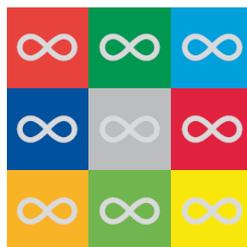




Researchstudie (Anno)

CytoTools AG



„Planmäßige Entwicklung der klinischen Studien in Europa und USA; Markteintritt in Indien steht nach Verzögerung bevor“

Kursziel: 77,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20

CytoTools AG^{*5a; 11}

Kaufen

Kursziel: 77,00

aktueller Kurs: 45,40
29.06.2014 / ETR / 10:30 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KFRJ1
WKN: A0KFRJ
Börsenkürzel: T50
Aktienanzahl³: 1,900
Marketcap³: 86,26
EnterpriseValue³: 77,67
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 59,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

equinet Bank 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: 31.12.2014

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 55,0 % 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	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	0,30	1,10	27,24	71,42
EBITDA	-1,03	-0,22	18,76	45,85
EBIT	-1,04	-0,23	18,64	45,50
Jahresüberschuss	-1,04	-0,24	10,61	25,92

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,54	-0,13	5,59	13,64
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	258,48	70,61	2,85	1,09
EV/EBITDA	neg.	neg.	4,14	1,69
EV/EBIT	neg.	neg.	4,17	1,71
KGV	neg.	neg.	8,13	3,33
KBV	10,12			

Finanztermine

09.07.2015: Hauptversammlung
September 2015: HJ-Bericht 2015

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.11.2014: RS / 83,80 / KAUFEN
28.7.2014: RS / 73,30 / KAUFEN
8.7.2014: RS / 73,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Bei der ursprünglich für Anfang 2015 erwarteten Vermarktung von DermaPro® in Indien hatten sich unerwartete Verzögerungen ergeben. Trotz der von der Zulassungsbehörde erfolgten Bestätigung über die Vollständigkeit der Zulassungsunterlagen, wurde eine weitere toxikologische Tierstudie angefordert. Die CytoTools AG hat zusammen mit dem indischen Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals bereits mit den dreimonatigen Tieruntersuchungen begonnen, um damit eine zeitnahe Zulassung zu gewährleisten.
- Auch wenn die Vermarktung von DermaPro® in Indien, als „proof of concepts“ im Vordergrund steht, sind die weiteren klinischen Zulassungsstudien plangemäß vorangeschritten. Im Indikationsbereich „diabetischer Fuß“ läuft derzeit die finale Studienphase III in Europa, woraus noch im zweiten Halbjahr 2015 mit Ergebnissen zu rechnen ist. Auch im Indikationsbereich „offenes Bein“ wurden in der kombinierten Studienphase II/III, wie der jüngsten Unternehmensmeldung zu entnehmen ist, hervorragende Ergebnisse erzielt. In den kommenden beiden Geschäftsjahren rechnen wir bei beiden Indikationsbereichen mit der europäischen Marktzulassung.
- Flankierend hierzu wurden die ersten Vorbereitungen eines Markteintritts in den USA erfolgreich abgeschlossen. Nach einem Treffen mit der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA steht der formelle Antrag für die Durchführung einer finalen Studienphase III für den Indikationsbereich „offenes Bein“ in den USA noch aus. Wir gehen von einer Bestätigung der bisher aufgezeigten positiven Ergebnisse aus, was die CytoTools AG dann in die Lage versetzt, die hohen Marktpotenziale in den USA zu erschließen.
- Auf Grundlage des aktualisierten Vermarktungszeitplans rechnen wir mit den ersten Vermarktungsumsätzen ab dem kommenden Geschäftsjahr 2016. Bereits im laufenden Geschäftsjahr 2015 dürfte die CytoTools AG Produktionserlöse erzielen, da der Lizenzpartner gleichzeitig eine Abnahmeverpflichtung für das CytoTools-Produkt eingegangen ist. Die erwarteten Produktionserlöse repräsentieren dabei die Produktion der ersten Charge von DermaPro®, womit die Auslieferung zum Roll-Out gewährleistet werden soll.
- Im Zuge der Erschließung Europas und der USA, sollten die Lizenzerträge und Produktionserlöse in den kommenden Geschäftsjahren deutlich zulegen. Die CytoTools AG verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell, wodurch grundsätzlich eine hohe Rentabilität möglich ist. Langfristig rechnen wir mit nachhaltigen EBITDA-Margenniveaus von 70,0 %, was gleichzeitig die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell darstellt.
- Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 84,42 € 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 69,58 €. In der Gleichgewichtung beider Bewertungsverfahren ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 77,00 € (bisher: 83,80 €). Die leichte Reduktion des Kursziels ist dabei hauptsächlich eine Folge der verschobenen Marktzulassung in Indien. Gemessen am aktuellen Kursniveau der CytoTools-Aktie lautet unser Rating weiterhin KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

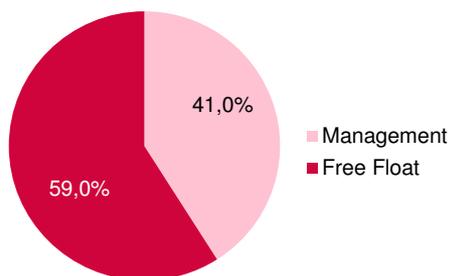
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	5
Marktzulassung (diabetischer Fuß) in Indien	5
Marktzulassung (diabetischer Fuß, offenes Bein) in Europa	6
Marktzulassung (offenes Bein) in den USA	6
Markt und Marktumfeld	7
Diabetischer Fuß in Indien und Europa	7
Indikationsbereich offenes Bein	8
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2014	10
Umsatzentwicklung 2014	10
Ergebnisentwicklung 2014	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014	11
Prognose	13
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	18
Peer-Group-Bewertung	19
Bewertungszusammenfassung	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

