

22. April 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Biofrontera AG

Liquiditätssicherung steht aktuell im Vordergrund

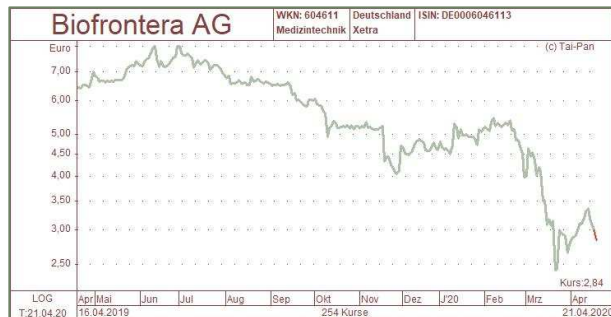
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 2,905 € | Kursziel: 5,20 € (zuvor: 5,30 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Leverkusen
Branche:	Pharmazie
Mitarbeiter:	174 (31.12.19)
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	B8F:GR
ISIN:	DE0006046113
Kurs:	2,905 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	44,85 Mio. Stück
Market Cap:	130,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	142,5 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 40 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	8,06 / 2,305 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	120,8 Tsd. Euro

Biofrontera hat den Umsatz im Geschäftsjahr 2019 um 48,1 Prozent auf 31,1 Mio. Euro gesteigert. Wachstumstreiber und wichtigster Markt waren einmal mehr die USA mit einem Erlöszuwachs von 56,7 Prozent auf 23,3 Mio. Euro, aber auch in Deutschland (+40,1 Prozent auf 4,6 Mio. Euro) hat sich das Geschäft dank weiterer substanzieller Marktanteilsgevinne positiv entwickelt. Deutlich zugelegt haben auch die operativen Kosten, deren Entwicklung stark von der Übernahme der Gesellschaft Cutanea in den USA geprägt war. Die zahlungswirksamen Belastungen hat aber der Vorbesitzer Maruho ausgeglichen, was zu sonstigen betrieblichen Erträgen geführt hat. Da darüber hinaus Erträge aus einem negativen Unterschiedsbetrag aus der Neubewertung von Cutanea in Höhe von 14,8 Mio. Euro verbucht werden konnten, hat sich der Vorsteuerverlust von Biofrontera im Vergleich zum Vorjahr von -19,3 auf -4,8 Mio. Euro reduziert. Dieser positive Trend wird sich im laufenden Jahr nicht fortsetzen, da die Corona-Pandemie den Ameluz-Absatz massiv beeinträchtigt. Im ersten Quartal musste bereits ein Umsatzrückgang um 5 Prozent auf 6,4 bis 6,6 Mio. Euro hingenommen werden. Da der Absatz erst ab Mitte März eingebrochen ist, dürfte das zweite Vierteljahr aus unserer Sicht noch deutlich schwächer ausfallen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	12,0	21,1	31,3	26,4	39,7	62,7
EBIT (Mio. Euro)	-13,9	-18,5	-23,4	-18,9	-13,7	-0,3
Jahresüberschuss	-16,1	-8,9	-7,4	-21,4	-17,2	-4,9
EpS	-0,42	-0,20	-0,16	-0,39	-0,32	-0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	96,2%	75,5%	48,1%	-15,4%	50,0%	58,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	10,83	6,17	4,17	4,93	3,29	2,08
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Umsatz steigt um knapp 50 Prozent

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts hat Biofrontera die vorab gemeldeten Umsatzzahlen bestätigt. Das Unternehmen konnte die Erlöse im letzten Geschäftsjahr um 48,1 Prozent auf 31,3 Mio. Euro steigern. Damit wurde die Mitte November in Reaktion auf die Q3-Zahlen auf 28 bis 31 Mio. Euro reduzierte Umsatzprognose leicht übertroffen. Im Jahresverlauf hatte das Management die Guidance allerdings zuvor schon abgesenkt, und zwar im August von ursprünglich 35 bis 40 Mio. Euro auf 32 bis 35 Mio. Euro, wobei darin die Erlöse von der übernommenen Gesellschaft Cutanea noch nicht enthalten waren. Der Beitrag der Cutanea-Produkte ist mit 0,8 Mio. Euro, die im US-Umsatz erfasst wurden, aber ohnehin noch relativ gering geblieben.

