

Basisstudien-Update

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals: KAUFEN)

Fairer Wert

€ 29,36*

(vormals: € 25,28*)
Nach Berücksichtigung modell-impliziter Verwässerung

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

Vermarktungsstart in Indien - Start Phase III in Europa

Bedingt durch die wirtschaftlichen Einschränkungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie hatte sich der ursprünglich für die erste Jahreshälfte 2020 geplante Vertriebsstart des in Indien im letzten Jahr zugelassenen Medikaments DermaPro (Markenname in Indien: Woxheal) für die Behandlung des Diabetischen Fußes verschoben. Der Markteintritt wurde nunmehr am 3.9.2020 vom indischen Vertriebspartner Centaur Pharmaceuticals vermeldet. Mit der Produktionsfreigabe ihres Wirkstoffs DermaPro im Oktober letzten Jahres hatte die CytoTools AG* den **letzten Meilenstein** für die Marktzulassung in Indien erreicht. Da sich der Partner Centaur bereits sehr früh an der Wirkstoffentwicklung (klinische Studien und Zulassung in Indien) beteiligte, gehen wir nach wie vor von einer unseres Erachtens angemessenen Umsatzbeteiligung von etwa 10% aus; gleichwohl stehen diesen **regelmäßigen Erlösen** auf Seiten CytoTools keinerlei Kosten gegenüber. Zukünftige Entwicklungs- und Vertriebspartner werden unserer Einschätzung nach – entsprechend dem fortgeschrittenen Entwicklungsstatus von DermaPro – deutlich mehr abgeben müssen; in unserem Modell gehen wir von 25% aus.

Die vor kurzem durchgeführte Kapitalerhöhung wurde von einem einzigen, **strategischen Investor** gezeichnet und führte zu einem Nettoerlös von **ca. € 3,7 Mio.** Dies erlaubt nun den Beginn der europäischen **Phase III-Studie** für den „Diabetischen Fuß“. Im Zuge der KE dürfte sich die Beteiligungsquote der CytoTools an ihrer Tochtergesellschaft DermaTools GmbH auf ca. 67% belaufen.

Der **neue Investor** PIH Pharma Industry Holding GmbH, ein Tochterunternehmen der Klocke-Gruppe, ist als Dienstleister für die Entwicklung, Herstellung und Verpackung von Medikamenten tätig. Die Klocke-Gruppe ist weltweit führend in der Herstellung innovativer Verpackungen, insbesondere bei 2-Kammer-Systemen, wie sie für die Applikation am Patienten für das Medikament DermaPro benötigt werden. Hierin sehen wir auch die **strategische Perspektive** des neuen Investors.

Am 17.9. wurde gemeldet, dass mit Untersuchungen zur Wirksamkeit des DermaPro-Wirkstoffs DOPCL zur Behandlung von Covid-19 begonnen wurde. Dies haben wir, ebenso wie die Indikation „Sepsis“ aufgrund des frühen Entwicklungsstatus nicht in unserer Bewertung berücksichtigt.

Wir haben die Schätzungen in unserem Erlösmodell angepasst und bewerten die Aktie auf Basis einer Fundamentalanalyse (DCF-Modell) mit € 29,36. Angesichts des aktuellen Kursniveaus lautet unsere Empfehlung „Kaufen“.

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

Ergebniskennzahlen („as if-Konzern“, in € Mio.)

Jahr	Netto-Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Netto-ergebnis	EPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2019a	0,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-0,35	neg.	neg.
2020e	1,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-0,81	neg.	neg.
2021e	3,5	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-0,83	neg.	neg.
2022e	5,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-0,34	neg.	neg.
2023e	21,2	17,7	17,7	17,7	15,6	3,74	83,3%	73,3%

