

Basisstudie

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe
+49 69 71 91 838-46
roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

Aufnahme der Coverage

Fairer Wert

€ 25,28*

* Nach Berücksichtigung modellimpliziter Verwässerung

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Phase III in Europa nächster Meilenstein

Mit der Produktionsfreigabe ihres Wirkstoffs DermaPro im Oktober hat die CytoTools AG* nun **alle Hürden für die Marktzulassung in Indien überwunden**, so dass das Arzneimittel nunmehr (unter dem Namen Woxheal) in diesem Markt für die Indikation „Diabetischer Fuß“ hergestellt und vertrieben werden darf. Zusammen mit dem indischen Lizenzpartner Centaur hatte das Unternehmen nach der Zulassung bereits in 2017 Produktionskapazitäten in Indien aufgebaut, diese wurden aber erst jetzt von den Behörden genehmigt. Somit sind erste Lizenzumsätze aus der Vermarktung bereits Anfang 2020 zu erwarten. Wir betrachten die finale Freigabe durch die indischen Behörden als **überzeugende Referenz für die Zulassung** in weiteren wichtigen Pharmamärkten.

Nachdem der identische Wirkstoff im Rahmen einer klinischen Phase III-Studie für die **europäische Zulassung „Diabetischer Fuß“** aufgrund eines Produktionsfehlers seitens des Lohnherstellers nicht die erwartete Wirkung zeigte (die Konzentration des Wirkstoffs war viel zu niedrig formuliert), muss diese Studie wiederholt werden. Erste Ergebnisse werden für 2020 erwartet, mit der Zulassung rechnen wir in 2022 und mit der Markteinführung aus Vorsichtsgründen in 2023. Die Kosten für die Studie werden mit ca. € 6 Mio. veranschlagt. Da die weitere Begebung von Wandelanleihe-Tranchen auf der letzten HV keine Mehrheit fand, gehen wir zur Finanzierung der Studie von einer Kapitalerhöhung aus. Angesichts einer Liquidität von derzeit ca. € 4 Mio. und der schlanken Kostenstruktur (T€ 650 p.a.) dürfte sich diese auf etwa € 2,5 Mio. belaufen. Weiterhin ist in 2020 der Beginn einer **europäische Phase III-Studie für die Indikation „Offenes Bein“** geplant, deren Kosten bei etwa € 5,5 Mio. liegen. Die hierfür benötigten Mittel rekrutieren sich aus den „Indien-Erlösen“ sowie einer weiteren Kapitalerhöhung.

Neben dem Hauptprodukt DermaPro der 62%igen Tochter DermaTools Biotech GmbH verfügt die CytoTools AG mit ihrer zweiten Tochter Cytopharma GmbH (50% Anteil) über eine innovative präklinische Pipeline in wichtigen Indikationen, darunter **Sepsis** („unmet medical need“) sowie **Onkologie**. Für alle Wirkstoffe besteht Patentschutz in den wichtigsten Pharmamärkten, für DermaPro bis 2033.

In unserer DCF-basierten Bewertung berücksichtigen wir konservativ lediglich Umsätze aus der Vermarktung von DermaPro in der Indikation **Diabetischer Fuß**. Zukünftige, und durch die bestehende Studienlage dann regulatorisch vereinfachte Zulassungen im Bereich weiterer chronischer Wunden, fließen nicht in unsere Bewertung ein, ebenso wie die Entwicklungen aus der präklinischen Pipeline der Tochter Cytopharma.

* **Anmerkung:** Im gesamten Text und im Finanzteil betrachten wir, wenn nicht anders angegeben, die CytoTools AG und ihre Tochtergesellschaften DermaPro Biotechnologie GmbH und Cytopharma GmbH als „as if-Konzern“.

Ergebniskennzahlen („as if-Konzern“)

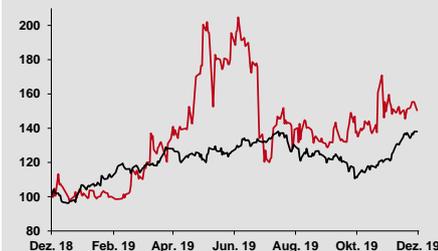
Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Nettoergebnis	EPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2018a	0,0	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4	-0,53	neg.	neg.
2019e	0,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-0,32	neg.	neg.
2020e	1,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-0,74	neg.	neg.
2021e	3,5	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-0,79	neg.	neg.
2022e	5,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,27	neg.	neg.
2023e	21,0	17,5	17,4	17,4	15,3	3,49	83,1%	73,1%

Quelle: CytoTools AG (a), BankM-Research (e)

Branche	Pharma/Biotech
WKN	A0KFRJ
ISIN	DE000A0KFRJ1
Bloomberg/Reuters	T50 GY/T5OG.DE
Rechnungslegung	HGB
Geschäftsjahr	31. Dez
GB 2019	Mai 2020
Marktsegment	Freiverkehr
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	2020e	2021e	2022e	2023e
EV/Umsatz	24,2	8,1	4,8	1,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	1,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	1,6
P/E	neg.	neg.	neg.	1,9
Preis/Buchwert	1,2	1,4	1,5	0,8
Preis/FCF	neg.	neg.	12,0	2,0
ROE (in %)	neg.	neg.	neg.	57,6
Dividendenrendite (in %)	0,0	0,0	0,0	0,0

Anzahl Aktien (in Mio.)	3,997
Marktkap. / EV (in € Mio.)	28,61 / 27,9
Free float (in %)	74,0
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	70,0
12M hoch/tief (in €; Schluss)	14,50 / 6,92
Kurs 9.12.2019 (in €; Schluss)	10,65
Performance absolut (in %)	1M 6M 12M 0,5 -23,1 50,4
relativ (in %)	-11,2 -29,8 10,3
Vergleichsindex	Daxsubsec. All Biotechnology Perf.



CytoTools AG (rot) im Vergleich mit DAXsubsector All Biotechnology Performance (schwarz)
Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die Repräsentanz der flatex Bank AG, Frankfurt.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
SWOT-ANALYSE	4
UNTERNEHMENSPROFIL	5
Geschäftsmodell	5
Strategie	6
Produkt und klinische Entwicklung	7
Management	7
MARKT UND WETTBEWERB	8
Marktübersicht	8
Wettbewerber	9
Pharmako-ökonomische Betrachtung	9
ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE	11
Gewinn- und Verlustrechnung	11
Kapitalflussrechnung	13
Bilanz	14
BEWERTUNG	15
DCF-Analyse	15
DCF-Modell	16
Modellannahmen	16
Sensitivitätsanalyse	16
Bewertungsfazit	16
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	17

Investment Case

Die im Oktober 2019 folgte Marktzulassung von DermaPro in Indien unter dem Handelsnamen Woxheal stellt einen **wesentlichen Meilenstein** in der Entwicklung des Unternehmens dar. Die Zulassung beschränkt sich derzeit noch auf die Indikation Diabetischer Fuß, jedoch ist aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen in Indien eine Indikationserweiterung auf die Behandlung des Offenen Beins mit vergleichsweise geringem Aufwand (im Rahmen einer vom Partner Centaur durchzuführenden Phase IV-Studie) zu erreichen. In diesem Fall wird sich die Zahl der Anwendungen signifikant erhöhen. **CytoTools partizipiert umsatzseitig** im Rahmen eines Lizenzabkommens sowohl an der Herstellung des Arzneimittels in einer indischen Produktionsanlage als auch am Absatz.

