

5. Mai 2022
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

Ergebniswende zeichnet sich klar ab

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,04 € | **Kursziel:** 3,50 € (zuvor: 4,15 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

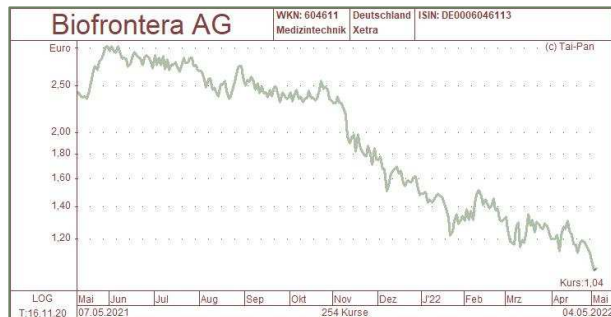
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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:	99
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	B8F:GR
ISIN:	DE0006046113
Kurs:	1,04 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	56,7 Mio. Stück
Market Cap:	59,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	54,1 Mio. Euro
Free-Float:	46,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	3,17 / 0,96 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	72,1 Tsd. Euro

Nach deutlich rückläufigen Produkterlösen im ersten Pandemiejahr hat Biofrontera 2021 zurück auf den Wachstumspfad gefunden und die Einnahmen aus dem Produktverkauf um 20 Prozent auf 28,8 Mio. Euro gesteigert. Verantwortlich dafür waren deutlich höhere Erlöse aus dem europäischen Ausland und eine erste signifikante Erholung in den USA. Das prägende Ereignis des letzten Geschäftsjahres war aber das IPO der US-Tochter Biofrontera Inc. Durch Kapitalmaßnahmen im Vorfeld und im Nachgang zum Börsengang hat die deutsche AG am Geschäftsjahresende nur noch rd. 47 Prozent der Anteile an der US-Gesellschaft gehalten, so dass diese entkonsolidiert wurde. Der hohe Entkonsolidierungserfolg hat für ein EBITDA von 28,0 Mio. Euro gesorgt, bereinigt um Sondereffekte lag das operative Defizit bei -11,8 Mio. Euro. Ab dem laufenden Jahr erhält die AG nun anteilige Lizenzerlöse von Biofrontera Inc., gleichzeitig ist sie von dem großen Kostenblock der US-Aktivitäten entlastet. Das wird sich positiv im Ergebnis niederschlagen: Das Management erwartet für 2022 ein in etwa ausgeglichenes EBITDA und einen EBIT-Fehlbetrag im niedrigen einstelligen Millionenbereich. Für 2023 wird für beide Kennzahlen dann ein Überschuss im niedrigen einstelligen Millionenbereich anvisiert.

GJ-Ende: 31.12.*	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	31,3	30,3	28,8	26,0	34,8	45,5
EBIT (Mio. Euro)	-23,4	-10,0	24,7	-1,0	2,2	6,7
Jahresüberschuss	-7,4	-13,0	38,3	-1,0	2,0	5,7
EpS	-0,16	-0,24	0,69	-0,02	0,03	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	48,1%	-2,9%	-5,1%	-9,7%	33,9%	30,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	189,4%
KUV	1,89	1,94	2,05	2,27	1,69	1,30
KGV	-	-	1,5	-	29,8	10,3
KCF	-	-	1,9	-	-	14,4
EV / EBIT	-	-	2,2	-	24,7	8,0

*Biofrontera Inc. Ende 2021 entkonsolidiert, ab 2022 anteilige US-Lizenzeneinnahmen aus den USA

Wende in den USA

Insbesondere das US-Geschäft hatte 2020 stark unter den Auswirkungen der Corona-Pandemie gelitten, die zu weniger Praxisbesuchen und damit auch zu weniger Behandlungen von aktinischer Keratose (AK – eine Frühform des weißen Hautkrebses) geführt hatte. Im letzten Jahr hat sich der Markt aber sukzessive wiederbelebt, nach Erhebungen von Biofrontera sind die AK-Behandlungen insgesamt um 4 Prozent gestiegen. Zudem hat die US-Tochter ihren Marktanteil ausbauen können, so dass ihre Erlöse im letzten Jahr um 22 Prozent auf umgerechnet 20,2 Mio. Euro gestiegen sind.

