

Biofrontera AG

Zusammenfassung

- **Zugelassenes Produkt erworben:** Durch den Erwerb der Rechte für den weltweiten Vertrieb und die Weiterentwicklung von Reliéva, einer Arznei zur Behandlung von Schuppenflechte und Neurodermitis, verfügt Biofrontera erstmals über ein in Nordamerika bereits zugelassenes Präparat. Auch in Europa dürfte nach unserer Einschätzung die Genehmigung bald vorliegen.
- **Testfall für eigenen Vertrieb:** Damit dürfte spätestens Anfang 2009 auch hierzulande der großflächige Vertrieb in Eigenregie starten. Für die Vermarktung in den USA wurde hingegen mit DSE Healthcare Solutions bereits ein Partner präsentiert.
- **Substanzielle Neuigkeiten zu erwarten:** In den nächsten Monaten wird Biofrontera bei drei Produkten klinische Studien der Phasen II und III abschließen. Erfolgsmeldungen dürften den Kurs spürbar beflügeln.
- **Vervielfachungspotenzial:** Aufgrund der Sorgen um die weitere Unternehmensfinanzierung im aktuell schwierigen Umfeld ist die Aktie zuletzt deutlich gefallen. Wir sind weniger skeptisch und sehen ein Potenzial bis 29,69 Euro binnen zwei Jahren.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 7,09 Euro

ISIN	DE0006046113
Branche	Biotechnologie
Sitz der Gesellschaft	Leverkusen
Internet	www.biofrontera.com
Ausstehende Aktien	3,3 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	23,5 Mio. Euro
Free Float	ca. 24 %



Hoch / Tief (12 Monate)	15,60 Euro / 7,00 Euro
Performance (12 Monate)	-51,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 31 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2006	2007	2008 (e)*	2009 (e)*
Umsatz (Mio. Euro)	0,2	0,1	0,6	10,8
Umsatzwachstum		-6,7%	314,3%	1756,9%
EpS (Euro)	-2,38	-2,41	-3,32	-1,62
EpS-Wachstum		-	-	-
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-
KGV	-	-	-	-
KUV	156,74	167,93	40,54	2,18
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* alle Kennzahlen zum Basisszenario, siehe Bewertungsteil

Jüngste Geschäftsentwicklung

Erstes zugelassenes Produkt im Portfolio

Mitte Juni ist Biofrontera auf dem Weg zu einem Spezialpharmaunternehmen mit dermatologischen Produkten und eigener Vertriebsorganisation ein entscheidender Schritt nach vorne gelungen. Durch den Erwerb der weltweiten Rechte zum Verkauf und zur Weiterentwicklung der Produktlinie Reliéva, die u.a. gegen Schuppenflechte und Neurodermitis eingesetzt werden kann und in den USA sowie Kanada bereits zugelassen ist, wurde das Portfolio aus mehreren potenziellen Medikationen erstmals um ein bereits vermarktungsfähiges Präparat ergänzt. Die Arznei, die als Creme, Lotion oder Shampoo angeboten wird, ist bereits im Vorfeld in klinischen Tests an mehr als 500 Patienten erprobt worden; die Resultate belegen eine gute Wirksamkeit mit nur sehr geringen Nebenwirkungen auch bei einer langfristigen Anwendung, was gerade für die adressierten Krankheitsbilder von hoher Bedeutung ist. Für die Übernahme der Rechte hat Biofrontera an den Vorbesitzer, die kanadische Firma Prime Pharmaceuticals, 10.000 Aktien ausgegeben und darüber hinaus einen Beratungsvertrag für den Vertrieb in Nordamerika abgeschlossen, der mit 20 Tsd. CAD pro Monat entgolten wird. Außerdem haben die Kanadier das Recht, weitere 10.000 Aktien zu 15 Euro zu erwerben und bekommen 5 Prozent der weltweiten Umsätze aus dem Verkauf von Reliéva (wobei die Zahlungen aus dem Beratungsvertrag angerechnet werden).

