

Dermisonics, Inc.

Stärken und Chancen

- *Innovative Lösung für Milliardenmarkt:* Die Ultraschalltechnologie der Gesellschaft besitzt das Potential, die Spritze als Medium in vielen Bereichen der Medikamentenverabreichung abzulösen.
- *Produktdiversifikation:* Neben dem medizintechnischen Produkt U-Strip, dass zunächst insbesondere die Insulinversorgung für Diabetiker verbessern soll, arbeitet das Unternehmen bereits an der Vermarktung der Technik für die Kosmetikbranche. Aufgrund deutlich geringerer Markteintrittshürden besteht hier schon für 2006/07 ein signifikantes Umsatzpotential.
- *Meilenstein erreicht:* Nach der Genehmigung weiterer Patiententests Anfang November kann die erste Phase der klinischen Prüfung für U-Strip voraussichtlich im ersten Quartal abgeschlossen werden.

Schwächen und Risiken

- *Wagnisfinanzierung:* Angesichts des frühen Stadiums der Produktentwicklung hat eine Investition in das Unternehmen einen ausgeprägten Venture-Capital-Charakter. Ob die technischen Lösungen des Unternehmens den Ansprüchen von Markt und Regulierung entsprechen, kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht mit Sicherheit prognostiziert werden.
- *Hohe Investitionen notwendig:* Bis die Produkte der Gesellschaft ihre Vermarktungsreife erreichen, müssen noch hohe Investitionen getätigt werden. Kann Dermisonics dafür keine ausreichenden Finanzmittel einwerben, ist der Bestand des Unternehmens gefährdet.

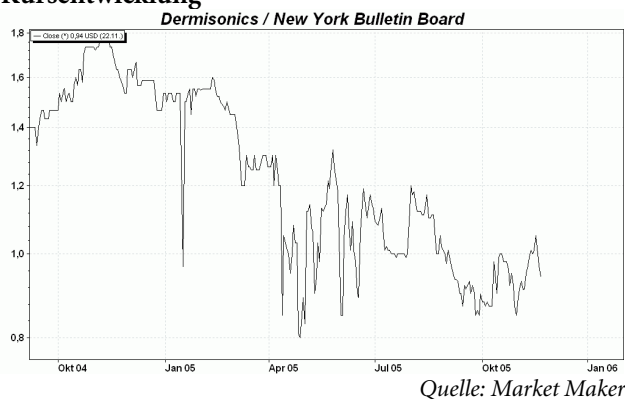
Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs **0,99 US-Dollar**

Stammdaten

ISIN	US24983U1043
Branche	Medizintechnik
Sitz der Gesellschaft	West Conshohocken
Internet	www.dermisonics.com
Ausstehende Aktien	40,84 Mio. Stück*
Datum der Erstnotiz	Juni 2003
Marktsegment	Nasdaq OTC
Marktkapitalisierung	40,4 Mio. US-Dollar*
Free Float	55,9 %

Kursentwicklung



Hoch / Tief (3 Monate)	1,05 US-Dollar / 0,85 US-Dollar
Performance (3 Monate)	-4,8 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 65 Tsd. US-Dollar / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 30.09)	03/04	04/05(e)	05/06(e)
Gesamterlöse (Mio. USD)	0,0	0,0	4,5
EpS (USD)	-0,10	-0,13	-0,02
KGV	-	-	-
KUV	-	-	9,0

*voll verwässert

Unternehmensprofil

Kauf von Patentrechten

Dermisonics hat seinen Sitz im US-Bundesstaat Pennsylvania und wurde formell unter dem Namen Second Stage Ventures im September 2000 gegründet. Zu diesem Zeitpunkt war das Unternehmen als Kapitalpool für Investitionen in Biotechunternehmen konzipiert und erhielt im Juni 2003 die Zulassung zum Handel an der Nasdaq OTC. Der Einstieg in das gegenwärtige Geschäft erfolgte genau ein Jahr später, als die Gesellschaft sämtliche Patent- und Vermarktungsrechte für eine neuartige Ultraschalltechnologie erworben hat. Der Verkäufer, die in Springfield ansässige Encapsulation Systems, arbeitete bereits seit 1988 an deren Entwicklung, befand sich aber zu diesem Zeitpunkt im Insolvenzverfahren und war so zum Verkauf gezwungen. Als Preis wurde ein Betrag von rund 19,5 Mio. US-Dollar vereinbart, der größtenteils mit Dermisonics-Aktien und zu rund 2,5 Mio. US-Dollar via Ratenzahlung in bar beglichen werden sollte.