Starkes Wachstum auch in Europa

In Deutschland, dem zweitwichtigsten Einzelmarkt, hatte sich die Umsatzentwicklung auch 2020 relativ robust gezeigt, entsprechend war das Nachholpotenzial für 2021 geringer. Ein regnerischer Sommer und die wieder erhöhten Reiseaktivitäten haben zusätzlich das Potenzial für die Tageslicht-PDT etwas beschnitten, so dass die Erlöse hierzulande nur um rund 2 Prozent auf 5,3 Mio. Euro zugelegt haben. Da der deutsche PDT-Markt nach der Erhebung der Gesellschaft aber insgesamt mit -2 Prozent leicht rückläufig war, konnte das Unternehmen seinen Marktanteil im PDT-Segment von 62 auf 64 Prozent weiter ausbauen. Deutlich größer war der Sprung, von niedrigerem Niveau ausgehend, im übrigen Europa, wo, auch dank der Wiedereinführung von Ameluz in Skandinavien durch den neuen Lizenzpartner Galenica AB, ein Wachstum um 55 Prozent auf 3,3 Mio. Euro verzeichnet wurde.

Moderater Umsatzrückgang

Insgesamt haben die Erlöse aus dem Produktverkauf um 20 Prozent auf 28,8 Mio. Euro zugelegt. Hinzu kam noch eine kleine Einmalzahlung in Höhe von 50 Tsd. Euro zum Abschluss einer Ameluz-Lizenzvereinbarung mit der Gesellschaft Medac für den polnischen Markt. Da im Vorjahr aber mit 6 Mio. Euro eine deutlich größere Summe aus dem Abschluss eines Lizenzabkommens mit dem japanischen Dermatologiekonzern Maruho (Ameluz-Lizenz für einige Staaten der Region Ostasien / Ozeanien) und zudem noch rd.

0,5 Mio. Euro aus einer Entwicklungspartnerschaft mit den Japanern vereinnahmt worden war, blieb der Konzernumsatz 2021 um 5 Prozent unter den kumulierten Einnahmen des Vorjahres.

Geschäftszahlen	2020	2021	Änderung
Umsatz	30,3	28,8	-5,1%
- Deutschland	5,2	5,3	+2,0%
- USA	16,6	20,2	+21,8%
- Europa (ex-D)	2,1	3,3	+55,4%
- Sonstiges	6,5	0,1	-99,2%
Bruttoergebnis	26,8	24,9	-7,2%
EBITDA	-4,7	28,0	-
EBIT	-10,0	24,7	-
Nettoergebnis	-13,0	33,9	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Einmalbelastung aus DUSA-Vergleich

Der höhere Produktabsatz führte zugleich zu einem Anstieg der direkten Umsatzkosten von 3,5 auf 3,9 Mio. Euro, so dass der Rohertrag per Saldo (wegen der deutlich geringeren Einnahmen aus Lizenzabschlüssen) von 26,8 auf 24,9 Mio. Euro zurückgegangen ist. Auch in den übrigen Kostenkennzahlen spiegelt sich das wieder höhere Aktivitätsniveau wider: Während die Vertriebskosten von 20,5 auf 22,4 Mio. Euro zugelegt haben, erhöhte sich der F&E-Aufwand von 4,8 auf 7,0 Mio. Euro. In den Schatten gestellt wurde das allerdings deutlich vom Anstieg der Verwaltungskosten von 9,2 auf 30,8 Mio. Euro. Darin enthalten ist allerdings eine einmalige Belastung in Höhe von 19,5 Mio. Euro (bzw. 22,5 Mio. US-Dollar), die die in einem Vergleich vereinbarte Zahlung an DUSA Pharmaceuticals abbildet, mit dem der jahrelange Rechtsstreit mit dem US-Konkurrenten beendet wurde. Die Hälfte des Betrags war 2021 direkt fällig (und wurde zunächst von Biofrontera Inc. bezahlt, die AG muss das noch erstatten; es wurde vereinbart, dass die AG und die US-Gesellschaft für jeweils die Hälfte der Vergleichssumme aufkommen), weitere 25 Prozent fallen jeweils im November 2022 und 2023 an.

