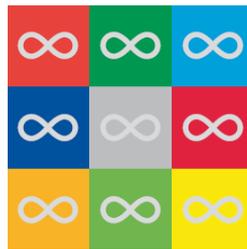




Researchstudie (Update)

CytoTools AG



**„Marktzulassung von DermaPro[®] in den USA geplant;
Erste Vermarktungsumsätze und Produktionserlöse im Jahr
2015 erwartet“**

Kursziel: 83,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

CytoTools AG^{*5;7}

Kaufen

Kursziel: 83,80

aktueller Kurs: 58,49
26.11.2013 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KFRJ1
WKN: A0KFRJ
Börsenkürzel: T5O
Aktienanzahl⁹: 1,900
Marketcap⁹: 111,07
EnterpriseValue⁹: 101,38
⁹ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 59,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Equinet AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

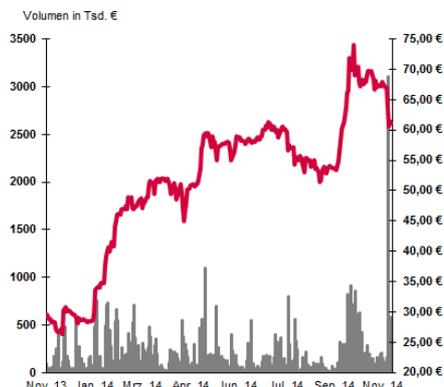
Fokus: Dermatologische Wundheilstörungen, Infektionen, Kardiologie

Mitarbeiter: 5 Stand: 30.06.2014

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 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	1,10	11,76	44,95
EBITDA	-1,15	-0,22	6,87	32,44
EBIT	-1,16	-0,23	6,75	32,09
Jahresüberschuss	-1,14	-0,24	3,84	18,28

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,60	-0,13	2,02	9,62
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2021,42	91,88	8,60	2,25
EV/EBITDA	neg.	neg.	14,72	3,12
EV/EBIT	neg.	neg.	14,98	3,15
KGV	neg.	neg.	28,96	6,08
KBV	13,72			

Finanztermine

09.12.14: 18.MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 73,30 / KAUFEN

8.7.2014: RS / 73,30 / KAUFEN

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 eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die erwartungsgemäß noch fehlenden Vermarktungs- und Produktionserlöse des Hauptproduktes DermaPro® sind für das noch niedrige Umsatz- und Ergebnisniveau der ersten sechs Monate 2014 verantwortlich. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 374,77 T€ (VJ: 25,00 T€) fiel das EBITDA mit -208,98 T€ (VJ: -563,05 T€) weiterhin wie erwartet negativ aus.
- Grundsätzlich liegt der Fokus der CytoTools AG in der aktuellen Vorvermarktungsphase noch auf der Entwicklung der Liquidität und der entsprechenden Liquiditätsreichweite. Bei einem Liquiditätsbestand zum 30.06.2014 in Höhe von 1.428,10 T€ (inkl. festverzinsliche Finanzanlagen) rechnen wir, ausgehend vom operativen Cashflow, mit einer Liquiditätsreichweite bis zum Geschäftsjahresende 2015. Gemäß unseren Prognosen ist damit ein ausreichender Finanzmittelbestand bis zum Erreichen des Break-Even gegeben.
- Der primäre Treiber der künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist die anstehende Vermarktung von DermaPro®. Eine Marktzulassung in Indien (Indikationsbereich: diabetischer Fuß) dürfte Anfang 2015 erfolgen. Flankierend hierzu soll eine gesamteuropäische Zulassung (diabetischer Fuß) Anfang 2016 erfolgen. Um weitere sowie deutlich höhere Marktpotenziale zu erschließen, wird in beiden Regionen kurzfristig (ab 2015) eine Ausweitung auf den Indikationsbereich „Ulcus Cruris“ angestrebt. Neu hinzukommen dürfte der US-amerikanische Markt, für welchen, nach einer bereits erfolgten Marktzulassung in einer anderen Region, lediglich eine finale Zulassungsstudie notwendig ist. Erste Gespräche mit der Zulassungsbehörde FDA sollen gemäß Unternehmensangaben in Kürze stattfinden.
- Auf Grundlage dieses Zeitplans rechnen wir kurzfristig mit den ersten Produktions- und Vermarktungserlösen. Noch im zweiten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2014 dürften die ersten Produktionserlöse erzielt werden, allerdings noch auf niedrigem Niveau. Bei Umsatzerlösen von insgesamt 1.100 T€ rechnen wir für 2014 mit einem noch negativen EBITDA in Höhe von -215 T€. Ein dynamisches Umsatz- und Ergebniswachstum, bei einer erwarteten hohen Rentabilität, sollte sich in den kommenden Geschäftsjahren einstellen. Wir rechnen im Falle der erfolgreichen Zulassung von DermaPro® mit Umsatzerlösen in Höhe von 11.759 T€ (GJ 2015) sowie 44.949 T€ (GJ 2016) und mit einem EBITDA in Höhe von 6.868 T€ (GJ 2015) sowie 32.437 T€ (GJ 2016).
- **Im Rahmen unserer kombinierten Ermittlung des fairen Unternehmenswertes (DCF-Modell und Peer-Group-Bewertung) ergibt sich ein fairer Wert je Aktie (nach Minderheiten und Sicherheitsabschlag) in Höhe von 83,80 € je Aktie (bisher: 73,30 €). Die Kurszielanhebung basiert in erster Linie auf der erstmaligen Berücksichtigung der geplanten Vermarktung in den USA sowie auf einen höheren Wertansatz aus der Peer-Group-Bewertung. Gemessen am aktuellen Kursniveau der CytoTools-Aktie lautet daher unser Rating unverändert KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