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

Branche	Pharma/Biotech
WKN	A0KFRJ
ISIN	DE000A0KFRJ1
Bloomberg/Reuters	T5O GY/T5OG.DE
Rechnungslegung	German GAAP (HGB)
Geschäftsjahr	Dec 31
GB 2019	May, 2020
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	2020e	2021e	2022e	2023e
EV/Umsatz	n.m.	20,8	13,0	3,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	4,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	4,1
P/E	neg.	neg.	neg.	4,7
Preis/Buchwert	4,0	4,0	4,4	2,3
Preis/FCF	neg.	neg.	neg.	4,9
ROE (in %)	neg.	neg.	neg.	63,2
Dividendenrendite (in %)	0,0	0,0	0,0	0,0

Anzahl Aktien (in Mio.)	4,032
Marktkap. / EV (in € Mio.)	73,38 / 71,9
Free float (in %)	59,0
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	141,0
12M hoch/tief (in €; Schluss)	19,5 / 6,8
Kurs 16.10.2020 (in €; Schluss)	18,20
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	25,1 96,5 83,8
relativ (in %)	18,6 47,2 8,7
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 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 BankM AG, Frankfurt.

Bewertung

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

Phase I	2020 – 2023 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2024 – 2027 (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 Markttrendite 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 einer weiteren Kapitalmaßnahme in 2021 steht.

Prognoseannahmen

Unsere Prognosen basieren wesentlich auf den jüngsten Erfolgen der Unternehmung. Hierzu zählen die erfolgte Marktzulassung in Indien sowie der zeitnahe Beginn der Phase III-Studie in Europa. Voraussetzung für die Realisierung unseres Modells sind Kapitalzuflüsse, die wir über Eigenkapitalmaßnahmen abgebildet haben. Unter der Annahme einer jeweiligen Zunahme des Bewertungsniveaus der DermaTools GmbH in 2020 und 2021 um 15% ermitteln wir die mit den Kapitalerhöhungen zunehmenden Beteiligungsanteile der CytoTools AG an der Tochtergesellschaft mit knapp 67% (Ende 2020) und ca. 68% Ende 2021 (s. S. 9). 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€	2019a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		n.a.	200,0%	60,0%	282,8%	110,8%	46,8%	28,0%	17,7%	1,0%
Nettoerlöse	36	1.155	3.465	5.544	21.220	44.728	65.677	84.068	98.977	99.966
EBIT	-1.175	-3.247	-3.457	-1.395	17.672	34.272	45.953	53.225	56.076	49.983
- Steuern	0	0	0	0	2.121	5.123	7.584	9.745	11.497	14.995
+ Abschreibungen	19	19	19	19	19	19	19	19	19	30
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	0	1.981	-591	-1.182	511	766	682	599	486	486
+ andere Positionen	245	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen	2.425	19	19	19	19	19	19	19	19	30
= Freier Cash Flow auf "as if"-Ebene	-3.336	-5.228	-2.866	-213	15.041	28.383	37.686	42.881	44.094	34.503
Freier Cash Flow auf Ebene CytoTools unter Berücksichtigung der jeweiligen Beteiligungsverhältnisse an der DermaTools		-3.370	-1.958	-146	10.277	19.393	25.749	29.298	30.127	23.574
Terminal Value										168.806
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,89	0,80	0,71	0,63	0,56	0,50	0,45	0,40	0,40
Netto Barwert der Freien Cash Flows	n.a.	-3.006	-1.558	-103	6.507	10.954	12.974	13.169	12.079	
Netto Barwert des Terminal Values										67.681
Bewertung		Proportion of EV								
Ergebnis Phase I u. II	51.015	43%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	67.681	57%								
= Wert des Eigenkapitals	118.696	Beteiligungsverhältnis der CytoTools AG an der DermaTools GmbH aufgrund von Kapitalerhöhungen								
+ Buchwert Cytopharma GmbH	2.000	66,9%	68,3%							
- Nettoverschuldung (31.12.2019)	-2.011									
Eigenkapitalwert der Beteiligung	122.706									
Anzahl Aktien (nach KEs, in Tsd.)	4.179									
Fairer Wert pro Aktie	29,36									