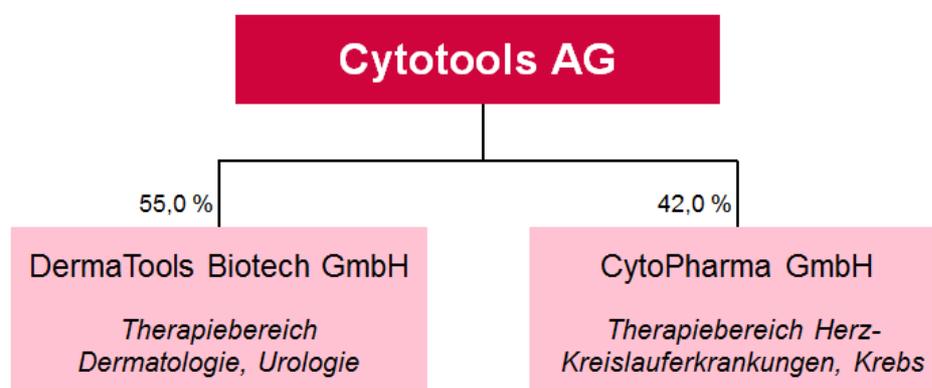
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Management	41,0 %
Free Float	59,0 %

Quelle: CytoTools AG, GBC AG



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[®]. Die Basispatente für dieses Hauptprodukt sind unter dem Holdingdach gebündelt. Die Finanzierung der Tochtergesellschaft wurde in den letzten Geschäftsjahren zum überwiegenden Teil durch Kapitalmaßnahmen sichergestellt. Diesbezüglich wurde jüngst erneut eine Kapitalmaßnahme in Höhe von rund 1,3 Mio. € bei der Tochtergesellschaft erfolgreich durchgeführt. Gezeichnet wurde die Kapitalmaßnahme vom Bundesland Hessen sowie von den Altgesellschaftern der DermaTools Biotech GmbH. Gemäß Unternehmensangaben konnte die Beteiligungsquote an dieser Tochtergesellschaft konstant gehalten werden.

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 dem Produkt DermaPro[®], 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
DermaTools Biotech GmbH						
DermaPro [®]	Offenes Bein	Europa	Phase III			
DermaPro [®]	Diabetischer Fuß	Europa	Phase III (Rekrutierung abgeschlossen)			
DermaPro [®]	Diabetischer Fuß	Indien	Phase III (abgeschlossen)			
DermaPro [®]	Offenes Bein	USA	Pre-IND-Meeting erfolgt			
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

Das im dermatologischen Bereich der Wundheilung einzusetzende Hauptprodukt DermaPro[®] stellt, aufgrund des weit fortgeschrittenen Stadiums, das derzeitige Haupt-Asset der CytoTools AG dar. Folgende Ereignisse hatten in 2014 und 2015 einen maßgeblichen Einfluss auf die klinische Entwicklung von DermaPro[®]:

Marktzulassung (diabetischer Fuß) in Indien

Trotz des im August 2013 gemeldeten erfolgreichen Abschlusses der finalen klinischen Studienphase III in Indien (Indikationsbereich: diabetischer Fuß) ist bisher noch keine Marktzulassung erfolgt. Die vielversprechenden Ergebnisse, welche einerseits den Nachweis einer hohen Wirksamkeit (Heilungsquote bei 310 Patienten: 91 %) sowie andererseits das Fehlen unerwarteter Nebenwirkungen oder Unverträglichkeiten aufgezeigt haben, sind daher bisher noch nicht zum Tragen gekommen. Noch im Dezember 2014 wurde von der indischen Zulassungsbehörde die Vorlage aller erforderlichen Unterlagen bestätigt, sowie eine kurzfristige Zulassung in Aussicht gestellt.

Dennoch wurde von der indischen Zulassungsbehörde im Nachgang dessen eine weitere subchronische dermale toxikologische Untersuchung am Tier angefragt. Typischerweise werden solche toxikologische Tierstudien noch in der präklinischen Phase durchgeführt, weswegen die Forderung der indischen Behörde überraschend kam. Zumal DermaPro[®] im Rahmen des Zulassungsprozesses an Patienten erprobt und damit der toxikologische Nachweis erbracht wurde. Nichtsdestotrotz hat die CytoTools AG die angeforderte drei Monate andauernde Tierstudie erfolgreich abgeschlossen, um den Vorgang

ben der Zulassungsbehörde zu entsprechen. Weiterhin ist für diesen Indikationsbereich in Indien mit einer kurzfristigen Marktzulassung zu rechnen. Aus Vorsichtsgründen rechnen wir mit der Marktzulassung in Indien und damit mit der erstmaligen Erzielung von Vermarktungsumsätzen ab dem Geschäftsjahr 2016.

Zu berücksichtigen sind zudem die für den Vermarktungsstart notwendigen Auslieferungsmengen. Hier hatte der indische Vermarktungs- und Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals bereits vorab eine erste Charge (130.000 Einheiten) DermaPro[®] bestellt. CytoTools AG hatte mit der Produktion in Deutschland zwar begonnen, musste dies jedoch aufgrund der erfolgten Verschiebung aussetzen. Eine Wiederaufnahme der Produktion ist gemäß Unternehmensangaben zeitnah umzusetzen.

Marktzulassung (diabetischer Fuß, offenes Bein) in Europa

Der Zulassungsprozess in Europa verläuft plangemäß. Für den Indikationsbereich diabetischer Fuß (DFU) wurden bereits mehr als 300 Patienten rekrutiert und derzeit läuft die finale klinische Studienphase III an 36 europäischen diabetischen Schwerpunktzentren in sieben Ländern. Gemäß Unternehmensangaben beträgt die Behandlungsphase rund drei Monate und nach einer anschließenden Auswertungsphase wird mit den ersten Ergebnissen im Geschäftsjahr 2015 gerechnet.