Lizenzvereinbarung für die USA

Nur zwei Monate später konnte Biofrontera selbst eine Vereinbarung über die Auslizenzierung von Reliéva an den Vertriebsspezialisten DSE Healthcare Solutions für den US-Markt abschließen. Das von vormaligen Johnson & Johnson Managern gegründete Unternehmen wird sämtliche Kosten für die dortige Vermarktung übernehmen und die Produkte zudem zu einem vorab festgelegten Preis von den Leverkusenern beziehen, die den Herstellungsprozess kontrollieren. Ferner erhält Biofrontera mindestens 10 Prozent der Nettoumsätze oder alternativ eine Gewinnbeteiligung von bis zu 50 Prozent in Abhängigkeit von den erzielten Resultaten.

Kernmärkte im Eigenvertrieb

Diese Konstruktion entspricht der verfolgten Firmenstrategie, Märkte außerhalb Europas ausschließlich über Partner zu bedienen, während die Schlüsselregionen auf dem Kontinent mit einer eigenen Vertriebsorganisation erschlossen werden. Dementsprechend wird Reliéva in Deutschland in jedem Fall in Eigenregie vermarktet, sobald die Zulassung erfolgt ist. Aufgrund der vorliegenden Genehmigungen für Nordamerika rechnet das Management diesbezüglich mit keinen nennenswerten Schwierigkeiten und erwartet dementsprechend einen Verkaufstart für 2009. Im selben Jahr könnte auch BF-200 ALA in den Handel kommen, nachdem für das Präparat zur Behandlung einer Frühform des Hautkrebses (Aktinische Keratose) sowie von Genitalwarzen derzeit die letzten beiden klinischen Studien der dritten Testphase laufen.

Hohe Forschungs- und Entwicklungskosten

Bereits heute ist ein Defekturzneimittel im Vertrieb, also eine Eigenherstellung von Apotheken (die hierfür die Nanoemulsion BF-200 von Biofrontera beziehen) auf Basis einer Arztverordnung. Gegen die damit verbundene Praxis eines bundesweiten Versands hat ein Konkurrent allerdings eine einstweilige Verfügung erwirkt, die Biofrontera zwar für ungerechtfertigt hält und juristisch bekämpft, die allerdings trotzdem die Verkäufe im laufenden Jahr beeinträchtigt hat. Daher ist der Umsatz in den ersten sechs Monaten lediglich von 20,5 auf 148 Tsd. Euro gestiegen. Demgegenüber haben die Forschungs- und Entwicklungskosten wegen der parallelen Durchführung klinischer Tests bei mehreren Wirkstoffen planmäßig von 1,8 auf 3,4 Mio. Euro zugenommen. Insgesamt ergab sich daraus ein Periodenfehlbetrag von 5,6 Mio. Euro, nach 4,0 Mio. Euro im vergleichbaren Zeitraum 2007.

Kapitalerhöhung durchgeführt

Infolgedessen hat sich auch die zum Stichtag 30. Juni zur Verfügung stehende Liquidität – Zahlungsmittel und Wertpapiere – von 8,4 auf 4,0 Mio. Euro reduziert. Um den finanziellen Spielraum für eine Fortsetzung der klinischen Studien von allen Präparaten in dem gewünschten Umfang wieder zu erhöhen sowie eine Intensivierung der Vermarktungsvorbereitung von Reliéva zu ermöglichen, wurde von der Gesellschaft Anfang August eine kleine Kapitalerhöhung durchgeführt, in deren Rahmen 111 Tsd. Aktien zu einem Preis von 9,00 Euro ausgegeben worden sind.