Kerngeschäft Drug Delivery Systems

Durch den Kauf und die Weiterentwicklung der übernommenen Technologie hat sich Dermisonics Zugang zum Markt für Instrumente zur Verabreichung von Medikamenten, die so genannten Drug Delivery Systems (DDS), verschafft. Im ambulanten medizinischen Alltag dominiert in diesem Gebiet bei vielen Wirkstoffen, die nicht geschluckt werden können, bislang die Spritze als gängiges Verfahren. Mit Hilfe der Ultraschalltechnologie könnte dies in naher Zukunft allerdings revolutioniert werden. Für die Beförderung von Stoffen in die Blutbahn werden hierbei durch sogenannte „Sawtooth Waves“ zunächst die Hautporen so stark geweitet, dass selbst große Wirkstoffmoleküle eindringen können. Im Anschluss transportieren „Square Waves“ das Medikament in den Körper bis zur gewünschten Destination. Nach den bisherigen Kenntnissen der Gesellschaft erfährt bei diesem Prozess weder die Haut noch die Substanz irgendeine Beschädigung.

Großes Anwendungspotential

Aus Sicht des Managements könnte die Technologie bei rund 175 Wirkstoffen verwendet werden. Besonders prädestiniert erscheint der Ultraschall für die Verabreichung von Insulin bei Diabetes-Kranken, die heute immer noch in erster Linie über die klassische Spritze erfolgt. Mit der Produktlinie „U-Strip“ hat das Unternehmen die erste Anwendung speziell auf die Bedürfnisse dieser Patienten zugeschnitten. Das System von Dermisonics besteht dabei aus zwei wesentlichen Elementen: Einerseits aus einem kleinen Behälter, dem so genannten Patch Cap, in dem der Wirkstoff enthalten ist, und andererseits aus einer Apparatur im Scheckkartenformat, die am Körper getragen wird und die Wirkstoffabgabe an den Organismus durchführt und kontrolliert. Bei einem erfolgreichen Verlauf der derzeit stattfindenden Untersuchungen zur Verträglichkeit des Systems könnte bereits im Frühjahr 2006 die Zulassung zur entscheidenden klinischen Testphase II durch die zuständige Behörde Food and Drug Administration (FDA) erteilt werden. Da es sich bei U-Strip um eine medizintechnische und nicht um eine medikamentöse Entwicklung handelt, ist die Zulassung mit

vergleichsweise geringeren Anforderungen verbunden, dürfte aber dennoch aus heutiger Sicht mindestens ein weiteres Jahr und die Investition von mehreren Millionen US-Dollar erfordern.

Drei Produktlinien

Parallel arbeitet die Gesellschaft auch am Aufbau weiterer Produktlinien. Am weitesten fortgeschritten ist die Entwicklung bei „U-Wand“, einem Ultraschallgerät in Form einer elektrischen Zahnbürste, welches zur Einmassierung von Cremes und Lotionen in die Haut genutzt werden kann. Durch den Einsatz dieser Technik dringen die Wirkstoffe wesentlich tiefer ein und entfalten so eine höhere Wirksamkeit. Trotzdem ist U-Wand im Gegensatz zu U-Strip lediglich ein kosmetisches Produkt, da die Substanzen nur unter die Haut, nicht aber in die Blutbahn gelangen sollen, und unterliegt damit keinen regulatorischen Anforderungen. Voraussetzung für die geplante gemeinsame Vermarktung mit großen Kosmetikkonzernen ist allerdings, dass das Produkt deren interne Unverträglichkeitstests besteht. Als bislang letzte Applikation von Dermisonics wurde mit „A-Wand“ ein Ultraschallsystem für die Behandlung von Wunden mit Antiseptika und Antibiotika entwickelt. Allerdings befindet sich dieses Projekt noch in einem sehr frühen Stadium. So ist es vorgesehen, die erste klinische Testphase im ersten Quartal des nächsten Jahres aufzunehmen.

