

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals: KAUFEN)

Fairer Wert

€ 35,90*

(vormals: € 29,36*)
Nach Berücksichtigung modell-impliziter Verwässerung

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

Phase III Europa im Zeitplan – Markteintritt in Indien pandemiebedingt erschwert

Bedingt durch die wirtschaftlichen Einschränkungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie hatte sich der in der ersten Jahreshälfte 2020 geplante Vertriebsstart des in Indien zugelassenen Medikaments DermaPro (Markenname in Indien: Woxheal) für die Behandlung des Diabetischen Fußes verschoben; der Markteintritt seitens des indischen Vertriebspartners Centaur Pharmaceuticals erfolgte am 3.9.2020. Aufgrund des strikten Lockdowns in Indien in Q1 blieb die Zahl der Anwendungsfälle mit 10.000 hinter den Erwartungen. Erste Behandlungsergebnisse fallen jedoch sehr positiv aus, was den **weiteren Roll-Out in Indien** nach dem harten Lockdown unterstützen dürfte. Darüber hinaus hat Centaur die vorläufige Zulassung von Woxheal in Kenia erhalten und kündigte an, weitere Zulassungen in afrikanischen Staaten zu verfolgen.

Da sich Centaur bereits früh an der Wirkstoffentwicklung beteiligte, gehen wir von einer Umsatzbeteiligung von ca. 10% aus - wobei diesen **regelmäßigen Erlösen** keine weiteren Kosten auf Seiten CytoTools gegenüberstehen. Zukünftige Entwicklungs- und Vertriebspartner werden unserer Einschätzung nach höhere Lizenzgebühren zahlen müssen; modellhaft gehen wir von 25% aus.

Mit der PIH Pharma Industry Holding GmbH, ein Tochterunternehmen der Klocke-Gruppe, konnte zusätzlich ein strategischer Investor gewonnen werden, der die letzte Kapitalerhöhung in 2020 mit einem Nettoerlös von **ca. € 3,7 Mio. vollständig** zeichnete. Damit ist die europäische **Phase III-Studie** für den „Diabetischen Fuß“ gänzlich finanziert. Im Zuge der KE erhöhte sich die Beteiligungsquote der CytoTools an ihrer Tochter DermaTools GmbH auf 64,9%. Die Erfolgchancen auf einen positiven Ausgang der klinischen Phase III für Europa werden von CytoTools als hoch eingeschätzt und das Unternehmen geht weiterhin von einem kompletten Abschluss bis Ende 2022 aus. Zur weiteren Finanzierung der Produktentwicklung (weitere Indikationen, US-Zulassung) soll eine KE von bis zu € 8 Mio. der HV vorgeschlagen werden.

Am 17.9.20 wurde gemeldet, dass mit Untersuchungen zur Wirksamkeit des DermaPro-Wirkstoffs DOPCL zur Inhalationstherapie von Covid-19 begonnen wurde. Dies haben wir, ebenso wie weitere Indikationen (u.a. 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 mit € 35,90. 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.)

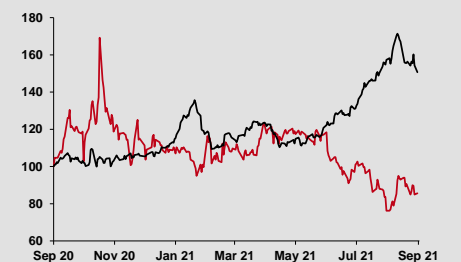
Jahr	Netto-Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Netto-ergebnis	EPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2020a	0,0	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-0,46	neg.	neg.
2021e	1,2	2,6	2,6	2,6	1,9	0,39	neg.	neg.
2022e	3,2	6,1	6,1	6,1	4,6	0,96	49,9%	47,6%
2023e	18,9	23,0	23,0	23,0	16,4	3,40	89,4%	79,3%
2024e	42,4	40,0	39,9	39,9	21,8	4,50	94,2%	65,9%

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

Branche	Pharma/Biotech
WKN	A0KFRJ
ISIN	DE000A0KFRJ1
Bloomberg/Reuters	T50 GY/T50G.DE
Rechnungslegung	HGB
Geschäftsjahr	Dec 31
Zwischenbericht H1	September, 2021
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	2021e	2022e	2023e	2024e
EV/Umsatz	38,9	13,9	2,4	1,1
EV/EBITDA	17,1	7,3	1,9	1,1
EV/EBIT	17,2	7,4	2,0	1,1
P/E	17,8	7,7	2,2	1,7
Preis/Buchwert	1,2	1,0	0,7	0,5
Preis/FCF	neg.	neg.	3,7	1,7
ROE (in %)	7,6	14,1	37,5	34,6
Dividendenrendite (in %)	0,0	0,0	0,0	0,0