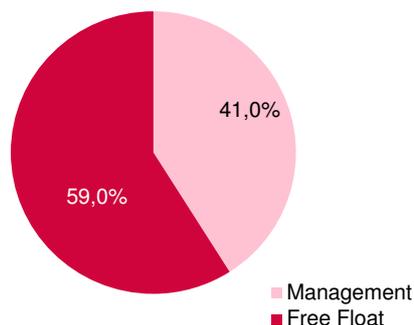
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstrategie und Konsolidierungskreis.....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2014.....	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2014	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014.....	7
Prognose und Modellannahmen	8
Umsatz- und Ergebnisprognosen	9
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell.....	11
Peer-Group-Bewertung.....	12
Bewertungszusammenfassung	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

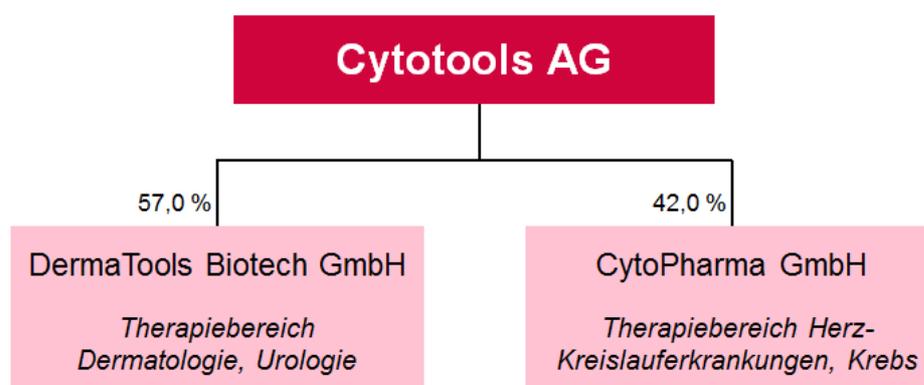
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	08.07.2014	24.10.2014
Management	45,0%	41,0%
Free Float	55,0%	59,0%

Quelle: CytoTools AG; GBC AG



Unternehmensstrategie und Konsolidierungskreis



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Gemäß dem Holdingansatz liegt der unternehmerische Schwerpunkt der CytoTools AG auf Verwaltungs-, Koordinations- und Finanzierungsaufgaben für die beiden operativ tätigen Tochtergesellschaften DermaTools Biotech GmbH (Dermatologie) und CytoPharma GmbH (Herz-Kreislauf) in denen die Entwicklungs- und Forschungsarbeiten angesiedelt sind.

