ausgabe von 170.000 neuen Aktien (Kurs: 21,80 €) ein Emissionserlös in Höhe von 3.706,00 T€ erzielt.

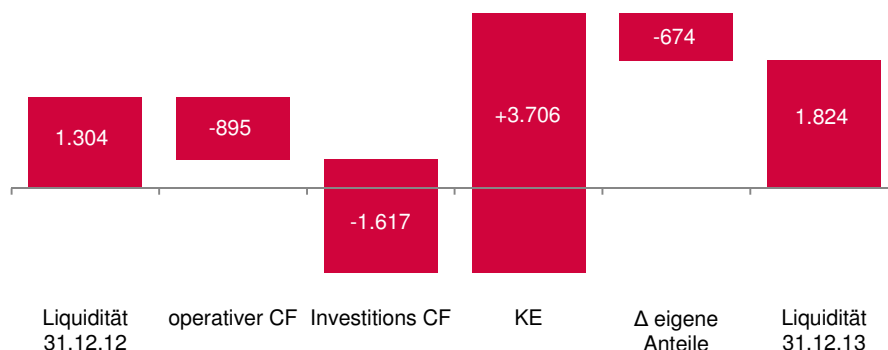
### Kapitalerhöhungen (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Die erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung im März 2013 hat einen leichten Anstieg des Liquiditätsbestandes auf 1.823,73 T€ (31.12.12: 1.304,34 T€) zur Folge gehabt. Gemäß Cashflow-Rechnung wurde der überwiegende Anteil des Erlöses aus der Kapitalerhöhung für den Erwerb von Wertpapieren des Anlagevermögens (1.617 T€) verwendet. Darüber hinaus wurde der negative operative Cashflow des Geschäftsjahres 2013 in Höhe von -895 T€ (VJ: -699 T€) ausgeglichen.

### Veränderung der Liquidität (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Hierbei gilt es zu beachten, dass zum 31.12.2013 noch kein Liquiditätsabfluss in Höhe von 2.000 T€ an die Tochtergesellschaft DermaTools Biotech GmbH erfolgt ist. Dieser steht im Zusammenhang mit einer von der Tochtergesellschaft durchgeführten Kapitalmaßnahme in Höhe von 5.200 T€, an der sich die CytoTools AG mit 2.000 T€ beteiligt hatte. Unseres Erachtens dürfte jedoch der Liquiditätsbestand (1.823,73 T€) inkl. Wertpapiere (1.609,74 T€) zum 31.12.13 in Höhe von 3.433,46 T€ hierfür einen ausreichenden Puffer bieten.

Wir haben die für die CytoTools AG wichtige Kennzahl Cash-Burn-Rate, woraus die Reichweite der liquiden Mittel abzulesen ist, unter Berücksichtigung der Weitergabe von 2.000 T€ an die Tochtergesellschaft DermaTools GmbH errechnet. Da die Gesellschaft keine nennenswerten Investitionen tätigen muss, haben wir darüber hinaus den operativen Cashflow als Berechnungsbasis herangezogen. Bei einer sich daraus ergebenden Cash-Burn-Rate in Höhe von 1,6 (VJ: 1,9) wird erkennbar, dass die Gesellschaft bis zur erwarteten Erzielung erstmaliger signifikanter Produktions- oder Vermarktungsumsätze (2.HJ 2014) über einen ausreichenden Liquiditätsbestand verfügt.