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

Modellannahmen

	Source	Ph. I und II	TV
Risikofreier Zins	Bloomberg	-0,39%	
Erwartete Marktrendite	Bloomberg / KPMG	9,97%	
Marktrisikoprämie	Bloomberg / KPMG	10,36%	
Sektor Beta (Daxsubsec. All Biotechnology Perf. vs. MSCI World)	Bloomberg	0,72	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		5,00%	
Eigenkapitalkosten		12,10%	
Eigenkapitalkosten im TV			14,97%

Quelle: Bloomberg, KPMG, BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		Cost of Capital in Terminal Value						
		12,00%	13,00%	14,00%	14,97%	15,00%	16,00%	17,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	31,82	30,39	29,16	28,13	28,09	27,16	26,33
	0,50%	32,73	31,17	29,83	28,72	28,68	27,68	26,80
	1,00%	33,72	32,01	30,56	29,36	29,32	28,24	27,30
	1,50%	34,81	32,93	31,35	30,04	30,00	28,84	27,83
	2,00%	36,01	33,93	32,20	30,78	30,74	29,48	28,39

		EBIT margin in Terminal Value						
		47,00%	48,00%	49,00%	50,00%	51,00%	52,00%	53,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	27,21	27,52	27,82	28,13	28,43	28,73	29,04
	0,50%	27,77	28,09	28,41	28,72	29,04	29,35	29,67
	1,00%	28,37	28,70	29,03	29,36	29,69	30,02	30,34
	1,50%	29,02	29,36	29,70	30,04	30,39	30,73	31,07
	2,00%	29,71	30,07	30,43	30,78	31,14	31,50	31,86

		Lizenz Erlöse Europa/USA						
		22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%	27,00%	28,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	25,94	26,62	27,30	27,97	28,65	29,33	30,01
	0,50%	26,53	27,23	27,94	28,64	29,35	30,05	30,76
	1,00%	27,16	27,89	28,62	29,36	30,09	30,83	31,56
	1,50%	27,83	28,60	29,36	30,13	30,89	31,66	32,42
	2,00%	28,56	29,36	30,16	30,96	31,76	32,56	33,35

Quelle: BankM Research

Entwicklung des Aktienkapitals zur Ermittlung des Fair Value pro Aktie

	2020	2021
Basis	3.662	4.032
KE	3.700,00	3.500,00
Ausgabepreis	10,00	23,73
Grundkapital	370,00	147,50
Kapitalrücklage	3.330,00	3.352,50
Aktienzahl nach KE	4.032	4.179
Kapitalrücklage vor KE	30.828,77	34.158,77
Kapitalrücklage nach KE	34.158,77	37.511,27

Quelle: BankM Research

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 Lizenzerlös 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. Die Daten zu Prävalenz und Inzidenz streuen recht breit zwischen 2 und 10%¹, 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.² Die Prävalenz für Indien schätzen wir konservativ mit 7,5% ein, auf Basis nicht eindeutiger Literaturdaten, die von bis zu 15% ausgehen. 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 Lizenzen

Herleitung der relevanten Marktgröße

Nettoerlös-Modell „Diabetischer Fuß“

in € Mio.	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Indien	1,2	3,5	5,5	7,4	9,0	10,4	11,6	11,6
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	77,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	7,5%							
Penetration		2,5%	7,5%	12,0%	16,0%	19,5%	22,5%	25,0%
Lizenzerlöse DermaTools	10%							
Verkaufspreis (in €)	80							
Erfolgswahrscheinlichkeit	100%							
Europa				13,8	26,3	37,3	47,0	55,3
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	59,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration				5,0%	9,5%	13,5%	17,0%	20,0%
Lizenzerlöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.000							
Erfolgswahrscheinlichkeit	75%							
USA					9,4	17,9	25,5	32,1
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	31,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration					5,0%	9,5%	13,5%	17,0%
Lizenzerlöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.500							
Erfolgswahrscheinlichkeit	65%							
Summe Nettoumsatz	1,2	3,5	5,5	21,2	44,7	65,7	84,1	99,0

Quelle: BankM Research und zitierte Quellen

¹ Morbach, S. et al.: Diagnostik, Therapie, Verlaufskontrolle und Prävention. In: W.A. Scherbaum und Th. Haak (Hrsg.). Evidenzbasierte Leitlinie der Deutschen Diabetes-Gesellschaft, 2008.