Gemessen am Entwicklungsstadium nimmt der Dermatologiebereich der Tochtergesellschaft **DermaTools Biotech GmbH** derzeit eine herausragende Rolle innerhalb des CytoTools-Konzerns ein. Für das Hauptprodukt DermaPro[®] wurden in Indien für den Indikationsbereich „Diabetischer Fuß (Diabetische Fußulcera)“ durch den Lizenzpartner CENTAUR Pharmaceuticals Ltd. bereits die Zulassungsunterlagen erreicht und dementsprechend steht hier eine Markteinführung kurz bevor. Die Produktion der ersten Einheiten DermaPro[®] ist vor diesem Hintergrund bereits erfolgt. Zudem findet in Europa derzeit die finale klinische Studienphase III statt, mit dem Ziel einer parallel stattfindenden überregionalen Marktzulassung (erwarteter Vermarktungsstart in Europa: Q1 2016). Gleichzeitig wird in Europa im Rahmen einer kombinierten Phase II/III-Studie auch der Indikationsbereich „Offenes Bein (Ulcus Cruris)“ abgedeckt, dessen Marktpotenziale angesichts signifikant höherer Fallzahlen deutlich höher einzuschätzen sind. Aufgrund der regulatorischen Vorgaben ist eine Ausweitung auf weitere Indikationsbereiche auch in Indien mit reduziertem Kosten- und Zeitaufwand möglich.

Darüber hinaus ist eine Markteinführung von DermaPro[®] in den USA, dem weltweit größten Pharmamarkt, geplant. Noch im November 2014 soll ein IND-Antrag (Investigational New Drug) bei der FDA eingereicht werden. Unter der Voraussetzung eines positiven Verlaufs könnte bereits in der ersten Jahreshälfte 2015 eine Phase III Studie für den Indikationsbereich „Offenes Bein“ in den USA gestartet werden. Mit dieser regionalen

Ausweitung würden erhebliche Marktpotenziale in der Größenordnung des gesamteuropäischen Marktes hinzukommen. Die Grundlage der geplanten finalen Zulassungsstudie sollen die vorliegenden europäischen Daten darstellen.

Neben dem derzeitigen Hauptprodukt verfügt die Gesellschaft über mehrere Frühphasen-Projekte, insbesondere für den Bereich Herz-Kreislauf- und Viruserkrankungen. Nachdem für den Bereich „Dermatologie“ die Markteinführung kurz bevorsteht, liegt unserer Ansicht nach der künftige Forschungs- und Entwicklungsschwerpunkt bei der Tochtergesellschaft **CytoPharma AG**.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2014

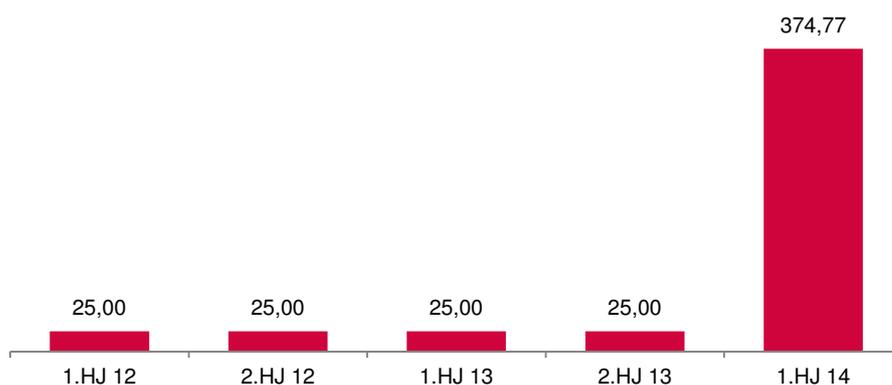
In T€	1.HJ 2013	2.HJ 2013	1.HJ 2014
Umsatzerlöse	25,00	25,00	374,77
EBITDA	-563,05	-582,80	-208,97
EBIT	-569,50	-215,52	-215,52
Periodenüberschuss	-559,53	-575,57	-213,74
EPS in €	-0,29	-0,30	-0,11

Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2014

Die Umsatzsituation der CytoTools AG wird noch vor dem Vermarktungsstart der Produktpipeline von Erträgen im Rahmen der Lizenzweitergabe an die Tochtergesellschaft DermaTools GmbH dominiert. Die jährlichen wiederkehrenden Lizenzerträge beliefen sich in der Vergangenheit auf 50,00 T€ (25,00 T€ pro Halbjahr). In der abgelaufenen Berichtsperiode hingegen hat die Muttergesellschaft zusätzlich durch den Verkauf von Patenten Erträge in Höhe von 349,77 T€ erzielt.

Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in T€)



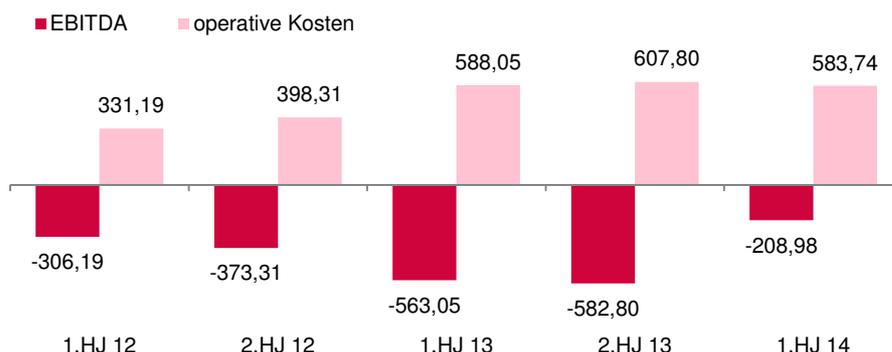
Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Unverändert wurden in der abgelaufenen Berichtsperiode noch keine Erlöse im Zusammenhang mit der anstehenden Vermarktung von DermaPro® (Produktion, Vertrieb) erzielt. Die finale Marktzulassung soll gemäß Unternehmensangaben noch im laufenden Geschäftsjahr 2014 erfolgen, wobei die ersten nennenswerten Erlöse erwartungsgemäß erst im kommenden Geschäftsjahr 2015 erwirtschaftet werden dürften. Der Fokus liegt dabei zunächst auf der Produktion von DermaPro®, da die Herstellung und Auslieferung des Wirkstoffes an den Lizenzpartner durch die CytoTools AG erfolgt.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014

Erwartungsgemäß zeichneten die noch fehlenden Vermarktungs- oder Produktionserlöse für die bislang noch negative Ergebnissituation der Gesellschaft verantwortlich. Bei einer soliden, ja sogar leicht rückläufigen Entwicklung der operativen Kostenbasis auf 583,74 T€ (VJ: 588,05 T€), hatte der dargestellte Umsatzzanstieg erwartungsgemäß noch kein Break-Even-Niveau.

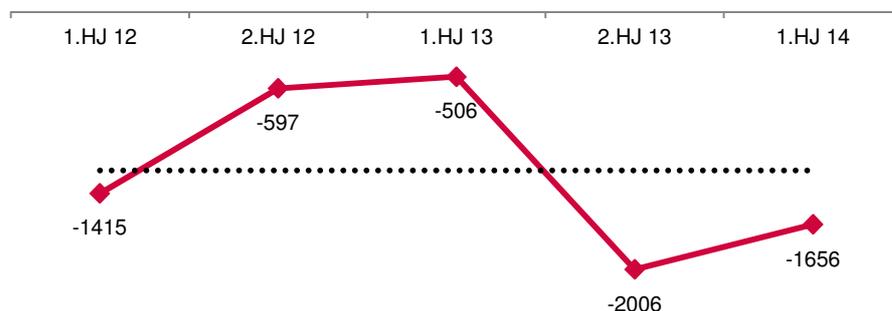
Operative Kosten und EBITDA (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Die grundlegende Fokussierung bei Unternehmen wie CytoTools AG, deren Produkte sich noch in der Vorvermarktungsphase befinden, dürfte auf der Entwicklung der Liquidität liegen. Die Fragestellung einer ausreichenden Finanzierung vor dem Hintergrund des errechneten Cash-Burns bis zum Erreichen des primären Milestones (Erzielung von Vermarktungsumsätzen und positiven Ergebnissen) ist vor diesem Hintergrund entscheidend. Dabei ist der Cash-Burn bei der CytoTools AG gleichzusetzen mit dem Free Cashflow (operativer Cashflow + Investitionscashflow), da somit der gesamte Finanzmittelbedarf auf Holdingebene erfasst wird. Der Investitionscashflow entspricht dabei den von der Muttergesellschaft durchgeführten Kapitalmaßnahmen bei den beiden Tochtergesellschaften DermaTools Biotech GmbH und CytoPharma GmbH, zum Zwecke der verbesserten finanziellen Ausstattung.

