

24. November 2021
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Biofrontera AG

Schwache Kursentwicklung trübt IPO-Erfolg

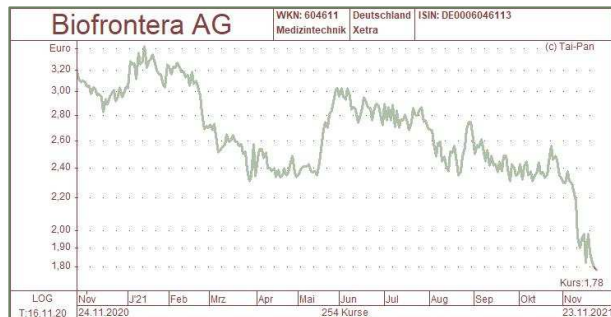
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,78 € | **Kursziel:** 5,50 € (zuvor: 6,80 €)

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:	167
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	B8F:GR
ISIN:	DE0006046113
Kurs:	1,78 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	56,7 Mio. Stück
Market Cap:	100,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	76,8 Mio. Euro
Free-Float:	46,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	3,53 / 1,73 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	104,5 Tsd. Euro

Die US-Tochter Biofrontera Inc. hat ihr IPO erfolgreich abgeschlossen. Nach einer Modifizierung des Angebots wurden zu einem Preis von 5,00 US-Dollar pro Stück letztlich 3,6 Mio. sogenannte „Units“ platziert, die jeweils aus einer Aktie (Preis 4,99 US-Dollar) und einem Optionsschein (Preis 0,01 US-Dollar) bestanden, wobei der Optionsschein innerhalb von fünf Jahren zum Kauf einer Aktie zum Emissionspreis berechtigt. Der Ausgabepreis lag am unteren Ende der vorgesehenen Spanne von 5,00 bis 7,00 US-Dollar. Getrübt wurde der Erfolg etwas durch die anschließende Kursentwicklung. Die Aktie von Biofrontera Inc. notiert aktuell bei 2,65 US-Dollar und damit, auch unter Hinzurechnung des ebenfalls notierten Optionsscheins (Kurs 0,72 US-Dollar), deutlich unter dem Emissionskurs. Trotzdem haben sich die Wachstumsaussichten für das Unternehmen mit dem Zugang zum US-Kapitalmarkt verbessert. Insbesondere konnte die US-Tochter mit dem IPO brutto 18 Mio. US-Dollar einwerben, die in die weitere Intensivierung der Vermarktung von Ameluz und Xepi fließen sollen. Da sich Biofrontera Inc. nun unabhängig von der deutschen Mutter finanzieren kann, wird die AG ihre Liquidität jetzt dafür nutzen, um das Darlehen der EIB samt Zinsen vorzeitig zurückzuzahlen. Die fällige Summe liegt bei etwa 20 Mio. Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	21,1	31,3	30,3	29,0	42,9	66,2
EBIT (Mio. Euro)	-18,5	-23,4	-10,0	-13,9	-11,1	-1,6
Jahresüberschuss	-10,8	-7,4	-13,0	-11,8	-8,6	-1,5
EpS	-0,20	-0,16	-0,24	-0,21	-0,15	-0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	75,5%	48,1%	-2,9%	-4,5%	47,8%	54,6%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	4,78	3,23	3,33	3,48	2,36	1,52
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zulassung für größere Lampe

Während die US-Tochter ihre Mittel für den Ausbau der Marktposition in den USA einsetzen wird, bleibt das übrige Geschäft – und damit vor allem die Vermarktung in Europa über den eigenen Vertrieb und Partner – in den Händen der AG. Außerdem ist die deutsche Gesellschaft verantwortlich für klinische Studien und die Zulassungen und besitzt die entsprechenden Rechte. Hier konnte zuletzt mit der US-Zulassung der neuen und größeren PDT-Lampe BF-RhodoLED XL ein wichtiger Fortschritt vermeldet werden. Diese neue Lampe, für die mehrere Patente eingereicht wurden, ermöglicht die Bestrahlung größerer Areale. Da in den USA eine Kombinationszulassung aus dem Medikament Ameluz und der Lampe für die Photodynamische Therapie (PDT) besteht, schützen Patente indirekt auch das Kernprodukt mit.