Geschäftszahlen	2018	2019	Änderung
Umsatz	21,11	31,27	+48,1%
- Deutschland	3,31	4,63	+40,1%
- USA	14,89	23,34	+56,7%
- Europa (ex-D)	2,74	2,60	-5,0%
- Sonstiges	0,17	0,69	+303,5%
Bruttoergebnis	16,66	26,39	+58,4%
EBIT	-18,48	-23,38	-
Jahresergebnis	-8,88	-7,36	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

USA mit Abstand wichtigster Markt

Eine Hauptursache für die im Jahresverlauf reduzierten Erwartungen war die Entwicklung in den USA. Dort konnten die Erlöse zwar um 56,7 Prozent auf 23,3 Mio. Euro gesteigert werden, was inzwischen rund drei Viertel der Konzern Erlöse entspricht, aber das Management hatte sich mehr erhofft. Verschiedene Wettbewerbsnachteile hatten die Dynamik im Jahresverlauf etwas gebremst (siehe unten) und im dritten Quartal sogar zu einem Umsatzrückgang geführt. Trotzdem konnten die US-Erlöse im Schlussquartal um 108 Prozent gesteigert werden, wobei auch Vorzieheffekte im Vorfeld einer Preiserhöhung für das Kernprodukt Ameluz zum Anfang dieses Jahres eine Rolle gespielt haben. Zweitwichtigster Markt für

Biofrontera bleibt Deutschland mit einem Umsatzanstieg von 40,1 Prozent auf 4,6 Mio. Euro; damit hat das Unternehmen von der weiteren Marktdurchdringung der Tageslichttherapie profitiert, für die Ameluz seit der Zulassungserweiterung im Jahr 2018 genutzt werden darf. Im übrigen Europageschäft waren die Erlöse hingegen leicht rückläufig (-4,9 Prozent auf 2,6 Mio. Euro), was auf ein geringeres Geschäftsvolumen mit Lizenzpartnern zurückzuführen war. Im für Biofrontera ebenfalls sehr wichtigen spanischen Markt, den das Unternehmen mit einem eigenen Vertrieb bearbeitet, konnten die Einnahmen aber isoliert betrachtet um ca. 10 Prozent ausgeweitet werden. Ermöglicht wurde dies durch ein noch deutlich stärkeres Mengenwachstum, mit dem die Nachwirkungen einer behördlich im Jahresverlauf 2018 verordneten Preisreduktion um 27 Prozent mehr als kompensiert wurden.

Sondereffekt Cutanea-Übernahme...

Von dem weiter gestiegenen Anteil der margenstarken US-Erlöse und dem rückläufigen Anteil des Geschäfts mit Lizenzpartnern (mit niedrigerer Marge) profitierte die Bruttomarge mit einer Verbesserung von 79 auf 84 Prozent, wodurch sich das Bruttoergebnis überproportional zum Umsatz um 58,4 Prozent auf 26,4 Mio. Euro erhöhte. Dem standen erwartungsgemäß aber auch deutlich höhere operative Kosten gegenüber. Während die F&E-Aufwendungen lediglich moderat um 5 Prozent auf 4,6 Mio. Euro gestiegen sind, legten die allgemeinen Verwaltungskosten um 26 Prozent auf 16,3 Mio. Euro und die Vertriebskosten um 63 Prozent auf 28,9 Mio. Euro zu. Die Zahlen wurden allerdings von der Cutanea-Übernahme stark beeinflusst: So entfiel ein Anteil von 5,9 Mio. Euro der Vertriebskosten auf die erworbene Gesellschaft, und auch der Anstieg der allgemeinen Verwaltungskosten um 3,3 Mio. Euro war zu einem wesentlichen Teil auf den Zukauf zurückzuführen. Im Gegenzug hat Biofrontera von dem Cutanea-Verkäufer Maruho aber auch die liquiditätswirksamen Kosten vertragsgemäß erstattet bekommen, was zu einem sonstigen betrieblichen Ertrag in Höhe von 6,2 Mio. Euro führte. Hinzu kam bei dieser Position ein weiterer Einmalsertrag in Höhe von 14,8 Mio. Euro aus einem negativen

Unterschiedsbetrag, der aus der Differenz zwischen dem gebuchten Kaufpreis und der Neubewertung der Aktiva und Passiva von Cutanea resultierte.