Freier Cashflow (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

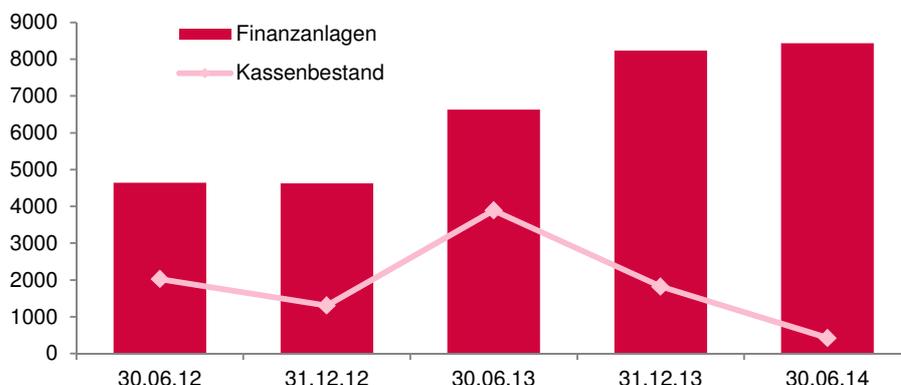
Der Halbjahres-Cashburn liegt im Durchschnitt bei 1.236 T€, wobei hier anzumerken ist, dass in den letzten beiden Berichtsperioden ein Anstieg der Investitionen in die Tochtergesellschaften erfolgt ist. Bis zum Erreichen des vermarktungs- und produktionsbedingten Break-Even dürfte sich dies deshalb nicht in dieser Form fortsetzen. Bereinigt um diese Kapitalmaßnahmen liegt der halbjährliche, aus dem operativen Betrieb stammende Liquiditätsverbrauch mit durchschnittlich 410 T€ deutlich niedriger.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014

Der Liquiditätsbestand zum 30.06.2014 beläuft sich auf 427,10 T€. Hinzu kommen festverzinsliche Finanzanlagen in Höhe von 1.001,00 T€, welche zwar den langfristigen Finanzanlagen zugeordnet werden, jedoch kurzfristig kündbar sind. In Summe beläuft sich der Liquiditätsbestand somit bei 1.428,10, was angesichts des dargestellten Cash-Burns eine Liquiditätsreichweite bis zum bis zum Geschäftsjahresende 2015 bedeutet. Gemäß unseren Prognosen ist damit ein ausreichender Finanzmittelbestand bis zum Erreichen des Break-Even gegeben.

Kennzeichnend für die CytoTools-Bilanz ist der auf den Investitionen beruhende Aktivtausch zwischen Kassenbestand und Finanzanlagen (festverzinsliche Finanzanlagen, Beteiligungsansatz der Tochtergesellschaften DermaTools Biotech GmbH und CytoPharma GmbH). Mit der sukzessiven Erhöhung des Beteiligungsansatzes wurde auch ein geringerer Verwässerungseffekt für die CytoTools-Aktionäre umgesetzt.

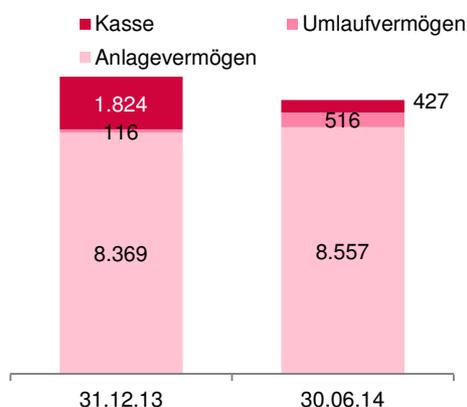
Finanzanlagen vs. Kassenbestand (in T€)



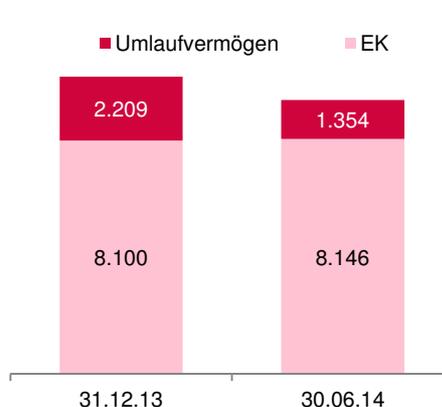
Quelle: CytoTools AG; GBC AG

Kurzfristiger Finanzmittelbedarf wurde von der CytoTools AG in der Vergangenheit stets erfolgreich über Kapitalerhöhungen abgedeckt. Dies erklärt auch das Fehlen jeglicher Finanzverbindlichkeiten, wodurch sich ein insgesamt sehr sauberes Bilanzbild ergibt. Das Eigenkapital in Höhe von 8.145,90 T€ (31.12.13: 8.100,28 T€) dominiert mit einer entsprechenden EK-Quote in Höhe von 85,7 % (31.12.13: 78,6 %) daher die Passivseite der Bilanz.