Anzahl Aktien (in Mio.)	4,028
Marktkap. / EV (in € Mio.)	46,51 / 44,94
Free float (in %)	59,0
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	63,2
12M hoch/tief (in €; Schluss)	25,3 / 11,4
Kurs 27.9.2021 (in €; Schluss)	12,80
Performance absolut (in %)	1M 6M 12M 12,3 -22,0 -14,4
Performance relativ (in %)	5,7 -46,2 -49,0
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

Prognoseannahmen

Prognosen

Unsere Prognosen basieren auf dem Geschäftsbericht 2020 und unseren Einschätzungen für die Märkte Indien, Europa und USA (s. „Nettoerlös-Modell „Diabetischer Fuß““). Nach dem schwächer ausgefallenen Vertriebsstart aufgrund der Marktbedingungen, haben wir die **Dynamik der Marktdurchdringung** angepasst. In Europa gehen wir weiterhin von einem Markteintritt in 2023 aus, gefolgt vom Eintritt in den amerikanischen Markt in 2024. Das Ausgangsniveau der Marktdurchdringung in Indien, das wir in unserer letzten Studie bei 7,5% für das laufende Geschäftsjahr gesehen hatten, haben wir mit 2,5% nach unten korrigiert.

KE in 2021 geplant

Anlässlich der HV am 30.9.2021 wird eine Kapitalerhöhung i.H.v. € 8 Mio. vorgeschlagen. Die Mittel sollen für die weitere Produktentwicklung verwendet werden. Wir haben diesen Kapitalzufluss in voller Höhe in unserem Modell berücksichtigt. Aufgrund unserer Investitionsprognose, die nur die Entwicklung „Diabetischer Fuß“ und „Ulcus cruris“ in Europa und „Diabetischer Fuß“ in den USA berücksichtigt, resultiert **überschüssiges Cash**, das wir in der Equity bridge abbilden. Besagte Entwicklungsprojekte würden einen Mittelzufluss von etwa der Hälfte erfordern. Gleichwohl ermöglicht der „überschüssige“ Mittelzufluss die **Fortführung weiterer Entwicklungsprojekte**, die wir aber derzeit nicht berücksichtigen.

Unsere DCF-Analyse setzt auf der „as if-Konzern“-Betrachtung auf. Um zum Eigenkapitalwert der CytoTools AG als Holding zu gelangen, multiplizieren wir alle Freien Cash Flows mit dem Beteiligungsverhältnis der Holding (s.u.) 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.

Entwicklung der Beteiligungsquote

Hinsichtlich der Entwicklung des **Beteiligungsverhältnisses** der CytoTools AG an der DermaTools GmbH, gehen wir modellhaft davon aus, dass sich die Minderheitsgesellschafter der Tochtergesellschaft nicht an den investitionsgetriebenen Beteiligungserhöhungen beteiligen werden; **daher steigt die Beteiligungsquote seitens CytoTool** mit jeder Investition an.

Werterhöhende Berücksichtigung der Verlustvorträge

Aufsetzend auf dem bestehenden Verlustvortrag in 2020 i.H.v. € 16,561 Mio. und den zunächst zusätzlich in unserem Prognose-Modell kumulativ entstehenden Verlustvorträgen haben wir mit zukünftigen positiven Vorsteuerergebnissen verrechnet. Somit ergibt sich initial eine cash-wirksame und damit bewertungsrelevante Steuerentlastung bis zur vollständigen Auflösung der Steuergutschrift.