...prägt auch das Ergebnis

Vor allem dank dieses Sondereffekts hat sich das Vorsteuerergebnis von Biofrontera binnen Jahresfrist von -19,3 auf -4,8 Mio. Euro verbessert – wir hatten ein EBT von -3,4 Mio. Euro erwartet. Damit blieb das Ergebnis innerhalb der letztmals im November auf -4 bis -6 Mio. Euro revidierten Prognose, in der insbesondere auch die abschließend bewerteten Effekte der Cutanea-Übernahme, höhere Kosten aus dem Rechtsstreit in den USA mit dem Konkurrenten DUSA und fehlende Deckungsbeiträge aus der unterplanmäßigen Umsatzentwicklung berücksichtigt worden waren. Ursprünglich hatte das Management für das Geschäftsjahr eine Spanne von -9 bis -11 Mio. Euro in Aussicht gestellt, diese aber nach den Halbjahreszahlen unter Beachtung der positiven Sondereffekte aus der Cutanea-Transaktion auf +4 bis +7 Mio. Euro angehoben.

Nettoergebnis moderat verbessert

Im Vergleich zur Entwicklung des Vorsteuerergebnisses ist die Reduktion des Nettoverlusts von -8,4 auf -7,4 Mio. Euro nur moderat ausgefallen. Wir hatten mit -3,5 Mio. Euro gerechnet und dabei keine wesentlichen Steuereffekte einkalkuliert. Tatsächlich resultierte aus der Reduktion der aktiven latenten Steuern (wegen einer geringfügigen Nutzung der Verlustvorträge und einer Reduktion der aktiven latenten Steuern um 2,4 Mio. Euro aufgrund eines gesunkenen Gewerbesteuerhebesatzes am Stammsitz Leverkusen) ein Steueraufwand von 2,6 Mio. Euro. Im Vorjahr hatte die Aktivierung hingegen zu einem Steuerertrag in Höhe von 10,4 Mio. Euro geführt.

Liquidität geht zurück

Die Auswirkungen der Cutanea-Übernahme und -Restrukturierung haben auch die Cashflow-Entwicklung im Jahr 2019 stark geprägt. Der ausgewiesene Zahlungsmittelabfluss aus betrieblicher Tätigkeit erhöhte sich zwar von -13,4 auf -32,9 Mio. Euro, aber das Unternehmen beziffert den um die Sondereffekte

bereinigten Betrag auf lediglich -10,1 Mio. Euro. Den Sonderbelastungen in diesem Bereich stand zudem ein deutlich positiver Beitrag in Höhe von 22,8 Mio. Euro aus der übernommenen Liquidität und der Kostenübernahme durch Verkäufer Maruho gegenüber, der im Investitions-Cashflow erfasst wurde und dort zu einem deutlichen Überschuss von 21,1 Mio. Euro (Vorjahr: -0,5 Mio. Euro) führte. Unter zusätzlicher Berücksichtigung des Finanzierungs-Cashflows (3,5 Mio. Euro) reduzierte sich die Liquidität im Jahr 2019 von 19,5 auf 11,1 Mio. Euro.

