

Biofrontera AG

Zusammenfassung

- **Zulassung im Dezember:** Das Flaggschiffprodukt von Biofrontera, das Präparat BF-200 ALA zur Behandlung von aktinischer Keratose, hat wie von uns erwartet von der European Medicines Agency grünes Licht für eine Zulassung in Europa erhalten. Nach diesem Meilenstein kann das Unternehmen im nächsten Jahr den großskaligen Vertrieb in Deutschland anlaufen lassen.
- **Lizenzvergabe wahrscheinlich:** Die Zulassung eröffnet zudem die Chance, für Märkte, die nicht mit dem eigenen Vertrieb adressiert werden sollen, lukrative Lizenzvereinbarungen abzuschließen. Wir rechnen diesbezüglich mit ersten Meldungen schon in den nächsten Wochen.
- **Letzte Finanzierungsrunde:** Zur Intensivierung der Vertriebsaktivitäten müssen noch Finanzmittel akquiriert werden. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft zu diesem Zwecke Stücke einer Optionsanleihe, die im Sommer emittiert und von den Aktionären nicht komplett gezeichnet wurde, in Kürze bei institutionellen Investoren platziert.
- **Hohes Potenzial:** Mit der Zulassung von BF-200 ALA hat sich die Positionierung von Biofrontera deutlich verbessert. Wir sehen den fairen Wert nun bei 10,58 Euro je Aktie.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 10,58 Euro
Aktueller Kurs 3,74 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	4,35	4,35	4,35
Tief (Euro)	2,20	2,10	1,74
Performance	+66,96%	+22,62%	+75,59%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	91.621	50.800	53.022

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006046113 / 604611
Branche	Pharmazie
Sitz der Gesellschaft	Leverkusen
Internet	www.biofrontera.com
Ausstehende Aktien	11,24 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	März 1998
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	42,0 Mio. Euro
Free Float	61,4 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)*	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	0,3	0,4	0,7	4,8	CAGR Umsatz 09-12 (e)	142,9%
Umsatzwachstum	-4,3%	20,8%	79,8%	559,7%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-4,8	-6,1	-4,0	-0,4	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-	-	-	-		
EpS	-0,63	-0,85	-0,21	-0,07	Enterprise Value (Mio. Euro)	55,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-
KUV	125,11	103,54	57,59	8,73	EV / Umsatz 11 (e)	75,5
KGV	-	-	-	-	EV / EBIT 11 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	-

*Ab 2011: Basisszenario (s. Kapitel „Ausblick“)

Jüngste Geschäftsentwicklung

BF-200 ALA erhält die Zulassung

Die European Medicines Agency hat im Rahmen des zentralen europäischen Verfahrens grünes Licht für die Zulassung des Biofrontera-Wirkstoffs BF-200 ALA zur Behandlung von aktinischer Keratose (eine Frühform des Hautkrebses) gegeben. Im Anschluss an die im Dezember anstehende endgültige Genehmigung durch die Europäische Kommission, die der Empfehlung in der Regel folgt, kann das Präparat dann unter dem Namen Ameluz in der EU, Norwegen, Island und Liechtenstein vermarktet werden. Nach einer mehrjährigen Entwicklungsarbeit bedeutet diese Entscheidung für Biofrontera einen Meilenstein und Wendepunkt in der Unternehmenshistorie. Mit dem neuen Produkt adressiert die Gesellschaft nun erstmals einen attraktiven internationalen Markt mit einem Volumen im dreistelligen Millionenbereich. Deutschland und ausgewählte Kernmärkte in Europa sollen dabei mit einem eigenen Vertrieb erschlossen werden, auch hier laufen die Vorbereitungen bereits seit mehreren Jahren. Für andere Länder wird Biofrontera Lizenzabkommen abschließen, wir rechnen hier bereits in den nächsten Wochen mit den ersten Meldungen.

Umsätze zuvor noch gering

Bislang bestand das Produktportfolio von Biofrontera lediglich aus einer Nanoemulsion zur Rezepturherstellung sowie aus dem Wirkkosmetikum Belixos, das zur Behandlung von geröteter oder schuppender Haut eingesetzt wird. Damit wurden nur geringe Erlöse erzielt: In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres lagen die Umsätze bei 298,2 Tsd. Euro, was aber immerhin einem Zuwachs von 69,4 Prozent zum Vorjahr entsprach. Die geringe Basis ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Vermarktung der Creme nicht intensiviert wurde, da der Schwerpunkt der Aktivitäten auf die Bewältigung des Zulassungsprozesses und die Sicherstellung der weiteren Unternehmensfinanzierung gelegt wurde.