### Cash-Burn-Rate



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Nachweis einer hohen Verträglichkeit und Wirksamkeit wurde für das Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup> bereits erbracht.</li> <li>• Mit dem erfolgreichen Abschluss der klinischen Studienphase III in Indien steht die Vermarktung von DermaPro<sup>®</sup> kurz bevor.</li> <li>• Die CytoTools AG verfügt über einen umfangreichen Patentschutz in den wichtigsten Ländern der Arzneimittelindustrie.</li> <li>• Der Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals verfügt, als einer der führenden Hersteller von Medikamenten zur Therapie von chronischen Krankheiten, über eine breite Marktkenntnis und gute Kontakte in Indien.</li> <li>• Es sind keine weiteren Finanzierungsrunden bis zum Produktions- und Vermarktungsstart notwendig.</li> <li>• Vorstandsexpertise wurde durch die Einberufung von Herrn Dr. Weissbach ausgebaut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die CytoTools AG weist eine hohe Abhängigkeit vom regulatorischen Umfeld auf.</li> <li>• Es wurden bisher noch keine Produktions- oder Vermarktungsumsätze erzielt, so dass ein verlässlicher „Proof of concepts“ noch fehlt.</li> <li>• Das derzeitige Hauptprodukt DermaPro<sup>®</sup> ist der wesentliche Treiber der künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung, wodurch eine hohe Abhängigkeit von diesem Produkt besteht.</li> <li>• Die Zulassung in Europa steht erst im kommenden Geschäftsjahr an, so dass eine hohe Abhängigkeit vom indischen Markt sowie zu den indischen Behörden besteht.</li> <li>• Die Gesellschaft weist eine für forschende Unternehmen noch typisch schwache Umsatz- und Ertragsentwicklung auf.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schlanke und flexible Kostenstruktur ermöglicht die schnelle Erzielung von Skaleneffekten. Hohe Ergebnismargen sind möglich.</li> <li>• Aufgrund der hohen, bestätigten Wirksamkeit von DermaPro<sup>®</sup> besteht die Möglichkeit zur Etablierung als neuer Goldstandard in der Wundheilung.</li> <li>• Ein Patentverkauf, als mögliches Szenario, könnte einen schnellen und signifikanten Liquiditätszufluss nach sich ziehen.</li> <li>• Der Markt für den Indikationsbereich „offenes Bein“ ist deutlich größer als im Bereich „diabetischer Fuß“.</li> <li>• Höhere Preisniveaus für DermaPro<sup>®</sup> könnten deutlich höhere Umsatz- und Ergebnisniveaus als erwartet nach sich ziehen.</li> <li>• „Proof of concepts“ steht kurz bevor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine aussagekräftige Ermittlung und Prognose der Nachfrage kann aufgrund noch fehlender Daten nur modellhaft vorgenommen werden. Diesbezüglich bestehen Unsicherheiten.</li> <li>• Die antizipierte Marktzulassung könnte sich in Indien und in Deutschland verzögern.</li> <li>• Eine Verzögerung der Marktzulassung könnte unter Umständen weitere Kapitalmaßnahmen notwendig machen.</li> <li>• Konkurrenzprodukte im Bereich der Wundheilung könnten dem CytoTools-Produkt DermaPro<sup>®</sup> Marktanteile abnehmen.</li> <li>• Der Roll-Out von DermaPro<sup>®</sup> im Rahmen des Vertriebs in Indien hängt von den Vertriebsbemühungen des Lizenzpartners CENTAUR Pharmaceuticals ab.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in T€)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	50,00	1.550,00	11.008,53	43.562,98
EBITDA	-1.145,86	-165,00	6.492,91	31.321,11
EBITDA-Marge	neg.	neg.	59,0%	71,9%
EBIT	-1.158,95	-180,00	6.372,91	30.971,11
EBIT-Marge	neg.	neg.	57,9%	71,1%
Jahresüberschuss	-1.135,09	-190,45	3.623,72	17.641,79
EPS in €	-0,60	-0,10	1,91	9,29

Quelle: GBC AG

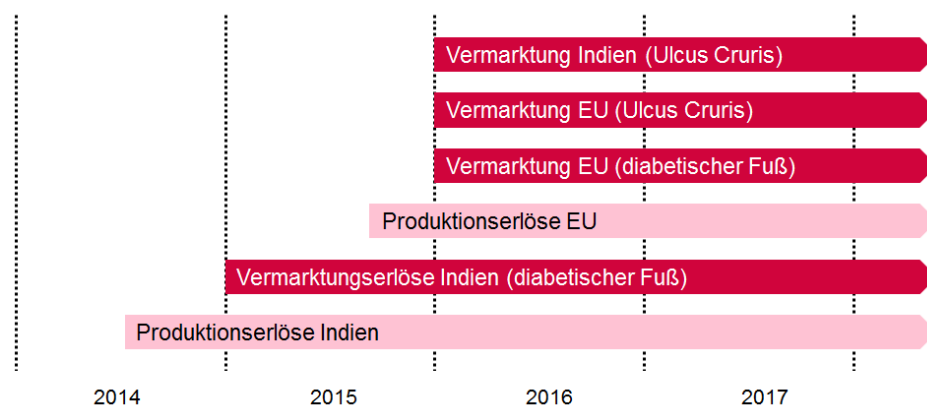
Nach dem erfolgreichen Abschluss der klinischen Studienphase III (diabetische Fußulzera) in Indien und der darauffolgenden Einreichung der Zulassungsunterlagen an die indischen Behörden, ist die anstehende Marktzulassung der nächste wichtige Meilenstein für die CytoTools AG. Gemäß Unternehmensangaben dürfte die Marktzulassung noch im zweiten Halbjahr 2014 erfolgen und damit ist mit den ersten Vermarktungserlösen spätestens ab dem kommenden Geschäftsjahr 2015 zu rechnen.