Corona-Bremseffekte

Kurz vor der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat das Unternehmen auch vorläufige Umsatzzahlen für das erste Quartal 2020 bekannt gegeben. Demzufolge sind die Erlöse im Vorjahresvergleich um ca. 5 Prozent auf 6,4 bis 6,6 Mio. Euro zurückgegangen. Darin zeigen sich die ersten Auswirkungen der Corona-Pandemie, die das Geschäft von Biofrontera ab März in Mitleidenschaft gezogen hat, da sich die Therapieschwerpunkte im medizinischen Sektor krisenbedingt deutlich verschoben haben. Das war vor allem in den USA mit einem Umsatzrückgang um rund 20 Prozent auf 4,2 Mio. Euro zu spüren. Auf Rückfrage berichtet das Management, dass sich nach einem schwächeren Jahresstart (aufgrund der Vorratskäufe von Ende 2019) das Geschäft im Verlauf des Februars normalisiert hatte, um dann ab Mitte März bis zum Quartalsende wegen der Krisenzuspitzung drastisch einzubrechen. In den USA sind seitdem viele Praxen geschlossen oder aber auf Ferndiagnosen und Telemedizin umgestiegen, so dass Behandlungen vor Ort (wie die PDT) dort im Moment nicht möglich sind. In Deutschland (ca. +20 Prozent auf 1,3 Mio. Euro) und dem übrigen Europa (von 0,6 auf ca. 0,8 Mio. Euro) konnte hingegen noch ein deutliches Wachstum erzielt werden, was vor allem auf einen starken Jahresstart zurückzuführen war. Mit der Corona-Krise sind die Aktivitäten in Spanien – dem wichtigsten Markt im europäischen Ausland – praktisch zum Erliegen gekommen, während im Heimatmarkt das Geschäft bislang zumindest auf niedrigem Niveau weiterläuft.

Unsichere Perspektiven

Zum aktuellen Zeitpunkt ist schwer prognostizierbar, wie lange die Corona-Krise die Geschäftsentwicklung belastet und wie hoch die Einbußen ausfallen werden. Das Management hatte eigentlich für 2020 mit einer Umsatzsteigerung um 25 Prozent und operativen Kosten in etwa auf Vorjahresniveau gerechnet. Das Wachstumsziel dürfte nun voraussichtlich deutlich verfehlt werden, auch ein Umsatzrückgang wird als möglich erachtet. Daher wurden im März umfangreiche Kostensparmaßnahmen eingeleitet. Dazu zählen die Einführung von Kurzarbeit in Deutschland, die Umsetzung vergleichbarer Maßnahmen in Spanien und Großbritannien und größere Einschnitte in das US-Geschäft mit einem Personalabbau um fast 20 Prozent. Ferner wurden die Mitarbeiter in den USA zunächst zu unbezahltem Urlaub verpflichtet. Darüber hinaus verzichtet die US-Geschäftsführung – ebenso wie der AG-Vorstand – auf einen substanziellen Teil des Gehalts.

Zwei Lizenzabschlüsse

Angesichts des nach wie vor defizitären operativen Geschäfts steht damit für Biofrontera derzeit die Sicherung der Liquidität und der Erhalt der notwendigen Prozesse und Kapazitäten im Vordergrund, um das Geschäft bei einem Abflauen der Corona-Auswirkungen schnell wieder hochfahren zu können. Hinsichtlich der Finanzierung hat das Unternehmen zuletzt einen wichtigen Fortschritt erzielt, da die Anfang März in Aussicht gestellte Lizenzvereinbarung mit Maruho bezüglich der Vermarktung von Ameluz in der Region Ostasien/Ozeanien kürzlich zum Abschluss gebracht werden konnte. Biofrontera erhält im Zuge dessen direkt eine Upfront-Zahlung in Höhe von 6 Mio. Euro und kann bis zur Zulassung in den Ländern der Lizenzregion weitere Meilensteinzahlungen generieren. Nach einem möglichen Vermarktungsstart in einigen Jahren könnte das Unternehmen Ameluz dann zu Eigenkosten mit einem Aufschlag von 25 Prozent liefern und würde eine Umsatzbeteiligung von anfänglich 6 Prozent erhalten. Deutlich geringere unmittelbare und potenzielle Effekte würden von einem zweiten Lizenzvertrag ausgehen, für den Mitte März ein unverbindlicher Term Sheet mit medac GmbH Sp. z o.o., einer Tochter der deutschen

medac Gesellschaft für klinische Spezialpräparate mbH, unterzeichnet wurde. Die Vereinbarung bezieht sich auf den polnischen Markt und sieht eine Upfront-Zahlung in Höhe von 200 Tsd. Euro vor, außerdem wurden die Verrechnungspreise für eine künftige Lieferung von Ameluz und der PDT-Lampe BF-RhodoLED sowie die Zulassungsverantwortlichkeiten in Polen festgelegt.