Der nächste wesentliche Schritt besteht nun in den **beiden pivotalen europäischen Phase III-Studien** in den Indikationen „Diabetischer Fuß“ und „Offenes Bein“. Basierend auf den bisher positiv verlaufenen Ergebnissen aus der Phase II und nicht zuletzt aufgrund der erfolgreichen Zulassung in Indien, gehen wir von einem positiven Verlauf der Studien aus. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Wirkstoff in Phase III die Zulassung erhält wird der Literatur zufolge mit 60-70% (phase transition model, alle Pathologien) beziffert.¹ Diese Transitions-wahrscheinlichkeit berücksichtigen wir auch in unserem Bewertungsmodell und gehen aufgrund der Referenzzulassung in Indien von **70% Erfolgswahrscheinlichkeit** für die beiden europäischen Phase III-Studien, von **60%** für die USA aus.

Das Krankheitsbild „chronische Wunden“ stellt ein „**unmet medical need**“ dar². Die Zielmärkte in der umrissenen Definition „Diabetischer Fuß“ und „Offenes Bein“ sind angesichts der Demographie und der Prävalenz der Diabetes bereits sehr groß. Deutlich größer wird der adressierbare Markt, wenn das Potential von DermaPro bei der Behandlung des klinischen Bildes „chronische Wunden“ in seiner Gesamtheit berücksichtigt wird. Das adressierbare Marktvolumen beträgt weltweit mehr als € 7 Mrd. Die in klinischen Studien nachgewiesenen Heilungs-raten mit DermaPro führen zu einer **drastischen Senkung der Gesamtbehand-lungskosten** seitens der Krankenkassen, die bislang eine dauerhafte bis lebens-lange Kompressionstherapie bezahlen. Mit DermaPro als zugelassenem Medi-kament erwarten wir in Europa mit graduell zunehmendem Marktanteil **hochmar-gige Bruttoumsätze** im unteren dreistelligen Millionenbereich.

Zur Finanzierung der zeitlich priorisierten **europäischen Phase III-Studie „Dia-betischer Fuß“** sowie des Umlaufvermögens benötigt die Gesellschaft - zusätz-lich zur vorhandenen Liquidität von ca. € 4 Mio. - etwa € 2,5 Mio. Eigenkapital, entsprechend einer Erhöhung des Grundkapitals um etwa 7% (bei einem unter-stellten Emissionspreis von € 10). Wir gehen in unserem Modell zudem davon aus, dass die Gesellschaft in 2020 die **europäische Phase III „Offenes Bein“** und in 2021 **klinische Studien in den USA** beginnen wird, wobei der jeweilige Kapitalbedarf hierfür eine Mischung aus freiem Cash Flow und KE sein wird.

¹ Thomas, David W. et al. (2016): *Clinical Development Success Rates 2006-2015*. <https://tinyurl.com/vzcu8wj> [13.11.2019].

Chi Heem Wong, Kien Wei Siah, Andrew W Lo (2019): *Estimation of clinical trial success rates and related parameters*. *Biostatistics*, Vol. 20 (2), S. 273-286. <https://academic.oup.com/biostatistics/article/20/2/273/4817524> [13.11.2019].

Arzneimittel: Von der Entwicklung bis zur Zulassung (2017). https://www.sciencemediacenter.de/fileadmin/user_upload/Fact_Sheets_PDF/Arzneimittel_Entwicklung-bis-Zulassung_SMC-Fact-Sheet_2017-12-01.pdf [13.11.2019].

² Neri, Luca et al. (2016): *Chronic wounds: unmet medical needs*. *Acta Vulnologica* Vol. 14(4), S.171-85 [13.11.2019].

Zeitnaher Markteintritt in Indien, mit guter Aussicht auf Indikationserweiterung

Zentrales Ziel: Pivotalle Phase III Europa

**Großer Markt mit potentieller Indikations-
erweiterung**

**KE von € 2,5 Mio. be-
nötigt zur Finanzie-
rung Phase III „Diabe-
tischer Fuß“**

SWOT-Analyse

Stärken

- Zulassung und finale Produktionsfreigabe von DermaPro/Woxheal in Indien ist eine überzeugende Referenz für Zulassungen in anderen Ländern.
- Regelmäßige, sichere Erlös-Zuflüsse aus Indien ohne zusätzliche Kosten
- Formale Voraussetzungen erfüllt für zwei pivotale Studien für europäische Zulassung in zwei Indikationen mit einem echten medical need und hohem Umsatzpotential, Phase III in Vorbereitung.
- Schlanke Kostenstruktur der Holding
- Erfahrenes Management mit naturwissenschaftlichem Hintergrund und Expertise im Kapitalmarkt.

Schwächen

- Finanzierung der europäischen Phase III-Studie(n) ist noch nicht gesichert – Wegfall der Finanzierungsoption durch Wandelanleihe.
- Sollte die Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht durchgeführt werden, erfahren die Altaktionäre eine entsprechende Verwässerung.
- In Indien existiert kein Erstattungssystem, die Behandlung muss daher privat finanziert werden. (Gleichwohl wird dieses „Defizit“ durch die enorm große Zahl an Patienten, zumindest teilweise, kompensiert.

Chancen

- Weltweite Zunahme von Diabetes sowie die demographische Entwicklung werden die Zahl an Patienten mit Diabetischem Fuß und Offenem Bein erhöhen.
- Indikationsausweitung auf weitere Indikationen im Bereich „chronische Wunden“.
- Zulassung in weiteren wichtigen Pharmamärkten, vor allem China und USA.
- Weiterer Aufbau der Beteiligung an der Tochter DermaTools erhöht den Wert der Holding.
- Tochterunternehmen Cytopharma verfügt über eine innovative Pipeline in den Indikationsfeldern Sepsis und Onkologie (nicht Gegenstand der Bewertung).

Risiken

- Zukünftige Innovationen im Bereich der Wirkstoffe und auch der regenerativen Medizin (z.B. Stammzelltherapien) können das Wettbewerbsprofil verschärfen.
- Selbst nach positiven Ergebnissen der pivotalen Phase III-Studien, können sich Zulassung (geplant 2022) und Markteintritt (geplant 2023) in Europa nach hinten verschieben.
- Die mit der Durchführung der europäischen Studien beauftragten CROs bestehen üblicherweise auf einer Zahlungszusicherung; diese ist vom Erfolg der in unserem Modell angenommenen Kapitalmaßnahmen abhängig.
- Eine Aufnahme in den Erstattungskatalog der Krankenkassen könnte sich als langwierig erweisen. Ggf. gestalten sich die Preisverhandlungen mit den Kostenträgern unvorteilhaft.