Hoher Ertrag aus Entkonsolidierung

Während der DUSA-Vergleich somit für eine hohe Einmalbelastung gesorgt hat, führte die Entkonsolidierung von Biofrontera Inc., die zum Jahresende nach der Reduktion des Anteils auf weniger als 50 Prozent (im Zuge der Ausübung von Optionsvereinbarungen) erfolgt ist, zu einem hohen Entkonsolidierungserfolg von 58,8 Mio. Euro, der in den sonstigen Erträgen erfasst wurde. Aus dem operativen Ergebnis, der DUSA-Belastung und diesem Sonderertrag resultierte insgesamt ein EBITDA von 28,0 Mio. Euro, nach einem Fehlbetrag von -4,7 Mio. Euro im Vorjahr. Bereinigt um Einmaleffekte lag das EBITDA hingegen bei -11,8 Mio. Euro und damit im Rahmen der vom Management ausgegebenen Prognosespanne (-11 bis -14 Mio. Euro). Ähnlich ist auch der Effekt beim EBIT ausgefallen, das sich durch die Sondereffekte von -10,0 auf +24,7 Mio. Euro verbessert hat, bereinigt mit -15 Mio. Euro aber ebenfalls die Erwartungen (-13 bis -16 Mio. Euro) erfüllt hat. Das Nettoergebnis des Geschäftsjahres 2021 nach Anteilen Dritter ist, wie auch das EBITDA und das EBIT, mit 38,3 Mio. Euro (Vorjahr: -13,0 Mio. Euro) stark positiv ausgefallen.

Schuldenlast deutlich gesunken

Die Cashflow-Rechnung des Jahres 2021 ist durch die Sondereffekte stark verzerrt und damit wenig aussagekräftig. Letztlich relevant ist, dass Biofrontera nach der Entkonsolidierung zum Jahresende liquide Mittel von 6,9 Mio. Euro hatte – und zugleich erheblich weniger Verpflichtungen als ein Jahr zuvor. So wurde im November das Darlehen der Europäischen Investitionsbank (EIB) samt Zinsen, insgesamt ein Betrag von 20 Mio. Euro, vorzeitig zurückgezahlt. Außerdem ist mit der Entkonsolidierung die künftige Zahlungsverpflichtung aus der Übernahme der US-Gesellschaft Cutanea gegenüber Maruho, die sich im Jahresabschluss 2020 auf 17,8 Mio. Euro belaufen hatte, entfallen, da diese durch Biofrontera Inc. beglichen werden muss. Die wichtigsten Fremdkapitalposten im Konzernabschluss der Biofrontera AG per Ende 2021 sind rund 5 Mio. Euro, die die US-Gesellschaft mit der Zahlung der ersten Tranche des DUSA-Vergleichs vorgestreckt hat, und weitere rund 5 Mio. Euro, die hälftig im November dieses und nächsten Jahres fällig

werden. Außerdem war eine Wandelanleihe mit einem Volumen von 2 Mio. Euro ausstehend, die im Januar 2022 planmäßig zurückgezahlt wurde. Insgesamt summierten sich die Verbindlichkeiten und Rückstellungen zum Bilanzstichtag auf 18,7 Mio. Euro, nach 49,0 Mio. Euro im Vorjahr. Gleichzeitig ist das Eigenkapital dank dem Entkonsolidierungserfolg von 7,4 auf 58,0 Mio. Euro gestiegen, so dass die Eigenkapitalquote von 13 auf 76 Prozent massiv verbessert wurde.