Flankierend hierzu wird eine Marktzulassung für den europäischen Markt im gleichen Indikationsbereich noch im zweiten Halbjahr 2015 angestrebt. Nach Einreichung der Antragsunterlagen für die finale Studienphase III konnte bereits der Großteil der Patienten an 29 europäischen Schwerpunktzentren rekrutiert werden.

Die derzeit angestrebte Ausweitung auf den Indikationsbereich Ulcus Cruris (Offenes Bein) bietet darüber hinaus sehr hohe Umsatz- und Ertragspotenziale. Die im Vergleich zum diabetischen Fuß viel häufiger auftretende Indikation soll im Rahmen einer kombinierten europäischen Phase II/III-Studie in Europa zeitnah abgedeckt werden. Auch die regulatorischen Vorgaben in Indien lassen eine Ausweitung auf den Bereich Ulcus Cruris mit einem vergleichsweise geringen Zeit- und Kostenaufwand zu, so dass auch dieser Markt adressiert werden kann.

Diese Meilensteine stellen das Grundgerüst unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen dar:

### Meilensteine der kommenden Jahre



Quelle: GBC AG

Neben den erwarteten Vermarktungsumsätzen stellen die Produktionserlöse von DermaPro® eine zweite wichtige Erlössäule dar. Das Lizenzierungsmodell mit dem Vermarktungspartner umfasst eine Abnahmevereinbarung, wonach der Lizenzpartner das

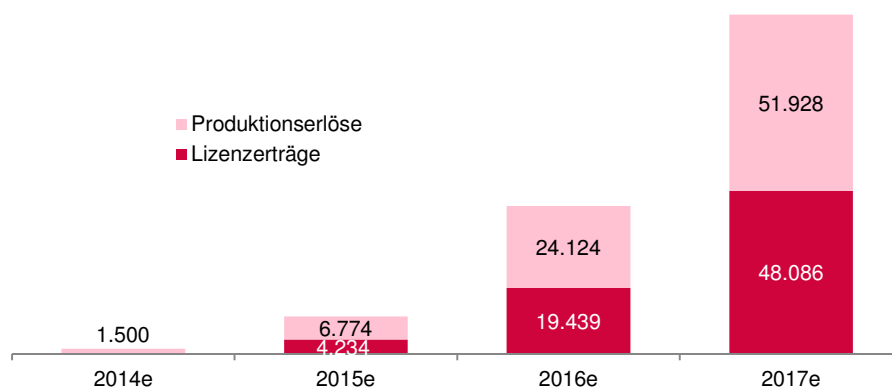


Produkt zu einem bestimmten Kaufpreis erwerben muss. Die Herstellung und Auslieferung obliegt der CytoTools AG. Im laufenden Geschäftsjahr 2014 wird die Gesellschaft die ersten Produktionserlöse erzielen. Um die Lieferung entsprechender Mengen zum Marktstart zu gewährleisten, hat CytoTools AG mit der Produktion in Deutschland begonnen. Gemäß Unternehmensmitteilung vom 18.12.2013 wurden dabei vorab 130.000 Einheiten DermaPro® vom indischen Lizenzpartner bestellt.

### **Umsatzprognosen**

Erstmalig beziehen wir in den Umsatzprognosen die Vermarktungserlöse für den Indikationsbereich Ulcus Cruris in Europa und Indien ein. Ausschlaggebend hierfür ist der Fortschritt in der klinischen Zulassung für diesen Indikationsbereich, welcher von der anstehenden Zulassung für die Anwendung beim diabetischen Fuß profitieren dürfte. Die Wahrscheinlichkeit einer zeitnahen Ausweitung auf den Indikationsbereich Ulcus Cruris ist dadurch deutlich angestiegen. Auf Grundlage verfügbarer Marktdaten für beide Indikationsbereiche sowie unter Einbezug verschiedener Szenarien prognostizieren wir folgende Umsatzentwicklung:

#### **Umsatzprognosen (in T€)**



Quelle: GBC AG

Analog zu den Meilensteinen bei der Produktzulassung rechnen wir mit den ersten Lizenzumsätzen ab dem kommenden Geschäftsjahr 2015 (Indien, diabetischer Fuß). Mit der erwarteten europaweiten Marktzulassung für die Indikationsbereiche diabetischer Fuß sowie Ulcus Cruris dürfte das Umsatzniveau ab dem Geschäftsjahr 2016 sprunghaft zunehmen. Die von uns erwarteten Umsatzerlöse stellen dabei lediglich die Lizenzzahlungen durch den Lizenznehmer an die CytoTools dar und sind folglich als Residualgröße zu verstehen. Für Indien haben wir einen Lizenzanteil von 12,5 % (frühe Verpartnerrung und Übernahme der Kosten für klinische Studienphasen durch Lizenzpartner) und für Europa von 20 % angesetzt.

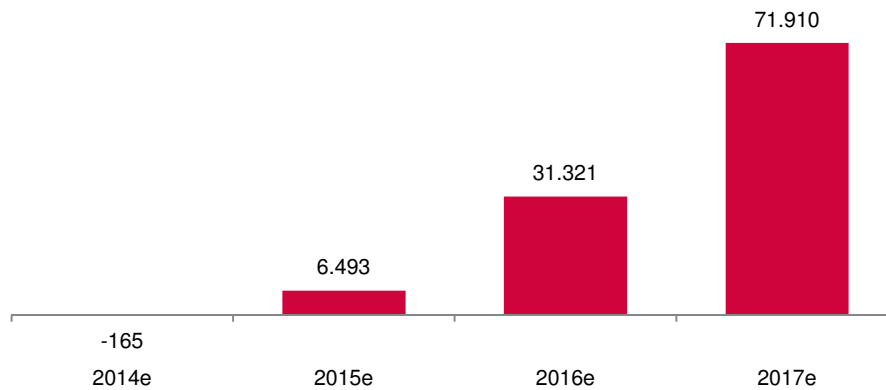
Die im nennenswerten Umfang prognostizierten Produktionserlöse bemessen sich an den Verkaufsmengen und weisen somit eine Abhängigkeit zu den Lizenzträgen auf. Hierfür haben wir branchenübliche Einkaufswerte von 20 % des Verkaufspreises angenommen.

### **Ergebnisprognosen**

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 laufenden 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 2016 einstellen.

#### EBITDA (in T€)



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 57,0 % zusteht. Demzufolge müssen Minderheitenanteile in Höhe von 43 % ergebnismindernd berücksichtigt werden. Diesen Umstand haben wir auch in unserer DCF-Bewertung berücksichtigt.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die CytoTools AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2021 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 72,0 % 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 3,0 %.

### 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 2,5. 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 Eigenkapitalkosten von 15,75 % (bisher: 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 haben wir einen fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis des Geschäftsjahres 2015 von 362,49 Mio. € ermittelt. Den CytoTools-Aktionären steht der Beteiligungsquote von 57,0 % entsprechend ein Eigenkapitalwert von 206,62 Mio. € zu. Bezogen auf die aktuell ausstehenden Aktien in Höhe von 1,90 Mio. beläuft sich der faire Wert je Aktie auf 108,75 €. 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 Risikoabschlag auch die Erwartung eines erst im Geschäftsjahr 2015 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 2015 beläuft sich damit gemäß DCF-Bewertung auf 92,43 €.**

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 20) herangezogen.