Flankierend zur plangemäßen Entwicklung beim diabetischen Fuß in Europa gibt es bei der klinischen Zulassung für den Indikationsbereich offenes Bein Erfreuliches zu berichten. Nach der Zwischenauswertung der ersten 80 Patienten, die einen äußerst erfolgreichen Heilungsverlauf zeigt, wurde von DSMB (Data and Safety Monitoring Board) die Fortführung der Studie als Phase III mit einem Umfang von insgesamt 260 Patienten empfohlen. Damit müssten lediglich noch 180 Patienten in Studie eingeschlossen werden. Diese insgesamt niedrige Patientenzahl lässt den Schluss zu, dass DermPro[®] bei der Wundheilung des Ulcus Cruris eine deutliche Überlegenheit gegenüber der bisherigen Standardbehandlung aufweist. Gemäß Unternehmensangaben ist das Erreichen der Studienziele (kompletter Wundverschluss) damit als wahrscheinlich zu erachten.

Marktzulassung (offenes Bein) in den USA

Seit Ende des vergangenen Geschäftsjahres 2014 strebt die CytoTools AG flankierend hierzu die Marktzulassung für den Indikationsbereich Ulcus Cruris in den USA an. Diesbezüglich hat bereits ein so genanntes Pre-IND Meeting mit der amerikanischen Zulassungsbehörde stattgefunden, worin die Rahmendaten für die klinische Prüfung von DermaPro[®] bei der Behandlung des offenen Beins in den USA geklärt wurden. Gemäß Unternehmensangaben wird im nächsten Schritt eine formelle IND (Investigational New Drug) beantragt, wofür die Ergebnisse der europäischen Phase II/III Studie für den relevanten Indikationsbereich zugrunde gelegt werden sollen. Dementsprechend wäre für die Marktzulassung in den USA lediglich die Durchführung einer finalen Studie III notwendig, was den Zulassungsprozess erheblich beschleunigen würde. Unter der Annahme einer Bestätigung der bisher sehr positiven Ergebnisse bei der Behandlung mit DermaPro[®] rechnen wir mit der Marktzulassung in den USA ab Mitte 2017.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Hauptindikation von DermaPro® liegt derzeit, weil im Rahmen der klinischen Erprobung am weitesten entwickelt, bei der Wundheilung von diabetischer Fußulzera. Aufgrund des universellen Ansatzpunktes bei der Wundheilung durch DermaPro® wird flankierend hierzu die Zulassung für den Indikationsbereich offenes Bein (Ulcus cruris) angestrebt. Demzufolge berücksichtigt die nachfolgende Marktanalyse sowohl die Marktpotenziale von diabetischer Fußulzera als auch des Ulcus cruris, wobei der letztgenannte Indikationsbereich aufgrund höherer Fallzahlen die deutlich höheren Vermarktungspotenziale aufweist.

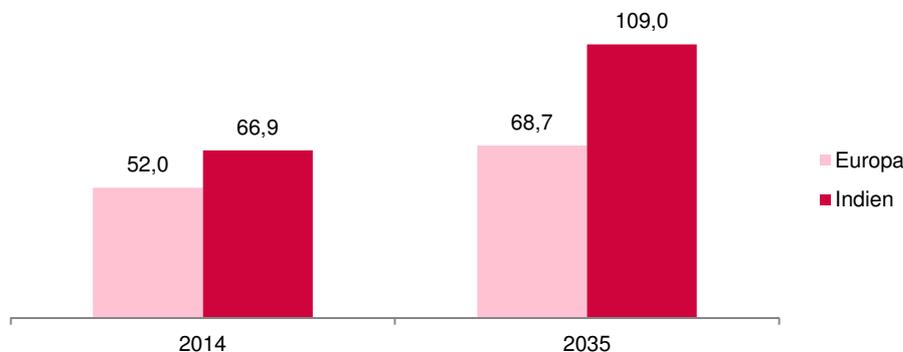
Diabetischer Fuß in Indien und Europa

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.

Beide bei diesem Indikationsbereich von der Gesellschaft adressierten Regionen „Europa“ und „Indien“ weisen dabei die Tendenz einer zunehmenden Anzahl an Erkrankungen mit Diabetes auf, wobei Indien alleine aufgrund der deutlich höheren Bevölkerung signifikant höhere Fallzahlen aufweist. Werden die diagnostizierten Diabetesfälle herangezogen, so geht die IDF (International Diabetes Federation) von 52,0 Mio. Diabeteserkrankungen in Europa aus. In Indien sollen etwa 66,9 Mio. Menschen an Diabetes erkrankt sein, was insgesamt fast ein Fünftel der globalen Diabetesfälle ausmacht und damit rangiert Indien hinter China weltweit auf dem zweiten Platz. Werden darüber hinaus die vom IDF geschätzten Dunkelzifferangaben hinzugerechnet, beläuft sich die Zahl der Diabetesfälle insgesamt in Europa auf 69,2 Mio. und in Indien auf 102,3 Millionen.

Den aktuellen IDF-Schätzungen zufolge dürfte in den nächsten Jahren sowohl in Indien als auch in Europa ein weiterer Anstieg dieser Erkrankung verzeichnet werden.

Diabeteserkrankungen in den CytoTools-Regionen (in Mio.)



Quelle: IDF; GBC AG

In Europa wird insbesondere die zunehmende Lebenserwartung als Ursache für den Anstieg der Diabeteserkrankungen genannt, da das Erkrankungsrisiko im Alter zunimmt. So sind rund 15,0 % (Frauen) sowie 13,8 % (Männer) in der Altersgruppe 80+ heute an Diabetes erkrankt, während die Erkrankungsquote bei den unter 40-Jährigen noch je-

weils bei etwa 2,0 % liegt. (Quelle: Diabetes Care, WHO). In Indien wird hingegen vor allem das dynamische Bevölkerungswachstum für den starken Anstieg an Diabeteserkrankungen angeführt. Hiervon ableitend lässt sich ein starker Anstieg im Bereich der diabetischen Fußulzera erwarten und damit ist von einem hohen Behandlungsbedarf auszugehen.

