

Biofrontera AG

Zusammenfassung

- **Deutliche Fortschritte:** Im letzten Geschäftsjahr hat Biofrontera nicht nur die Vermarktung des Wirkkosmetikums Belixos gestartet, sondern auch die dritte klinische Testphase für den Produktkandidaten BF-200 ALA mit erfreulichen Ergebnissen abgeschlossen. Das Präparat zur Behandlung einer Frühform des Hautkrebses hat deutlich besser abgeschnitten als das Konkurrenzprodukt und könnte damit 2011 zugelassen werden.
- **Portfolio wird ausgebaut:** In der aktuellen Periode stehen nun die Beantragung der Zulassung, die Markteinführung eines Gels zur Pflege bei Akne und Rosazea sowie der Ausbau des Vertriebs für Belixos im Vordergrund. In diesem Zusammenhang stufen wir das im März abgeschlossene Vermarktungsabkommen für den arabischen Raum und Nordafrika als sehr aussichtsreich ein.
- **Weiterer Kapitalbedarf:** Zur Umsetzung aller Pläne benötigt das Unternehmen weitere finanzielle Mittel. Der Bedarf bis zur möglichen Erreichung des Break-even wird vom Management nun auf moderate 3 bis 5 Mio. Euro eingeschätzt.
- **Vervielfachungspotenzial:** Die Börse fokussiert sich noch nicht auf das hohe Potenzial von BF-200 ALA, wir sehen den fairen Wert hingegen bei 9,41 Euro je Aktie.

Kaufen (unverändert)

Kursziel

9,41 Euro

Aktueller Kurs

2,469 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,83	3,38	3,38
Tief (Euro)	2,35	2,35	1,06
Performance	-6,31%	-29,00%	8,10%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	33.547	60.734	48.989

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006046113 / 604611
Branche	Pharmazie
Sitz der Gesellschaft	Leverkusen
Internet	www.biofrontera.com
Ausstehende Aktien	8,4 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	20,7 Mio. Euro
Free Float	67,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)*	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	0,4	0,3	1,4	6,4	CAGR Umsatz 08-11 (e)	163,1%
Umsatzwachstum	153,0%	-4,3%	316,7%	357,1%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-8,3	-4,8	-2,4	1,0	CAGR EpS 08-11 (e)	-
EBIT-Marge	-2359,2%	-1425,6%	-171,4%	15,6%		
EpS	-4,39	-0,63	-0,27	0,06	Enterprise Value (Mio. Euro)	34,7
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-
KUV	73,52	76,86	18,45	4,04	EV / Umsatz 10 (e)	24,8
KGV	-	-	-	40,4	EV / EBIT 10 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	-

* Schätzung aus dem Basisszenario

Jüngste Geschäftsentwicklung

BF-200 ALA mit hervorragenden Ergebnissen

Im Geschäftsjahr 2009 hat Biofrontera in der Produktentwicklung entscheidende Fortschritte erzielt. Der Abschluss der dritten und letzten klinischen Testphase zum auf absehbare Zeit wichtigsten Wirkstoffkandidaten, BF-200 ALA, brachte erfreuliche Ergebnisse. Nach Angaben der Gesellschaft wurde der Medikation gegen aktinische Keratose, eine Frühform des Hautkrebses, im Vergleich mit dem bereits zugelassenen Konkurrenzpräparat Metvix ein deutlich besserer Therapieerfolg bescheinigt. Bei der am besten geeigneten Lichtquelle, einem entscheidenden Faktor für die Effizienz der Behandlung, konnte BF-200 ALA 85 Prozent der Patienten heilen, das Alternativprodukt hingegen nur 68 Prozent. Hinsichtlich der besonders komplizierten Erkrankungen auf der Glatze lag die Relation sogar bei 70 zu 40 Prozent. Dieses Resultat wurde mit vergleichbaren Nebenwirkungen erzielt, bei dem Biofrontera-Präparat verspürten ein Viertel der Patienten starke Schmerzen während der Beleuchtungsphase, bei Metvix waren es 29 Prozent. Alles in allem stellen die Detaildaten der dritten klinischen Phase einen beachtlichen Erfolg dar.

Verkaufsstart für Belixos

Darüber hinaus wurde der Verkauf des Wirkkosmetikums Belixos gestartet, das zur Intensivpflege von geröteter oder schuppender Haut verwendet werden kann. Allerdings beschränkte sich Biofrontera zunächst auf den Internetvertrieb, so dass das Produkt noch keine substanziellen Beiträge zum Umsatz in 2009 leisten konnte. Infolgedessen stagnierten die Erlöse mit 336 Tsd. Euro (Vorjahr 351 Tsd. Euro) auf niedrigem Niveau und wurden erneut in erster Linie mit der Lieferung von Basisstoffen an Apotheken sowie aus dem Verkauf einer Eismaske, deren Verwendung die Nachwirkungen eines Eingriffs auf der Gesichtshaut abmildert, erzielt.