Weiterer Finanzierungsbedarf

Trotz der Zusatzeinnahmen aus der Lizenzvereinbarung mit Maruho und einer möglichen weiteren kleinen Zahlung von medac besteht für den Fall, dass sich die Geschäfte in 2020 wie vom Management erwartet entwickeln (wobei konkrete Projektionen nur intern erstellt wurden und mit hoher Unsicherheit behaftet sind), bis zum Jahresende ein zusätzlicher Kapitalbedarf in Höhe von mindestens 5 Mio. Euro, um die Betriebsfortführung für 2021 sicherzustellen. Daher soll die Hauptversammlung eine Bezugsrechtskapitalerhöhung genehmigen, in deren Rahmen das Grundkapital um 20 Prozent oder rund 9 Mio. Aktien erhöht wird. Zum aktuellen Börsenkurs könnten so bis zu 26 Mio. Euro eingeworben werden.

Studien verzögern sich

Neben der Finanzierung des laufenden Geschäftsbetriebs würden die Mittel insbesondere für die weitere Intensivierung der Vermarktung in den USA und die Ausweitung des Marktpotenzials für Ameluz durch klinische Studien verwendet werden. In Bezug auf den letztgenannten Punkt verfolgt das Unternehmen verschiedene Initiativen, mit denen vor allem in den USA das Anwendungsspektrum von Ameluz erweitert oder der Einsatz in der Behandlung verbessert werden kann. Noch im laufenden Jahr soll beispielsweise eine Pharmakogenetik-Studie abgeschlossen werden, die eine Abrechnung von bis zu drei Tuben Ameluz für eine Behandlung ermöglichen würde. Die bisherige Beschränkung der Zulassung auf eine Tube war vom Management Mitte letzten Jahres als ein wesentlicher Wettbewerbsnachteil gegenüber dem Konkurrenzprodukt Levulan Kerastick identifiziert worden. Obwohl die klinischen Tests wegen der Corona-Pandemie unterbrochen werden mussten, rechnet das Management mit einem Abschluss noch in diesem Jahr.

Demgegenüber wird eine US-Studie zur Behandlung von aktinischer Keratose an Rumpf und Nacken wegen der Rahmenbedingungen nun erst nächstes Jahr starten, und nicht wie eigentlich geplant schon 2020. Auch diese potenzielle Zulassungserweiterung, die in Europa im März schon genehmigt wurde, dient der Verbesserung der Marktposition gegenüber dem Hauptwettbewerber. Darüber hinaus läuft eine Studie zur Erweiterung der US-Zulassung um das Basalzellkarzinom, die nach aktueller Planung nun 2021 abgeschlossen werden könnte, und eine weitere soll in der Indikation Akne starten, sobald sich die Rahmenbedingungen normalisiert haben.

Lampenvariante in der Entwicklung

Neben klinischen Studien arbeitet das Unternehmen an einer XL-Version der PDT-Lampe BF-RhodoLED, die das Behandeln von großen Flächen, auch mit weit voneinander entfernten Läsionen, ermöglichen soll – das ist mit der aktuell vertriebenen Lampe noch nicht möglich. Im Rahmen der Überarbeitung werden auch das Bedienkonzept, die Einstellmöglichkeiten und das Design verbessert, wovon sich das Management eine gute Marktresonanz verspricht. Der Zulassungsantrag für das neue Produkt soll in den USA in der zweiten Jahreshälfte eingereicht werden. Mit einem erfolgreichen Abschluss dieses Projekts und der Pharmakoginetik-Studie würden zwei wesentliche Vermarktungshemmnisse in den USA beseitigt, und perspektivisch dürften die Indikationserweiterungen (aktinische Keratose an Rumpf und Nacken,

Basalzellkarzinom, Akne) für erhebliches zusätzliches Potenzial sorgen.