Unternehmensprofil

Geschäftsmodell

Die börsennotierte CytoTools AG ist eine Technologieholding mit zwei Beteiligungen im Biopharma- und Biotechnologiesektor. Die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten erfolgen auf der Ebene der Töchter, die Holding ist im Wesentlichen mit der Kapitalbeschaffung und der Steuerung der operativen Tätigkeiten der Töchter betraut und partizipiert über eine Finanzbeteiligung an den zukünftigen Ergebnissen entsprechend ihrem Beteiligungsanteil. Gegenstand der Tochtergesellschaften ist die Entwicklung von innovativen Produkten mit dem Ziel der Vermarktung. Derzeit ist die DermaTools GmbH diesem Ziel am nächsten und bildet demzufolge den Schwerpunkt der aktuellen Entwicklungstätigkeit.

Die Tochtergesellschaften werden at-equity als Finanzanlagen bilanziert. Der Buchwert der Beteiligungen beträgt € 15,2 Mio. (30.6.2019), wovon etwa 85% Mio. auf die DermaTools Biotech GmbH und 15% auf die Cytopharma GmbH entfallen. Die 62%ige Tochter DermaTools Biotechnologie GmbH stellt derzeit mit der Entwicklung des Wirkstoffs DermaPro den Werttreiber dar.

Die Cytopharma GmbH, an der die Holding 50% hält, entwickelt innovative Wirkstoffe im Anwendungsgebiet Onkologie und Sepsis (Blutvergiftung) und. Für das lebensbedrohliche klinische Bild der Sepsis gibt es derzeit außer intensivmedizinischen Maßnahmen mit hochdosierten Antibiotika keine Therapieoption. Mit einer Mortalität von 30-50% handelt es sich bei dieser Indikation zweifelsfrei um ein „unmet medical need“. Erste prä-klinische Versuche an Mäusen mit dem Wirkstoff Diperoxochlorsäure, dem gleichen Wirkstoff wie in DermaPro, sind sehr vielversprechend; in 2020 sollen klinische Pilot-Studien am Menschen aufgenommen werden. Das onkologische Projekt mit einem patentierten Peptid befindet sich noch in einer sehr frühen prä-klinischen Phase. Beide Gebiete, Sepsis und Onkologie besitzen ein enormes Marktpotential. Für die Projekte der Cytopharma, die sich in einem noch relativ frühen Stadium befinden, ist die Gesellschaft offen für F&E-Partnerschaften, um die weitere Finanzierung ihrer Projekte erleichtern.

In der nachfolgenden Abbildung ist das derzeitige klinische und prä-klinische Portfolio der beiden Tochterfirmen dargestellt:

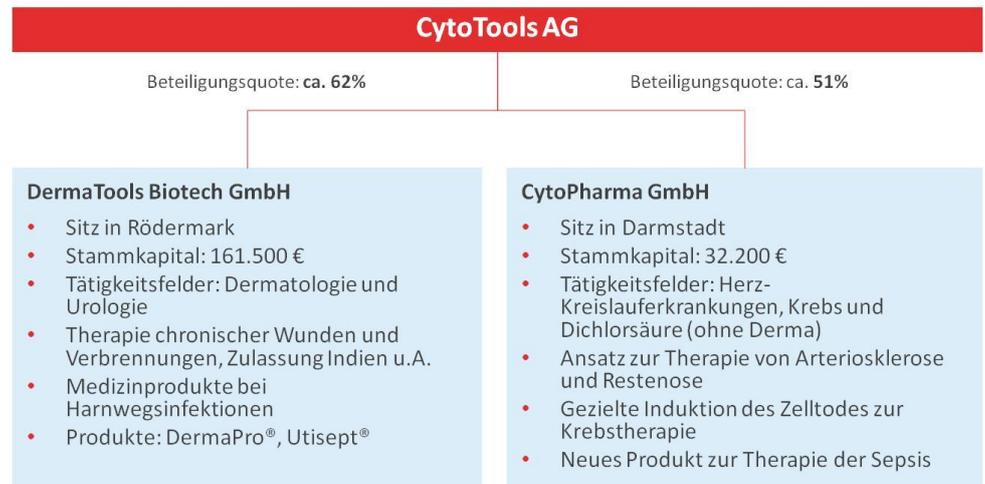
Innovative Pipeline der Tochtergesellschaften

Entwicklungspipeline

Produkt	Indikation	Markt	Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
Hauptprodukt Woxheal*	Diabetischer Fuß	Indien				Zulassung erteilt!
Hauptprodukt DermaPro*	Diabetischer Fuß	Europa			Phase IIc Dosisfindung (abgeschlossen)	
Hauptprodukt DermaPro*	Offenes Bein	Europa			Phase II (Phase III in Vorbereitung)	
Hauptprodukt DermaPro*	Diabetischer Fuß	USA			Dosisfindung (Phase II) (Phase III in Vorbereitung)	
Cancer T17-n	Krebs	Europa	Präklinisch			
Dichlorsäure	Sepsis	Europa	Präklinisch			
Utisept*	Harnwegsinfektion				CE (Zertifizierung)	

Quelle: CytoTools AG

Unternehmensstruktur



Quelle: CytoTools AG

Vertriebspartnerschaften als wahrscheinliche Strategie

Strategie

Mit dem Wirkstoff DermaPro (Woxheal in Indien) ist das Unternehmen bereits früh eine Lizenzpartnerschaft mit dem indischen Pharmaunternehmen Centaur eingegangen. Wir gehen davon aus, dass für die Vermarktung des Wirkstoffs in Europa eine ähnlich gelagerte strategische Partnerschaft mit einem vertriebsstarken Partner verfolgt wird. Die Alternative, nämlich einen eigenen Vertrieb aufzubauen, dürfte kurz- und mittelfristig die Ressourcen des Unternehmens übersteigen und – eine faire Partnerschaft vorausgesetzt – keine wirklichen, risikoadjustierten ökonomischen Vorteile bieten. Das Partnerschaftsmodell in Form von Lizenzvereinbarungen dürfte auch für andere Regionen (zukünftig sind u.a. die USA und China anvisiert) Modell stehen. Die CytoTools AG hält sich die Option offen, ihre Anteile an der DermaTools insgesamt zu veräußern, dies allerdings erst, wenn die Zulassungen in Europa und/oder den USA zu einer dann zu erwartenden deutlichen Wertsteigerung dieser Anteile geführt haben wird. Wie bereits angedeutet, ist davon auszugehen, dass der Wirkstoff DermaPro sukzessive eine Indikationserweiterung erfährt mit der potentiell **das gesamte Feld der chronischen Wunden** adressiert werden kann.

Produkt und klinische Entwicklung

DermaPro zur Behandlung chronischer Wunden wurde in mehreren klinischen Studien auf seine Wirksamkeit und Verträglichkeit untersucht. Im Oktober 2019 wurde das Medikament für die Behandlung des Diabetischen Fußes in Indien behördlich zugelassen, die Vermarktung dürfte bereits mit Beginn des Geschäftsjahres 2020 einsetzen. Zwei europäische Studien der Phase II (Wirksamkeit, Verträglichkeit und Dosisfindung) wurden erfolgreich abgeschlossen, so dass zeitnah mit einer Genehmigung zweier Phase III-Studien (Diabetischer Fuß und Offenes Bein) seitens der EMA gerechnet werden kann. Mit der Auswahl der Studienzentren wurde bereits begonnen, so dass die Rekrutierung der für die Studien benötigten Patienten ohne Zeitverzögerung beginnen kann.