² 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€	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e	CAGR (%) 2020 -2022
		"as if" Group				
Netto-Umsatzerlöse	36	1.155	3.465	5.544	21.220	
Wachstumsrate in %	n.a.	n.a.	200,0	60,0	282,8	163,9
Materialaufwand	0	0	0	0	424	n.a.
% vom Umsatz	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	
Rohergebnis	36	1.155	3.465	5.544	20.796	
Sonst. betr. Erträge	1	0	0	0	0	
Personalaufwand	342	550	570	587	605	3,2
% vom Umsatz	n.a.	47,6	16,5	10,6	2,8	
Sonstige betr. Aufwend.	851	3.833	6.333	6.333	2.500	-13,3
% vom Umsatz	n.a.	331,9	182,8	114,2	11,8	
EBITDA	-1.156	-3.228	-3.438	-1.376	17.691	
Abschreibungen	19	19	19	19	19	
EBIT	-1.175	-3.247	-3.457	-1.395	17.672	
Zinserträge	0	0	0	0	0	
Zinsaufwendungen	100	0	0	0	0	
EBT	-1.275	-3.247	-3.457	-1.395	17.672	
Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -)	0	0	0	0	2.121	
Konzernergebnis	-1.275	-3.247	-3.457	-1.395	15.551	
Anzahl Aktien (verwässert)	3.662	4.032	4.179	4.179	4.179	
Ergebnis / Aktie (EPS, verwässert)	-0,35	-0,81	-0,83	-0,33	3,72	

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

GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
Rohertragsmarge	100,0	100,0	100,0	100,0	98,0
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	83,4
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	83,3
EBT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	83,3
Nettomarge	neg.	neg.	neg.	neg.	73,3

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

Kapitalflussrechnung

Die Kapitalflussrechnung ist geprägt von Kapitalmaßnahmen zur Finanzierung der beiden europäischen Phase III-Studien („Diabetischer Fuß“ und „Offenes Bein“) 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 Investitionen hierfür in unserer Cash Flow-Prognose aber nicht berücksichtigt.

Der ausgeprägten negativen operativen Cash Flows in 2020 und 2021 resultieren aus dem negativen Konzernergebnis sowie aus Vorauszahlungen an die CROs (Clinical Research Organisation), die mit der Durchführung der Studien beauftragt werden.

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

**Positiver Cash Flow
nicht vor 2023**

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
		"as if" Group			
Konzernergebnis	-1.275	-3.247	-3.457	-1.395	15.551
+ Abschreibung & Wertminderungen	19	19	19	19	19
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0
= Cash Earnings	-1.256	-3.228	-3.438	-1.376	15.570
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	0	1.981	-591	-1.182	511
+ Finanzergebnis	100	0	0	0	0
+ Sonstiges	245	0	0	0	0
= Operativer Cash Flow	-911	-5.209	-2.847	-194	15.060
- Investitionen in Anlagevermögen*	2.425	19	19	19	19
= Freier Cash Flow	-3.336	-5.228	-2.866	-213	15.041
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	3.700	3.500	0	0
+ Wandelanleihe	5.955	0	0	0	0
- Rückzahlung Wandelanleihe	1.100	0	0	0	0
- Finanzergebnis	15	0	0	0	0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	2.182	0	0	0	0
= Finanzierungs-Cash Flow	2.658	3.700	3.500	0	0
Zufl. Barmittel (+)/Abfl. Barmittel (-)	-678	-1.528	634	-213	15.041

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e); * ab 2020e erfassen wir die Beteiligung an der DermaTools GmbH nicht mehr als Finanzbeteiligung, sondern konsolidieren im Rahmen der „as if“-Konzern-Betrachtung.

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 2021 im Rahmen der von uns dann vorgesehenen Kapitalerhöhung gehen wir von einem Ausgabepreis aus, 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 folgend aufgelöst werden.