Indikationsbereich offenes Bein

Das so genannte Venous leg ulcer (VLU) ist von der Krankheitssymptomatik her vergleichbar mit der diabetischen Fußulcera. Als Ursache für diese zumeist chronische Erkrankung im Bereich des Unterschenkels ist in der Regel eine venöse Insuffizienz, welche durch kleine Verletzungen ein Geschwür mit anschließender Nekrose bilden kann. Als Risikofaktoren zählen Übergewicht, ein erhöhtes Risiko für Thrombose oder allgemein die eingeschränkte Bewegungsfähigkeit im Alter. Ähnlich wie beim Indikationsbereich diabetische Fußulzera lässt sich folglich ein direkter Zusammenhang der Fallzahlen zur allgemeinen Lebenserwartung in den von der CytoTools AG adressierten Regionen herstellen.

Gemäß medizinfo.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. Werden die genannten Quoten bei der insgesamt dünnen Datenlage in diesem Indikationsbereich herangezogen, dürften in Europa über 9,0 Mio. Menschen sowie in den USA über 7,2 Mio. Menschen von dieser Krankheit betroffen sein. Alleine in den USA kommen jährlich zwischen 0,5 Mio. - 2,0 Mio. neue Fälle hinzu. Das Gesamtmarktpotenzial in Indien, als weiterer Markt für DermaPro[®], liegt gemäß eigenen Berechnungen bei über 3,0 Mio. Menschen. In allen relevanten Regionen dürfte der Indikationsbereich Ulcus cruris eine signifikant höhere Nachfrage als die Indikation diabetische Fußulzera generieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in T€)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	50,00	300,49	1.100,00	27.242,28	71.418,20
sbE	40,07	123,00	15,00	0,00	0,00
Materialaufwand	0,00	0,00	-350,00	-7.254,17	-23.971,62
Personalaufwand	-535,41	-323,68	-580,00	-630,00	-800,00
Abschreibungen	-13,10	-13,65	-15,00	-120,00	-350,00
sbA	-700,52	-1.126,05	-400,00	-600,00	-800,00
EBIT	-1.158,95	-1.039,89	-230,00	18.638,11	45.496,58
Finanzergebnis	23,99	5,18	-10,00	-15,00	-20,00
EBT	-1.134,97	-1.034,71	-240,00	18.623,11	45.476,58
sonstige Steuern	-0,13	-0,42	-0,45	-0,50	-0,60
Minderheiten	0,00	0,00	0,00	-8.007,72	-19.554,67
JÜ	-1.135,09	-1.035,13	-240,45	10.614,89	25.921,31
EBITDA	-1.145,86	-1.026,24	-215,00	18.758,11	45.846,58
EBIT	-1.158,95	-1.039,89	-230,00	18.638,11	45.496,58
Ergebnis je Aktie in €	-0,60	-0,54	-0,13	5,59	13,64
Aktienzahl in Mio. Stück	1.900,00	1.900,00	1.900,00	1.900,00	1.900,00

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in T€)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	50,00	50,00	300,49
EBITDA	-677,38	-1.145,86	-1.026,24
EBIT	-691,81	-1.158,95	-1.039,89
Jahresüberschuss	-655,41	-1.135,09	-1.035,13
EPS in €	-0,38	-0,60	-0,54

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Die noch ausstehende Vermarktung des aktuellen Hauptproduktes DermaPro® hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014, wie auch schon in den Vorjahren, zu einem erwartungsgemäß niedrigen Umsatzniveau geführt. Die Umsatzerlöse in Höhe von 300,49 T€ waren dabei von Erträgen im Rahmen der Lizenzweitergabe an die Tochtergesellschaft DermaTools GmbH dominiert und sind nicht wiederkehrender Natur.

In unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 27.11.2014) hatten wir ein etwas höheres Umsatzniveau antizipiert. Die Diskrepanz zur tatsächlichen Umsatzentwicklung ergibt sich aus den fehlenden ersten Produktionserlösen, welche wir angesichts der erwarteten kurzfristigen Marktzulassung von DermaPro® in Indien, bereits für das abgelaufene Geschäftsjahr antizipiert hatten. Aufgrund der Anforderung einer weiteren toxikologischen Tierstudie durch die indischen Behörden, hat sich die Marktzulassung verzögert und folglich auch die Produktion der ersten Charge von DermaPro®.

Der operative Schwerpunkt der CytoTools AG lag im vergangenen Geschäftsjahr primär auf der Fortführung der Zulassungsaktivitäten von DermaPro® in Indien (diabetischer Fuß), in Europa (diabetischer Fuß, offenes Bein) sowie auf der regionalen Ausweitung auf den US-amerikanischen Markt (offenes Bein). Darüber hinaus wurde mit dem indischen Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals ein konkretes Marketingkonzept ausgearbeitet, um nach der Zulassung einen schnellen und umfassenden Roll-Out zu gewährleisten. Zudem wurde die finanzielle Ausstattung der Tochtergesellschaft DermaTools GmbH im Rahmen einer Kapitalmaßnahme weiter verbessert, womit die Möglichkeit weiterer strategischer Optionen wahrgenommen werden kann.

Ergebnisentwicklung 2014

Angesichts des unverändert niedrigen Umsatzniveaus weist die CytoTools AG auch im Geschäftsjahr 2014 noch ein negatives operatives Ergebnis in Höhe von -1.026,24 T€ (VJ: -1.145,86 Mio. €) aus. Die insgesamt gesteigerte operative Kostenbasis auf 1.326,74 T€ (VJ: 1.195,98 T€) wird maßgeblich durch einen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen geprägt. Hierbei handelt es sich um Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit der Vermarktung und den Lizenzen für DermaPro®, welche durch die Vermarktungsbemühungen der Gesellschaft deutlich auf 1.126,05 T€ (VJ: 700,52 T€) zugelegt haben. Insgesamt ist aber die Kostenstruktur der CytoTools AG weiterhin als schlank zu bezeichnen, was bei einer erwarteten Umsatzsteigerung mit entsprechend hohen Skaleneffekten einhergeht. Die Fixkostenbasis ist bei einem Mittelwert der operativen Kosten (2007 – 2014) in Höhe von ca. 710 T€ als gering zu bezeichnen.