	HJ 2010	HJ 2011	Änderung
Umsatz	0,18	0,30	+69,4%
F&E-Ausgaben	-1,27	-0,76	-
EBIT	-2,42	-1,93	-
Konzernergebnis	-3,19	-1,21	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Kleiner Überschuss

Dementsprechend wurden auch die Forschungs- und Entwicklungsausgaben planmäßig von 1,27 auf 0,76 Mio. Euro zurückgeführt. Darüber hinaus profitierte das Unternehmen im ersten Halbjahr von einem Sondereffekt: Bezüglich noch ausstehender Meilensteinzahlungen an die Schweizer ASAT Applied Science and Technology AG, von der Mitte des letzten Jahrzehnts das Entwicklungsprojekt BF-200 ALA gekauft wurde, hat das Management eine Einigung erzielt. Eine Forderung in Höhe von rund 2 Mio. Euro wurde mit der Ausgabe von 385 Tsd.

neuen Aktien abgegolten. Biofrontera konnte in diesem Zusammenhang eine Rückstellung in Höhe von 1,5 Mio. Euro ertragswirksam auflösen. Als Resultat der leicht gestiegenen Erlöse, geringerer Forschungsaufwendungen und des außerordentlichen Ertrags verbesserte sich das Halbjahresergebnis binnen Jahresfrist von -3,19 auf -1,21 Mio. Euro.

Ausblick

Größte Hürde erfolgreich gemeistert

Mit der Zulassung hat Biofrontera die größte Hürde auf dem Weg zu einem erfolgreichen Spezialpharmaunternehmen übersprungen. Wir gehen davon aus, dass die nun anstehende Kommerzialisierung – sowohl im eigenen Vertrieb als auch über Lizenzen – bereits gut vorbereitet wurde, so dass schon im nächsten Jahr ein Erlössprung möglich sein sollte, wenn das Unternehmen den notwendigen finanziellen Spielraum für die Intensivierung der Aktivitäten hat. Zu diesem Zweck müssen nun noch die im Juli emittierten Optionsanleihen, die nicht im Rahmen der Bezugsrechtsemission veräußert wurden, bei institutionellen Investoren platziert werden. Nach der erfolgten Zulassung von BF-200 ALA sollte dies in den nächsten Wochen gelingen.

Verzögerungen in der Finanzierung

Gerade hinsichtlich der Finanzierung waren die Fortschritte in den letzten Monaten aber etwas langsamer als von uns zuvor erwartet. Daher dürfte die Vorbereitung der Vermarktung in einem kleineren Maßstab umgesetzt worden sein als bisher von uns unterstellt. Wir gehen daher davon aus, dass der Umsatzsprung durch den Produktstart im nächsten Jahr nicht ganz so hoch ausfällt wie zuvor geschätzt und haben dementsprechend die Wachstumsraten für 2012 in unseren beiden Bewertungsszenarien – „Basis“ und „Optimistisch“ – herabgesetzt. Infolgedessen wird das Unternehmen in unserem Basisszenario auch im nächsten Jahr noch einen Verlust schreiben. Im Gegenzug wurde die Restwahrscheinlichkeit einer Nichtzulassung aus den Szenarien eliminiert. Dadurch haben sich im gesamten Detailprognosezeitraum die Erlöse erhöht, da es bisher wahrscheinlichgewichtete Schätzwerte waren. An den langfristigen Margenperspektiven sowie den übrigen zentralen Modellparametern – insbesondere dem Marktpotenzial und dem Anteil der Lizenzeinnahmen – haben wir hingegen keine Änderung vorgenommen. Für die entsprechenden Prämissen verweisen wir auf unsere Basisstudie vom 13.12.2010.

Zwei Szenarien

Die folgenden beiden Tabellen zeigen die erwartete Entwicklung von Umsatz und Marge in den nächsten acht Jahren im Basisszenario (Tabelle 1) sowie im optimistischen Szenario (Tabelle 2).