Hochkarätiges Managementteam

Neben den drei bisher identifizierten Anwendungsgebieten dürften noch viele weitere Möglichkeiten zum Einsatz der Technologie bestehen. Für die strategische Weiterentwicklung der Gesellschaft in neue Gebiete ist vor allem der Ingenieur Bruce K. Redding verantwortlich, der bei Dermisonics die Funktion des Executive Vice President bekleidet und über wissenschaftliche Expertise und langjährige Branchenerfahrung im Bereich Ultraschall verfügt. Als Interims-CEO agiert mit Bruce Haglund aus der Kanzlei Gibson, Haglund & Paulson ein angesehener Fachmann für Gesellschafts- und Aktienrecht mit Schwerpunkt auf jungen Wachstumsunternehmen, dessen Expertise insbesondere bei den anstehenden Vertragsverhandlungen mit potentiellen Vertriebspartnern von hohem Nutzen für die Gesellschaft sein dürfte. Mittelfristig strebt das Unternehmen jedoch an, den Posten mit einem Vollzeit-CEO zu besetzen, der über langjährige Industrienerfahrung verfügt. Als zusätzliche Unterstützung für das Managementteam hat Dermisonics darüber hinaus im Januar ein Advisor Board gegründet, dessen Mitglieder dem Unternehmen als qualifizierter Beraterstab zur Verfügung stehen sollen. Zum Board gehören derzeit diverse renommierte Fachleute aus der Pharmabranche, wie der bekannte Diabetes-Spezialist Dr. Rex K. Kessler oder auch Silvio Inzucchi, Direktor des Yale Diabetes Center.

Markt und Strategie

Kernmarkt Diabetes

Wie die neuste Entwicklung A-Wand zeigt, sind die Zielmärkte des Unternehmens im Medikamentenbereich weit gefächert. Nichtsdestotrotz dürfte zunächst der Diabetesmarkt das größte Potential für einen erfolgreichen Markteintritt bieten, weshalb die Gesellschaft die Entwicklungen für diese Anwendung als erstes forciert hat. Bei Diabetes liegt eine körperliche Fehlfunktion vor, so dass der Organismus nicht in der Lage ist, den Blutzuckerspiegel angemessen zu steuern. Dafür ist das Hormon Insulin zuständig, das dem Körper nun in Abhängigkeit vom aktuellen Spiegel extern zugeführt werden muss. In der Praxis messen die Patienten laufend ihre Werte und führen sich bei Bedarf Insulin mit Hilfe einer Spritze zu. Umfragen zur Zufriedenheit mit der Injektion über Nadeln (Beispielsweise: www.diabetes.de, Stand 12.11.2005) zeigen, dass nur rund 30 Prozent der Anwender mit diesem Verfahren vollständig zufrieden sind. Allerdings wünscht dabei auch nur eine geringe Prozentzahl neue Spritzmethoden oder Injektionssysteme. Trotz einer nicht sehr ausgeprägten Zufriedenheit dürften die Anwender deshalb von einer neuen Technik nur überzeugt werden können, wenn sie wirklich deutliche Verbesserungen bei der Handhabbarkeit mit sich bringt.

Schwierige Etablierung neuer Verfahren

Die einzige bisher am Markt etablierte Alternative zur Spritze stellen die so genannten Insulinpumpen dar, bei denen die US-Gesellschaft Medtronic mit dem Produkt Minimed der Marktführer ist. Insulinpumpen haben allerdings den Nachteil, dass ein Zugang zum Körper gelegt werden muss, weswegen nach wie vor Infektionsrisiken bestehen. An weiteren Lösungen forschen auch Branchenriesen wie Pfizer oder Sanofi-Aventis. Als Mitglieder eines Konsortiums mit dem kalifornischen Nektar Therapeutics arbeiten sie derzeit vor allem an der Zulassung von inhalativem Insulin. Da bei diesem Verfahren aber die Medikamentendosierung sowie die Lungenverträglichkeit umstritten sind, wurde das Konsortium von der FDA immer wieder zur Vorlage weiterer Studien aufgefordert. Doch selbst wenn diese Form der Insulinaufnahme demnächst genehmigt wird, dürfte hieraus für Dermisonics wenig Konkurrenz erwachsen, da das inhalative Insulin das gespritzte nicht vollständig ersetzen kann, sondern nur als Spitzenabfederung zu Mahlzeiten gedacht ist (Quelle: Deutsches Ärzteblatt, 09.11.2005).