DCF-Modell

in T€	2020a	Phase I				Phase II				Terminal Value
	Basis	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Wachstum		1	2	3	4	5	6	7	8	
Nettoerlöse		n.m.	180%	485%	124%	49%	29%	18%	6%	1,0%
EBIT	36	1.155	3.234	18.910	42.418	63.367	81.758	96.667	102.334	103.357
- Steuern	-1.838	2.610	6.103	23.028	39.948	54.079	62.551	65.416	60.209	51.679
+ Abschreibungen	0	0	74	1.909	11.985	16.224	18.765	19.625	18.063	15.504
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	21	21	21	21	21	21	21	21	21	30
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ andere Positionen*	47	3	0	0	0	0	0	0	0	0
- CAPEX	207	-3.076	-4.490	-6.117	0	0	0	0	0	0
= Freier Cash Flow auf "as if"-Ebene	4.799	6.354	6.354	2.521	21	21	21	21	21	30
= Freier Cash Flow auf Ebene CytoTools unter Berücksichtigung der jeweiligen Beteiligungsverhältnisse an der DermaTools	-6.456	-6.802	-4.794	12.502	27.964	37.855	43.785	45.791	42.146	36.175
Freier Cash Flow auf Ebene CytoTools unter Berücksichtigung der jeweiligen Beteiligungsverhältnisse an der DermaTools		-4.541	-3.675	9.733	21.773	29.478	34.099	35.666	32.831	28.179
Terminal Value										196.726
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,90	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47	0,42	0,42
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	-4.071	-2.953	7.011	14.060	17.064	17.695	16.591	13.690	
Nettobarwert des Terminal Values										82.034
Bewertung		Proportion of EV								
Ergebnis Phase I u. II	79.086	49%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	82.034	51%								
= Unternehmenswert	161.120	Beteiligungsverhältnis der CytoTools AG an der DermaTools GmbH aufgrund von Investitionen								
+ Buchwert Cytopharma GmbH	2.000	72,4%	76,7%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%
- Nettoverschuldung (nach KE)	-10.412,53									
Wert des Eigenkapitals	173.532									
Anzahl Aktien (nach KEs, in Tsd.)	4.834									
Fairer Wert pro Aktie	35,90									

Quelle: CytoTools AG (a), BankM-Research (e). *2021 - 2023 modell-implizite, nicht cash-wirksame Wertzuschreibung DermaTools (s. S. 9 „Beteiligungsverhältnis und Buchwert DermaTools in der CytoTools-Bilanz“)

Modellannahmen

	Quelle	Ph. I und II	TV
Risikofreier Zins	Bloomberg	0,01%	
Erwartete Markttrendite	Bloomberg / KPMG	10,32%	
Marktrisikoprämie	Bloomberg / KPMG	10,31%	
Sektor Beta (Daxsubsec. All Biotechnology Perf. vs. MSCI World)	Bloomberg	0,63	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		5,00%	
Eigenkapitalkosten		11,55%	
Eigenkapitalkosten im TV			15,32%

Quelle: Bloomberg, KPMG, BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		Cost of Capital in Terminal Value						
		13,00%	14,00%	15,00%	15,32%	16,00%	17,00%	18,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	37,44	36,12	34,98	34,64	33,97	33,09	32,30
	0,50%	38,28	36,85	35,61	35,25	34,54	33,59	32,75
	1,00%	39,19	37,63	36,29	35,90	35,14	34,12	33,23
	1,50%	40,17	38,47	37,03	36,60	35,78	34,69	33,74
	2,00%	41,25	39,39	37,82	37,36	36,47	35,30	34,27

		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%	33,69	34,01	34,32	34,64	34,95	35,26	35,58
	0,50%	34,27	34,59	34,92	35,25	35,57	35,90	36,23
	1,00%	34,88	35,22	35,56	35,90	36,24	36,58	36,92
	1,50%	35,54	35,90	36,25	36,60	36,96	37,31	37,66
	2,00%	36,25	36,62	36,99	37,36	37,72	38,09	38,46

		Lizenz Erlöse Europa/USA						
		22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%	27,00%	28,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	32,44	33,12	33,80	34,48	35,16	35,84	36,52
	0,50%	33,05	33,76	34,46	35,17	35,87	36,58	37,28
	1,00%	33,70	34,43	35,17	35,90	36,64	37,37	38,10
	1,50%	34,40	35,16	35,93	36,69	37,45	38,22	38,98
	2,00%	35,15	35,94	36,74	37,54	38,33	39,13	39,93

Quelle: BankM Research

Entwicklung des Aktienkapitals zur Ermittlung des Fair Value pro Aktie

	2021e
<u>Aktienzahl 2020</u>	<u>4.028</u>
KE (T€)	8.000
Ausgabepreis (€)	9,93
Grundkapital Erhöhung (T€)	805,6
Kapitalrücklage Erhöhung (T€)	7.194
Aktienzahl nach KE (T€)	4.834
Kapitalrücklage vor KE (T€)	34.458
Kapitalrücklage nach KE (T€)	41.652