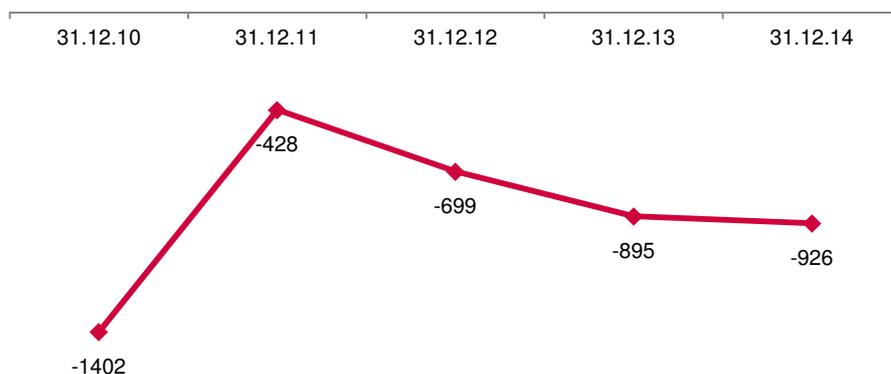
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014

In T€	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	6.203,80	8.100,28	8.523,55
EK-Quote (in %)	98,1%	78,6%	96,5%
Liquide Mittel	1.304,34	1.823,73	730,32
Wertpapiere des Anlagevermögens	0,00	1.609,73	500,83

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Natürgemäß liegt bei Unternehmen, die sich noch in der Entwicklungs- bzw. in der Vorvermarktungsphase befinden, ein wichtiges Augenmerk auf der Vermögenslage. Hierbei nimmt die Liquiditätsausstattung eine zentrale Rolle ein, da in der Regel noch negative Cashflows vorherrschen. Auch die CytoTools AG weist über die letzten fünf Geschäftsjahre hinweg einen negativen operativen Cashflow von durchschnittlich 870 T€ auf. Im vergangenen Geschäftsjahr 2014 lag der operative Liquiditätsverbrauch aufgrund des negativen Jahresüberschusses bei 926 T€ und damit in etwa auf dem Niveau der vergangenen Geschäftsjahre.

Operativer Cashflow (in T€)



Quelle: CyotTools AG; GBC AG

Flankierend zum operativen Liquiditätsverbrauch hat die CytoTools AG in 2014 im Rahmen von zwei Kapitalmaßnahmen den beiden Beteiligungsgesellschaften DermaTools GmbH und CytoPharma GmbH neues Kapital in Höhe von insgesamt 801,75 T€ zur Verfügung gestellt. Durch die Mitzeichnung der Kapitalmaßnahmen wurde eine konstante Entwicklung der jeweiligen Beteiligungsquote sichergestellt. Zugleich ist eine Auszahlung im Zusammenhang mit einer im Geschäftsjahr 2013 durchgeführten Kapitalerhöhung bei der DermaTools GmbH in Höhe von rund 2.000 T€ erfolgt. Dem Liquiditätsabfluss aus diesen Kapitalmaßnahmen konnte die CytoTools AG unter anderem durch die Veräußerung von Wertpapieren des Anlagevermögens entgegenwirken. Gegenüber dem Geschäftsjahr 2013 wurde der Wertpapierbestand um 1.108,90 T€ auf 500,83 T€ (VJ: 1.609,73 T€) reduziert.

In Summe verfügt die CytoTools AG zum 31.12.14 über einen Liquiditätsbestand (inkl. Wertpapiere des Anlagevermögens) in Höhe von 1.231,15 T€ (31.12.13: 3.433,46 T€). Wie dargestellt, ist der Liquiditätsrückgang sowohl operativ begründet als auch auf die Kapitalmaßnahmen bei den beiden Beteiligungsgesellschaften zurückzuführen. Unter Einbeziehung des operativen Cashflows 2014, liegt die aktuelle Cashburn-Rate bei 1,3 (VJ: 3,8), was indiziert, dass der Liquiditätsbestand zur Abdeckung der operativen Abflüsse für die nächsten 1,3 Geschäftsjahre ausreichen wird. Damit dürfte der Zeitraum bis zur Marktzulassung in Indien abgedeckt sein und somit ist bei der CytoTools AG derzeit nicht von weiteren Kapitalmaßnahmen auszugehen.

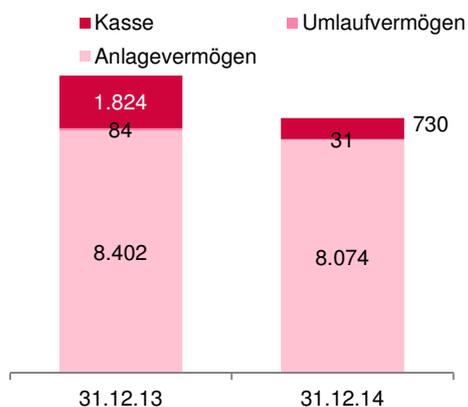
Cash-Burn-Rate (in Jahren)