Neue klinische Studien

Mit der XL-Lampe wurde in den USA eine neue klinische Studie der ersten Phase gestartet, in deren Rahmen die Sicherheit der PDT bei gleichzeitiger Anwendung von drei Tuben Ameluz untersucht wird. Die Gesundheitsbehörde hatte für eine angestrebte Ausweitung der bestehenden Zulassung von einer Tube auf bis zu drei Tuben je Behandlung diese Untersuchung verlangt. Die Patientenrekrutierung läuft in Kürze an, ebenso wie bei einer zweiten schon gestarteten US-Studie. Diese zählt zur Phase IIb und hat eine Behandlung von mittelschwerer bis schwerer Akne zum Gegenstand.

Hohe Dynamik in den USA

Die Einführung der neuen Lampe und die Studien zielen darauf ab, die Marktposition in den USA abzusichern und weiter auszubauen. In den letzten Monaten wurde außerdem das Marketing in Übersee intensiviert, was zu einer substanziellen Erholung mit steigender Dynamik geführt hat. Vor allem dank hoher Erlöse im September (ca. 1,7 Mio. Euro) konnten die US-Einnahmen im dritten Quartal um etwa ein Drittel auf 3,7 Mio. Euro gesteigert werden. Die Erlöse in Europa wuchsen mit ähnlichem Tempo (+29 Prozent auf 0,5 Mio. Euro), nur in Deutschland gab es einen Rückgang um 20 Prozent auf 1,2 Mio. Euro. Der

Vorstand begründet dies mit dem relativ schlechten Wetter (was die Tageslicht-PDT behindert) und der im Vergleich zum Vorjahr wieder höheren Reiseaktivität, die sich in einer geringeren Zahl an Praxisbesuchen bemerkbar gemacht hat. Aufsummiert über die ersten neun Monate reichte es in Deutschland noch zu einem kleinen Plus (+1,0 Prozent auf 3,9 Mio. Euro). Das Geschäft in den USA expandierte hingegen deutlich, um 35,6 Prozent auf 12,3 Mio. Euro, während in Europa sogar eine Steigerung um 63,7 Prozent auf 2,2 Mio. Euro erzielt wurde. Diese war insbesondere auf die Wiedereinführung von Ameluz in Skandinavien (mit einem neuen Lizenzpartner) zurückzuführen.

Geschäftszahlen	9M 20	9M 21	Änderung
Umsatz	20,8	18,5	-11,3%
- Deutschland	3,9	3,9	+1,0%
- USA	9,1	12,3	+35,6%
- Europa (ex-D)	1,3	2,2	+63,7%
- Sonstiges	6,5	0,0	-100,0%
Bruttoergebnis	18,3	15,8	-13,7%
EBITDA	-5,4	-9,7	-
EBIT	-10,0	-12,1	-
Nettoergebnis	-12,0	-14,7	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Bruttomarge von 85 Prozent

Damit haben die Erlöse aus dem Produktverkauf von Januar bis September um 29 Prozent zugelegt. Weil Biofrontera im Vorjahr allerdings zusätzlich eine Einmalzahlung in Höhe von 6 Mio. Euro für den Abschluss einer Lizenzvereinbarung für mehrere Länder der Region Ostasien und Ozeanien erhalten hatte, ist der Konzernumsatz insgesamt um 11,3 Prozent auf 18,5 Mio. Euro zurückgegangen. Leicht überproportional dazu war der Rückgang beim Bruttoergebnis, womit sich die Bruttomarge wieder bei ca. 85 Prozent – und somit in etwa auf dem Vorkrisenniveau – eingependelt hat. Dem rückläufigen Bruttoergebnis standen deutliche Steigerungen der übrigen betrieblichen Kosten gegenüber, da die Gesellschaft nach substanzi-