Konkurrierende Systemlösungen

Demgegenüber arbeiten derzeit diverse kleinere Unternehmen, die ihren Schwerpunkt auf Forschung und Entwicklung legen, an Systemlösungen, die in direkter Konkurrenz zu U-Strip stehen. Dermisonics zählt dabei insbesondere die unabhängigen US-Unternehmen Altea, Sontra und SpectRx sowie die Johnson & Johnson-Tochter Alza zu den bedeutendsten Wettbewerbern. Im Vergleich zur Technologie der Konkurrenz, die teilweise auch auf Ultraschall aufbaut, aber auch andere Verfahren wie die Elektrophorese verwendet, sieht das

Unternehmen das U-Strip-System in der Kombination der Attribute Handhabbarkeit, Dosierung und unbeschädigter Insulintransport allerdings klar im Vorteil. Nichtsdestotrotz ist zum jetzigen Zeitpunkt völlig offen, welche Technologie sich letztlich am Markt durchsetzen wird.

Starkes Marktwachstum

Letztlich dürfte der Diabetesmarkt ausreichend Platz für viele verschiedene Lösungen bieten. Der Bedarf ist in jedem Falle immens und wächst, bedingt durch ein steigendes Durchschnittsalter der Bevölkerung, Fettleibigkeit und mangelnde Bewegung, weiter stark an. Von der Krankheit sind heute bereits etwa 150 Millionen Menschen weltweit betroffen, und die Weltgesundheitsorganisation (WHO) rechnet damit, dass es bis zum Jahr 2025 schon 300 Millionen sein könnten (Quelle: www.diabetes.de). Da die Gesundheitskosten für Menschen mit Diabetes – insbesondere durch Nebenerkrankungen bei falscher Behandlung – fünfmal so hoch liegen wie für Menschen ohne Diabetes, dürfte die Nachfrage nach treffsichereren Therapien auch von den Krankenkassen in den Industrieländern kommen, die ein Interesse an der Senkung dieser Kosten haben.

Lizenzierung mit Umsatzbeteiligung

Die starke Zunahme der Erkrankungen spiegelt sich bereits heute auch auf dem DDS-Markt in einer rasanten Entwicklung wider. Nach Unternehmensangaben dürfte der US-Markt für Geräte zum Transport von Medikamenten zwischen 2000 und 2007 um durchschnittlich etwa 11,6 Prozent pro Jahr auf dann rund 41 Mrd. US-Dollar wachsen. Dieser Milliardenmarkt kann von einem kleinen Unternehmen wie Dermisonics nicht im Alleingang bedient werden. Das Geschäftsmodell sieht deswegen vor, nach einer erfolgreichen Zulassung strategische Allianzen mit den Medikamentenherstellern zu schließen. Falls sich die Produzenten darauf einlassen, würde Dermisonics 5 Mio. US-Dollar für den Einsatz des Wirkstoffs im U-Strip berechnen und im Anschluss am laufenden Apparateverkauf sowie über eine Umsatzbeteiligung von 2,5 Prozent auch am Verkauf der Patches verdienen. Dass grundsätzlich Interesse für dieses Modell vorhanden ist, zeigt die Tatsache, dass schon heute bekannte Unternehmen wie die 3 M Corporation über Kooperationen in die Produktentwicklung involviert sind.

Ähnliches Potential bei Hautpflege

Ein ähnliches Abrechnungsmodell strebt Dermisonics auch bei U-Wand an. Bei erfolgreicher Markteinführung würden sich die Erlöse wiederum aus den drei Quellen Geräteverkauf, Lizenzgebühr und Umsatzbeteiligung an verkauften Patches ergeben. Obwohl noch keine mit U-Wand vergleichbare Lösung am Markt erhältlich ist, dürfte das Potential für die Technik enorm sein. Im hart umkämpften Markt für Hautpflege suchen die Hersteller dringend nach Innovationen, mit denen die Wettbewerbsposition ihrer Produkte verbessert werden kann. Insofern dürfte nach bestandenen Unverträglichkeitstests kein Mangel an möglichen Kooperationspartnern bestehen. Dabei ist auch der Hautpflegemarkt

als wachstumsstarkes Segment innerhalb des gesamten Kosmetikmarktes sehr attraktiv. Der adressierte Bereich für professionelle Hautpflege ist durch den Eintritt von großen Markenherstellern von 2003 bis 2004 um 80 Prozent auf 285 Mio. US-Dollar gewachsen (Quelle: Dermisonics).