Weitere Finanzierungsoptionen

Da die Liquidität nicht ausreichend ist, um die DUSA-Zahlungen zu leisten, hat Biofrontera am 7. April eine außerordentliche Hauptversammlung abgehalten, der zwei mögliche Finanzierungswege zur Abstimmung vorgelegt wurden. Während einer davon, die Ermächtigung zur Ausgabe von Options- und Wandelschuldverschreibungen, nicht die notwendige Dreiviertelmehrheit bekommen hat, wurde der andere Vorschlag, eine Erhöhung des Grundkapitals um bis zu 7,1 Mio. Aktien, von einer knappen Mehrheit angenommen, obwohl sich der japanische Großaktionär Maruho in einem offenen Brief zuvor dagegen ausgesprochen hatte (und angekündigt hat, gegen die HV-Ergebnisse zu klagen). Der zweite Großaktionär, die Deutsche-Balaton-Gruppe, hat das Vorhaben aber gestützt. Die langjährigen Streitigkeiten zwischen den Unternehmensgremien und Balaton-Vertretern konnten Ende letzten Jahres im Rahmen einer Mediation weitgehend ausgeräumt werden – mit Ausnahme eines Disputs um das US-IPO von Biofrontera Inc. (bezüglich eines eventuell notwendigen Hauptversammlungsbeschlusses für das IPO), wegen dem noch eine Klage der Balaton-Gruppe anhängig ist. Bislang steht die Durchführung der beschlossenen Kapitalerhöhung noch aus. Als Ergänzung oder Alternative erwägt das Management die Nutzung von Fremdkapitalinstrumenten, auch ein weiterer Teilverkauf der Position an Biofrontera Inc. (mit einem aktuellen Börsenwert von 30 Mio. US-Dollar) ist denkbar, wird vom Aufsichtsrat aber nicht favorisiert.

Operativ Break-even geplant

Mit der Begleichung der Verpflichtungen aus dem DUSA-Vergleich wäre Biofrontera weitgehend ent-

schuldet – und steht operativ vor dem Break-even. Für das laufende Jahr hat das Management ein in etwa ausgeglichenes EBITDA und einen EBIT-Fehlbetrag im niedrigen einstelligen Millionenbereich in Aussicht gestellt. Die Basis für diese Ergebnisse soll ein Umsatz von 24 bis 27 Mio. Euro bieten, was auf vergleichbarer Basis (also mit einer Entkonsolidierung von Biofrontera Inc. auch im Vorjahreswert) einem Wachstum von mehr als 40 Prozent entsprechen würde. Steigende Lizenzeinnahmen aus den USA sind dabei ein wichtiger Wachstumstreiber. Die US-Gesellschaft hat die Erlöse im ersten Quartal (nach vorläufigen Berechnungen) im Vorfeld einer Preiserhöhung um 102 bis 113 Prozent auf 9,5 bis 10,0 Mio. US-Dollar gesteigert, für das Gesamtjahr 2022 strebt das US-Management ein Wachstum der Produkterlöse um mindestens 30 Prozent an. Aber auch in den Märkten, in denen die AG den Vertrieb selbst noch steuert, könnten die Erlöse zulegen. Während Biofrontera für Deutschland eine weitere Steigerung des Marktanteils im PDT-Segment in Aussicht gestellt hat, dürfte sich in Spanien die Abschaffung eines zwischenzeitlich von den Behörden verhängten Preisrabatts um mehr als 50 Prozent, gegen den sich die Gesellschaft erfolgreich zur Wehr gesetzt hat und der per Anfang April 2022 aufgehoben wurde (so dass der Preis pro Tube wieder bei dem ursprünglichen Wert von 150 Euro liegt), positiv bemerkbar machen. Im Lizenzgeschäft aus anderen europäischen Märkten werden weiter steigende Erlöse in Skandinavien vom Partner Galencia sowie in der zweiten Jahreshälfte erste Erlöse aus Polen aus der Vereinbarung mit Medac erwartet.

Ausblick für 2023 konkretisiert

Im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung hat das Biofrontera-Management kürzlich auch schon den Ausblick für 2023 weiter konkretisiert. Wie bereits zuvor werden für das nächste Jahr weitere Umsatzsteigerungen erwartet, aber zugleich sollen EBITDA und EBIT nicht nur positiv ausfallen, sondern, etwas konkreter, jeweils einen niedrigen einstelligen Millionenbetrag erreichen.

Anpassung der Schätzungen

Der Ergebnisausblick für das laufende Jahr liegt etwas unter unseren Erwartungen, die wir in unserer letzten Analyse im Januar formuliert hatten. Auf Basis eines geschätzten Umsatzes von 26,1 Mio. Euro für 2022 hatten wir ein EBITDA von 1,1 Mio. Euro und ein EBIT von 0,3 Mio. Euro abgeleitet. Umsatzseitig scheinen diese Schätzungen vor dem Hintergrund des starken Jahresauftakts in den USA weiter erreichbar und bleiben unverändert, während wir die Ergebnisschätzungen nun etwas reduziert haben: Für das EBITDA erwarten wir nun ein minimal positives Ergebnis und für das EBIT einen Verlust in Höhe von 1,0 Mio. Euro. Für die Folgeperioden haben wir in folgedessen – bei einer unveränderten Umsatzreihe – die Kostenschätzungen ebenfalls etwas angehoben und damit die Margenerwartungen gesenkt.