Quelle: BankM Research

Ertrags- und Vermögenslage

Unser Modell erfasst lediglich das Potential des Wirkstoffs DermaPro in der Indikation „Diabetischer Fuß“, weil dieser bereits erfolgreich in Indien zugelassen wurde. 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), auch wenn die Etablierung in diesen Bereichen strategisch gesehen weitere bedeutsame Wachstumsfelder eröffnen dürfte. Ebenfalls haben wir die Entwicklungsprojekte für die Indikationen Sepsis und COV-19 im Weiteren nicht berücksichtigt.

Gewinn- und Verlustrechnung

Wie bei der Vermarktung von DermaPro in Indien, gehen wir von einer Auslagerung des Vertriebs in Europa und den USA aus. Im Falle von Woxheal in Indien kalkulieren wir aufgrund der frühen Risikoübernahme seitens des Partners Centaur weiterhin mit einem 10%igen Lizenzerlös und für neue Vertriebspartner in Europa und den USA, durch das reduzierte Risiko, mit einer Beteiligung von 25% der Umsatzerlöse. Für alle 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. In unserem Modell unterstellen wir eine konservative Prävalenz von 2,5% für Europa und USA, welche auf epidemiologischen Daten aus Deutschland basiert.² Die Prävalenz für Indien schätzen wir ebenfalls konservativ mit 7,5% ein, wobei die Literatur teils bis zu 15% ausweist.

Die Marktgröße für den Diabetischen Fuß leiten wir von der Patientenzahl mit der Primärerkrankung Diabetes in den von uns berücksichtigten drei Regionen ab.

Modellierung der Erlöse via Lizenzen

Herleitung der relevanten Marktgröße

Nettoerlös-Modell „Diabetischer Fuß“

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<i>in € Mio.</i>								
Indien	1,2	3,2	5,1	6,7	8,1	9,2	9,2	9,2
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	77,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	7,5%							
Penetration		2,5%	7,0%	11,0%	14,5%	17,5%	20,0%	20,0%
Lizenzerlöse DermaTools	10%							
Verkaufspreis (in €)	80							
Erfolgswahrscheinlichkeit	100%							
Europa			13,8	26,3	37,3	47,0	55,3	55,3
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	59,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration			5,0%	9,5%	13,5%	17,0%	20,0%	20,0%
Lizenzerlöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.000							
Erfolgswahrscheinlichkeit	75%							
USA				9,4	17,9	25,5	32,1	37,8
Anzahl Diabetiker (in Mio.)	31,0							
Prävalenz "Diabetischer Fuß"	2,5%							
Penetration				5,0%	9,5%	13,5%	17,0%	20,0%
Lizenzerlöse DermaTools	25%							
Verkaufspreis (in €)	1.500							
Erfolgswahrscheinlichkeit	65%							
Summe Nettoumsatz	1,2	3,2	18,9	42,4	63,4	81,8	96,7	102,3

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.

Aufgrund der Annahme, dass der Vertrieb in allen Regionen über Partner erfolgt, haben wir die Umsatzerlöse auf Nettobasis (reine Lizenzerlöse) geschätzt.

„as if-Konzern“- Betrachtung

Die Kosten für die klinischen Studien, die wir für die geschätzte Dauer über drei Jahre abgrenzen, sind unter den Investitionen aufgeführt. In unseren Augen bildet dies ein klareres Abbild der Entwicklungstätigkeit ab, im Gegensatz zum „Umweg“ über die Buchung der Ausgaben in der GuV bei gleichzeitiger Aktivierung.