Geschäftsentwicklung

Frühes Stadium prägt Bilanz

Das Potential der Gesellschaft ist angesichts dieser Zielmärkte unbestreitbar groß. Die Ist-Zahlen aus den Unternehmensbilanzen dokumentieren dagegen, welchen Aufwand ein auf Forschung und Entwicklung spezialisiertes Unternehmen betreiben muss, bis seine Produkte die Marktreife erlangen. Während bislang noch keine Erlöse aus dem Kerngeschäft generiert wurden, beläuft sich der seit der Gründung kumulierte Verlust auf rund 8,85 Mio. US-Dollar (Stand: 30.06.05). Auf die ersten neun Monate des Geschäftsjahres 2004/05 entfielen davon 4,4 Mio. US-Dollar. Neben den Ausgaben für Testverfahren, Beratung und sonstige Gebühren, die den Hauptteil der bisherigen Kosten ausmachen, musste ein weiterer signifikanter Teil in Form von Fremdkapitalzinsen aufgebracht werden.

Kapitalausstattung kritischer Erfolgsfaktor

Zum 30. Juni sind in der Bilanz Verbindlichkeiten über 2,32 Mio. US-Dollar aufgeführt. Angesichts der potentiellen Erlöse der Gesellschaft erscheint diese Summe zwar vergleichsweise klein, jedoch verfügt Dermisonics derzeit nur über geringe Barmittel. Da nach den Berechnungen des Managements bis zur möglichen Vermarktung der Produkte weitere 7,5 Mio. US-Dollar insbesondere für die Bereiche F&E, Marketing und Umschuldung benötigt werden, stellt die weitere Finanzierung neben den Fortschritten bei der weiteren Produktentwicklung den kritischen Erfolgsfaktor dar. Als ein bedeutender Schritt ist vor diesem Hintergrund die im August abgeschlossene Kreditvereinbarung mit der Venture-Capital Firma Berra Holdings zu werten. Diese räumt Dermisonics eine Kreditlinie von 1,5 Mio. US-Dollar zu 8 Prozent Zinsen ein, von der zunächst 840.000 US-Dollar abgerufen wurden. Mitte September erfolgte darüber hinaus eine Finanzierung im Umfang von 784.501 US-Dollar über eine Wandelanleihe. Weitere Maßnahmen über wenigstens 800.000 US-Dollar stehen nach Managementangaben kurz vor dem Abschluss.

Fortschritte im Kerngeschäft

Flankiert wurden diese Meldungen durch gute Nachrichten in den Bereichen Vermarktung und Entwicklung. Vor allem die strategische Allianz mit der britischen PharmaVentures aus dem Sommer dieses Jahres dürfte die Erfolgschancen bei der Partnersuche in der Branche deutlich erhöhen. Der weltweit tätige Consulting-Spezialist für den Pharma-Markt soll nämlich bei der Identifizierung geeigneter Kontraktpartner behilflich sein, die Interesse an der Verabreichung ihrer Wirkstoffe über die Ultraschalltechnologie haben könnten. Als ers-

tes greifbares Resultat aus dieser Verbindung ist die Produktlinie A-Wand entstanden, die das Anwendungsspektrum in Richtung Wundheilung erweitert hat.