Hohes Verdrängungspotenzial

Unverändert sehen wir damit aber ein hohes Wachstumspotenzial. Zum einen gehen wir davon aus, dass Biofrontera nach der vollzogenen Fokussierung auf den europäischen Markt die Bemühungen um weitere Marktanteilsgewinne auf dem Kontinent verstärken wird. Das Potenzial einer Verdrängung suboptimaler

Erlösmodell (Mio. Euro)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ameluz Deutschland	6,7	7,9	11,4	15,0	17,6	20,4	22,8	24,1
Ameluz Spanien	2,3	4,4	5,3	6,0	6,9	7,8	8,5	8,7
Ameluz GB	1,6	2,9	4,0	4,7	5,6	6,6	7,2	7,9
Lizenzeinnahmen Europa	2,4	3,0	3,5	3,9	4,3	4,7	5,1	5,6
Lizenzeinnahmen USA	13,0	16,7	21,2	27,6	40,9	57,0	71,7	79,5
Lizenzeinnahmen Maruho	0,0	0,0	0,2	0,6	1,3	1,8	1,9	1,9
Umsatz gesamt	26,1	34,9	45,6	57,9	76,6	98,2	117,2	127,7

Schätzungen SMC-Research

Therapien ist nach wie vor immens und muss mit einem intensivierten Vertrieb gehoben werden. Zum anderen bietet der US-Markt weiterhin ein sehr hohes Potenzial – ablesbar aus dem Marktanteil der PDT von lediglich 1,8 Prozent an den Therapien von aktinischer Keratose (gemäß Biofrontera-Erhebung). Der Trend zu Marktanteilsgewinnen der PDT wurde durch die Corona-Pandemie unterbrochen, da lange Behandlungen in der Arztpraxis erschwert wurden, aber die grundsätzliche Vorteilhaftigkeit der Therapie und die adäquate Vergütung für die Ärzte in den USA spricht für weitere Zuwächse.

Weitere klinische Studien

Um den Marktanteil zu verbessern, wurde bereits eine patentgeschützte XL-Version der PDT-Lampe entwickelt und im letzten Oktober von der US-Gesundheitsbehörde auch zugelassen. Diese neue Lampenvariante verbessert und vereinfacht die Behandlung. Ein weiterer Ausbau der Marktposition wird mit neuen klinischen Studien anvisiert. Eine Phase-I-Sicherheitsstudie soll den gleichzeitigen Einsatz von bis zu drei Tuben Ameluz zur AK-Behandlung auf größeren Arealen im Gesicht und auf der Kopfhaut ermöglichen, bisher ist nur eine Tube in der Zulassung vorgesehen.

Die Patientenrekrutierung soll bei dieser Studie zum Jahresende abgeschlossen sein. Für eine weitere Studie – zur Therapie von AK an Rumpf, Hals und/oder Extremitäten – wird die Rekrutierung dann starten. Darüber hinaus werden aktuell mit Studien zwei weitere Indikationen – Basalzellkarzinome und Akne – adressiert, wofür die Patientenrekrutierung ebenfalls jeweils Ende des Jahres abgeschlossen sein soll.

Potenziell hochprofitabel

Wir gehen davon aus, dass die Initiativen in den USA auch für ein anhaltend hohes Umsatzwachstum der Biofrontera AG sorgen werden. Der mit Biofrontera Inc. abgeschlossene Lizenzvertrag sieht im Gegenzug für die Lieferung von Ameluz eine gestaffelte Umsatzbeteiligung vor, die bis zu einem Umsatz von 30 Mio. US-Dollar bei 50 Prozent liegt. Darüber sinkt sie zunächst auf 40 Prozent (30 bis 50 Mio. US-Dollar) und dann auf 30 Prozent (ab 50 Mio. US-Dollar) ab. Infolgedessen rechnen wir für den Zeitraum 2022 bis 2029 mit einem durchschnittlichen Wachstum (CAGR) der Einnahmen aus den USA um 29,5 Prozent. Für den Konzern insgesamt schätzen wir die durchschnittliche Wachstumsrate bis zum Ende des Detailprognosezeitraums auf 25,5 Prozent. Diese