Schuldenfreie Bilanz

Das Unternehmen ist unverschuldet und weist demzufolge mit ca. 99% eine sehr hohe Eigenkapitalquote auf.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
		"as if" Group			
Aktiva					
A. Anlagevermögen	15.792	15.792	15.792	15.792	15.792
I. Immaterielle Vermögenswerte	64	64	64	64	64
II. Sachanlagen	21	21	21	21	21
III. Finanzanlagen*	15.707	15.707	15.707	15.707	15.707
<i>Nachrichtl.: Beteil.an DermaTools</i>	<i>13.707</i>	<i>17.407</i>	<i>20.907</i>	<i>20.907</i>	<i>20.907</i>
B. Umlaufvermögen	2.043	2.496	2.656	1.366	17.713
I. Forderungen	32	96	289	462	1.768
II. Barmittel	2.011	483	1.117	904	15.945
III. Vorauszahlungen (CROs)	0	1.917	1.250	0	0
C. RAP	23	23	23	23	23
Bilanzsumme	17.858	18.311	18.471	17.181	33.528
Passiva					
A. Eigenkapital	17.747	18.200	18.243	16.847	32.399
I. Gezeichnetes Kapital	3.662	4.032	4.179	4.179	4.179
Eigene Anteile	-171	-171	-171	-171	-171
II. Kapitalrücklagen	30.829	34.159	37.511	37.511	37.511
III. Gewinnrücklagen/Verlustvortrag	-16.572	-19.819	-23.277	-24.672	-9.121
B. Rückstellungen	52	52	52	52	52
C. Verbindlichkeiten	59	59	176	281	1.077
langfristig	0	0	0	0	0
kurzfristig	59	59	176	281	1.077
Bilanzsumme	17.858	18.311	18.471	17.181	33.528

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e); *ab 2020e erfassen wir die Beteiligung an der DermaTools GmbH nicht mehr als Finanzbeteiligung, sondern konsolidieren im Rahmen der „as if“-Konzern-Betrachtung.

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
Anlagevermögen	88,43	86,25	85,50	91,92	47,10
Umlaufvermögen	11,57	13,75	14,50	8,08	52,90
Eigenkapital	99,38	99,40	98,77	98,06	96,63
ges. Verbindlichkeiten	0,62	0,60	1,23	1,94	3,37
Langfristige Verbindlichkeiten	0,29	0,28	0,28	0,30	0,16
kurzfristige Verbindlichkeiten	0,33	0,32	0,95	1,64	3,21

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

Unter der Annahme einer jeweiligen Zunahme des Bewertungsniveaus der DermaTools GmbH in 2020 und 2021 um 15% ermitteln wir die mit den Kapitalerhöhungen zunehmenden Beteiligungsanteile der CytoTools AG an der Tochtergesellschaft mit knapp 67% (Ende 2020) und ca. 68% Ende 2021ff.

Beteiligungsverhältnis und Buchwert DermaTools in der CytoTools-Bilanz

	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e
Beteiligung an der DermaTools	62,0%	66,9%	68,3%	68,3%	68,3%
Buchwert DermaTools	13.707	17.407	20.907	20.907	20.907
Finanzanlagen 31.12.2019	15.707				
Anteil DermaTools am Buchwert der Finanzanlagen (geschätzt)	87,3%				
Bewertungserhöhung DermaTools, relevant zur Ermittlung des Beteiligungsverhältnisses im Zuge einer KE	n.a.	15%	15%	0%	0%

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

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

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.

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: **BankM AG, Frankfurt am Main („BankM“).**

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

Die BankM 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:

Analysten	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker (CEFA)	10. Dezember 2019	Kaufen	€ 25,28

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 geführt. Die Analyse wurde dem 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 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:

19.10.2020, 16:15 Uhr (MEZ)

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

Schlusskurse vom 16.10.2020, 17:30 Uhr (MEZ)

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, 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 Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der 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 BankM 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.

© 2020 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.