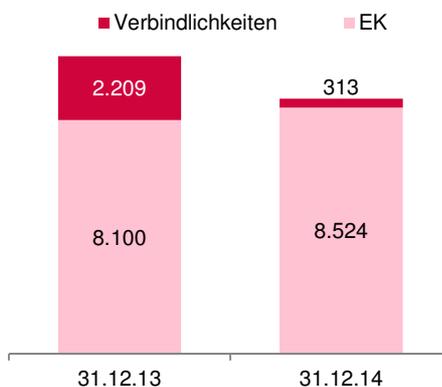
Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Die CytoTools AG verfügt über eine sehr klare Bilanzstruktur. Während die Aktivseite der Bilanz von den Finanzanlagen (Anteile an verbundenen Unternehmen, Beteiligungen, Wertpapiere des Anlagevermögens) sowie von den kurzfristigen liquiden Mitteln dominiert wird, besteht die Passivseite nahezu ausschließlich aus dem Eigenkapital in Höhe von 8.391,04 T€ (31.12.13: 8.100,28 T€). Der Anstieg des Eigenkapitals beruht auf der Veräußerung von eigenen Anteilen (saldiert: 1.436,40 T€), womit das negative Jahresergebnis überkompensiert wurde. Zudem erhöhte sich die Eigenkapitalquote als Folge eines Rückgangs von Verbindlichkeiten signifikant auf 96,5 % (31.12.13: 78,6 %). Dieser steht im Zusammenhang mit der erfolgten Auszahlung an die Tochtergesellschaft DermaTools GmbH aus einer Kapitalerhöhung des Geschäftsjahres 2013. Die CytoTools AG ist damit praktisch schuldenfrei.

Aktiva (in T€)



Passiva (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Prognose

GuV (in T€)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	300,49	1.100,00	27.242,28	71.418,20
EBITDA	-1.026,24	-215,00	18.758,11	45.846,58
EBITDA-Marge	neg.	neg.	68,9%	64,2%
EBIT	-1.039,89	-230,00	18.638,11	45.496,58
EBIT-Marge	neg.	neg.	68,4%	63,7%
Jahresüberschuss	-1.035,13	-240,45	10.614,89	25.921,31
EPS in €	-0,54	-0,13	5,59	13,64

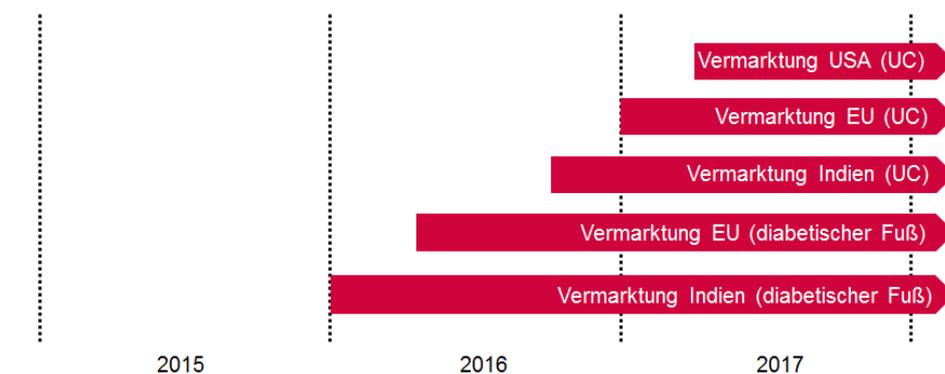
Quelle: GBC AG

Die Umsatz- und Ergebnisprognosen bei der CytoTools AG hängen in erheblichem Ausmaß vom Zulassungszeitpunkt von DermaPro® in den unterschiedlichen Indikationsbereichen und Regionen ab. Bisher fußten unsere Prognosen auf der Erwartung, wonach bereits zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2015 erste Vermarktungserlöse in Indien erzielt werden. Aufgrund der jedoch von der indischen Zulassungsbehörde überraschend angeforderten dreimonatigen Tierstudie, hat sich die Zulassung in Indien verzögert. Zwar ist, gemäß Unternehmensangaben, eine kurzfristige Zulassung möglich, wir gehen beim prognostizierten Vermarktungszeitplan jedoch konservativ vor und rechnen mit dem Vermarktungsbeginn in Indien ab Anfang 2016.

Darüber hinaus schreitet die klinische Zulassungsstudie in Europa für den Indikationsbereich „diabetischer Fuß“ plangemäß voran. Diesbezüglich hatte die Gesellschaft bereits im April 2015 den Abschluss der Rekrutierung für die finale klinische Studienphase III bekannt gegeben. Es werden nun insgesamt mehr als 300 Patienten an 36 europäischen Schwerpunktzentren über einen dreimonatigen Zeitraum behandelt. Laut Unternehmensangaben ist mit den ersten Studienergebnissen, welche die Grundlage für die Marktzulassung darstellen, bereits im zweiten Halbjahr 2015 zu rechnen. Auf dieser Grundlage unterstellen wir die Marktzulassung (diabetischer Fuß) in Europa im Laufe des kommenden Geschäftsjahres 2016.

Flankierend hierzu wurde für den Indikationsbereich offenes Bein in Europa, nach Vorliegen der ersten Zwischenergebnisse der Phase-II/III-Studie, die Fortführung der Studie als Phase-III empfohlen, wobei gemäß Anforderungen des DSMB lediglich 180 weitere Patienten eingeschlossen werden müssen. Die geringe notwendige Patientenzahl ist ein Indiz für die bereits bewiesene hohe Wirksamkeit von DermaPro® im Rahmen der kombinierten Phase-II/III-Studie. Aufgrund dieser erfreulichen Entwicklung weist die von uns antizipierte Marktzulassung ab dem Geschäftsjahr 2017 eine höhere Wahrscheinlichkeit auf.