Tests bisher erfolgreich

Noch wichtiger sind allerdings die Fortschritte bei der Erforschung der Wirksamkeit von U-Strip. Im Rahmen der ersten klinischen Testphase wurden bereits verschiedene Untersuchungen durchgeführt, die der Ultraschalltechnik bislang eine hohe Funktionalität bescheinigt haben. Mitte November konnte so auch das Investigative Review Board (IRB) des Chesapeake Research Review, eine unabhängige biomedizinische Forschungsprüfungsorganisation, überzeugt werden, so dass die Organisation die Genehmigung für den Beginn der nächsten Teststufe erteilte. Da mit dieser Studie, bei der die Effektivität von U-Strip im Vergleich zu anderen Methoden der Diabetestherapie erprobt wird, die klinische Testphase I zum Abschluss gebracht werden könnte, stellt die Genehmigung einen Meilenstein in der Entwicklung von Dermisonics dar. Verläuft auch diese Reihe erfolgreich, wird auf Basis der Resultate die Durchführung der abschließenden klinischen Testphase II beantragt, bei der unter anderem mehrwöchige Dauertests an einer dreistelligen Patientenzahl durchgeführt werden müssen.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Dermisonics ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir an dieser Stelle, da aufgrund der derzeit noch sehr hohen Prognoseunsicherheit eine Schätzung der zunächst vergleichsweise volatilen Free-Cash-Flows der Gesellschaft die Fehleranfälligkeit der Schätzung unangemessen erhöhen würde.

Diskontierungszins nach CAPM 15,1 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,5 Prozent (Umlaufrendite 10-jähriger amerikanischer Staatsanleihen) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und setzen angesichts des frühen Entwicklungsstadiums des Unternehmens und eines ausgeprägten operativen wie finanzwirtschaftlichen Risikos einen hohen Wert von 2,0 an. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Diskontierungszins von 15,1 Prozent.

**Modellhafter
Geschäftsverlauf**

Zum heutigen Zeitpunkt ist die Prognose des Erfolgs der weiteren Produktentwicklung einerseits sowie der anschließenden Marktakzeptanz andererseits für U-Strip, U-Wand und A-Wand noch mit sehr hoher Unsicherheit behaftet. Angesichts des frühen Stadiums der Geschäftsentwicklung sind jederzeit existenzbedrohende Fehlschläge im operativen Geschäft oder bei der Gesellschaftsfinanzierung möglich. Allerdings würde bereits der Erfolg bei nur einem der drei in der Entwicklung befindlichen Produktlinien den Weg zu einem Milliardenmarkt ebnen. Um diese schwierige Ausgangsbasis abzubilden, unterstellen wir im Folgenden zwei denkbare Geschäftsverläufe des Unternehmens und stellen diese einander gegenüber. Die folgende Tabelle basiert auf einer Projektion des zukünftigen Geschäftsverlaufs, die vom Management im September vorgenommen wurde. Aus den veröffentlichten Prognosen für Umsatz und EBITDA haben wir eine Indikation für die Nettomarge abgeleitet. Am Ende des von der Unternehmensführung detailliert geschätzten Zeitraums haben wir eine Übergangsphase mit abnehmendem Umsatzwachstum und konstanter Marge modelliert. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 1,5 Prozent.

Geschäftsjahr (endet 30.09.)	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Gesamterlöse (Mio. USD)	4,5	84,9	101,3	232,1	355,5	426,6	469,3	492,7
Erlöswachstum	-	1786%	19,4%	129%	53,2%	20,0%	10,0%	5,0%
Nettorendite	-	30,1%	34,4%	34,6%	34,3%	33,0%	31,0%	30,0%
Gewinn (Mio. USD)	-1,0	25,6	34,8	80,2	122,1	140,8	145,5	147,8
Gewinnwachstum	-	-	36,2%	130%	52,3%	15,3%	3,3%	1,6%

Fairer Wert 18,40 US-Dollar je Aktie

Auf Basis dieser Geschäftsentwicklung, die sich direkt an den Unternehmensprojektionen orientiert, ergibt sich ein Ertragswert von 751,6 US-Dollar respektive 18,40 US-Dollar je Aktie. Diese Bewertung liegt um ein Vielfaches über der aktuellen Börsenbewertung und offenbart das immense Kurspotential bei einem optimistisch geschätzten Geschäftsverlauf.