ellen Sparmaßnahmen im Vorjahr wieder in den Expansionsmodus geschaltet hat. Die Wiederaufnahme klinischer Studien führte zu einem Anstieg der F&E-Kosten um 32,7 Prozent auf 4,5 Mio. Euro. Gleichzeitig erhöhten sich auch die Verwaltungskosten um 9,8 Prozent auf 7,6 Mio. Euro, was unter anderem auf zusätzliche Rückstellungen für die Prozesskosten der laufenden gerichtlichen Auseinandersetzung mit dem Konkurrenten DUSA in den USA (bei der Ende November die Verhandlung startet und dann im Dezember der Juryentscheid ansteht) zurückzuführen ist. Die Vertriebskosten bewegten sich hingegen mit 16,3 Mio. Euro leicht unter dem Vorjahresniveau, in dem seinerzeit allerdings eine einmalige Sonderabschreibung auf die Xepi-Lizenz in Höhe von 2,0 Mio. Euro enthalten war.

Deutliches Defizit

Per Saldo hat sich das EBITDA-Defizit in den ersten neun Monaten von -5,4 auf -9,7 Mio. Euro ausgeweitet. Bereinigt um die Upfront-Zahlung aus der Lizenzvereinbarung und die Sonderabschreibung hat sich der operative Verlust allerdings nur leicht (um -0,3 Mio. Euro) erhöht. Unter Berücksichtigung der Abschreibungen wurden ein EBIT von -12,1 Mio. Euro (Vorjahr: -10,0 Mio. Euro) und ein Periodenfehlbetrag von -14,7 Mio. Euro (Vorjahr: -12,0 Mio. Euro, beide Werte vor Kursdifferenzen aus der Umrechnung ausländischer Geschäftsbetriebe) erwirtschaftet.

EIB-Darlehen wird zurückgezahlt

Trotz des hohen Verlusts hat sich die Liquidität im bisherigen Jahresverlauf von 16,5 auf 29,5 Mio. Euro per Ende September erhöht. Das ist maßgeblich auf eine im Februar durchgeführte große Kapitalerhöhung zurückzuführen, die mit einem Bruttomittelzufluss von 24,7 Mio. Euro verbunden war. In der Vergangenheit hat das Unternehmen die Liquidität in einem hohen Maße für den Aufbau des Vertriebs in den USA genutzt. Da sich die US-Tochter nun eigenständig finanzieren kann und mit dem IPO-Erlös von brutto 18 Mio. US-Dollar fürs Erste über ein solides Polster verfügt, nutzt die AG die eigene Liquidität, um das im nächsten Jahr fällige Darlehen der Europäischen Investitionsbank vorzeitig zurückzuzahlen, wo-

mit sich die Summe der fälligen Zinsen und sonstigen Entgelte etwas reduziert. Insgesamt beträgt der Rückzahlungsbetrag 20 Mio. Euro.

Prognose bekräftigt

Mit den Neunmonatszahlen sieht sich das Unternehmen auf Kurs, um die Jahresprognose zu erreichen. Diese sieht unverändert einen Umsatz von 25 bis 32 Mio. Euro vor, wobei die breite Spanne aus der Unsicherheit resultiert, die das Corona-Infektionsgeschehen mit sich bringt. Das EBITDA wird weiterhin in einer Größenordnung zwischen -11 und -14 Mio. Euro und das EBIT zwischen -13 und -16 Mio. Euro erwartet.

Neuer CEO kommt

Während beim Ausblick somit alles beim Alten geblieben ist, wurde auf der Managementebene ein Wechsel auf dem Posten des CEO angekündigt. Der Vorstandsvorsitzende Prof. Lübbert hat von seinem vertraglich vereinbarten Kündigungsrecht Gebrauch gemacht und wird in nächster Zeit (spätestens sechs Monate nach dem Kündigungstermin) aus dem Vorstand ausscheiden. Er bleibt Biofrontera allerdings weiter erhalten und wird sich in seiner Funktion als Executive Chairman für weitere drei Jahre um die Weiterentwicklung der US-Tochter Biofrontera Inc. kümmern. Die Neubesetzung des Vorstandspostens obliegt dem Aufsichtsrat, möglicherweise wird die Nachfolge erst nach der Hauptversammlung am 14. Dezember geregelt. Denn dann wird das Gremium aller Voraussicht nach neu besetzt sein, worauf sich die Vertreter der Gesellschaft im Rahmen der abgeschlossenen Mediation zum langjährigen Streit mit dem Großaktionär Deutsche Balaton geeinigt haben. Dem ausgehandelten Vorschlag zur künftigen Zusammensetzung des Aufsichtsrats hat auch der zweite Großaktionär Maruho zugestimmt, eine Umsetzung muss bis zum 31. Dezember dieses Jahres im Rahmen der noch ausstehenden Hauptversammlung erfolgen. Zugleich werden u.a. auch alle offenen gegenseitigen Klagen zwischen Biofrontera und der Deutschen-Balaton-Gruppe per Klagerücknahme beendet. Explizit angenommen von dem Vergleich ist nur die Überprüfung des US-IPO der Tochter Biofrontera Inc., zu dem die