Prognostizierter Vermarktungszeitplan DermaPro®



Quelle: GBC AG

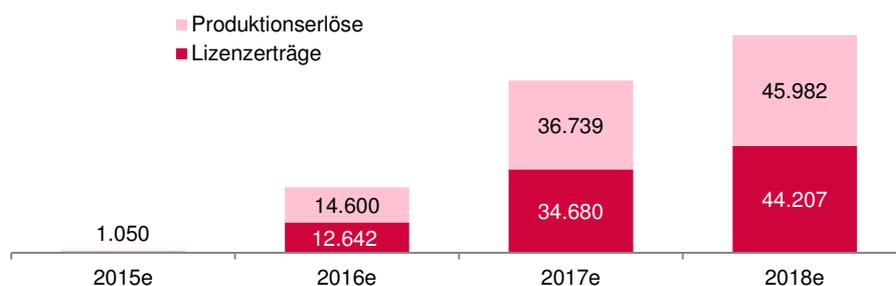
Die aktuell laufende europäische Studienphase II/III für den Indikationsbereich Ulcus Cruris dient als Grundlage einer Marktzulassung in den USA. Gemäß eines positiv verlaufenen Pre-IND Meetings mit der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA, kann die CytoTools AG einen formellen IND-Antrag stellen (Investigational New Drug). Nach Erteilung des IND können die europäischen Studienergebnisse als Grundlage der Zulassung in den USA herangezogen werden und demnach kann die Zulassung von DermaPro® direkt in die finale Studienphase III überführt werden. Unter der Annahme einer Bestätigung der bisher sehr positiven Ergebnisse bei der Behandlung mit DermaPro® rechnen wir mit der Marktzulassung in den USA ab Mitte 2017.

Neben den erwarteten Vermarktungsumsätzen stellen die Produktionserlöse von DermaPro® eine zweite wichtige Erlössäule dar. Das Lizenzierungsmodell mit dem Vermarktungspartner umfasst typischerweise eine Abnahmevereinbarung, wonach der Lizenzpartner das Produkt zu einem bestimmten Kaufpreis erwerben muss. Um die Auslieferung der erforderlichen Mengen DermaPro® zum von uns antizipierten Vermarktungsstart in Indien zu gewährleisten, müsste die CytoTools AG im laufenden Geschäftsjahr 2015 die ersten Produktionserlöse erzielen.

Umsatzprognosen

Im Geschäftsjahr 2015 sollten demnach in geringem Umfang Produktionserlöse erwirtschaftet werden. Erst in den kommenden Geschäftsjahren, mit der zunehmenden Marktzulassung in neuen Regionen sowie mit der erwarteten Ausweitung auf den Indikationsbereich Ulcus Cruris, sollte die Gesellschaft einen deutlichen Anstieg der Produktionserlöse verzeichnen.

Umsatzprognosen (in T€)



Quelle: GBC AG

Bei unseren Prognosen hinsichtlich der Lizenzträge gilt es zu bedenken, dass es sich hier lediglich um eine Residualgröße handelt und damit die Verkaufserlöse von DermaPro® erheblich höher sind. Als Folge der von uns unterstellten und für Indien bereits praktizierten Lizenzstrategie, steht der CytoTools AG ein Lizenzanteil von den Verkaufserlösen zu. Aufgrund der frühen Auslizenzierung an die indische CENTAUR Pharmaceuticals, welche die Kosten für die klinische Studienphase übernommen hatte, rechnen wir hier mit einem Lizenzanteil von 12,5 %. Bei den zukünftigen Lizenzpartnern dürfte ein höherer Lizenzanteil anfallen, da sich das Produkt in einer fortgeschrittenen klinischen Entwicklung befindet. Für Europa und USA haben wir einen Lizenzanteil von 20 % angenommen.

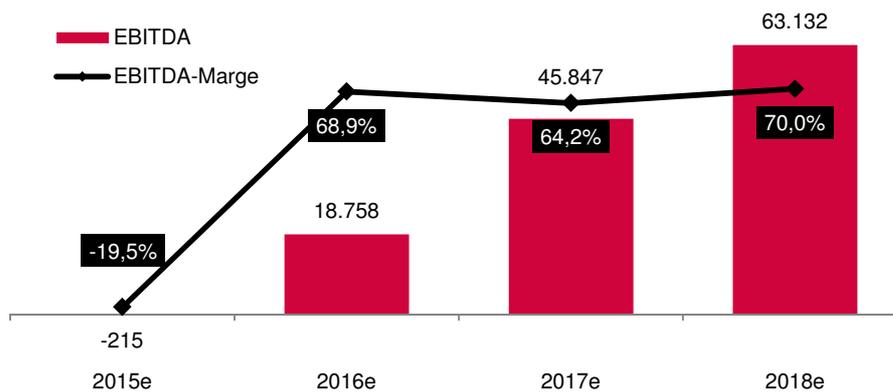
Die in nennenswertem Umfang prognostizierten Produktionserlöse bemessen sich an den Verkaufsmengen und weisen somit eine Abhängigkeit von den Lizenzerträgen auf. Hierfür haben wir branchenübliche Einkaufswerte von 20 % des Verkaufspreises angenommen.

Ergebnisprognosen

Insgesamt verfügt die CytoTools AG über eine vergleichbar schlanke und flexible Kostenstruktur, die es ermöglicht, Skaleneffekte zu heben. Während der Vermarktung wird sich jedoch das Kostenbild verändern, da dann auch Materialaufwendungen im Zuge der Produktion von DermaPro® anfallen werden. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft zunächst keine eigene Produktion aufbauen, sondern auf lokale Lohnhersteller zurückgreifen wird. Die Materialaufwendungen repräsentieren in diesem Fall die Aufwendungen für die externe Produktionsdienstleistung.

Bei einer sonst erwarteten niedrigen Kostenbasis, erachten wir ein nachhaltiges EBITDA-Margenniveau von 70,0 % als realistisch. Diese Größenordnung haben wir in unserem DCF-Modell ab dem Geschäftsjahr 2018 unterstellt.