Aktiva (in T€)



Passiva (in T€)



Quelle: CytoTools AG; GBC AG

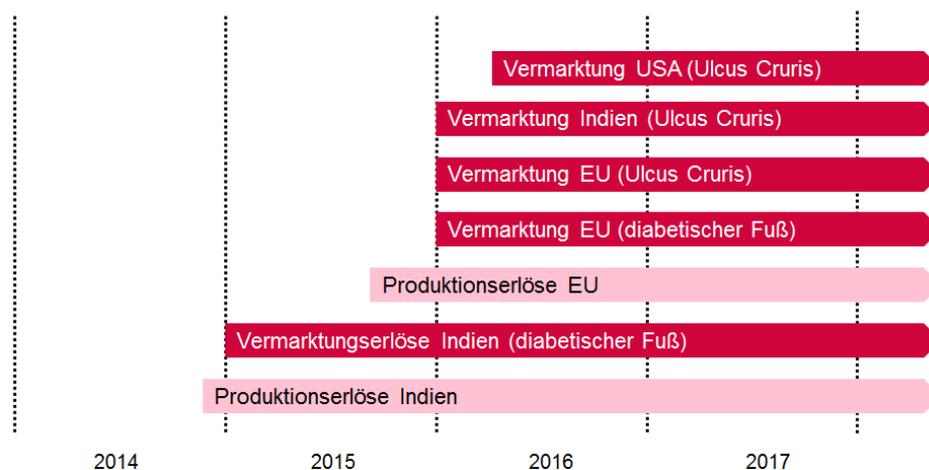
Prognose und Modellannahmen

GuV (in T€)	2014e (alt)	2014e (neu)	2015e (alt)	2015e (neu)	2016e (alt)	2016e (neu)
Umsatzerlöse	1.550,00	1.100,00	11.008,53	11.758,53	43.562,98	44.949,07
EBITDA	-165,00	-215,00	6.492,91	6.867,91	31.321,11	32.436,75
EBIT	-180,00	-230,00	6.372,91	6.747,91	30.971,11	32.086,75
JÜ	-190,45	-240,45	3.623,72	3.837,47	17.641,79	18.277,71
EPS in €	-0,10	-0,13	1,91	2,02	9,29	9,62

Quelle: GBC AG

Die anstehende Vermarktung von DermaPro® für den Indikationsbereich „diabetische Fußulcera“ in Indien bildet den primären Treiber unserer kurzfristigen Umsatz- und Ergebnisprognosen. Darüber hinaus wird eine europaweite Marktzulassung, entsprechend der anstehenden klinischen Studienphase III, angestrebt, dessen Potenziale ebenfalls einen Bestandteil unserer Prognosen darstellen. Eine konkret geplante Ausweitung auf den Indikationsbereich „Ulcus Cruris“ in Indien und Europa ist gemäß Unternehmensangaben weder mit intensivem Zeit- noch hohem Kostenaufwand verbunden. Dementsprechend ist eine zeitnahe Erweiterung auf einen zweiten Indikationsbereich mit einer hohen Wahrscheinlichkeit umsetzbar.

Meilensteine der kommenden Jahre



Quelle: GBC AG

Gegenüber unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 08.07.14) ist der US-amerikanische Markt neu hinzugekommen. Gemäß Unternehmensaussagen soll diesbezüglich kurzfristig ein Treffen mit der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA stattfinden. Erwartungsgemäß ist hier, nach bereits erfolgter Marktzulassung in einer anderen Region, lediglich eine finale Zulassungsstudie III notwendig. Unter der Annahme eines optimalen Zeitplans, könnte DermaPro® demnach bereits im zweiten Quartal 2016 auch in den USA vertrieben werden. Diese zusätzlichen Umsatzpotenziale haben wir anteilig ab dem Geschäftsjahr 2016 in unsere Prognosen aufgenommen, wodurch sich diese leicht erhöht haben.