Deutsche-Balaton-Gruppe eine Sonderprüfung verlangt.

Stufenmodell für Lizenzeinnahmen

Mit der abgeschlossenen Mediation und einer weitgehenden Beilegung der Streitigkeiten kann der Fokus künftig wieder voll auf den Ausbau des Geschäfts gerichtet werden, wobei der Fokus weiterhin sehr stark auf der Expansion in den USA liegt. Auch wenn die Marktreaktion auf das US-IPO zunächst einmal negativ ausgefallen ist und der relativ niedrige Ausgabekurs eine starke Verwässerung bedingt, überwiegen aus unserer Sicht die Vorteile. Der Emissionserlös und der eigenständige US-Kapitalmarktzugang der Tochter Biofrontera Inc. sollten dazu beitragen, dass die großen Potenziale im US-Markt rascher gehoben werden können. Zwar wird die deutsche Mutter davon nicht mehr vollumfänglich profitieren, aber dank der Lieferung von Ameluz im Rahmen einer Lizenzvereinbarung doch stark partizipieren. Bis zu einem Jahresumsatz von 30 Mio. US-Dollar (von Biofrontera Inc.) liegt der Transferpreis für Ameluz bei 50 Prozent der erzielten Erlöse, darüber sinkt er zunächst auf 40 Prozent (bis 50 Mio. US-Dollar) und dann auf 30 Prozent ab. Da Biofrontera Inc. die kompletten Vertriebskosten für den US-Markt tragen muss, die bislang im wesentlichen Ausmaß für die Konzernverluste verantwortlich sind, stufen wir dieses Modell als angemessen an. Einerseits hat die US-Tochter einen starken Anreiz zur Umsatzausweitung, andererseits wird bei deutlich anziehenden US-Erlösen der Gewinn der AG wegen der hohen Bruttomarge massiv zunehmen. Mit diesem Modell wurde auch ein Studienprogramm

festgelegt, welches die Biofrontera AG zur Stärkung der Marktposition von Ameluz in den USA durchzuführen muss.

Künftig hoher Minderheitenanteil

Noch wird die US-Gesellschaft auf Basis eines aktuellen Anteils von 69 Prozent nach dem IPO voll konsolidiert. Und selbst, wenn sämtliche Optionsscheine ausgeübt werden würden, würde der Anteil nach aktuellem Stand nur auf 52,6 Prozent zurückgehen, die AG hätte also immer noch die Mehrheit. Mit weiteren Kapitalmaßnahmen von Biofrontera Inc. könnte sich das ändern. Trotzdem gehen wir in unserem Modell vorerst weiter von einer Vollkonsolidierung aus und unterstellen nun im Konzern zunächst einen Minderheitenanteil am Ergebnis von 30 Prozent, der in den nächsten Jahren (mit der unterstellten Ausübung der Optionen) dann kalkulatorisch auf 40 Prozent ansteigt. Trotz des höheren Anteils Externer an Biofrontera Inc. in diesem Szenario gehen wir davon aus, dass der Gewinnanteil Dritter nicht höher steigt, da dank der hochmargigen Lizenzerlöse ein großer Teil des Gewinns bei der deutschen AG anfallen dürfte.

