

Biofrontera AG

Zusammenfassung

- **Positive Stellungnahme:** Die Zwischenmitteilung zum laufenden Zulassungsverfahren des Biofrontera-Wirkstoffs BF-200 ALA zur Behandlung von aktinischer Keratose ist im Januar so positiv ausgefallen, dass das Management fest mit einer Zulassung noch im laufenden Jahr rechnet.
- **Kapitalerhöhung überzeichnet:** Erstmals seit dem Ausbruch der Finanzkrise lag bei einer Aktienplatzierung von Biofrontera die Nachfrage über dem angebotenen Volumen. Darin sehen wir eine entscheidende Trendwende, die die zunehmende Fokussierung der Anleger auf die künftigen Chancen nach einer Produktzulassung verdeutlicht.
- **Vertrieb im Fokus:** Eine Markteinführung von BF-200 ALA scheint im vierten Quartal realistisch. Bis dahin wird das Management die Vertriebsstrukturen, die für die Vermarktung des Wirkkosmetikums Belixos bereits geschaffen wurden, weiter ausbauen. Zur Finanzierung der Kosten bis zum Tag der Zulassung ist aus heutiger Sicht nur noch eine Kapitalerhöhung notwendig.
- **Hohes Potenzial:** Trotz der damit einhergehenden Verwässerung, die wir bereits einkalkuliert haben, sehen wir den fairen Wert der Aktie mit 6,93 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **6,93 Euro**
Aktueller Kurs 2,65 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,94	3,09	3,09
Tief (Euro)	1,96	1,96	1,74
Performance	+6,43%	+26,19%	0,00%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	56.728	49.801	34.440

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006046113 / 604611
Branche	Pharmazie
Sitz der Gesellschaft	Leverkusen
Internet	www.biofrontera.com
Ausstehende Aktien	10,86 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	März 1998
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	28,8 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	6,9	CAGR Umsatz 09-12 (e)	174,5%
Umsatzwachstum	-4,3%	20,8%	79,8%	851,7%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-4,8	-6,1	-2,9	2,3	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-	-	-	33,1%		
EpS	-0,63	-0,85	-0,31	0,05	Enterprise Value (Mio. Euro)	49,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-
KUV	110,42	91,38	50,82	5,34	EV / Umsatz 11 (e)	67,3
KGV	-	-	-	53,4	EV / EBT 11 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	-

Jüngste Geschäftsentwicklung

Wichtigster Produktkandidat auf gutem Weg

Auf dem Weg zur angestrebten Marktfähigkeit des Wirkstoffs BF-200 ALA zur Behandlung von aktinischer Keratose (einer Frühform des Hautkrebses) hat Biofrontera einen Etappenerfolg erzielt. Im laufenden EU-Zulassungsverfahren, das voraussichtlich bis Herbst abgeschlossen wird, erhielt die Gesellschaft im Januar eine positive Zwischenmitteilung der European Medicines Agency, bzw. des zuständigen Committee for Medicinal Products for Human Use. Nach der Klärung einiger noch offener Fragen, die das Zulassungskomitee üblicherweise mit der Erstellung der Mitteilung formuliert, dürfte das Präparat demzufolge zugelassen werden. Das Management sieht in den angeführten Punkten keine ernsthafte Gefährdung für einen positiven Bescheid und blickt entsprechend zuversichtlich auf den weiteren Verlauf des Verfahrens.

Kapitalerhöhung überzeichnet

Diese Fortschritte in dieser für die künftige Geschäftsentwicklung zentralen Frage werden offenbar auch von den Investoren honoriert. Nachdem Biofrontera im Nachgang zur Finanzkrise bei schwierigen Rahmenbedingungen Kapitalerhöhungen nicht in dem gewünschten Umfang platzieren konnte, war die letzte Emission von 880 Tsd. Aktien sogar überzeichnet. Dem Unternehmen sind so rund 1,8 Mio. Euro zugeflossen. Damit besteht für die nächsten Monate eine ausreichende finanzielle Basis, um den Zulassungsantrag weiter voranzutreiben und den Aufbau der Vertriebsstruktur für eigene Produkte fortzusetzen.