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



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Auf Basis des Nachsteuerergebnisses ist der bewertungsrelevante Umstand erwähnenswert, wonach den CytoTools-Aktionären gemäß der Beteiligungsquote an der DermaTools GmbH ein Anteil von 55,0 % zusteht. Demzufolge müssen Minderheitenanteile in Höhe von 45 % 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 2015 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über die Verstetigung von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 70,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 1 und Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,0 %.**

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 derzeit noch hohen Risikoprofil der Gesellschaft (Marktreife der Produkte steht noch aus) Rechnung getragen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 14,75 % (bisher: 15,75 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 14,75 % (bisher: 15,75 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir einen fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis des Geschäftsjahres 2016 von 343,11 Mio. € ermittelt. Den CytoTools-Aktionären steht der Beteiligungsquote von 55,0 % entsprechend ein Eigenkapitalwert von 188,71 Mio. € zu. Bezogen auf die aktuell ausstehenden Aktien in Höhe von 1,90 Mio. beläuft sich der faire Wert je Aktie auf 99,32 €. 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 2016 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 2016 beläuft sich damit gemäß DCF-Bewertung auf 84,42 €.**

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 19) herangezogen.

DCF-Modell

Cytotools AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,0%	ewige EBITA - Marge	69,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	19,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate				consistency				final End- wert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
Umsatz (US)	1,10	27,24	71,42	90,19	92,89	95,68	98,55	101,51	
US Veränderung	266,1%	2376,6%	162,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,50	18,16	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	
EBITDA	-0,22	18,76	45,85	63,13	65,03	66,98	68,99	71,06	
EBITDA-Marge	-19,5%	68,9%	64,2%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	-0,23	18,64	45,50	62,84	64,65	66,59	68,59	70,65	
EBITA-Marge	-20,9%	68,4%	63,7%	69,7%	69,6%	69,6%	69,6%	69,6%	69,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00 0,0%	0,00 0,0%	-13,65 30,0%	-18,85 30,0%	-19,40 30,0%	-19,98 30,0%	-20,58 30,0%	-21,19 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,23	18,64	31,85	43,99	45,26	46,61	48,01	49,45	
Kapitalrendite	261,0%	4659,5%	909,9%	473,0%	208,8%	208,8%	208,8%	208,8%	207,1%
Working Capital (WC)	0,20	2,00	5,80	17,25	17,77	18,30	18,85	19,42	
WC zu Umsatz	18,2%	7,3%	8,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	
Investitionen in WC	-0,41	-1,80	-3,80	-11,45	-0,52	-0,53	-0,55	-0,57	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,20	1,50	3,50	4,42	4,55	4,69	4,83	4,97	
AFA auf OAV	-0,02	-0,12	-0,35	-0,30	-0,37	-0,38	-0,40	-0,41	
AFA zu OAV	7,5%	8,0%	10,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-0,09	-1,42	-2,35	-1,22	-0,51	-0,52	-0,54	-0,55	
Investiertes Kapital	0,40	3,50	9,30	21,67	22,32	22,99	23,68	24,39	
EBITDA	-0,22	18,76	45,85	63,13	65,03	66,98	68,99	71,06	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-13,65	-18,85	-19,40	-19,98	-20,58	-21,19	
Investitionen gesamt	-0,50	-3,22	-6,15	-12,67	-1,02	-1,05	-1,09	-1,12	
Investitionen in OAV	-0,09	-1,42	-2,35	-1,22	-0,51	-0,52	-0,54	-0,55	
Investitionen in WC	-0,41	-1,80	-3,80	-11,45	-0,52	-0,53	-0,55	-0,57	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,72	15,54	26,05	31,61	44,61	45,94	47,32	48,74	392,38

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	292,17	319,73
Barwert expliziter FCFs	142,40	147,86
Barwert des Continuing Value	149,77	171,87
Nettoschulden (Net debt)	-7,86	-23,38
Wert des Eigenkapitals	300,03	343,11
Anteil Cytotools AG	55,0%	55,0%
Wert des Aktienkapitals	165,02	188,71
Ausstehende Aktien in Mio.	1,90	1,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	86,85	99,32
Bewertungsabschlag	15,0%	15,0%
Fairer Wert der Aktie in EUR	73,82	84,42

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,50
Eigenkapitalkosten	14,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	14,8%

Kapitalrendite	WACC				
	12,8%	13,8%	14,8%	15,8%	16,8%
205%	97,33	90,03	84,01	79,00	74,77
206%	97,60	90,26	84,22	79,18	74,93
207%	97,87	90,50	84,42	79,36	75,09
208%	98,14	90,73	84,63	79,54	75,25
209%	98,42	90,97	84,84	79,72	75,41

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 24.06.15	Market Cap (in Mio. €)	EV (in Mio. €)	EV/Sales 15e	EV/Sales 16e	EV/Sales 17e	EV/Sales 18e
Biofrontera AG	2,11 €	49,74	54,58	8,30	4,91	2,17	1,24
Evotec AG	3,59 €	472,70	397,17	3,24	2,75	2,60	2,38
Morphosys AG	67,50 €	1786,24	1650,84	15,78	25,85	22,77	21,26
Epigenomics AG	5,47 €	89,07	83,51	19,93	4,40	1,87	1,02
Median				12,04	4,66	2,39	1,81
Arithm. Mittel				11,81	9,48	7,35	6,47

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 2015 - 2018 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
2015e	21,83	12,5%	21,58	12,5%
2016e	135,40	12,5%	266,76	12,5%
2017e	178,99	12,5%	533,71	12,5%
2018e	171,84	12,5%	592,55	12,5%

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 240,33 Mio. €. Den CytoTools-Aktionären steht aufgrund der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Umsätze durch die 55%ige Tochtergesellschaft DermaTools GmbH erwirtschaftet wird, ein Unternehmenswert von 132,18 Mio. €, oder 69,58 €/Aktie zu.

Bewertungszusammenfassung

In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 77,00 €. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 27.11.14) von 83,80 € leicht nach unten angepasst.

Fairer Wert je Aktie gemäß Peer-Group-Bewertung (50% Gewichtung)	69,58 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung (50% Gewichtung)	84,42 €
Gleichgewichteter fairer Unternehmenswert je Aktie	77,00 €

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: (5a, 11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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



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