Ausblick

Substanzielle Neuigkeiten zu erwarten

Die nächsten zwölf Monate sind für den weiteren Geschäftserfolg des Unternehmens von enormer Bedeutung. Für drei Präparate stehen nach einer längeren Testphase die finalen Ergebnisse der Phase III (BF-200 ALA) oder II (BF-derm1 gegen chronische Nesselsucht sowie BF-37 gegen Neurodermitis und Schuppenflechte) an. Positive Ergebnisse dürften die Chancen auf eine Zulassung und auf den Abschluss von Lizenzvereinbarungen für außereuropäische Märkte deutlich erhöhen. Für das neu erworbene Präparat Reliéva ist letzteres für die USA bereits gelungen. Falls der Partner die ausgewiesene Kompetenz im Pharmasektor auch in hohe Umsätze ummünzen kann, winken Biofrontera hieraus früher als erwartet hohe Einnahmen. Im nächsten Jahr dürfte dann nach der zu erwartenden Zulassung von Reliéva auch in Deutschland der aufgebaute Vertriebsapparat einem ersten Markttest im großen Maßstab unterzogen werden, der Rückschlüsse über die künftige Vermarktungskraft der Gesellschaft erlaubt.

Anpassung der Szenarioanalyse

Nach der Übernahme des Präparates Reliéva, den Zahlen zum ersten Halbjahr und den kommunizierten Plänen zur weiteren Unternehmensfinanzierung müssen wir unsere Szenarioanalyse an mehreren Stellen anpassen. In beiden dargestellten Verläufen (Basis und Optimistisch) für die künftige Entwicklung in den

nächsten acht Jahren erhöhen wir den Verlust für 2008 von 8,7 auf 10,8 Mio. Euro, da das Resultat des ersten Halbjahres leicht unter unseren Erwartungen lag und zudem der Erwerb und die Einführung des neuen Produktes zusätzliche Kosten verursachen. Aus dem gleichen Grund sehen wir auch einen weiteren Finanzierungsbedarf, den Biofrontera den jüngsten Unternehmensmeldungen zufolge wohl zu einem größeren Teil mit Eigenkapital decken will. Wir kalkulieren hier nun betont konservativ und setzen ein zusätzliches Volumen von 10 Mio. Euro an, welches mit jungen Aktien zum aktuellen Kurs gedeckt wird. Daraus resultiert eine hypothetische Aktienzahl von 4,75 Mio. Stücken.

Reliéva als weitere Einnahmequelle

Neben den zusätzlichen Aufwendungen dürfte Reliéva allerdings auch recht zügig für höhere Erlöse sorgen. Wir rechnen für 2009 mit einem niedrigen einstelligen Millionenbetrag aus dem US-Markt, zudem sollten im Jahresverlauf auch in Deutschland und Europa erste Umsätze generiert werden. Den im Anschluss maximal erzielbaren Umsatz während des Detailbetrachtungszeitraums kalkulieren wir in Relation zu Dovonex, einer führenden Arznei zur Behandlung von Schuppenflechte, mit der weltweit ein Spitzenumsatz von 300 Mio. US-Dollar erzielt werden konnte.

Basisszenario

In unserem Basisszenario halten wir im Jahr 2015 ein Zehntel des Dovonex-Umsatzes für realisierbar – eine sehr vorsichtige Annahme. Damit würde Reliéva unter den wahrscheinlichkeitsgewichteten Einnahmen liegen, die wir für BF-200 ALA oder BF-37 angesetzt haben. Der Charme an diesem Produkt ist allerdings, dass das Zulassungsrisiko in Europa als äußerst gering einzustufen ist. Alle übrigen Annahmen zum Basisszenario bleiben gleich, diesbezüglich verweisen wir auf unser Update vom 14. Mai.

Geschäftsjahr (31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reliéva		3,00	4,80	7,68	12,29	15,36	18,74	20,05
Akt. Kerat.* (Mio. Euro)		3,87	19,37	38,75	38,75	34,87	31,00	27,12
Genitalwarz.* (Mio. Euro)		3,23	16,14	32,29	32,29	29,06	25,83	22,60
BF-derm 1(Mio. Euro)			2,15	10,76	21,53	21,53	19,37	17,22
BF-37 (Mio. Euro)				2,69	13,45	26,91	26,91	24,22
BF-1 (Mio. Euro)						0,44	2,19	4,38
Sonstige (Mio. Euro)	0,58	0,67	0,77	0,88	1,01	1,17	1,34	1,54
Umsatz (Mio. Euro)	0,58	10,77	43,24	93,05	119,31	129,32	125,37	117,13
Wachstum		1757%	301%	115%	28,2%	8,4%	-3,1%	-6,6%
Nettorendite	-	-	10,0%	14,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-11,0	-5,4	4,3	13,0	21,5	23,3	22,6	21,1
Gewinnwachstum		-	-	201%	64,9%	8,4%	-3,1%	-6,6%