## DCF-Modell

### CytoTools AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	72,0%	ewige EBITA - Marge	71,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,9%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate				consistency				final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	1,55	11,01	43,56	100,01	104,01	108,18	112,50	117,00	
US Veränderung	3000,0%	610,2%	295,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,75	7,34	12,45	12,45	12,45	12,45	12,45	12,45	
EBITDA	-0,17	6,49	31,32	72,01	74,89	77,89	81,00	84,24	
EBITDA-Marge	-10,6%	59,0%	71,9%	72,0%	72,0%	72,0%	72,0%	72,0%	
EBITA	-0,18	6,37	30,97	71,71	74,21	77,18	80,26	83,47	
EBITA-Marge	-11,6%	57,9%	71,1%	71,7%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	0,00	-9,29	-21,51	-22,26	-23,15	-24,08	-25,04	
EBI (NOPLAT)	-0,18	6,37	21,68	50,20	51,95	54,02	56,18	58,43	
Kapitalrendite	9,0%	1593,2%	619,4%	539,8%	290,4%	290,4%	290,4%	290,4%	286,8%
Working Capital (WC)	0,20	2,00	5,80	9,85	10,25	10,66	11,08	11,52	
WC zu Umsatz	12,9%	18,2%	13,3%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	
Investitionen in WC	-2,33	-1,80	-3,80	-4,05	-0,39	-0,41	-0,43	-0,44	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,20	1,50	3,50	8,04	8,36	8,69	9,04	9,40	
AFA auf OAV	-0,02	-0,12	-0,35	-0,30	-0,68	-0,71	-0,74	-0,77	
AFA zu OAV	7,5%	8,0%	10,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-0,08	-1,42	-2,35	-4,83	-1,00	-1,04	-1,09	-1,13	
Investiertes Kapital	0,40	3,50	9,30	17,89	18,60	19,35	20,12	20,93	
EBITDA	-0,17	6,49	31,32	72,01	74,89	77,89	81,00	84,24	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-9,29	-21,51	-22,26	-23,15	-24,08	-25,04	
Investitionen gesamt	-2,41	-3,22	-6,15	-8,88	-1,40	-1,45	-1,51	-1,57	
Investitionen in OAV	-0,08	-1,42	-2,35	-4,83	-1,00	-1,04	-1,09	-1,13	
Investitionen in WC	-2,33	-1,80	-3,80	-4,05	-0,39	-0,41	-0,43	-0,44	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,57	3,27	15,88	41,61	51,23	53,28	55,41	57,63	465,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	306,72	351,75
Barwert expliziter FCFs	139,43	158,12
Barwert des Continuing Value	167,29	193,63
Nettoschulden (Net debt)	-7,48	-10,74
Wert des Eigenkapitals	314,20	362,49
Anteil CytoTools AG	57,0%	57,0%
Wert des Aktienkapitals	179,09	206,62
Ausstehende Aktien in Mio.	1,90	1,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	94,26	108,75
Bewertungsabschlag	15,0%	15,0%
Fairer Wert der Aktie in EUR	80,12	<b>92,43</b>

#### 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	<b>15,8%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	15,2%	15,5%	15,8%	16,1%	16,4%
286%	96,42	94,33	92,35	90,47	88,69
287%	96,47	94,37	92,39	90,51	88,73
287%	96,51	94,42	<b>92,43</b>	90,56	88,78
287%	96,56	94,46	92,48	90,60	88,82
287%	96,61	94,51	92,52	90,64	88,86

## 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 04.07.14	Market Cap (in Mio. €)	EV (in Mio. €)	EV/Sales 14e	EV/Sales 15e	EV/Sales 16e	EV/Sales 17e
Biofrontera AG	2,70 €	59,95	55,86	9,08	5,06	3,39	1,89
Evotec AG	3,66 €	481,64	408,82	4,42	3,65	3,60	3,22
Morphosys AG	69,85 €	1831,53	1576,76	25,44	19,41	17,79	13,63
Epigenomics AG	3,44 €	44,97	38,94	17,95	3,08	1,30	1,07
<b>Median</b>				<b>13,51</b>	<b>4,35</b>	<b>3,50</b>	<b>2,56</b>
<b>Arithm. Mittel</b>				<b>14,22</b>	<b>7,80</b>	<b>6,52</b>	<b>4,95</b>

Quelle: GBC AG; Thomson Reuters; Unternehmensangaben

Als Grundlage für die Bewertung auf Basis der Peer-Group ziehen wir die jeweils erwarteten Umsatzerlöse für die Geschäftsjahre 2014 - 2016 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	Mittelwert	Gewichtung
2014e	31,01	12,5%	32,10	12,5%
2015e	57,96	12,5%	95,90	12,5%
2016e	162,32	12,5%	294,14	12,5%
2017e	265,69	12,5%	505,40	12,5%

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 180,57 Mio. €. Den CytoTools-Aktionären steht aufgrund der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Umsätze durch die 57%ige Tochtergesellschaft DermaTools GmbH erwirtschaftet wird, ein Unternehmenswert von 102,92 Mio. €, oder 54,17 €/Aktie zu.

## Bewertungszusammenfassung

In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 73,30 €. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 14.09.12) von 54,15 € angehoben.

Fairer Wert je Aktie gemäß Peer-Group-Bewertung (50% Gewichtung)	54,17 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung (50% Gewichtung)	92,43 €
<b>Gleichgewichteter fairer Unternehmenswert je Aktie</b>	<b>73,30 €</b>

## 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;7)**

**§ 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 Interessenskonflikte 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](mailto: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**  
**Manuel 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)