Verlust deutlich zurückgegangen

Diese Einnahmen reichten angesichts der intensiven Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten naturgemäß bei weitem nicht zur Deckung der operativen Aufwendungen aus. Allerdings zeigen sich der Fortschritt der klinischen Entwicklung und der Abschluss wichtiger Projekte in einer deutlichen Reduktion der F&E-Ausgaben von 6,4 auf 3,4 Mio. Euro. Dies war maßgeblich verantwortlich für den um mehr als ein Drittel gesunkenen Verlust aus der betrieblichen Tätigkeit. Darüber hinaus hat sich auch das Finanzergebnis dank eines deutlichen Entgegenkommens der Anleihegläubiger (siehe dazu Studie vom 07.12.2009) und geringerer Abschreibungen auf den Wertpapierbestand dramatisch verbessert, von -6,8 auf 1,5 Mio. Euro. In Summe reduzierte sich auch der Nettoverlust erheblich, von -15,1 auf -3,4 Mio. Euro. Einen Überblick zu den wichtigsten Geschäftszahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

Geschäftszahlen	Jahr 2008	Jahr 2009	Änderung
Umsatz	0,35	0,34	-4,3%
F&E Aufwand	6,37	3,40	-46,6%
EBIT	-8,29	-4,79	-
Konzernergebnis	-15,09	-3,43	-

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

Erste Vertriebsvereinbarung für Belixos

Nichtsdestotrotz bestand im Geschäftsjahr 2009 ein erheblicher Kapitalbedarf, der durch vier Aktienemissionen mit einem kumulierten Brutto-Mittelzufluss von 7,7 Mio. Euro gedeckt wurde. Das schuf zunächst einmal den nötigen Spielraum, um das operative Geschäft, insbesondere den Zulassungsprozess für BF-200 ALA sowie die Vermarktung von Belixos im In- und Ausland, weiter voranzutreiben. Dabei konnte zuletzt ein weiterer Meilenstein, das erste Vertriebsabkommen für das Wirkkosmetikum mit einem externen Partner, vermeldet werden. Künftig wird der Konzern Pharma Consult aus den Vereinigten Arabischen Emiraten den Belixos-Verkauf auf der arabischen Halbinsel und in Nordafrika übernehmen. Biofrontera fungiert dabei zu einem festen Stückpreis als Zulieferer und profitiert zusätzlich vom Absatzerfolg durch Royalties. Vielversprechend wirkt dabei insbesondere der bisherige Track Record des Kooperationspartners, der seinen Umsatz in den letzten beiden Jahren um durchschnittlich 88 Prozent auf rund 60 Mio. AED (entspricht etwa 12 Mio. Euro) ausweiten konnte.

Ausblick

Vertriebsaufbau für Belixos und Zulassung von BF-200 ALA

Darüber hinaus wird aktuell auch der Vertrieb in Deutschland in Eigenregie forciert und auf Apotheken und Großhändler ausgeweitet. Damit könnte Belixos in diesem Jahr erstmalig einen wesentlichen Beitrag zu den Einnahmen leisten. Von diesem Zustand ist BF-200 ALA noch ein Stück entfernt, eine Zulassung wird erst für 2011 angestrebt. In der aktuellen Periode steht die Einreichung des entsprechenden Antrags in Europa auf der Agenda, die für den Herbst anvisiert wird. Das Management schätzt die weiteren Entwicklungskosten bis dahin auf 0,75 Mio. Euro, darüber hinaus wird dann an den Vorbesitzer der Patente eine Meilensteinzahlung in Höhe von 1,5 Mio. Euro fällig (derselbe Betrag noch mal bei einer Zulassung, damit wären dann alle Verpflichtungen erfüllt).

Weiterer Kapitalbedarf

Gleichzeitig wird auch an dem Ausbau von Belixos zu einer Produktfamilie gearbeitet. Im Laufe des Jahres dürfte das Unternehmen im Zuge dessen ein weiteres Erzeugnis einführen, das sich auf Basis der bereits verwendeten Wirkstoffe zur Pflege von Akne und Rosazea eignet. Zur Umsetzung der skizzierten Schritte wird allerdings nochmals eine Kapitalerhöhung notwendig sein. Im Gegensatz zum Vorjahr ist der Bedarf mittlerweile aber recht gut eingrenzbar und ver-

gleichsweise klein. Weitere 3 bis 5 Mio. Euro sollten zur Finanzierung bis zum Erreichen des Break-even nach Angaben des Managements ausreichen.