Anpassung wegen Infektionswelle

Unsere Umsatzschätzung für das laufende Jahr und das nächste Jahr haben wir jetzt etwas vorsichtiger formuliert, was aber nicht mit dem IPO zusammenhängt, sondern mit dem aktuellen Corona-Infektionsgeschehen. Bislang waren wir davon ausgegangen, dass der Impffortschritt eine nachhaltige Entspannung der Lage mit sich bringt, was nun aber für die Wintermonate fraglich ist. Damit werden die Be-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ameluz Deutschland	5,4	6,7	9,0	13,7	19,1	20,9	23,4	25,4
Ameluz Spanien	1,1	2,3	4,5	5,5	6,2	7,1	7,8	8,5
Ameluz GB	0,4	1,6	3,4	4,7	5,4	6,2	7,0	7,7
Lizenzeinnahmen Europa	1,5	1,6	1,9	2,0	2,2	2,2	2,4	2,7
USA akt. Keratose	20,3	27,5	40,3	54,1	75,7	91,4	105,7	118,4
USA Basalzellkarzinom				2,7	22,7	41,1	47,6	53,3
USA Akne						9,1	31,7	53,3
Xepi	0,3	3,0	7,0	13,0	20,0	22,6	23,8	24,8
Lizenzdeal Maruho	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	1,3	1,8	1,9
Umsatz gesamt	29,0	42,9	66,2	96,0	151,9	201,9	251,2	295,8

Schätzungen SMC-Research

handlung von Patienten in Hautarztpraxen und auch die Forcierung des Vertriebs wieder schwieriger. Infolgedessen rechnen wir mit nun mit einem Umsatz von 29,0 Mio. Euro (bislang: 30,5 Mio. Euro) in 2021 sowie mit Erlösen von 42,9 Mio. Euro (bislang: 45,9 Mio. Euro) in 2022 (die Tabelle unten auf der Seite zeigt unser aktualisiertes Erlösmodell). Trotzdem haben wir unsere Schätzung für den EBIT-Verlust 2021 in Reaktion auf die Neunmonatszahlen reduziert und erwarten nun -13,9 Mio. Euro (zuvor: -15,2 Mio. Euro), da wir mit höheren Kostensteigerungen gerechnet hatten. Für das Jahr 2022 kalkulieren wir mit einem EBIT von -11,1 Mio. Euro (zuvor: -8,5 Mio. Euro). Hier hat sich das geringere Bruttoergebnis (wegen niedrigerer Erlöse) stärker bemerkbar gemacht.

Hohe Potenziale

Ausgehend von einer niedrigeren Basis, als bislang unterstellt, sind wir auch für die Zeit danach zunächst etwas vorsichtiger. Wir gehen aber nach wie vor von einem anhaltend starken Wachstum aus. Gerade in den USA besteht wegen des noch niedrigen Anteils der PDT an den Behandlungen aktinischer Keratose ein sehr großes Expansionspotenzial. Mit der neuen XL-Lampe und zwei anvisierten Zulassungserweiterungen

(drei Tuben pro Behandlung, Ausweitung auf Rumpf, Nacken und Extremitäten) soll die Erschließung dieses Potenzials vorangetrieben werden. Außerdem führt Biofrontera inzwischen zwei US-Studien für neue Indikationen durch – zur Therapie des Basalzellkarzinoms und von Akne –, mit deren erfolgreichem Abschluss der Weg für eine Zulassungserweiterung und eine Erschließung neuer großer Marktsegmente geebnet werden könnte.

Akne neu berücksichtigt

Das US-Potenzial, das aus einer möglichen Behandlung von Basalzellkarzinomen mit Ameluz resultiert, hatten wir schon grob abgeschätzt und in unser Modell integriert. Da die Studie aufgrund der von der FDA vorgeschriebenen anspruchsvollen Bedingungen sowie der Hemmnisse, die die Pandemie mit sich gebracht hat, nur schleppend vorankommt, gehen wir von einer Zulassungserweiterung in dieser Indikation jetzt erst im Jahr 2024 (bisher 2023) aus. Auf die Schätzung von Erlösen aus der Akne-Therapie hatten wir hingegen bislang verzichtet, da das Unternehmen noch keine klinische Studie zu dieser Indikation durchgeführt hatte. Mit dem Start der Phase IIB-Studie hat sich das nun geändert, weshalb wir fortan auch