Vertrieb von Belixos intensiviert

Im letzten Geschäftsjahr wurden hier bereits wichtige Verbesserungen erzielt. Für das Wirkkosmetikum Belixos zur Behandlung von geröteter und schuppender Haut konnte im vierten Quartal der Vertrieb über den Apothekengroßhandel gestartet werden, der durch werbliche Maßnahmen begleitet wurde. Die Liquiditätssituation der Gesellschaft begrenzte allerdings bislang den Spielraum. Gleichzeitig ist auch die Auslandsvermarktung über den Partner Itrom Trading Drug Store, der zwei Tranchen des vereinbarten Volumens abgerufen hat, im arabischen Raum gestartet.

Verlust in 2010 angestiegen

Noch bewegen sich die Erlöse jedoch auf einem niedrigen Niveau, weswegen Biofrontera den Umsatz im Jahr 2010 insgesamt nur geringfügig von 336,3 auf 405,9 Tsd. Euro ausweiten konnte. Andererseits sind angesichts des fortgeschrittenen Stadiums der Entwicklung von BF-200 ALA auch die F&E-Ausgaben von 3,4 auf 2,4 Mio. Euro gesunken. Dass beim entsprechenden G&V-Posten trotzdem ein Anstieg auf 3,9 Mio. Euro ausgewiesen wurde, liegt daran, dass die Gesellschaft für eine noch ausstehende Meilensteinzahlung an die Schweizer Applied Science and Technology AG (ASAT) eine Rückstellung in Höhe von 1,5 Mio. Euro gebildet und sie als F&E-Aufwand bilanziert hat. Bezüglich der Zahlung besteht noch Uneinigkeit hinsichtlich einer von der Gesellschaft nicht weiter erläuterten „vertragsgemäßen Lieferung von Unterlagen“ (seitens ASAT), das

Management arbeitet aber an der Klärung. Diese Zusatzkosten waren neben dem Wegfall des positiven außerordentlichen Effekts aus der Restrukturierung der Unternehmensfinanzen in 2009 der Hauptgrund für einen Anstieg des Jahresfehlbetrags von 3,4 auf 7,7 Mio. Euro. Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kennzahlen von Biofrontera.

Geschäftszahlen	Jahr 2009	Jahr 2010	Änderung
Umsatz	0,34	0,41	+20,7%
F&E Aufwand	3,40	3,93	+15,6%
EBIT	-4,79	-6,19	-
Konzernergebnis	-3,43	-7,66	-

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

Ausblick

Belixos als Langfrist-Projekt

Der erzielte Umsatz in 2010 lag mit 0,41 Mio. Euro geringfügig unter unseren Erwartungen (0,45 Mio. Euro). Insbesondere der Absatz von Belixos läuft bislang sehr langsam an; das Management betont hier, dass noch größere Anstrengungen als zuvor erwartet unternommen werden müssen, um die Marke am Markt zu etablieren. Sollte dies aber gelingen, könnte die Gesellschaft durch eine Ausweitung des Konzepts auf eine ganze Produktfamilie weitere Ertragspotenziale heben. Nach Unternehmensangaben wurde die Herstellung der Prototypen für weitere Erzeugnisse (Belixos Gel und Haarwasser) bereits abgeschlossen, so dass eine Produktion im größeren Maßstab relativ schnell gestartet werden kann.

Nur noch eine Kapitalerhöhung bis zur Zulassung

Als deutlich potenzialträchtiger stufen wir allerdings den Wirkstoff BF-200 ALA ein. Nach der wahrscheinlichen Zulassung im Herbst billigen wir dem Präparat gute Chancen zu, sich relativ schnell am Markt durchzusetzen. Denn die photodynamische Therapie, in deren Rahmen das Präparat angewendet wird, gilt als bestes Verfahren zur Behandlung von aktinischer Keratose. Und der Wirkstoff von Biofrontera konnte in der klinischen Testphase III mit einer Heilungsquote von 85 Prozent deutlich bessere Ergebnisse erzielen als die bereits zugelassene Alternativmedikation (68 Prozent Heilungsquote) und sollte daher bei den Ärzten auf eine positive Resonanz stoßen. Bis zum Zeitpunkt der Zulassung benötigt Biofrontera vermutlich noch einmal eine Kapitalerhöhung im Umfang von 2,5 bis 3 Mio. Euro, um den Vorfinanzierungsbedarf zu decken.