Anpassung der Szenario-analyse

Damit liegt die Gesellschaft im Rahmen dessen, was wir in unserer letzten Analyse vom Dezember 2009 unterstellt haben. Etwas enttäuscht hat uns hingegen der geringe Umsatzbeitrag von Belixos im Schlussquartal, weswegen wir unsere Erlös-Prognosen für 2010 im Basisszenario (von 1,5 auf 1 Mio. Euro) und im optimistischen Szenario (von 2,5 auf 2 Mio. Euro) herabgesetzt haben. Aus Vorsichtsüberlegungen wurden auch die Einnahmen durch BF-200 ALA im Jahr der Zulassung herabgesetzt. Im Gegensatz dazu fällt unsere Verlustschätzung für 2010 als Reaktion auf die unerwartet deutliche Ergebnisverbesserung in 2009 nun erheblich positiver aus. Hier erwarten wir jetzt im Basisszenario -2,8 Mio. Euro (zuvor: -4,3 Mio. Euro) und in der optimistischen Variante -1,9 Mio. Euro (zuvor: -3,2 Mio. Euro). Die anderen Parameter unseres Schätzmodells bleiben unverändert – in diesem Zusammenhang verweisen wir auf unsere Studie vom letzten Dezember. In den folgenden Tabellen sind die daraus resultierenden Prognosen für die Geschäftszahlen in beiden Szenarien abgebildet:

Basisszenario	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belixos	1,00	1,50	2,25	3,38	4,22	5,15	5,51	5,78
Akt. Keratose*		2,42	12,11	19,37	26,64	33,90	41,17	48,43
Genitalwarzen*		2,02	10,09	16,14	22,20	28,25	34,31	40,36
Sonstige	0,40	0,46	0,53	0,61	0,70	0,80	0,93	1,06
Erlöse (Mio. Euro)	1,40	6,40	24,98	39,50	53,75	68,10	81,90	95,64
Erlöswachstum		357%	290%	58,1%	36,1%	26,7%	20,3%	16,8%
Nettorendite	-	10,0%	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-2,8	0,6	3,7	7,5	10,2	12,9	15,6	18,2
Gewinnwachstum		-	485%	100%	36,1%	26,7%	20,3%	16,8%

Opt. Szenario	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belixos	2,00	3,40	5,10	7,65	9,56	11,67	12,13	12,62
Akt. Keratose*		3,53	17,64	28,23	38,81	49,40	59,99	70,57
Genitalwarzen*		2,94	14,70	23,52	32,35	41,17	49,99	58,81
Sonstige	0,40	0,46	0,53	0,61	0,70	0,80	0,93	1,06
Erlöse (Mio. Euro)	2,40	10,33	37,97	60,01	81,42	103,04	123,03	143,06
Erlöswachstum		330%	267%	58,0%	35,7%	26,5%	19,4%	16,3%
Nettorendite	-	11,0%	16,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-1,9	1,1	6,1	12,6	17,1	21,6	25,8	30,0
Gewinnwachstum		-	434%	107%	35,7%	26,5%	19,4%	16,3%

*beides BF-200 ALA

Fairer Wert: 9,41 Euro je Aktie

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir in beiden Szenarien unverändert mit einem ewigen Wachstum von 2 Prozent. In Verbindung

mit einem aktualisierten Diskontierungszins von 13,2 Prozent (Risikoloser Zins 2,6 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 2,0) errechnet sich im Basis-szenario ein fairer Unternehmenswert von 9,11 Euro je Aktie, im optimistischen Szenario von 10,11 Euro je Aktie. Aus der Verdichtung mit den von uns für rea-listisch erachteten Wahrscheinlichkeiten (Basisszenario 70 Prozent, optimisti-sches Szenario 30 Prozent) folgt daraus aktuell ein fairer Wert von 9,41 Euro je Aktie, ein enormes Aufwärtspotenzial von rund 280 Prozent. Die Aufwärtsrevi-sion gegenüber unserer letzten Einschätzung (7,70 Euro je Aktie) trotz leichter Abstriche bei den Umsatzprognosen ist zum einen dem nochmals deutlich ge-sunkenen Zinsniveau geschuldet. Zum anderen sind die künftigen Umsätze und Gewinne ein halbes Jahr näher gerückt, was sich in einem positiven Diskontie-rungseffekt niederschlägt.

Fazit

Unverändertes Anlageur-teil: „Kaufen“

Biofrontera hat mittlerweile die wesentlichen Hürden auf dem Weg zu einem Spezialpharmaunternehmen für Dermatologie-Produkte gemeistert. Nach dem Vermarktungsstart von Belixos und den erfreulichen Ergebnissen aus der dritten klinischen Testphase von BF-200 ALA sollte es der Gesellschaft in diesem Jahr gelingen, die letzten bis zum Break-even noch notwendigen Mittel in Höhe von 3 bis 5 Mio. Euro zu akquirieren. Unter der Voraussetzung, dass im Anschluss der nun sehr wahrscheinliche Fall einer Zulassung der Medikation zur Behand-lung von aktinischer Keratose eintritt, erwarten wir für die Aktie einen Kurs-sprung in die Nähe des fairen Wertes, den wir aktuell auf 9,41 Euro je Anteils-schein taxieren. Derzeit wird die Notierung noch durch den Kapitalbedarf gedeckelt, interessierte Anleger sollten aber einsteigen, bevor die letzte notwendige Emissionsrunde erfolgreich platziert wurde. Wir bleiben bei unserer Kaufemp-fehlung.

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

Disclaimer

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 pro Jahr 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
07.12.2009	2,30 Euro	Kaufen
25.08.2009	1,50 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 Studienerstellung 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: 1)

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 Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.