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	29,0	42,9	66,2	96,0	151,9	201,9	251,2	295,8
Umsatzwachstum		47,8%	54,6%	44,9%	58,2%	32,9%	24,4%	17,8%
EBIT-Marge	-47,8%	-25,9%	-2,5%	10,1%	28,3%	37,0%	41,2%	44,4%
EBIT	-13,9	-11,1	-1,6	9,7	43,0	74,6	103,4	131,2
Steuersatz	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	-0,6	-0,1	0,5	13,3	23,1	32,1	40,7
NOPAT	-13,9	-10,6	-1,6	9,2	29,7	51,5	71,4	90,5
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	4,8	4,7	4,8	4,7	4,6	4,7	2,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-10,7	-5,7	2,8	14,3	34,4	56,2	76,0	93,3
- Zunahme Net Working Capital	-2,5	-3,4	-3,7	-5,5	-8,9	-11,9	-14,8	-17,5
- Investitionen AV	-0,7	-0,6	-3,7	-1,2	-1,8	-2,3	-2,8	-3,2
Free Cashflow	-13,9	-9,8	-4,7	7,6	23,7	42,0	58,4	72,5

SMC Schätzmodell

einen Beitrag aus diesem Bereich einkalkulieren, da wir davon ausgehen, dass die Therapie, wie schon in den anderen Anwendungsfällen, wieder ihre hohe Effektivität unter Beweis stellen wird. Auch stufen wir die Indikation prinzipiell als sehr potenzialträchtig ein. Das Unternehmen hatte in der Vergangenheit das Jahr 2025 als möglichen Zeitpunkt für den Vermarktungsstart in Aussicht gestellt. Da sich das ganze Procedere wegen Corona verzögert hat, unterstellen wir für das Jahr 2026 erste Erlöse und lassen diese anschließend bis zum Ende des Detailprognosezeitraums deutlich ansteigen. Der Rückgriff auf einen bestehenden Vertrieb und der hohe Leidensdruck der Patienten sollte eine schnelle Marktdurchdringung begünstigen. Damit liegt der Zielumsatz in unserem Modell im Jahr 2028 nun mit rund 296 Mio. Euro höher als zuvor (242 Mio. Euro), obwohl wir die Anfangsjahre wegen der hartnäckigen Pandemieprobleme, die zumindest 2021 und 2022 noch beeinflussen werden, vorsichtiger gestaltet haben. Die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir auf Basis der deutlich höheren Erlöse bei 44,4 Prozent (bislang: 38,7 Prozent), wobei wir – wie ausgeführt – jetzt einen Ergebnisanteil Dritter von 40 Prozent für das Jahr 2028 unterstellen. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen zur Cashflow-Entwicklung im Detailprognosezeitraum. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow bieten die Tabellen im Anhang.

Entkonsolidierung der US-Tochter

Wenn die US-Tochter weitere Kapitalmaßnahmen durchführt und zugleich ein großer Teil der Optionen ausgeübt würde (oder aber die Biofrontera AG im großen Umfang Aktien von der US-Tochter umplatziert), würde die Aktiengesellschaft die Mehrheit am US-Geschäft verlieren. Wegen des Lizenzvertrags würde sie aber trotzdem einen substanziellen Teil der Einnahmen erhalten – ohne die US-Verwaltungs- und Vertriebskosten tragen zu müssen. Im Ergebnis wären die Erlöse deutlich niedriger als in unserem Modell, dafür wäre die Marge höher. Zum aktuellen Zeitpunkt halten wir es aber noch für verfrüht, auf dieses Modell zu wechseln.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 7,4 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,7 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent), FK-Kosten von 6,0 Prozent, ein Steuersatz für das Tax-Shield von 35 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: 5,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 314 Mio. Euro, das entspricht 5,49 Euro je Aktie. Daraus leiten wir 5,50 Euro als neues Kursziel ab. Die deutliche Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (6,80 Euro) resultiert im Wesentlichen aus einer (wegen der aktuellen starken Infektionswelle) vorsichtigeren Schätzung der Geschäftsentwicklung in 2021 und den Folgejahren, aus einer Verschiebung der US-Zulassungserweiterung um das Basalzellkarzinom von 2023 auf 2024 sowie aus der deutlich größeren Verwässerung durch das US-IPO, da der Platzierungspreis niedrig und das Platzierungsvolumen (unter Berücksichtigung der potenziellen Platzierung aus dem Optionsschein) sehr hoch ausgefallen ist. Das wurde teilweise kompensiert durch die Integration einer US-Zulassung für Akne in das Modell. Insgesamt sehen wir damit ein hohes Erholungspotenzial für die Aktie. Das Prognoserisiko unserer Schätzung stufen wir weiterhin auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit fünf Punkten als deutlich überdurchschnittlich ein. Einen großen Unsicherheitsfaktor für die kurzfristige Geschäftsentwicklung stellt weiterhin die Corona-Pandemie dar, außerdem zählt die juristische Auseinandersetzung mit dem Konkurrenten DUSA zu den bedeutenden Risiko- und Störfaktoren.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
6,4%	7,92	7,24	6,70	6,24	5,86
6,9%	7,01	6,48	6,04	5,67	5,36
7,4%	6,27	5,85	5,49	5,19	4,92
7,9%	5,66	5,32	5,02	4,77	4,54
8,4%	5,15	4,86	4,62	4,40	4,21