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	26,0	34,8	45,5	57,7	76,4	98,0	116,9	127,4
Umsatzwachstum		33,9%	30,8%	26,8%	32,3%	28,3%	19,3%	9,0%
EBIT-Marge	-3,8%	6,3%	14,8%	23,6%	26,8%	29,4%	29,4%	29,0%
EBIT	-1,0	2,2	6,7	13,6	20,5	28,8	34,4	37,0
Steuersatz	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	31,00%	30,00%	33,00%	33,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,1	0,3	0,7	6,3	8,7	11,3	12,2
NOPAT	-1,0	2,1	6,4	13,0	14,1	20,2	23,0	24,8
+ Abschreibungen & Amortisation	1,0	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-7,7	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-7,6	0,8	7,4	13,6	14,8	20,9	23,8	25,7
- Zunahme Net Working Capital	-2,1	-2,0	-2,6	-3,4	-4,5	-5,8	-6,9	-7,6
- Investitionen AV	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3
Free Cashflow	-10,4	-1,9	4,1	9,7	9,5	14,1	15,7	16,8

SMC Schätzmodell

Werte haben wir unverändert gelassen. Die Gewinnreihe liegt aufgrund der zuvor skizzierten Anhebung der Kostenschätzung hingegen etwas niedriger als bisher. Die Ziel-EBIT-Marge im Jahr 2029 sehen wir nun bei 29 Prozent, zuvor hatte sie bei 31,7 Prozent gelegen. Der hohe Anteil margenstarker Lizenzeinnahmen (insb. aus den USA) sorgt für diese hohe Rendite. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen zur Cashflow-Entwicklung im Detailprognosezeitraum bis 2029. 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 7,2 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,5 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,3), FK-Kosten von 6,0 Prozent, ein Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert

geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion nach wie vor mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren auf dieser Basis weiterhin mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 3,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 221 Mio. Euro oder 3,47 Euro je Aktie (voll verwässert unter Berücksichtigung der beschlossenen Kapitalerhöhung). Daraus leiten wir 3,50 Euro als neues Kursziel ab. Die deutliche Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (4,15 Euro) resultiert im Wesentlichen aus der einkalkulierten Verwässerung durch eine weitere Kapitalerhöhung und der etwas höheren Kostenschätzungen. Insgesamt sehen wir damit aber weiterhin ein hohes Erholungspotenzial für die Aktie. Das Prognoserisiko schätzen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) unverändert mit fünf Punkten als deutlich überdurchschnittlich ein, da ein großer Teil der Bewertung von dem Markterfolg in den USA abhängt, den die AG nun nicht mehr selbst steuern kann.

Fazit

Die Corona-Pandemie hat im Jahr 2020 für eine Unterbrechung des Wachstumsprozesses der Biofrontera AG gesorgt und auch den Finanzierungsbedarf erhöht. Als Reaktion darauf hat der US-Ableger Biofrontera Inc. im letzten Jahr ein IPO an der Nasdaq durchgeführt. Inzwischen ist die Beteiligung der AG an der US-Gesellschaft unter die 50-Prozent-Marke gesunken, weswegen diese im Abschluss für 2021 entkonsolidiert wurde. Das war mit einem hohen Entkonsolidierungsertrag verbunden, der zu einem Nettogewinn nach Anteilen Dritter von 38,3 Mio. Euro geführt hat. Aufgrund eines Lizenzabkommens wird die AG aber weiter stark an der Entwicklung in den USA partizipieren. Bis zu einem US-Umsatz von 30 Mio. US-Dollar erhält sie nämlich 50 Prozent der Einnahmen. Darüber sinkt der Anteil auf 40 Prozent und ab der Umsatzgrenze von 50 Mio. US-Dollar auf 30 Prozent. Zugleich ist die AG aber vollumfänglich von dem großen Kostenblock der US-Gesellschaft entlastet.