Sowohl in der indischen Phase III-Studie als auch in den europäischen Phase II-Studien führte die Behandlung mit DermaPro innerhalb von zehn bis zwölf Wochen zu einer Heilung der Wunde bei über 90% der Patienten. „Heilung“ in diesem Zusammenhang bedeutet, dass die Wunde nach Behandlung zu mehr als der Hälfte geschlossen ist; die indische Studie ergab einen **kompletten Wundverschluss** in 76% der Fälle. Damit zeigt sich die Behandlung mit DermaPro im Vergleich zur konventionellen Therapie mit Wundverbänden als statistisch signifikant überlegen und erfüllt den von den Zulassungsbehörden mittlerweile geforderten wichtigsten Zielparameter des kompletten Wundverschlusses.

Mit der in diesem Jahr erfolgreichen Dosisfindungsstudie ist eine zentrale Forderung der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA erfüllt. Insofern steht formal einer Beantragung der Studienzulassung Phase III in den USA nichts Wesentliches mehr im Wege.

Management

Die CytoTools AG wird von den zwei Vorstandsmitgliedern Dr. Mark-André Freyberg und Dr. Dirk Kaiser geleitet.

Dr. Freyberg ist für die Bereiche Finanzierung und Vermarktung der Wirkstoffe verantwortlich. Als Mitbegründer der CytoTools AG koordinierte er die Forschungsaktivitäten und verantwortete die ersten erfolgreichen Finanzierungsrunden. Dr. Freyberg konnte zahlreiche Förderungen des Bundesministeriums für Bildung und Forschung (BMBF) für CytoTools gewinnen und in drei Tiermodellen den „Proof of Concept“ der vorausgegangenen Grundlagenforschung erreichen. Er war maßgeblich 2004 an der Gründung der DermaTools Biotech GmbH und der Gründung der CytoPharma GmbH im Jahr 2006 beteiligt. Nach dem Abschluss seines Studiums 1995 als Diplom-Biologe mit Schwerpunkt Mikrobiologie promovierte Dr. Freyberg an der Technischen Universität Darmstadt in den Bereichen Biochemie und Biotechnologie.

Dr. Kaiser koordiniert die umfangreichen Forschungs- und Entwicklungsarbeiten innerhalb der Tochterfirmen und ist für die Organisation und Kontrolle während der Durchführung der klinischen Studien zuständig. Dr. Dirk Kaiser gehört seit dem Jahr 2000 als Mitbegründer der CytoTools der Geschäftsführung an. Er verantwortet auch die wissenschaftliche Entwicklungsarbeit der Wirkstoffe und die konsequente Pflege und Erweiterung des Patentportfolios. Dr. Kaiser studierte an der Technischen Universität Darmstadt Chemie mit dem Schwerpunkt Biochemie und promovierte 2000 am Institut für Biochemie der Technischen Universität Darmstadt.

Zeitnahe Startschuss für Phase III in Europa

Überlegene Wirksamkeit

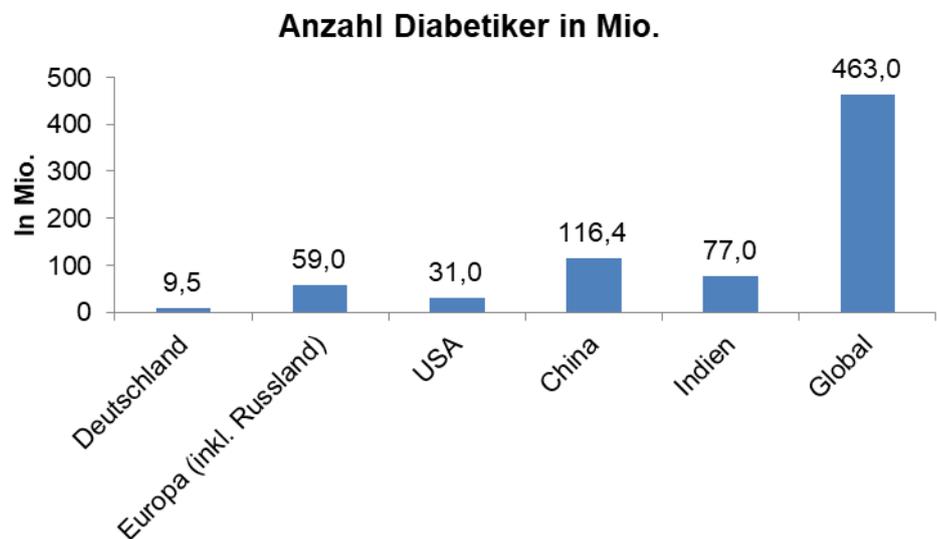
Wichtige Hürde ggü. FDA genommen

Markt und Wettbewerb

Marktübersicht

1. Diabetischer Fuß

Die Volkskrankheit Diabetes ist die namensgebende Grunderkrankung für die Entstehung des Diabetischen Fußes. Ausgehend von epidemiologischen Daten lässt sich auf Basis der Zahl der Diabetes-Erkrankungen die Anzahl der Patienten mit dieser Folgeerkrankung annähern. Bei der folgenden Darstellung sind die nicht-diagnostizierten Fälle (Dunkelziffer) nicht berücksichtigt; diese liegt je nach Region zwischen 38 und 57%, im globalen Mittel bei 50%.



Quelle: IDF Diabetes Atlas, 9th edition 2019

In einem übergeordneten geografischen Rahmen belaufen sich die Wachstumsraten bis zum Jahr 2045 weltweit, für Europa, Nordamerika & Caribbean, Western Pacific und Südostasien nach Schätzungen der International Diabetes Foundation (IDF Diabetes Atlas, 9th edition 2019) auf 51%, 15%, 33%, 31% bzw. 74%.

Die IDF geht von weltweit 40 – 60 Mio. Patienten mit Diabetischem Fuß aus. Dies entspricht einer weltweiten Prävalenz (Häufigkeit) von etwa 9-13%. Die jährlichen Neuerkrankungen (Inzidenz) liegen bei etwa 2%.

Nach übereinstimmenden Zahlen der Deutsche Diabetes Gesellschaft, der Deutschen Diabetes Hilfe sowie des Diabetesinformationsdienstes München entwickeln in Deutschland 2-10% der Diabetiker einen diabetischen Fuß mit einer jährlichen Neuerkrankungsrate von 2-6%. In Indien, dem ersten Markt der Zulassung von DermaPro liegt die Häufigkeit, je nach Quelle, bei bis zu 15%.³

³ Shahi, S.K. et al. (2012): Prevalence of Diabetic Foot Ulcer and Associated Risk Factors in Diabetic Patients From North India. The Journal of Diabetic Foot Complications, Vol. 4, Issue 3 (4), S. 83-91.