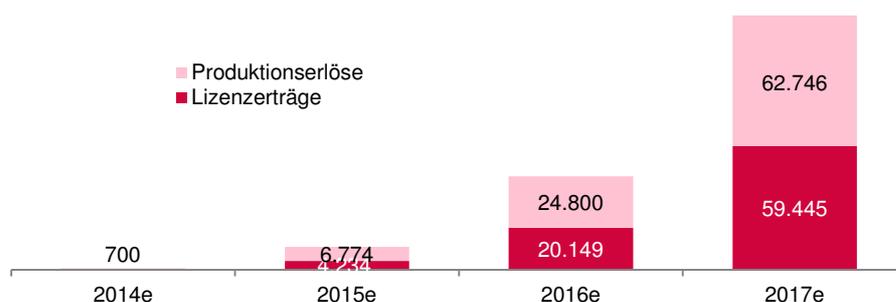
Grundsätzlich unterliegen unsere Prognosen der Prämisse eines going concern. Auch wenn die amerikanische Investmentbank Morgan Stanley für einen möglichen Verkaufsprozess des Dermatologiebereiches mandatiert worden ist, hat dies zunächst keinen Einfluss auf die Unternehmensbewertung im Rahmen dieser Researchstudie. Uns ist weder ein konkreter Zeitplan noch ein konkreter möglicher Bieterpreis bekannt.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Gemäß unseren Erwartungen wird die Umsatzsituation des laufenden Geschäftsjahres noch von den Produktionserlösen dominiert. Sollte die Marktzulassung in Indien bis zum Geschäftsjahresende 2014 erfolgen, wird die Cytotools AG eine zeitnahe Auslieferung des Wirkstoffs DermaPro[®] vornehmen. Unsere Annahme eines Umsatzniveaus in Höhe von 1.100,00 T€ berücksichtigt dies, wenngleich wir aufgrund von Verschiebungen im Zeitplan eine Reduktion der 2014er Umsatzprognosen und gleichzeitig eine leichte Anhebung der 2015er Umsatzprognosen vorgenommen haben. Ursprünglich rechneten wir mit einer Marktzulassung im dritten Quartal 2014.

Ab dem Geschäftsjahr 2016 berücksichtigen wir zudem erstmalig Umsatzerlöse aus der Vermarktung von DermaPro[®] in den USA. Dies geht mit den Unternehmenserwartungen konform, wonach ab dem zweiten Quartal 2016 mit einer Marktzulassung gerechnet wird:

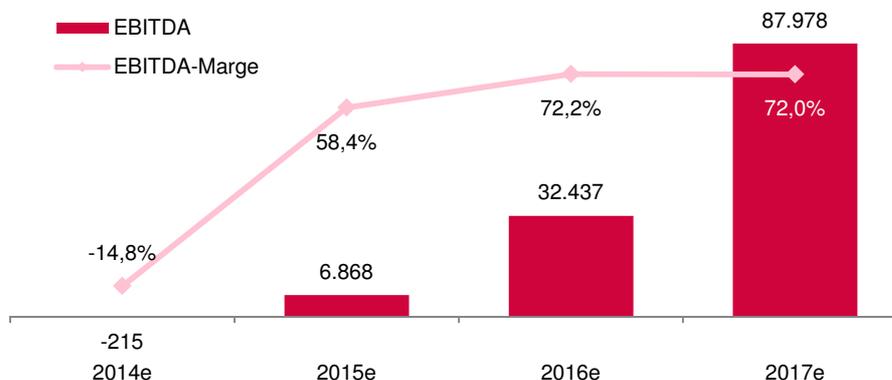
Umsatzprognosen in (in T€)



Quelle: GBC AG

Insgesamt ist bei der Cytotools AG bei erfolgreicher Zulassung mit hohen Ergebnismargen zu rechnen. Die variablen Kosten beschränken sich diesbezüglich nur auf die Produktionserlöse, die jedoch unserer Ansicht nach mit einem hohen Rohertrag einhergehen dürften. Darüber hinaus rechnen wir mit einer nur unterproportionalen Entwicklung der Overhead-Kosten und somit einer nachhaltig erzielbaren EBITDA-Marge von leicht über 70 %. Folgende konkrete EBITDA-Prognosen stellen die Basis für unsere Stetigkeitsphase des DCF-Modells dar:

EBITDA-Prognosen (in T€)



Quelle: GBC AG

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 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.

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

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

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

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

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Modells konnten wir einen fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis des Geschäftsjahres 2015 von 387,36 Mio. € ermitteln. Den Cytotools-Aktionären steht der Beteiligungsquote von 57,0 % entsprechend ein Eigenkapitalwert von 220,80 Mio. € zu. Bezogen auf die aktuell ausstehenden Aktien in Höhe von 1,90 Mio. beläuft sich der faire Wert je Aktie auf 116,21 €. 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 Vorsichtsabschlag 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 98,78 €.**