2020 eine Herausforderung

Mittelfristig sehen wir damit weiterhin erhebliches Wachstumspotenzial für Biofrontera, zumal auch für das Cutanea-Produkt Xepi aussichtsreiche Vermarktungschancen bestehen. Das aktuelle Geschäftsjahr stellt für das Unternehmen wegen der Corona-Pandemie hingegen eine Herausforderung dar. Nach Aussage des Managements war das Geschäftsvolumen zum Ende des ersten Quartals sowohl in den USA als auch in Europa sehr niedrig. Wir gehen davon aus, dass dieser Zustand noch eine längere Zeit anhalten kann und sich dann im Jahresverlauf nur schrittweise normalisiert. Im März hatten wir deswegen bereits unsere Umsatzschätzung für 2020 von zuvor 49 Mio. Euro auf nur noch 26,4 Mio. Euro reduziert (inklusive der Lizenzzahlung von Maruho in Höhe von 6 Mio. Euro). Daran halten wir weiter fest. Das impliziert eine deutliche Belebung im dritten Quartal und ein Umsatzniveau auf wieder hohem Niveau in den drei Schlussmonaten, was im Moment ein spekulatives Szenario darstellt. Den damals aus dieser Taxe abgeleiteten Verlust in Höhe von -21,4 Mio. Euro halten wir auch weiterhin für realistisch, ebenso wie das Wachstumsszenario ab 2021 – sofern die Corona-Pandemie dann weitgehend ausgestanden ist. Das würde aus unserer Sicht die Verfügbarkeit eines Impfstoffes noch in diesem Jahr voraussetzen. Diesbezüg-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ameluz Deutschland	3,0	5,1	9,2	13,5	16,8	20,3	21,6	22,2
Ameluz Spanien	0,7	1,9	3,1	4,5	5,5	6,1	6,3	6,5
Ameluz GB	0,2	0,7	1,8	3,4	4,7	5,1	5,3	5,5
Ameluz USA	13,0	24,7	37,2	53,3	63,9	78,3	88,6	99,9
Lizeneinnahmen	0,8	1,1	1,3	1,6	1,8	2,2	2,3	2,3
USA Basalzellkarzinom				10,7	25,6	35,2	39,9	44,9
Maruho F&E Kooperation	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Xepi	2,0	6,0	10,0	15,0	18,0	21,0	22,0	23,0
Lizenzdeal Maruho	6,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	1,3	1,8
Lizenzdeal medac	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umsatz gesamt	26,4	39,5	62,5	102,0	136,6	168,8	187,2	207,1

Schätzungen SMC-Research

lich hat sich die Pharmaindustrie kürzlich zuversichtlich gezeigt („Pharmabranche: Impfstoff bis Jahresende“, 20.04.2020, n-tv.de).

Finanzierungsannahmen angepasst

Damit bleibt unser Expansionsszenario unverändert. Angepasst haben wir demgegenüber unsere Annahmen zur Finanzierung. Wir hatten bislang hypothetisch mit einer weiteren Verwässerung um 7,2 Mio. Aktien kalkuliert und erhöhen das Volumen nun als Reaktion auf die geplante Kapitalerhöhung auf 9 Mio. Stück. Sollte die Emission gelingen, wäre das Unternehmen damit im Rahmen unserer Projektion bis zur Erreichung des operativen Break-even durchfinanziert.

Detailprognosezeitraum bis 2027

Während die Tabelle auf der vorherigen Seite den aktualisierten, modellhaften Verlauf der Erlösentwicklung in den nächsten acht Jahren zeigt, finden sich weiter unten die wesentlichen Daten zur Cashflow-Entwicklung im Detailprognosezeitraum. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow bieten die Tabellen im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 8,0 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 10,8 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 6,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion nach wie vor mit einem 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren auf dieser Basis weiterhin mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 5,20 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein unveränderter fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 283 Mio. Euro. Auf Basis der etwas erhöhten hypothetischen Verwässerung (von 52,6 auf 54,4 Mio. Stück) hat sich der faire Wert je Aktie aber moderat von 5,30 auf 5,20 Euro reduziert, was wir als neues Kursziel setzen. Das Prognoserisiko unserer Schätzung stufen wir weiter-