Für das laufende Jahr erwartet das Management der Biofrontera AG daher nicht nur ein Erlöswachstum – auf vergleichbarer Basis – von rund 40 Prozent auf einen Umsatz von 24 bis 27 Mio. Euro, sondern auch ein ausgeglichenes EBITDA (während es beim EBIT

noch einen Fehlbetrag in niedriger einstelliger Millionenhöhe geben soll). Für das nächste Jahr wurden ein fortgesetztes Umsatzwachstum sowie positive EBITDA- und EBIT-Ergebnisse in niedriger einstelliger Millionenhöhe in Aussicht gestellt.

Dank zahlreicher Wachstumsinitiativen sehen wir die Prognosen als gut unterfüttert an. Auch finanziell ist Biofrontera inzwischen deutlich besser aufgestellt. Wenn das Unternehmen noch eine weitere Finanzierungsmaßnahme durchführt, um Zahlungen aus einem Vergleich mit dem US-Konkurrenten DUSA (rd. 10 Mio. Euro) zu begleichen, wäre es weitgehend entschuldet.

Wir haben eine von der Hauptversammlung beschlossene Kapitalerhöhung einkalkuliert und sehen unverändert hohe Wachstumschancen. Aufgrund der potenziellen Verwässerung durch die KE und etwas höherer Kostenschätzungen in Reaktion auf die Unternehmensprognose hat sich unser Kursziel von zuvor 4,15 Euro auf 3,50 Euro zwar reduziert, bietet aber nach wie vor ein sehr hohes Erholungspotenzial für die Aktie. Wir bekräftigen daher unser Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Das Kernprodukt Ameluz hat in klinischen Studien hervorragende Resultate bei der PDT-Behandlung von aktinischer Keratose und BCC (Basalzellkarzinom) erzielt und wurde in der EU, den USA und einigen weiteren Ländern zugelassen.
- Das Unternehmen hat für die Schlüsselmärkte einen eigenen schlagkräftigen Vertrieb aufgebaut.
- Nach einer sehr hohen Umsatzdynamik in der Vor-Corona-Zeit (CAGR von 72 Prozent von 2016 bis 2019) ist 2021 mit einer Steigerung der Produkterlöse um rd. 20 Prozent die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelungen.
- Die US-Gesellschaft Biofrontera Inc. ist seit 2021 selbst börsennotiert und kann sich damit eigenständig finanzieren. Die AG hält zwar nicht mehr die Mehrheit, partizipiert aber über einen Lizenzvertrag weiterhin stark an den US-Erlösen.
- Mit dem japanischen Dermatologiekonzern Maruho hat die Gesellschaft einen strategischen Ankeraktionär aus der Branche.

Chancen

- Eine sukzessive Verdrängung immer noch weit verbreiteter, suboptimaler Therapien für aktinische Keratose bietet noch auf Jahre ein sehr hohes Wachstumspotenzial für Ameluz.
- Die mit dem IPO gestärkte Position in den USA schafft Potenzial für eine deutliche Wachstumsbeschleunigung, wovon die AG über steigende Lizenzeinnahmen profitieren würde.
- Da die AG nun von den Kosten des US-Vertriebs- und Verwaltungsapparats entlastet wurde, würden steigende Lizenzeinnahmen mit einer starken Margenverbesserung einhergehen.
- Das Marktpotenzial von Ameluz kann mit weiteren Zulassungsstudien voraussichtlich noch deutlich erweitert werden.

Schwächen

- Die Einschränkungen der Corona-Pandemie haben 2020 zu einem Einbruch beim Produktabsatz geführt. Trotz einer Erholung blieb die Erlösdynamik auch 2021 noch unter dem Vorkrisenniveau.
- Wegen der Kapitalmaßnahmen von Biofrontera Inc. vor und nach dem IPO ist die AG inzwischen nur noch Minderheitseigner der US-Gesellschaft, was die Möglichkeiten einer direkten Einflussnahme auf die Entwicklung des US-Geschäfts begrenzt.
- Der Erlösbeitrag des Lizenzgeschäft in Europa ist nach einer insgesamt enttäuschenden Entwicklung immer noch relativ gering.
- Die Preissetzungsmacht ist aufgrund der Regulierung begrenzt, per Gesetz können auch Rabatte vorgeschrieben werden.