2. Chronische Wunden

Chronische Wundpatienten sind in der Regel im höheren Lebensalter, da die Prävalenz mit zunehmenden Alter ansteigt (Forschungsgruppe Primärmedizinische Versorgung (PMV) Köln, 2016). Geeignete Behandlungsprotokolle bei chronischen Wunden führen in 50% der Fälle zu einer Heilung innerhalb von vier Monaten, 20% heilen nicht innerhalb von zwei Jahren und 8% nicht nach fünf Jahren.⁴

Definition: Eine Wunde ist chronisch, wenn sie innerhalb von 8 Wochen nicht verheilt (Wund Management 2017, 11 (2), S. 81)

Wettbewerber

Der Goldstandard der Therapie des Diabetischen Fußes und des Offenen Beins ist die Kompressionstherapie mit feuchten Verbänden (Hydrogele). Diese ermöglichen eine Aufrechterhaltung des venösen Blutdrucks in den betroffenen Körperregionen und damit eine ausreichende Blutzufuhr und Versorgung des Gewebes mit Sauerstoff und Nährstoffen. Obwohl die Heilungsrate und -dauer der Behandlung sehr stark variieren (s.o.), werden Kompressionsverbände als **Monotherapie** noch länger Bestand haben und als solche mit neuen Ansätzen, wie der Behandlung mit DermaPro, in direktem Wettbewerb stehen. Der Wettbewerbsgrad reduziert sich jedoch, wenn die Kombinationstherapie „Kompression plus DermaPro“ mehr und mehr angenommen wird.

Auf Wirkstoffebene sind uns für die Behandlung des Diabetischen Fußes zwei Produkte bekannt, Granulox und Regranex. Das Hämoglobinspray Granulox wird vom schwedischen Pharmaunternehmen Mölnlycke vertrieben. Das Medizinprodukt wurde von der Sangui BioTech GmbH zunächst auslizensiert an die Sasto-Med GmbH, die später von Mölnlycke aufgekauft wurde. Am 4. Dezember 2019 vermeldete das Unternehmen den Beginn einer multizentrischen Phase III-Studie für die Indikation Offenes Bein. Regranex ist ein rekombinanter Fibroblasten-Wachstumsfaktor, der von Chiron und J&J entwickelt wurde. Das Arzneimittel steht im Verdacht, nach längerer Anwendung das Wachstum von Tumoren zu fördern.

Sehr eingeschränkter Wettbewerb auf Wirkstoffebene

Pharmako-ökonomische Betrachtung

Am Beispiel der Therapiekosten in Deutschland für den Diabetischen Fuß und für chronische Wunden im Allgemeinen vergleichen wir die Kosten der konventionellen Behandlung mit der Behandlung mit DermaPro.

Basierend auf Daten der Techniker Krankenkasse liegen die Kosten zur Behandlung des Diabetischen Fußes pro Patient bei ca. € 2.300 im ersten Jahr nach Diagnosestellung und bei ca. € 1.400 für jedes Folgejahr. Die Krankheitskosten über alle chronischen Wunden liegen Studien zufolge in Deutschland zwischen € 9.060 und € 9.569 pro Patient und Jahr. Bei beiden Patientenkollektiven besteht mit 75% der größte Teil der Behandlungskosten aus den drei Blöcken: Wundauflagen/Kompressen (23%) sowie ambulante (14%) und stationäre (37%) Versorgung.⁵

⁴ Romanelli, M. et al.: Wirtschaftliche Belastungen durch schwer heilende Wunden. S. 15-17. In: European Wound Management Association (Hrsg.). Positionsdokument: *Schwer heilende Wunden: ein ganzheitlicher Ansatz*. London: MEP Ltd., 2008.

⁵ Kähm, K. et al. (2018): Health care costs associated with incident complications in patients with Type 2 Diabetes in Germany. *Diabetes Care* 41 (5), S. 971-978.

Deutscher Gesundheitsbericht Diabetes 2019.

Gesellschaftspolitische Kommentare: Chronische Wunden. Jg. 57, Sonderausgabe Nr. 2, 2016, S. 3 und S. 10.

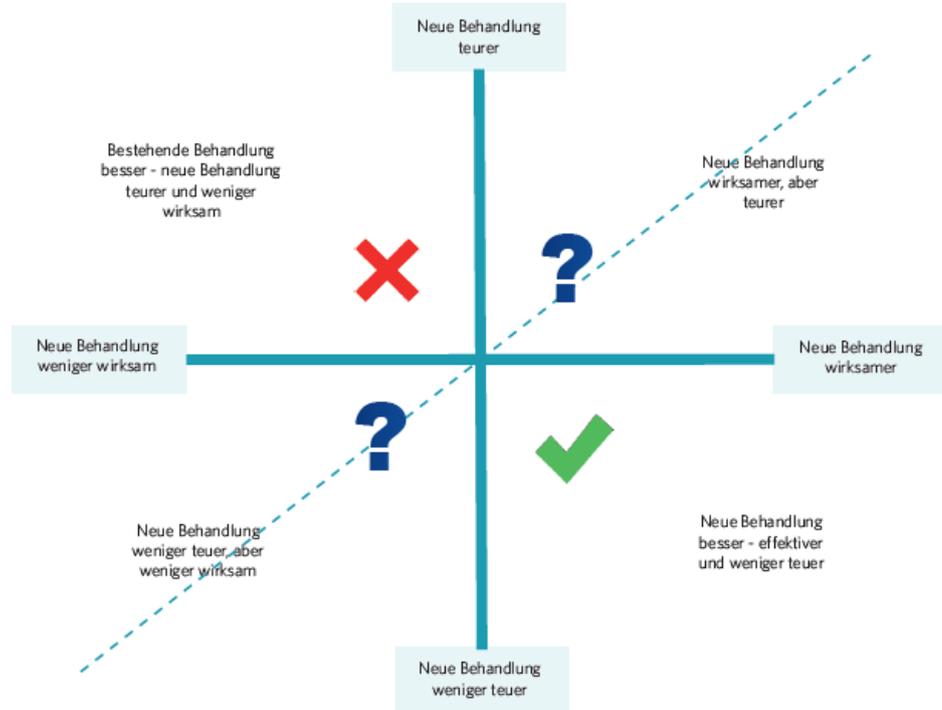
Deutliche Kostenreduktion mit DermaPro

Im Vergleich zu diesen hohen Behandlungskosten stellt sich die Behandlung mit DermaPro deutlich günstiger dar. Ein Behandlungszyklus von acht Wochen beläuft sich nach Angaben des Unternehmens bei etwa € 1.000. Die durchgeführten Studien belegen den kompletten Wundverschluss nach zehn Wochen und führt somit zu einer signifikanten Reduzierung der oben aufgeführten Kostenblöcke. Diese Degression dürfte für alle Krankenkassen interessant sein und das Therapieverfahren mit DermaPro zu einer erstattungsfähigen Gesundheitsleistung machen. Auch in Ländern mit rein privater Kostenübernahme ist dies sicherlich ökonomisch bedeutsam.

Effizienzdruck im Gesundheitssystem

Wirtschaftlichkeitsanalysen sowohl seitens der Kostenträger als auch der behandelnden Ärzte und Krankenhäuser sind gerade auch im Wundmanagement von hoher Relevanz. Angesichts rapide steigender Gesundheitskosten steht eine Verbesserung der Kosteneffizienz daher beständig auf der Agenda dieser Parteien. Generell sind neuen Behandlungsmethoden, die bei geringeren Kosten zu einem besseren Ergebnis führen, absolute Priorität einzuräumen. Gemäß dieses Paradigmas ist die Behandlung mit DermaPro im rechten unteren Quadranten der Kosten-/Effizienzmatrix zu verorten.