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	26,4	39,7	62,7	102,4	137,0	169,4	187,8	207,8
Umsatzwachstum		50,0%	58,2%	63,2%	33,8%	23,6%	10,9%	10,6%
EBIT-Marge	-71,3%	-34,7%	-0,5%	25,7%	34,8%	38,2%	37,8%	37,6%
EBIT	-18,9	-13,7	-0,3	26,3	47,6	64,7	71,0	78,1
Steuersatz	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	1,3	2,4	20,0	22,0	24,2
NOPAT	-18,9	-13,7	-0,3	25,0	45,2	44,6	49,0	53,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	2,8	2,8	2,8	3,3	3,4	3,4	3,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	2,18	0,0	-0,5	2,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-14,6	-10,9	2,1	29,9	50,0	48,1	52,5	57,4
- Zunahme Net Working Capital	1,4	-3,1	-4,6	-5,4	-7,5	-9,5	-10,6	-11,8
- Investitionen AV	-0,7	-0,9	-0,8	-5,7	-1,6	-1,9	-2,1	-2,4
Free Cashflow	-13,9	-14,8	-3,4	18,8	40,9	36,6	39,8	43,3

SMC Schätzmodell

hin mit fünf von maximal sechs Punkten als überdurchschnittlich ein. Als bedeutende Risikofaktoren sehen wir vor allem die anhaltenden juristischen Auseinandersetzungen mit dem Großaktionär Deutsche Balaton und dem Konkurrenten DUSA, außerdem besteht wegen der Corona-Pandemie eine erhöhte Unsicherheit bezüglich des kurzfristigen Umsatzpotenzials.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen

der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,09 und 7,16 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	7,16	6,66	6,24	5,89	5,59
7,5%	6,43	6,02	5,68	5,39	5,14
8,0%	5,81	5,48	5,20	4,96	4,75
8,5%	5,29	5,02	4,79	4,58	4,40
9,0%	4,85	4,62	4,42	4,25	4,09

Fazit

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts hat Biofrontera das vorab bereits kommunizierte Umsatzwachstum von knapp 50 Prozent auf 31,3 Mio. Euro im Jahr 2019 bestätigt und zudem eine deutliche Reduktion des Vorsteuerverlusts auf -4,8 Mio. Euro vermeldet, die allerdings Sondereffekten aus einer Übernahme geschuldet war. Angesichts der aktuellen Entwicklung ist der Blick auf die laufende Periode indes von erheblich größerer Bedeutung. Denn die Corona-Pandemie beeinträchtigt den Verkauf des Kernprodukts Ameluz erheblich. Nachdem der Umsatz im ersten Quartal nur um etwa 5 Prozent auf 6,4 bis 6,6 Mio. Euro zurückgegangen ist, wird sich der volle Effekt, der aus der Schließung von Praxen und veränderten Behandlungsschwerpunkten im medizinischen Sektor resultiert, voraussichtlich im zweiten Quartal zeigen.

Das Management hält deswegen im Gesamtjahr einen Umsatzrückgang für möglich und hat umfangreiche Kostensparmaßnahmen eingeleitet. Aktuell steht da-

mit die Liquiditätssicherung im Vordergrund, weshalb die Gremien eine Kapitalerhöhung um 9 Mio. Aktien anvisiert haben, die von der Hauptversammlung im Mai genehmigt werden soll.

Das würde ein gutes Polster schaffen, um die notwendigen Strukturen zu erhalten, bis das Geschäft wieder hochgefahren werden kann. Wir rechnen in unserem Modell mit einer schrittweisen Erholung im Jahresverlauf, gehen aber dennoch von einem 15-prozentigen Umsatzrückgang im Gesamtjahr und einem hohen Verlust aus.