Nennenswerter Materialaufwand entsteht erst mit der Aufnahme der Produktion des Wirkstoffs im Rahmen der für 2023 angenommenen europäischen Markteinführung von DermaPro bzw. 2024 in den USA.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e	5J.-CAGR (%) 2019 -2024
	as if Konzern					
Netto-Umsatzerlöse	36,0	1.155	3.234	18.910	42.418	
<i>Wachstumsrate in %</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>180</i>	<i>485</i>	<i>124</i>	<i>311,0</i>
Materialaufwand	0	0	0	378	848	<i>n.a.</i>
<i>% vom Umsatz</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	
Rohergebnis	36	1.155	3.234	18.532	41.569	
Sonst. betr. Erträge**	4	3.076	4.490	6.117	0	
<i>% vom Umsatz</i>	<i>11</i>	<i>266</i>	<i>139</i>	<i>32</i>	<i>0</i>	
Personalaufwand	778	600	600	600	600	<i>11,9</i>
<i>% vom Umsatz</i>	<i>n.a.</i>	<i>52</i>	<i>19</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	
Sonstige betr. Aufwend.	1.079	1.000	1.000	1.000	1.000	<i>3,3</i>
<i>% vom Umsatz</i>	<i>n.a.</i>	<i>87</i>	<i>31</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	
EBITDA	-1.817	2.631	6.124	23.049	39.969	<i>n.a.</i>
Abschreibungen	21	21	21	21	21	
EBIT	-1.838	2.610	6.103	23.028	39.948	<i>n.a.</i>
Zinserträge	0	0	0	0	0	
Zinsaufwendungen	1	0	0	0	0	
EBT	-1.839	2.610	6.103	23.028	39.948	<i>n.a.</i>
lfd. Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	0	0	74	1.909	11.985	
Konzernergebnis vor Minderheiten (2020a: nach Minderheiten)	-1.839	2.610	6.029	21.118	27.964	<i>n.a.</i>
<i>Minderheiten</i>	<i>n.a.</i>	<i>721</i>	<i>1.407</i>	<i>4.678</i>	<i>6.191</i>	
Konzernergebnis nach Minderheiten	-1.839	1.888	4.622	16.441	21.773	
Anzahl Aktien (verwässert)	4.028	4.834	4.834	4.834	4.834	
Ergebnis / Aktie (EPS, verwässert)	-0,46	0,39	0,96	3,40	4,50	

Quelle: CytoTools AG (a), BankM Research (e);* ab 2020 erfassen wir die Beteiligung an der DermaTools GmbH nicht als Finanzbeteiligung, sondern konsolidieren im Rahmen der „as if“-Konzern-Betrachtung. **2021 - 2023 modell-implizite Wertzuschreibung DermaTools (s. S. 9 „Beteiligungsverhältnis und Buchwert DermaTools in der CytoTools-Bilanz“)

GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e
Rohermargen	100,0	100,0	100,0	98,0	98,0
ber. EBITDA-Marge	neg.	neg.	50,5	89,5	94,2
ber. EBIT-Marge	neg.	neg.	49,9	89,4	94,2
ber. EBT-Marge	neg.	neg.	49,9	89,4	94,2
ber. Nettomarge	neg.	neg.	47,6	79,3	65,9

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

Kapitalflussrechnung

Die Kapitalflussrechnung ist geprägt von der für die HV beantragten Kapitalmaßnahme zur weiteren 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. Mittelabflüsse für eine potentielle Phase III-Studie zum „Offenen Bein“ in den USA haben wir in unserer Cash Flow-Prognose aufgrund unzureichender Vorhersehbarkeit nicht berücksichtigt.

Das Jahr 2023 markiert mit dem Markteintritt von DermaPro in Europa einen markanten Wendepunkt der Kapitalflussrechnung, da der Markteintritt mit erheblichen operativen Mittelzuflüssen verbunden ist. Darüber hinaus erwarten wir auch eine dynamischere Marktentwicklung im indischen Markt post-Corona. Erste Behandlungsergebnisse in Indien zeigten bereits erfreuliche Resultate und sollten diese Dynamik stützen. Somit sollte sich der Turnaround bereits im Verlauf von 2022 materialisieren.

**Positiver Cash Flow
nicht vor 2023**

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e
	as if Konzern				
Konzernergebnis	-1.839	2.610	6.029	21.118	27.964
+ Abschreibung & Wertminderungen	21	21	21	21	21
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0
= Cash Earnings	-1.818	2.631	6.050	21.139	27.985
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	47	3	0	0	0
+ Finanzergebnis	0	0	0	0	0
+ Sonstiges	207	-3.076	-4.490	-6.117	0
= Operativer Cash Flow	-1.658	-448	1.560	15.023	27.985
- CAPEX*	4.799	6.354	6.354	2.521	21
= Freier Cash Flow	-6.457	-6.802	-4.794	12.502	27.964
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	3.660	8.000	0	0	0
+ Wandelanleihe	0	0	0	0	0
- Rückzahlung Wandelanleihe	0	0	0	0	0
+ Erhöhung der Beteiligung der Minderheiten (2020: modell-implizite Annahme)	7.197	0	0	0	0
- Finanzergebnis	0	0	0	0	0
-/+ Ab-/Zufluß Treasury Transaktion	2.357	0	0	0	0
= Finanzierungs-Cash Flow	13.214	8.000	0	0	0
Zufl. Barmittel (+)/Abfl. Barmittel (-)	6.757	1.197	-4.794	12.502	27.964