Kosten/Effizienzmatrix im Gesundheitssektor



--- Kosten-Nutzen-Grenze — unter der Linie ist die neue Behandlung kosteneffizienter als die Vergleichsbehandlung; oberhalb der Linie ist die neue Behandlung weniger kosteneffizient als die Vergleichsbehandlung

Quelle: Internationaler Konsens. Begründung für ein kosteneffizientes Wundmanagement. Wounds International 2013, S. 8.

Ertrags- und Vermögenslage

Unser Modell erfasst lediglich das Potential des Wirkstoffs DermaPro in der Indikation „Diabetischer Fuß“. Wir begründen dies mit der bereits erfolgten Zulassung für den Wirkstoff in dieser Indikation in Indien, was unseren Prognosen ein höheres Maß an Plausibilität verleiht. Derzeit nicht berücksichtigt haben wir zukünftige Erlöse aus der Indikation „Offenes Bein“ sowie aus der Anwendung im gesamten Spektrum der übergeordneten Pathologie „Chronische Wunden“ (u.a. Dekubitus). Gleichwohl sehen wir in diesen Anwendungen ein immenses Upside.

Gewinn- und Verlustrechnung

Wie im Falle der Vermarktung von DermaPro in Indien gehen wir von einer Verpartnerung beim Vertrieb in Europa und den USA aus. Während wir im Falle von Indien aufgrund der frühen Risikoübernahme seitens des Partners Centaur von einem Lizenzerslös in Höhe von 10% der Umsätze ausgehen, unterstellen wir im Falle jetzt folgender Vertriebspartner durch das reduzierte Risiko eine Beteiligung von 25%. Für drei Märkte haben wir pauschale Annahmen hinsichtlich Marktpenetration und Prävalenz vorgenommen und gewichten mit Erfolgswahrscheinlichkeiten (s. Tabelle und Kapitel „Investment Case“). Die Daten zu Prävalenz und Inzidenz streuen recht breit zwischen 2 und 10%⁶, je nach geographischer Region und untersuchter Altersklassen. Die von uns angenommene Prävalenz von 2,5% für Europa und USA basiert auf epidemiologischen Daten aus Deutschland.⁷ Die Prävalenz für Indien schätzen wir konservativ mit 7,5% ein, auf Basis nicht eindeutiger Literaturdaten, die von bis zu 15% ausgehen (s. Markt und Wettbewerb). Für Indien als erstem Markt gehen wir zudem von einer initial geringeren Marktpenetration von 2,5% aus.

Zur Herleitung der Marktgröße für den Diabetischen Fuß wählen wir als Ausgangspunkt die Anzahl der Patienten mit der Primärerkrankung Diabetes in den von uns berücksichtigten drei Regionen.

Modellierung der Erlöse via Lizenzierung

Herleitung der relevanten Marktgröße

Nettoerlös-Modell „Diabetischer Fuß“

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<i>in € Mio.</i>								
Indien		1,2	3,5	5,8	8,1	10,4	12,7	15,0
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	77,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	7,5%							
Penetration		2,5%	7,5%	12,5%	17,5%	22,5%	27,5%	32,5%
Lizenzerslöse DermaTools	10%							
Verkaufspreis (in €)	80							
Erfolgswahrscheinlichkeit	100%							
Europa					12,9	25,8	38,7	51,6
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	59,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration					5%	10%	15%	20%
Lizenzerslöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.000							
Erfolgswahrscheinlichkeit	70%							
USA						8,7	17,4	26,2
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	31,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration						5%	10%	15%
Lizenzerslöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.500							
Erfolgswahrscheinlichkeit	60%							
Summe Nettoumsatz		1,2	3,5	5,8	21,0	44,9	68,9	92,8

Quelle: BankM Research und zitierte Quellen

⁶ Morbach, S. et al.: Diagnostik, Therapie, Verlaufskontrolle und Prävention. In: W.A. Scherbaum und Th. Haak (Hrsg.). Evidenzbasierte Leitlinie der Deutschen Diabetes-Gesellschaft, 2008.

⁷ Prävalenz von Diabetischem Fußsyndrom und Amputationen bei DFS-Patienten nach Bundesland im Jahr 2010, Statista.

Die Umsatzerlöse haben wir auf Nettobasis geschätzt, d.h. als reine Lizenzerlöse modelliert - unter der Annahme, dass der Vertrieb über einen Partner erfolgt.

„as if-Konzern“- Betrachtung

Da wir die CytoTools und die DermaTools Biotech GmbH als Konzern betrachten, sind die Kosten für die klinischen Studien, die wir für die geschätzte Dauer der Studien über drei Jahre abgrenzen, unter den „sonstigen betr. Aufwendungen“ aufgeführt. [Auf Holding-Ebene stellt dies einen Cash Flow aus Investitionstätigkeit dar, da die eingeworbenen Mittel aus den von der Holding durchgeführten Kapitalerhöhungen für operative Tätigkeiten an die Tochter - unter Erhöhung des Beteiligungsanteils - weitergereicht werden]. Nennenswerter Materialaufwand entsteht erst mit der Aufnahme der Produktion des Wirkstoffs im Rahmen der für 2023 angenommenen europäischen Markteinführung von DermaPro.

Die steuerliche Verwendung von Verlustvorträgen haben wir nicht berücksichtigt.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
		"as if"-Konzern				
Netto-Umsatzerlöse	1	1	1.155	3.465	5.775	20.991
<i>Wachstumsrate in %</i>		<i>0,0</i>	<i>n.a.</i>	<i>200,0</i>	<i>66,7</i>	<i>263,5</i>
Materialaufwand	0	0	0	0	0	420
<i>% vom Umsatz</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>2,0</i>
Rohergebnis	1	1	1.155	3.465	5.775	20.571
Sonst. betr. Erträge	2	0	0	0	0	0
Personalaufwand	438	452	550	570	587	605
<i>% vom Umsatz</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,6</i>	<i>16,5</i>	<i>10,2</i>	<i>2,9</i>
Sonstige betr. Aufwend.	758	800	3.833	6.333	6.333	2.500
<i>% vom Umsatz</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>331,9</i>	<i>182,8</i>	<i>109,7</i>	<i>11,9</i>
EBITDA	-1.193	-1.250	-3.228	-3.438	-1.145	17.467
Abschreibungen	30	30	30	30	30	30
EBIT	-1.223	-1.280	-3.258	-3.468	-1.175	17.437
Zinserträge	53	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	251	0	0	0	0	0
EBT	-1.421	-1.280	-3.258	-3.468	-1.175	17.437
Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -)	0	0	0	0	0	2.092
Konzernergebnis	-1.422	-1.280	-3.258	-3.468	-1.175	15.344
Anzahl Aktien (verwässert)	2.686	3.997	4.394	4.394	4.394	4.394
Ergebnis / Aktie (EPS, verwässert)	-0,53	-0,32	-0,74	-0,79	-0,27	3,49

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e); 2018a CytoTools AG, ab 2019 „as if“-Konzern

GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Rohertagsmarge	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	98,0
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	83,2
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	83,1
EBT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	83,1
Nettomarge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	73,1

Kapitalflussrechnung

Die Kapitalflussrechnung ist geprägt von Kapitalmaßnahmen zur Finanzierung der beiden europäischen Phase III-Studien und einer Phase III-Studie für die Indikation „Diabetischer Fuß“ in den USA. Wir gehen davon aus, dass in den USA parallel eine Phase III-Studie zum „Offenen Bein“ durchgeführt werden wird, haben dies aber in unserer Cash Flow-Prognose nicht berücksichtigt.