Mittelfristig sehen wir aber weiter sehr gute Wachstumschancen, so dass das aktuelle Kursniveau attraktiv ist, was auch der von uns ermittelte faire Wert von 5,20 Euro je Aktie signalisiert. Unser Urteil lautet dennoch weiterhin Hold, bis eine Wiederbelebung der Geschäftsdynamik erkennbar und die Finanzierung bis zum Break-even gesichert ist.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	35,9	33,7	31,8	30,4	31,2	28,1	26,7	25,4	24,2
1. Immat. VG	22,8	20,7	18,7	16,6	14,5	12,5	10,4	8,4	6,4
2. Sachanlagen	5,2	5,2	5,4	5,5	10,3	10,7	11,3	12,1	12,9
II. UV Summe	22,5	30,1	22,3	27,1	46,6	88,0	119,4	149,5	176,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	10,0	11,0	-6,2	-8,5	9,3	43,7	69,4	93,5	114,2
II. Rückstellungen	3,5	3,5	4,2	5,0	5,8	6,6	7,4	8,2	9,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	36,8	40,2	45,3	48,3	49,1	50,7	52,4	54,3	56,2
2. Kurzfristiges FK	8,1	9,1	10,9	12,5	13,6	15,1	16,9	19,0	21,2
BILANZSUMME	58,4	63,8	54,2	57,4	77,8	116,1	146,1	174,9	200,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	31,3	26,4	39,7	62,7	102,4	137,0	169,4	187,8	207,8
Umsatzkosten	4,9	5,3	7,6	10,6	14,5	17,6	21,3	23,5	27,1
Bruttoergebnis	26,4	21,2	32,1	52,1	87,9	119,4	148,1	164,3	180,7
EBIT	-23,4	-18,9	-13,7	-0,3	26,3	47,6	64,7	71,0	78,1
EBT	-4,8	-21,4	-17,2	-5,4	19,7	40,4	57,2	63,6	68,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	-7,4	-21,4	-17,2	-4,8	17,8	34,3	39,5	43,9	47,0
JÜ	-7,4	-21,4	-17,2	-4,8	17,8	34,3	39,5	43,9	47,0
EPS	-0,16	-0,39	-0,32	-0,09	0,33	0,63	0,73	0,81	0,86

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-32,9	-14,5	-13,0	-2,6	22,0	36,6	38,7	42,3	44,6
CF aus Investition	21,1	-0,7	-0,9	-0,8	-5,7	-1,6	-1,9	-2,1	-2,4
CF Finanzierung	3,5	22,7	1,3	1,6	-3,9	-3,2	-17,1	-23,2	-30,0
Liquidität Jahresanfa.	19,5	11,1	18,7	6,0	4,1	16,5	48,3	67,9	84,9
Liquidität Jahresende	11,1	18,7	6,0	4,1	16,5	48,3	67,9	84,9	97,1

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	48,1%	-15,4%	50,0%	58,2%	63,2%	33,8%	23,6%	10,9%	10,6%
Rohertragsmarge	84,4%	80,1%	80,9%	83,0%	85,8%	87,1%	87,4%	87,5%	86,9%
EBIT-Marge	-74,8%	-71,3%	-34,7%	-0,5%	25,7%	34,8%	38,2%	37,8%	37,6%
EBT-Marge	-15,3%	-81,0%	-43,3%	-8,6%	19,3%	29,5%	33,8%	33,9%	32,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-23,5%	-81,0%	-43,3%	-7,7%	17,4%	25,1%	23,3%	23,4%	22,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 2), 3), 6)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 22.04.2020 um 16:15 Uhr fertiggestellt und am 22.04.2020 um 16:25 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.03.2020	Hold	5,30 Euro	2), 3), 4), 6)
10.03.2020	Speculative Buy	7,80 Euro	2), 3), 4), 6)
06.02.2020	Speculative Buy	7,60 Euro	2), 3), 4), 6)
05.12.2019	Speculative Buy	6,60 Euro	2), 3), 4), 6)
17.10.2019	Buy	7,10 Euro	2), 3), 4), 6)
29.08.2019	Buy	8,00 Euro	2), 3), 6)
12.07.2019	Buy	8,90 Euro	2), 3), 6)
31.05.2019	Buy	9,20 Euro	2), 3), 6), 10)
02.05.2019	Buy	9,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
28.03.2019	Buy	9,00 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
22.03.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 6), 10)
14.02.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
20.11.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
11.10.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
05.09.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
18.07.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
04.06.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 6)
14.05.2018	Buy	7,00 Euro	2), 3), 4), 6)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und ein Update und fünf Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie 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. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere 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 Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Ver-

luste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, 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.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.