Retrograde Bewertung

Dem stellen wir eine Geschäftsentwicklung gegenüber, die den aktuell am Markt gehandelten Wert der Gesellschaft rechtfertigen würde:

Geschäftsjahr (endet 30.09.)	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Gesamterlöse (Mio. USD)	2,5	5,0	10,0	19,0	34,2	53,0	63,6	66,2
Erlöswachstum	-	100%	100%	90%	80%	55%	20%	4%
Nettorendite	-	5,0%	10,0%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Gewinn (Mio. USD)	-3,3	0,3	1,0	2,4	5,1	8,0	9,5	9,9
Gewinnwachstum	-	-	300%	138%	116%	55,0%	20,0%	4,0%

**Indikationen der
Marktbewertung**

Ein derartiger Geschäftsverlauf beruht auf der Prämisse, dass es der Gesellschaft zwar gelingt, ein Produkt am Markt zu platzieren, allerdings im Anschluss damit

nur einen minimalen Marktanteil erreichen kann. Da jedoch keine der drei Produktlinien einen Nischencharakter hat, sondern alle über ein großes Marktpotential verfügen, halten wir eine solche Entwicklung nicht für realistisch. Ist der kritische Punkt Zulassung – bzw. Unverträglichkeitstest bei U-Wand – bewältigt, dürfte mit einer hohen Wahrscheinlichkeit ein größeres Erlöspotential bestehen. Nichtsdestotrotz stellt das Szenario einen interessanten Referenzfall dar, der verdeutlicht, welche geringen Absolutbeträge erwirtschaftet werden müssen, um den aktuellen Unternehmenswert zu rechtfertigen

Markteinschätzung bislang pessimistisch

Die Ergebnisse der beiden Modelle verdeutlichen, dass der Markt dem Geschäftsmodell von Dermisonics derzeit nur eine geringe Erfolgchance einräumt. Dem vom Management projizierten Geschäftsverlauf gibt die Börse bei der aktuellen Marktkapitalisierung von rund 40 Mio. US-Dollar lediglich eine Erfolgswahrscheinlichkeit von 5,4 Prozent. Demgegenüber zeigt das retrograde Szenario, dass ein – gemessen am Marktvolumen – sehr geringer Geschäftserfolg schon ausreicht, um die aktuelle Unternehmensbewertung zu rechtfertigen. Gelingt es dem Management nun in den nächsten Monaten, Erfolge in den kritischen Bereichen Unternehmensfinanzierung und Produktzulassung zu erzielen, dürfte das Unternehmen einer Neubewertung unterzogen werden. Da der Hebeleffekt bei einem positiven Geschäftsverlauf erheblich ist, würde schon eine geringe Aufwärtsrevision bei der Erfolgswahrscheinlichkeit ein erhebliches Kurspotential freisetzen.

Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

Ein Investment in Dermisonics hat einen ausgeprägten Venture-Capital-Charakter. Bis zur Erlangung der Marktreife der wichtigsten Produkte U-Strip und U-Wand sind sowohl bei der Produktentwicklung als auch bei der Unternehmensfinanzierung noch erhebliche Anstrengungen zu unternehmen. Nichtsdestotrotz verfolgt das Unternehmen einen interessanten und innovativen Ansatz in einem großen und extrem wachstumsstarken Markt. Die Bewertungskalküle zeigen, dass eine erfolgreiche Umsetzung der Unternehmensplannungen zu einem Wert führt, der weit über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Führen positive Unternehmensmeldungen zu einer Anhebung der vom Markt geschätzten Erfolgswahrscheinlichkeit, könnte schon kurzfristig ein Teil dieses Potentials realisiert werden. Einem Investor, den das Konzept der Unternehmung überzeugt und der die hohen Risiken des frühen Unternehmensstadiums nicht scheut, empfehlen wir die Aktie deshalb als „spekulativen Kauf“. Da das derzeit niedrige Kursniveau allerdings auch die Sorge des Marktes bezüglich der kurzfristigen Unternehmensfinanzierung zum Ausdruck bringt, sollte dem Risiko eines Totalverlusts in jedem Fall mit der Setzung eines Stop-Loss begegnet werden.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Balanstr. 16
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Die in dieser Finanzanalyse publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kaufmann Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(keine: Ersteinschätzung)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko aufgrund geringer Prognosesicherheit.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat das analysierte Unternehmen in ihrem Börsenbrief „Performaxx-Anlegerbrief“ vor Veröffentlichung dieser Studie empfohlen.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2), 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.