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

Bilanz

Die Tochtergesellschaften der CytoTools, 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 und der Kapitalrücklage in 2021 im Rahmen der geplanten Kapitalerhöhung gehen wir von einer Vollplatzierung von den 805.600 vom Unternehmen kommunizierten Aktien zum Preis von € 9,93/Aktie aus.

Schuldenfreie Bilanz

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

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (HGB) in T€	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e
	as if Konzern				
Aktiva					
A. Anlagevermögen	20.571	30.001	40.845	49.483	49.504
I. Immat. Vermögenswerte (CytoTools)	53	53	53	53	53
II. Sachanlagen (CytoTools)	15	15	15	15	15
III. Buchwert DermaTools	20.503	29.933	40.778	49.415	49.436
<i>Nachr.: Beteil. der AG an DermaTools</i>	<i>13.307</i>	<i>21.657</i>	<i>31.260</i>	<i>38.470</i>	<i>38.491</i>
B. Umlaufvermögen	8.876	10.040	5.398	19.185	49.087
I. Forderungen	108	96	270	1.576	3.535
II. Barmittel	8.767	9.944	5.129	17.609	45.552
III. Vorauszahlungen (CROs)	0	0	0	0	0
C. RAP	45	45	45	45	45
Bilanzsumme	29.492	40.086	46.289	68.713	98.636
Passiva					
A. Eigenkapital	29.122	39.731	45.761	66.879	94.843
I. Gezeichnetes Kapital	4.028	4.834	4.834	4.834	4.834
Eigene Anteile	0	0	0	0	0
II. Kapitalrücklagen	34.458	41.652	41.652	41.652	41.652
III. Gewinnrücklagen/Verlustvortrag	-16.561	-13.951	-7.922	13.196	41.160
IV. Minderheiten	7.197	7.197	7.197	7.197	7.197
B. Rückstellungen	259	259	259	259	259
C. Verbindlichkeiten	111	96	270	1.576	3.535
langfristig	0	0	0	0	0
kurzfristig	111	96	270	1.576	3.535
Bilanzsumme	29.492	40.086	46.289	68.713	98.636

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

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e
Anlagevermögen	69,75	74,84	88,24	72,01	50,19
Umlaufvermögen	30,25	25,16	11,76	27,99	49,81
Eigenkapital	98,75	99,11	98,86	97,33	96,15
ges. Verbindlichkeiten	1,25	0,89	1,14	2,67	3,85
Langfristige Verbindlichkeiten	0,88	0,65	0,56	0,38	0,26
kurzfristige Verbindlichkeiten	0,38	0,24	0,58	2,29	3,58

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

Unter der Annahme einer Anhebung des Bewertungsniveaus der DermaTools GmbH um jeweils 15% im Zuge der Investitionen ermitteln wir ein Beteiligungsverhältnis in 2023ff von 77,9%.

Beteiligungsverhältnis und Buchwert DermaTools in der CytoTools-Bilanz

	2020a*	2021e	2022e	2023e	2024e
Beteiligung an der DermaTools	64,9%	72,4%	76,7%	77,9%	77,9%
Buchwert DermaTools	13.307	21.657	31.260	38.470	38.491
Finanzanlagen 31.12.2020					
Anteil DermaTools am Buchwert der Finanzanlagen (geschätzt)	87,3%				
Bewertungserhöhung DermaTools, relevant zur Ermittlung des Beteiligungs-verhältnisses im Zuge einer KE		15%	15%	15%	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.** Wir bedanken uns bei **Vivien Barth und Christian Kallenberg** für ihre qualifizierte Unterstützung im Rahmen ihres Praktikums

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
Dr. Roger Becker (CEFA)	19. Oktober 2020	Kaufen	€ 29,36

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:

29.9.2021, 14:30 Uhr (MESZ)

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

Schlusskurse vom 27.9.2021, 17:30 Uhr (MESZ)

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.