Der ausgeprägten negativen operativen Cash Flows in 2020 und 2021 resultieren aus Vorauszahlungen an die CROs (Clinical Research Organisation), die mit der Durchführung der Studien beauftragt werden. Wir unterstellen hier eine Vorableistung von 50% der Kosten für die beiden europäischen Studien, also € 5,75 Mio. in 2020 und € 3,75 Mio. in 2021 für die USA-Studie.

Das Jahr 2023 markiert gemäß unserem Modell den Markteintritt von DermaPro in Europa, verbunden mit erheblichen operativen Mittelzuflüssen.

**Positiver Cash Flow
nicht vor 2022**

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
		"as if"-Konzern				
Konzernergebnis	-1.422	-1.280	-3.258	-3.468	-1.175	15.344
+ Abschreibung & Wertminderungen	30	30	30	30	30	30
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-2	0	0	0	0	0
= Cash Earnings	-1.394	-1.250	-3.228	-3.438	-1.145	15.374
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	82	-62	5.846	-1.808	-3.558	1.268
+ Finanzergebnis	198	0	0	0	0	0
+ Sonstiges	16	0	0	0	0	0
= Operativer Cash Flow	-1.262	-1.189	-9.075	-1.631	2.412	14.106
- Investitionen in Anlagevermögen	3.296	30	380	30	30	30
= Freier Cash Flow	-4.558	-1.219	-9.455	-1.661	2.382	14.076
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	1.484	2.500	7.000	0	0	0
+ Wandelanleihe	4.400	5.955	0	0	0	0
- Rückzahlung Wandelanleihe	500	1.100	0	0	0	0
- Finanzergebnis	198	0	0	0	0	0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0	2.122	0	0	0	0
= Finanzierungs-Cash Flow	5.186	5.233	7.000	0	0	0
Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)	628	4.014	-2.455	-1.661	2.382	14.076

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e); 2018a CytoTools AG, ab 2019 „as if“-Konzern

Bilanz

Die DermaTools Biotech GmbH und die Cytopharma GmbH werden in der Holding-Bilanz als Finanzanlagen at-equity bilanziert. In unserer Prognose modellieren wir jedoch – analog zur GuV und Kapitalflussrechnung eine „as if“-Konzernbilanz. Daher ist die Höhe der Finanzanlagen, die auf der Ebene der Holding zu Buche schlagen, nachrichtlich angegeben.

Zur Ermittlung der Aktienzahl in den Jahren der Kapitalerhöhung gehen wir in 2019 von einem Ausgabepreis von € 10 aus, was in etwa dem aktuellen Kursniveau entspricht; in 2020 rechnen wir mit einem Ausgabepreis, der zu gleichen Teilen mit dem aktuellen Kursniveau und unserem Fairen Wert gewichtet ist.

Wie bereits im Abschnitt „Kapitalflussrechnung“ beschrieben, haben wir im Umlaufvermögen Vorauszahlungen an die beauftragten CROs vorgesehen, die über die GuV abgegrenzt und damit aufgelöst werden.

Schuldenfreie Bilanz

Nach dem 30.6.2019 wurden alle verbliebenen Wandelschuldverschreibungen in Eigenkapital gewandelt. Das Unternehmen ist unverschuldet und weist demzufolge mit ca. 98% eine sehr hohe Eigenkapitalquote auf.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
		"as if"-Konzern				
Aktiva						
A. Anlagevermögen	13.386	13.386	13.736	13.736	13.736	13.736
I. Immaterielle Vermögenswerte	75	75	425	425	425	425
II. Sachanlagen	15	15	15	15	15	15
III. Finanzanlagen	13.297	13.297	13.297	13.297	13.297	13.297
<i>Nachrichtlich: Holding-Ebene CytoTools AG</i>	<i>13.297</i>	<i>15.424</i>	<i>22.424</i>	<i>22.424</i>	<i>22.424</i>	<i>22.424</i>
B. Umlaufvermögen	2.751	6.704	10.095	6.627	5.451	20.796
I. Forderungen	62	0	96	289	481	1.749
II. Barmittel	2.689	6.704	4.249	2.588	4.970	19.047
III. Vorauszahlungen (CROs)	0	0	5.750	3.750	0	0
C. RAP	235	235	235	235	235	235
Bilanzsumme	16.372	20.325	24.067	20.598	19.423	34.767
Passiva						
A. Eigenkapital	13.505	19.880	23.622	20.153	18.978	34.322
I. Gezeichnetes Kapital	2.686	3.997	4.394	4.394	4.394	4.394
Eigene Anteile	0	-178	-178	-178	-178	-178
II. Kapitalrücklagen	24.221	33.042	39.645	39.645	39.645	39.645
III. Gewinnrücklagen/Verlustvortrag	-13.402	-16.982	-20.240	-23.708	-24.884	-9.540
B. Rückstellungen	52	52	52	52	52	52
C. Verbindlichkeiten	2.816	393	393	393	393	393
langfristig	916	0	0	0	0	0
kurzfristig	1.900	393	393	393	393	393
Bilanzsumme	16.372	20.325	24.067	20.598	19.423	34.767

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e); 2018a CytoTools AG, ab 2019 „as if“-Konzern

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Anlagevermögen	81,76	65,86	57,08	66,69	70,72	39,51
Umlaufvermögen	18,24	34,14	42,92	33,31	29,28	60,49
Eigenkapital	82,48	97,81	98,15	97,84	97,71	98,72
ges. Verbindlichkeiten	17,52	2,19	1,85	2,16	2,29	1,28
Langfristige Verbindlichkeiten	5,91	0,25	0,21	0,25	0,27	0,15
kurzfristige Verbindlichkeiten	11,60	1,94	1,63	1,91	2,03	1,13

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bewertung

DCF-Analyse

Zur Analyse der Freien Cash Flows wenden wir ein 3-Phasen Modell an:

Phase I	2019 – 2022 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2023 – 2026 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value

Zur Schätzung zukünftiger Cash Flows bedienen wir uns folgender Quellen:

- Geschäftsberichte der Gesellschaft
- Diskussionen mit dem Vorstand
- Medizinische Fachpublikationen

Diskussion zur Ermittlung der Kapitalkosten

Da wir von einem, auch zukünftig, unverschuldeten Unternehmen ausgehen, ermitteln wir keine gewichteten Kapitalkosten (WACC), sondern lediglich die Eigenkapitalkosten. Den risikofreien Zins erhalten wir aus der Rendite für 20-jährige deutsche Bundesanleihen. Die erwartete Marktrendite repräsentieren wir näherungsweise über empirische Werte von europäischen und internationalen, breit gestreuten Indizes und kombinieren diese mit Empfehlungen aus der aktuellen Kapitalkostenstudie von KPMG. Als idiosynkratische Risikokomponente wählen wir das Sektor-Beta des Daxsubsectors „All Biotechnology TR“ gegen den MSCI World (Regression der wöchentlichen Renditen über zwei Jahre) und bilden damit das Markt-Risikosentiment für ein Unternehmen aus dem gleichen Sektor ab.