Fazit

Obwohl die Umsetzung des IPOs der Tochter Biofrontera Inc. den finanziellen Spielraum des Konzerns deutlich erweitert und aus unserer Sicht die Wachstumschancen im US-Markt erhöht hat, ist der Schritt an der Börse nicht gut angekommen – ablesbar aus deutlichen Kursverlusten der Biofrontera-Aktie in jüngster Zeit wie auch an dem schwachen Kursverlauf der US-Tochter.

Die Schwäche der AG-Aktie dürfte auch auf diesen Fehlstart und auf die große Verwässerung zurückzuführen sein, die der niedrige Ausgabepreis und die Erweiterung der Offerte um einen Optionsschein bedingten. Zugleich ist das Infektionsgeschehen in Europa und den USA in den letzten Monaten wieder deutlich dynamischer geworden, was in den Wintermonaten Praxisbesuche von Patienten verhindern und den Vertrieb erschweren könnte. Auch das sehen wir als einen Grund für den schwachen Kursverlauf der Biofrontera-Aktie. Wir haben infolgedessen unsere Schätzungen für 2021 und 2022 etwas zurückgenommen.

Die mittelfristigen Wachstumstreiber für Biofrontera stufen wir aber als unverändert intakt ein. Mit der jüngst erlangten US-Zulassung einer größeren Lampe für die Photodynamische Therapie und mehreren Studien, die zu Zulassungserweiterungen führen können, treibt das Unternehmen vor allem den Ausbau der Marktposition in Übersee voran. Dazu gehört unter anderem die angestrebte Zulassung für die Indikation Akne, von der wir uns im Erfolgsfall ein großes

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,4 und 8,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,21 und 7,92 Euro je Aktie.

zusätzliches Potenzial versprechen. Wir haben Akne deswegen neu in unser Modell integriert mit einem unterstellten Vermarktungsstart in 2026.

Die Biofrontera AG wird künftig von steigenden US-Umsätzen über gestaffelte Lizenzzahlungen von der US-Tochter profitieren, selbst wenn sie die Mehrheit an dieser „verlieren“ sollte (etwa durch weitere Kapitalmaßnahmen der Biofrontera Inc.). Für den Moment bleibt der Anteil aber noch über 50 Prozent (auch bei einer Ausübung sämtlicher emittierten Optionsscheine), weshalb wir in unserem Modell weiter mit einer Vollkonsolidierung der US-Aktivitäten (und nun mit einem hohen Minderheitenanteil am Ergebnis) kalkulieren.