* beides BF-200 ALA

Wert im Basisszenario: 20,54 Euro je Aktie

Bei einem unveränderten Diskontierungssatz von 14,8 Prozent (risikoloser Zins 4,2 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 2,0) und einem ewigen Er-

tragswachstum von 2 Prozent resultiert aus unserem Basisszenario ein fairer Wert von 97,5 Mio. Euro oder 20,54 Euro je Aktie. Trotz konservativer Annahmen und einer hypothetischen Verwässerung von 43 Prozent besteht damit ein Kurspotenzial von aktuell 190 Prozent.

Optimistisches Szenario

Auch in unser optimistisches Szenario haben wir das neue Produkt integriert und sehen hier ein Potenzial für 20 Prozent der Dovonex-Umsätze oder 40 Mio. Euro in 2015.

Geschäftsjahr (31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reliéva		4,50	9,90	15,84	25,34	31,68	38,65	40,20
Akt. Kerat.* (Mio. Euro)		6,27	31,37	62,73	62,73	56,46	50,18	43,91
Genitalwarz.* (Mio. Euro)		5,23	26,14	52,28	52,28	47,05	41,82	36,59
BF-derm I(Mio. Euro)			5,23	26,14	52,28	52,28	47,05	41,82
BF-37 (Mio. Euro)				6,53	32,67	65,34	65,34	58,81
BF-1 (Mio. Euro)						3,19	15,94	31,88
Sonstige (Mio. Euro)	0,58	0,67	0,77	0,88	1,01	1,17	1,34	1,54
Umsatz (Mio. Euro)	0,58	16,67	73,40	164,40	226,31	257,16	260,32	254,75
Wachstum		2774%	340%	124%	37,7%	13,6%	1,2%	-2,1%
Nettorendite	-	-	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-11,0	-6,7	7,3	24,7	45,3	51,4	52,1	50,9
Gewinnwachstum		-	-	236%	83,5%	13,6%	1,2%	-2,1%

* beides BF-200 ALA

Fairer Wert: 29,69 Euro je Aktie

Bei denselben Rahmendaten errechnet sich im optimistischen Szenario sogar ein Wert von 242,1 Mio. Euro oder 51,03 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 29,69 Euro, mehr als ein Vervielfachungspotenzial gegenüber dem aktuellen Kurs.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Die Diskrepanz zwischen den möglichen Wertbeiträgen aus den Medikamentenkandidaten und der aktuellen Marktbewertung von Biofrontera ist in den letzten Wochen noch einmal spürbar angewachsen – obwohl die klinische Erprobung der Wirkstoffe planmäßig voranschreitet und die Gesellschaft das Portfolio mit einem bereits zugelassenen Produkt aufwerten konnte. An der Börse wird hingegen gerade im aktuellen Kapitalmarktumfeld offensichtlich der weitere Finanzierungsbedarf als sehr kritisch eingestuft. Auch wenn dieser für das Management durchaus eine anspruchsvolle Aufgabe darstellt, resultiert aus dieser Problematik ein Bewertungsniveau, welches auf Sicht von zwei Jahren ein Vervielfachungspotenzial bietet. Risikobereite Investoren sollten nicht erst handfeste Erfolgsmeldungen abwarten, denn dann könnte es für einen günstigen Einstieg zu spät sein. Wir bleiben bei unserem Kaufurteil.

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

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

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher 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. **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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

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.-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 in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei 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
14.05.2008	10,30 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“ 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 mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

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, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

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

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.