Auf die so ermittelten Kapitalkosten schlagen wir als unternehmensspezifisches Risiko 5%-Punkte auf und reflektieren damit die Tatsache, dass unser Prognose- und DCF-Modell unter dem Vorbehalt der benötigten Kapitalmaßnahmen steht.

Prognoseannahmen

Unsere Prognosen basieren wesentlich auf den jüngsten Erfolgen der Unternehmung. Hierzu zählen die erfolgte Marktzulassung in Indien sowie die erfolgreichen Phase II-Studien in Europa. Voraussetzung für die Realisierung unseres Modells sind Kapitalzuflüsse, die wir über Eigenkapitalmaßnahmen abgebildet haben.

Bei diesen Kapitalerhöhungen zur Finanzierung der klinischen Studien antizipieren wir - aufgrund der ab 2020 einsetzenden Erlöse aus Indien - eine Zunahme des Bewertungsniveaus der DermaTools GmbH um 10% in 2019 und 25% in 2020. Dies berücksichtigend, ermitteln wir die mit den Kapitalerhöhungen zunehmenden Beteiligungsanteile der CytoTools AG an der Tochtergesellschaft mit 67% (Ende 2019) und knapp unter 73% (ab Ende 2020), ausgehend von 62% (H1/2019). Die ermittelten Quoten ergeben sich unter der Annahme, dass die Minderheitsaktionäre der DermaTools nicht mitzeichnen.

Auch unsere DCF-Analyse setzt auf der „as if-Konzern“-Annahme auf. Um zum Eigenkapitalwert der CytoTools AG als Holding zu gelangen, multiplizieren wir alle Freien Cash Flows mit dem jeweiligen Beteiligungsverhältnis der Holding an der DermaTools GmbH. Zu guter Letzt addieren wir den Beteiligungsbuchwert der Cytopharma GmbH hinzu (Annahme: € 2 Mio.). Im Terminal Value setzen wir die EBIT-Marge auf 50% herab und tragen damit voraussehbaren Preisanpassungen aufgrund des Markteintritts konkurrierender Produkte Rechnung. Nicht zuletzt werden mit Ablauf des Produktschutzes in 2033 mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit Generikahersteller auf den Plan gerufen.

Herleitung der Kapitalkosten

Prognosen

DermaTools: Zunahme des Bewertungsniveaus

DCF-Modell

in T€	2018a	Phase I					Phase II				Terminal Value
		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e		
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8		
Wachstum		0,0%	n.a.	200,0%	66,7%	263,5%	114,0%	53,3%	34,8%	1,0%	
Umsätze	1	1	1.155	3.465	5.775	20.991	44.926	68.861	92.796	93.724	
EBIT	-1.223	-1.280	-3.258	-3.468	-1.175	17.437	42.875	66.313	89.750	46.862	
- Steuern	0	0	0	0	0	2.092	5.145	7.958	10.770	14.059	
+ Abschreibungen	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	82	-62	5.846	-1.808	-3.558	1.268	1.995	1.995	1.995	1.995	
+ andere Positionen	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen in Anlagevermögen	3.296	30	380	50	30	30	30	30	30	30	
= Freier Cash Flow auf Ebene DermaTools	-4.558	-1.219	-9.455	-1.681	2.382	14.076	35.735	56.360	76.985	30.809	
Freier Cash Flow auf Ebene CytoTools unter Berücksichtigung der jeweiligen Beteiligungsverhältnisse		-783	-6.865	-1.220	1.730	10.221	25.948	40.924	55.900	22.371	
Terminal Value										179.930	
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,35	
Nettoabwert der Freien Cash Flows	n.a.	-686	-5.266	-820	1.018	5.268	11.713	16.180	19.356		
Nettoabwert des Terminal Values										62.305	
Bewertung		Anteil am EV									
Ergebnis Phase I u. II	46.762	43%									
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	62.305	57%									
= Wert des Eigenkapitals	109.067	Beteiligungsverhältnis der CytoTools AG an der DermaTools GmbH aufgrund von Kapitalerhöhungen									
+ Buchwert Cytopharma GmbH	2.000	66,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	
Eigenkapitalwert der Beteiligung	111.067										
Anzahl Aktien (nach Kapitalmaßnahmen)	4.394										
Fairer Wert pro Aktie	25,28										

Quelle: BankM Research

Modellannahmen

	Quelle	Ph. I und II	TV
Risikofreier Zins	Bloomberg	-0,01%	
Erwartete Marktrendite	Bloomberg / KPMG	8,43%	
Marktrisikoprämie	Bloomberg / KPMG	8,44%	
Sektor Beta (Daxsubsec. All Biotechnology Perf. vs. MSCI World)	Bloomberg	1,09	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		5,00%	
Eigenkapitalkosten		14,18%	
Eigenkapitalkosten im TV			13,43%

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		11,00%	12,00%	13,00%	13,43%	14,00%	15,00%	16,00%
Wachstumsrate Terminal Value	0,00%	26,96	25,64	24,52	24,09	23,56	22,73	22,00
	0,50%	27,80	26,35	25,13	24,66	24,09	23,19	22,41
	1,00%	28,73	27,13	25,79	25,28	24,66	23,69	22,85
	1,50%	29,76	27,98	26,51	25,95	25,28	24,23	23,32
	2,00%	30,89	28,92	27,30	26,68	25,95	24,80	23,82

		EBIT-Marge im Terminal Value						
		48,50%	49,00%	49,50%	50,00%	50,50%	51,00%	51,50%
Wachstumsrate Terminal Value	0,00%	23,67	23,81	23,95	24,09	24,22	24,36	24,50
	0,50%	24,23	24,37	24,51	24,66	24,80	24,95	25,09
	1,00%	24,83	24,98	25,13	25,28	25,43	25,58	25,73
	1,50%	25,48	25,64	25,79	25,95	26,11	26,27	26,43
	2,00%	26,18	26,35	26,52	26,68	26,85	27,01	27,18

Quelle: BankM Research

Bewertungsfazit

Auf Basis unserer DCF-Analyse ermitteln wir - nach Berücksichtigung modellimpliziter Verwässerung - einen Wert von **€ 25,28 pro CytoTools-Aktie**. Angesichts des aktuellen Kursniveaus lautet unsere Empfehlung „Kauf“.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: flatex Bank AG (flatex Bank), Frankfurt.

Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst.

Die flatex Bank unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist CytoTools AG.

Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Keine

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

10.12.2019

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 9.12.2019

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der flatex Bank, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und haben aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der flatex Bank und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der flatex Bank durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Delegierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2019 BankM - Repräsentanz der flatex Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

flatex Bank AG, Rotfeder-Ring 7, D-60327 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!