Der verwässerte Konzernbesitz an der US-Tochter ist, zusammen mit der vorsichtigeren Einschätzung der Entwicklung in 2021 und den Folgejahren, maßgeblich dafür verantwortlich, dass sich unser Kursziel von bislang 6,80 auf 5,50 Euro deutlich reduziert hat. Dennoch besteht damit für den von uns unterstellten Fall eines erfolgreichen Ausbaus der Marktposition ein hohes Kurspotenzial, weshalb wir das Urteil „Speculative Buy“ bekräftigen. Zu den wesentlichen Prognoserisiken zählt auch die Klage vom US-Konkurrenten DUSA gegen das Unternehmen, die Biofrontera für unbegründet hält (weshalb auch keine Rückstellungen für mögliche Strafzahlungen gebildet wurden) und für die im Dezember eine erstinstanzliche Juryentscheidung fallen könnte.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	30,3	44,0	39,8	39,2	35,2	32,3	29,9	28,1	28,6
1. Immat. VG	17,7	31,4	27,3	23,3	19,6	15,9	12,4	9,0	7,7
2. Sachanlagen	5,1	5,1	5,0	8,0	8,2	8,9	10,0	11,5	13,3
II. UV Summe	26,1	33,7	29,4	28,1	40,6	73,7	122,7	183,2	250,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	7,4	31,3	21,7	19,1	26,3	53,4	95,7	148,6	209,6
II. Rückstellungen	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	4,4	4,6	4,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	40,7	20,7	20,7	20,5	20,8	21,7	23,2	25,3	28,0
2. Kurzfristiges FK	5,2	22,3	23,2	23,9	24,9	26,7	29,4	32,7	36,8
BILANZSUMME	56,4	77,6	69,2	67,3	75,9	106,0	152,7	211,3	279,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	30,3	29,0	42,9	66,2	96,0	151,9	201,9	251,2	295,8
Umsatzkosten	3,5	4,4	6,2	9,1	13,4	21,1	27,7	34,1	39,9
Bruttoergebnis	26,8	24,6	36,6	57,1	82,6	130,8	174,2	217,1	255,9
EBITDA	-4,8	-10,7	-6,3	3,0	14,5	47,7	79,3	108,1	133,9
EBIT	-10,0	-13,9	-11,1	-1,6	9,7	43,0	74,6	103,4	131,2
EBT	-12,7	-16,9	-12,2	-2,9	8,4	41,8	73,8	103,2	131,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,0	-16,9	-12,2	-2,6	7,1	28,8	51,0	71,2	91,0
JÜ	-13,0	-11,8	-8,6	-1,5	4,3	17,3	30,6	42,7	54,6
EPS	-0,24	-0,21	-0,15	-0,03	0,07	0,30	0,53	0,75	0,95

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	-2,8	-13,8	-7,8	-0,7	8,0	26,0	45,1	62,5	77,7
CF aus Investition	2,9	-0,7	-0,6	-3,7	-1,2	-1,8	-2,3	-2,8	-3,2
CF Finanzierung	5,9	18,4	-0,4	-1,4	-0,9	-1,8	-7,9	-16,8	-27,7
Liquidität Jahresanfa.	11,1	16,5	20,5	11,7	5,8	11,6	34,0	68,9	111,8
Liquidität Jahresende	16,5	20,5	11,7	5,8	11,6	34,0	68,9	111,8	158,5

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-2,9%	-4,5%	47,8%	54,6%	44,9%	58,2%	32,9%	24,4%	17,8%
Rohtragsmarge	88,3%	84,9%	85,4%	86,3%	86,1%	86,1%	86,3%	86,4%	86,5%
EBIT-Marge	-33,1%	-47,8%	-25,9%	-2,5%	10,1%	28,3%	37,0%	41,2%	44,4%
EBT-Marge	-41,8%	-58,4%	-28,5%	-4,3%	8,7%	27,5%	36,6%	41,1%	44,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,9%	-40,8%	-20,0%	-2,3%	4,5%	11,4%	15,1%	17,0%	18,4%

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), 4), 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 24.11.2021 um 9:05 Uhr fertiggestellt und am 24.11.2021 um 10:00 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
05.10.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
24.08.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
18.05.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 6)
16.04.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 6)
29.01.2020	Speculative Buy	7,65 Euro	2), 3), 4), 6)
16.11.2020	Speculative Buy	6,20 Euro	2), 3), 6)
13.10.2020	Speculative Buy	5,80 Euro	2), 3), 6)
28.08.2020	Hold	5,80 Euro	2), 3), 4), 6)
21.07.2020	Hold	5,30 Euro	2), 3), 6)
25.05.2020	Hold	5,20 Euro	2), 3), 6)
22.04.2020	Hold	5,20 Euro	2), 3), 4), 6)
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)

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 Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, 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.