Basisszenario	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Belixos	0,5	1,0	2,0	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6
Akt. Keratose*	0,0	1,9	9,7	22,6	38,7	54,9	64,6	54,9
Genitalwarzen*	0,0	1,6	8,1	18,8	32,3	45,7	53,8	45,7
Sonstige	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Erlöse (Mio. Euro)	0,7	4,8	20,1	44,3	74,5	104,4	122,3	104,8
Erlöswachstum		560%	317%	121%	68,2%	40,1%	17,2%	-14%
Nettorendite	-400%	-20%	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-2,9	-1,0	3,0	8,4	14,2	19,8	23,2	19,9
Gewinnwachstum				180%	68,2%	40,1%	17,2%	-14%

Opt. Szenario	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Belixos	0,9	2,2	5,5	6,8	8,3	8,7	9,0	9,4
Akt. Keratose*	0,0	3,9	14,1	35,3	54,9	66,7	78,4	66,7
Genitalwarzen*	0,0	3,3	11,8	29,4	45,7	55,5	65,3	55,5
Sonstige	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Erlöse (Mio. Euro)	1,1	9,6	31,6	71,9	109,4	131,3	153,3	132,2
Erlöswachstum		772%	228%	127%	52,2%	20,1%	16,7%	-
Nettorendite	-230%	10,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-2,5	1,0	6,6	15,1	23,0	27,6	32,2	27,8
Gewinnwachstum		-	590%	127%	52,2%	20,1%	16,7%	-

*beides BF-200 ALA

Fairer Wert: 10,58 Euro je Aktie

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir in beiden Szenarien unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Bei der Berechnung des Diskontierungszinses haben wir das Beta von 2,0 auf 1,8 herabgesetzt, da Biofrontera nun im Kern nicht mehr ein forschendes Biotechnologieunternehmen, sondern ein Pharmaunternehmen mit einem zugelassenen Produkt darstellt. Darüber hinaus wurden als Bewertungsparameter der Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere in Höhe von 2,5 Prozent sowie eine Marktrisikoprämie von 5,3 Prozent herangezogen, was in Summe einen Diskontierungszins nach CAPM von 12,0 Prozent ergibt. Daraus errechnet sich im Basisszenario ein fairer Unternehmenswert von 9,50 Euro je Aktie, im optimistischen Szenario von 13,09 Euro je Aktie. Aus der Verdichtung mit den von uns für realistisch erachteten Wahrscheinlichkeiten (Basisszenario 70 Prozent, optimistisches Szenario 30 Prozent) folgt daraus aktuell ein fairer Wert von 10,58 Euro je Aktie, was einem Aufwärtspotenzial von 183 Prozent entspricht.

Sensitivitätsanalyse

Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch eine Variation des ewigen Wachstums und des Diskontierungszinses ergeben, zeigt die nachfolgende Tabelle. Die Spanne der Zielkurse reicht dabei von 8,85 bis 13,13 Euro.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	11,0%	11,16 EUR	11,57 EUR	12,03 EUR	12,55 EUR	13,13 EUR
	11,5%	10,49 EUR	10,86 EUR	11,27 EUR	11,71 EUR	12,22 EUR
	12,0%	9,90 EUR	10,22 EUR	10,58 EUR	10,97 EUR	11,41 EUR
	12,5%	9,35 EUR	9,64 EUR	9,96 EUR	10,30 EUR	10,69 EUR
	13,0%	8,85 EUR	9,11 EUR	9,39 EUR	9,70 EUR	10,04 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Nach einer langen Entwicklungsarbeit hat Biofrontera von der European Medicines Agency einen positiven Bescheid für die Zulassung von BF-200 ALA erhalten. Im nächsten Jahr kann nun der Vertrieb unter dem Namen Ameluz starten, der in Deutschland und in ausgewählten europäischen Kernmärkten in Eigenregie erfolgt. Für weitere Länder rechnen wir nun zügig mit dem Abschluss von Lizenzabkommen. Insgesamt adressiert die Gesellschaft einen Markt mit einem dreistelligen Millionenvolumen, weswegen wir in der laufenden Dekade mit stark steigenden Umsätzen und hohen Gewinnen rechnen. Die Aussicht auf die Zulassung hat in den letzten Wochen bereits zu einem starken Anstieg der Aktie geführt. Kurzfristig scheint eine Konsolidierung damit recht wahrscheinlich, mittel- und langfristig besteht bis zu unserem Kursziel von 10,58 Euro aber noch erhebliches Potenzial. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

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

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.-Kfm. 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 zwei Updates. 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
07.04.2011	2,65 Euro	Kaufen
13.12.2010	1,75 Euro	Kaufen

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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. 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. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

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
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 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