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 12) 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	69,4%
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 Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
Umsatz (US)	1,10	11,76	44,95	122,19	125,86	129,63	133,52	137,53	
US Veränderung	2100,0%	969,0%	282,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,50	7,84	12,84	12,84	12,84	12,84	12,84	12,84	
EBITDA	-0,22	6,87	32,44	85,53	88,10	90,74	93,47	96,27	
EBITDA-Marge	-19,5%	58,4%	72,2%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	-0,23	6,75	32,09	85,24	87,29	89,91	92,61	95,39	
EBITA-Marge	-20,9%	57,4%	71,4%	69,8%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-9,63	-25,57	-26,19	-26,97	-27,78	-28,62	
zu EBITA	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,23	6,75	22,46	59,67	61,10	62,94	64,83	66,77	
Kapitalrendite	11,5%	1687,0%	641,7%	641,6%	185,8%	185,8%	185,8%	185,8%	184,0%
Working Capital (WC)	0,20	2,00	5,80	23,38	24,08	24,80	25,54	26,31	
WC zu Umsatz	18,2%	17,0%	12,9%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	
Investitionen in WC	-2,33	-1,80	-3,80	-17,58	-0,70	-0,72	-0,74	-0,77	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,20	1,50	3,50	9,51	9,80	10,09	10,40	10,71	
AFA auf OAV	-0,02	-0,12	-0,35	-0,30	-0,81	-0,83	-0,86	-0,88	
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	-6,31	-1,09	-1,13	-1,16	-1,20	
Investiertes Kapital	0,40	3,50	9,30	32,89	33,88	34,89	35,94	37,02	
EBITDA	-0,22	6,87	32,44	85,53	88,10	90,74	93,47	96,27	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-9,63	-25,57	-26,19	-26,97	-27,78	-28,62	
Investitionen gesamt	-2,41	-3,22	-6,15	-23,89	-1,80	-1,85	-1,90	-1,96	
Investitionen in OAV	-0,08	-1,42	-2,35	-6,31	-1,09	-1,13	-1,16	-1,20	
Investitionen in WC	-2,33	-1,80	-3,80	-17,58	-0,70	-0,72	-0,74	-0,77	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,62	3,65	16,66	36,08	60,12	61,92	63,78	65,69	489,95

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	328,25	376,30
Barwert expliziter FCFs	152,26	172,59
Barwert des Continuing Value	176,00	203,71
Nettoschulden (Net debt)	-7,43	-11,06
Wert des Eigenkapitals	335,68	387,36
Anteil Cytotools AG	57,0%	57,0%
Wert des Aktienkapitals	191,34	220,80
Ausstehende Aktien in Mio.	1,90	1,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	100,70	116,21
Bewertungsabschlag	15,0%	15,0%
Fairer Wert der Aktie in EUR	85,60	98,78

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	13,8%	14,8%	15,8%	16,8%	17,8%
182%	113,58	105,20	98,21	92,31	87,30
183%	113,95	105,52	98,49	92,57	87,53
184%	114,32	105,85	98,78	92,82	87,75
185%	114,69	106,17	99,06	93,07	87,98
186%	115,06	106,49	99,35	93,33	88,20

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 14.11.14	Market Cap (in Mio. €)	EV (in Mio. €)	EV/Sales 14e	EV/Sales 15e	EV/Sales 16e	EV/Sales 17e
Biofrontera AG	2,50 €	55,49	56,09	11,00	7,01	3,53	1,90
Evotec AG	3,00 €	395,34	326,37	3,53	3,18	2,82	2,66
Morphosys AG	77,34 €	2041,94	1869,82	29,22	27,24	26,14	16,81
Epigenomics AG	4,55 €	61,50	59,55	33,45	7,66	1,72	1,49
Median				20,11	7,34	3,17	2,28
Arithm. Mittel				19,30	11,28	8,55	5,71

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	30,75	12,5%	29,86	12,5%
2015e	94,91	12,5%	141,21	12,5%
2016e	151,28	12,5%	393,03	12,5%
2017e	287,30	12,5%	706,87	12,5%

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 229,40 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 130,76 Mio. €, oder 68,82 €/Aktie zu.

Bewertungszusammenfassung

In der Gleichgewichtung des nach den beiden Bewertungsverfahren ermittelten fairen Unternehmenswertes, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 83,80 €. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 08.07.14) von 73,30 € angehoben.

Fairer Wert je Aktie gemäß Peer-Group-Bewertung (50% Gewichtung)	68,82 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung (50% Gewichtung)	98,78 €
Gleichgewichteter fairer Unternehmenswert je Aktie	83,80 €

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 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
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