Risiken

- Die Einschränkungen, welche die Corona-Pandemie mit sich gebracht hat, könnten zumindest in Teilbereichen noch länger bestehen bleiben und die Entwicklung bremsen.
- Das Tempo der anvisierten weiteren Marktanteilsgewinne könnte die Erwartungen verfehlen. Dabei besteht eine gewisse Abhängigkeit von den Marketingaufwendungen von Biofrontera Inc.
- Gelingt dem Konkurrenten Galderma der Markteintritt in den USA mit der Daylight-Therapie, dürfte sich der Wettbewerb verschärfen.
- Perspektivisch könnte ein Generikum für den Zielmarkt entwickelt werden, auch wenn die Hürden in der Dermatologie vergleichsweise hoch sind.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	62,3	61,9	61,6	61,3	61,2	61,3	61,6	62,0	62,4
1. Immat. VG	1,1	0,8	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3	2,6	3,0	3,4
II. UV Summe	14,4	11,8	14,3	21,0	33,2	45,6	59,8	72,6	83,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	58,0	64,1	66,1	71,8	82,8	94,0	106,7	117,8	126,6
II. Rückstellungen	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	1,2	1,2	3,1	3,2	3,6	4,0	4,6	5,3	6,0
2. Kurzfristiges FK	16,5	7,3	5,5	6,0	6,6	7,5	8,6	9,9	11,3
BILANZSUMME	76,7	73,8	75,9	82,3	94,4	106,9	121,4	134,6	145,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	28,8	26,0	34,8	45,5	57,7	76,4	98,0	116,9	127,4
Umsatzkosten	3,9	4,7	6,5	8,6	11,7	17,8	24,8	31,0	34,3
Bruttoergebnis	24,9	21,3	28,4	37,0	46,0	58,6	73,2	86,0	93,1
EBITDA	28,0	0,0	3,2	7,7	14,3	21,1	29,5	35,2	37,9
EBIT	24,7	-1,0	2,2	6,7	13,6	20,5	28,8	34,4	37,0
EBT	35,7	-1,0	2,2	6,7	13,7	20,7	29,2	34,9	37,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	33,9	-1,0	2,0	5,7	11,0	15,5	20,5	23,4	25,2
JÜ	38,3	-1,0	2,0	5,7	11,0	15,5	20,5	23,4	25,2
EPS	0,69	-0,02	0,03	0,09	0,17	0,24	0,32	0,37	0,39

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	30,4	-9,7	-1,3	4,1	8,3	11,7	15,4	17,2	18,5
CF aus Investition	-42,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3
CF Finanzierung	2,2	5,1	2,0	0,2	0,4	-3,8	-7,1	-11,5	-15,5
Liquidität Jahresanfa.	16,5	6,9	1,6	1,6	5,2	13,3	20,4	27,7	32,3
Liquidität Jahresende	6,9	1,6	1,6	5,2	13,3	20,4	27,7	32,3	34,1

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-5,1%	-9,7%	33,9%	30,8%	26,8%	32,3%	28,3%	19,3%	9,0%
Rohertragsmarge	86,4%	81,7%	81,4%	81,1%	79,7%	76,7%	74,7%	73,5%	73,1%
EBIT-Marge	85,7%	-3,8%	6,3%	14,8%	23,6%	26,8%	29,4%	29,4%	29,0%
EBT-Marge	124,0%	-3,7%	6,3%	14,8%	23,8%	27,1%	29,8%	29,9%	29,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	133,1%	-3,7%	5,7%	12,6%	19,0%	20,3%	20,9%	20,0%	19,8%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,2%	5,03	4,59	4,24	3,95	3,70
6,7%	4,44	4,10	3,82	3,58	3,38
7,2%	3,97	3,70	3,47	3,28	3,11
7,7%	3,58	3,36	3,18	3,02	2,88
8,2%	3,26	3,08	2,92	2,79	2,67

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 05.05.2022 um 7:25 Uhr fertiggestellt und am 05.05.2022 um 8:30 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
07.02.2022	Speculative Buy	4,15 Euro	2), 3), 4), 6)
01.12.2021	Speculative Buy	4,60 Euro	2), 3), 4), 6)
24.11.2021	Speculative Buy	5,50 Euro	2), 3), 4), 6)
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)

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.