Szenarioanalyse unverändert

Damit bewegt sich das Unternehmen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Aktuell sehen wir daher keine Notwendigkeit, Änderungen an den Parametern unserer Szenarioanalyse mit zwei möglichen Verläufen – Basis und optimistisch – vorzunehmen. Die folgenden Tabellen zeigen den möglichen Geschäftsverlauf in beiden Varianten in den nächsten acht Jahren. Für eine detaillierte

Darstellung der Inputfaktoren und des Modellaufbaus verweisen wir auf unsere Studie vom 13.12.2010.

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	3,1	9,3	18,1	31,0	43,9	51,7	43,9
Genitalwarzen*	0,0	2,6	7,7	15,1	25,8	36,6	43,1	36,6
Sonstige	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Erlöse (Mio. Euro)	0,7	6,9	19,4	36,0	60,3	84,2	98,7	84,7
Erlöswachstum		852%	179%	86,0%	67,4%	39,7%	17,1%	-14%
Nettorendite	-	10,0%	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-4,4	0,7	2,9	6,8	11,5	16,0	18,7	16,1
Gewinnwachstum		-	318%	136%	67,4%	39,7%	17,1%	-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	7,1	17,6	31,8	49,4	60,0	70,6	60,0
Genitalwarzen*	0,0	5,9	14,7	26,5	41,2	50,0	58,8	50,0
Sonstige	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Erlöse (Mio. Euro)	1,1	15,4	38,1	65,4	99,3	119,1	138,9	120,0
Erlöswachstum		1293%	148%	71,6%	51,8%	19,9%	16,6%	-14%
Nettorendite	-	16,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-3,9	2,5	8,0	13,7	20,9	25,0	29,2	25,2
Gewinnwachstum		-	225%	71,6%	51,8%	19,9%	16,6%	-14%

*beides BF-200 ALA

Fairer Wert: 6,93 Euro je Aktie

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir in beiden Szenarien unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. In Verbindung mit einem aktualisierten Diskontierungszins von 13,7 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 3,1 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 2,0) errechnet sich im Basisszenario ein fairer Unternehmenswert von 5,89 Euro je Aktie, im optimistischen Szenario von 9,35 Euro je Aktie. Dabei haben wir angesichts der jüngsten Kapitalerhöhung zu einem relativ niedrigen Kurs die einkalkulierte künftige Verwässerung nochmals erhöht und unterstellen nun eine hypothetische Aktienzahl von 14 Mio. Stück. 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 6,93 Euro je Aktie, was einem aktuellen Aufwärtspotenzial von 161 Prozent entspricht.

Welche Rückwirkungen auf den fairen Wert sich durch eine Variation des ewigen Wachstums und des Diskontierungszinses ergeben, zeigt die nachfolgende Tabelle:

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	12,7%	7,33 EUR	7,55 EUR	7,79 EUR	8,05 EUR	8,35 EUR
	13,2%	6,92 EUR	7,13 EUR	7,34 EUR	7,57 EUR	7,83 EUR
	13,7%	6,56 EUR	6,74 EUR	6,93 EUR	7,13 EUR	7,36 EUR
	14,2%	6,22 EUR	6,38 EUR	6,55 EUR	6,73 EUR	6,94 EUR
	14,7%	5,91 EUR	6,05 EUR	6,20 EUR	6,37 EUR	6,55 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Biofrontera hat als erstes deutsches Biotechnologieunternehmen ein zentrales europäisches Zulassungsverfahren für ein selbst entwickeltes Präparat gestartet. Und wir sehen sehr gute Chancen, dass der Prozess zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht wird. Die Aktie dürfte sich daher sukzessive dem von uns ermittelten fairen Wert von 6,93 Euro nähern und bietet damit trotz einer Performance von 50 Prozent seit unserer letzten Analyse im Dezember immer noch hervorragende Perspektiven. Im Gegensatz zu den letzten Jahren gehen wir auch davon aus, dass die noch vor der Zulassung anstehende Kapitalerhöhung den Kurs nicht mehr so drastisch drücken wird wie in der Vergangenheit, und bekräftigen daher unsere Einstufung als Kauf.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkende 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), 5)

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 dienen 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
13.12.2010	1,75 Euro	Kaufen
09.09.2010	1,87 Euro	Kaufen
05.05.2010	2,47 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 bis zum Totalverlust.

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 abgezinste 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 Nachfrage-

schwankungen 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

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