

29. August 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

Zahlen des zweiten Quartals stützen die Prognose

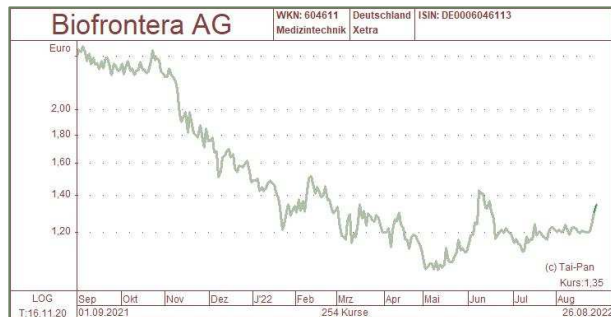
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,35 € | **Kursziel:** 2,80 € (zuvor: 3,00 €)

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:	98
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	B8F:GR
ISIN:	DE0006046113
Kurs:	1,35 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	56,7 Mio. Stück
Market Cap:	76,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	80,3 Mio. Euro
Free-Float:	46,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,80 / 0,96 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	43,7 Tsd. Euro

Nachdem zuletzt ein Übernahmeangebot von Großaktionär Deutsche Balaton die Nachrichtenlage bestimmt hatte, richtet sich der Blick bei Biofrontera mit dem Halbjahresbericht wieder auf das operative Geschäft. Aus den Sechsmonatsenerlösen von 15,1 Mio. Euro lässt sich für das zweite Quartal ein Umsatz von 8,5 Mio. Euro ableiten, der damit um rund 12 Prozent über dem Vorjahresniveau lag. Das ist insofern bemerkenswert, als vor Jahresfrist die US-Erlöse von Biofrontera Inc. noch vollständig konsolidiert wurden. Inzwischen ist die US-Gesellschaft formal unabhängig und die AG, die noch mit 34 Prozent an der Inc. beteiligt ist, erhält anteilige Lizenz Erlöse. Wegen abrechnungstechnischer Besonderheiten waren diese im zweiten Quartal aber deutlich höher (6,1 Mio. Euro) als die eigentlich vorgesehenen 50 Prozent, was sich im Zeitablauf aber wieder ausgleichen wird. Der Q2-Umsatz in Deutschland war hingegen mit 0,9 Mio. Euro (-28,8 Prozent) relativ schwach, im übrigen Europa wurde dafür mit 1,4 Mio. Euro der starke Vorjahreswert erreicht. Dank dem insgesamt relativ hohen Erlösniveau und der Entlastung von den operativen Kosten der Inc. sind EBITDA und EBIT von April bis Juni mit 2,1 Mio. Euro (Vj: -2,6 Mio. Euro) und 1,9 Mio. Euro (Vj: -3,4 Mio. Euro) deutlich positiv ausgefallen.

GJ-Ende: 31.12.*	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	31,3	30,3	28,8	26,2	30,5	40,4
EBIT (Mio. Euro)	-23,4	-10,0	24,7	0,9	0,2	3,6
Jahresüberschuss	-7,4	-13,0	38,3	-38,1	0,2	3,1
EpS	-0,16	-0,24	0,69	-0,60	0,00	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	48,1%	-2,9%	-5,1%	-8,9%	16,5%	32,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	1.565,9%
KUV	2,45	2,52	2,66	2,92	2,51	1,90
KGV	-	-	2,0	-	417,6	25,1
KCF	-	-	2,5	-	-	51,7
EV / EBIT	-	-	3,3	86,5	416,1	22,5

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

Hohe Lizenzeinnahmen aus den USA

Im Rahmen einer Lizenzvereinbarung erhält die Biofrontera AG von Biofrontera Inc. für die Lieferung von Ameluz bis zu einem Umsatz von 30 Mio. US-Dollar einen Anteil von 50 Prozent, darüber sinkt dieser auf 40 Prozent und ab 50 Mio. US-Dollar dann auf 30 Prozent. Die US-Gesellschaft hat im ersten Halbjahr insgesamt Erlöse in Höhe von 14,2 Mio. US-Dollar erwirtschaftet, davon dürfte der Großteil mit Ameluz erzielt worden sein. Rein rechnerisch stehen der AG damit Lizenzeinnahmen in Höhe von umgerechnet ca. 6 bis 7 Mio. Euro für das erste Halbjahr zu. De facto betrug der ausgewiesene US-Umsatz aber 10,9 Mio. Euro und lag damit deutlich höher. Das ist darauf zurückzuführen, dass die AG die anteiligen Erlöse schon bei der Lieferung von Chargen in die USA vorläufig bucht, was aber in Abhängigkeit von der Vorratshaltung der Biofrontera Inc. und dem laufenden Verkauf nicht synchron mit den gemeldeten Quartalerlösen der US-Gesellschaft ist. Das gleicht sich allerdings im Zeitablauf aus, letztlich erhält die AG genau ihre Quote.

Geschäftszahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Umsatz	13,1	15,1	+15,1%
- Deutschland	2,7	2,1	-23,3%
- USA	8,7	10,9	+25,7%
- Europa (ex-D)	1,7	2,1	+21,2%
Bruttoergebnis	11,1	12,3	+11,1%
EBITDA	-5,8	3,4	-
EBIT	-7,4	3,0	-
Nettoergebnis	-8,9	-36,7	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Europageschäft insgesamt rückläufig

Hohen Erlösen aus den USA standen im ersten Halbjahr relativ niedrige Erlöse in Deutschland gegenüber, die sich um 23 Prozent auf 2,1 Mio. Euro reduziert haben. In den ersten Monaten des Jahres wurde der Absatz noch in stärkerem Ausmaß durch Reimporte belastet, aber auch insgesamt hat sich der Markt für aktinische Keratose (und die Behandlung mit der photodynamischen Therapie) nicht positiv entwickelt. Das Unternehmen sieht hier immer noch ge-

wisse Bremseffekte durch Corona, da ältere Patienten wegen der Angst vor einer Ansteckung Behandlungen verschoben haben. Die Reimporte sind vor allem aus Spanien nach Deutschland geliefert worden, da die Behörden dort einen hohen Rabatt auf den Ameluz-Preis verfügt hatten. Dagegen hat sich Biofrontera erfolgreich zur Wehr gesetzt, so dass seit dem 1. April wieder der ursprüngliche Preis von 150 Euro pro Tube gilt. Damit dürfte das Reimportproblem jetzt deutlich an Schärfe verlieren. Der Spaniensumsatz lag im ersten Halbjahr über dem Vorjahreswert, ebenso wie die Erlöse in Großbritannien – in beiden Märkten ist das Unternehmen mit einem eigenen Vertrieb aktiv. Darüber hinaus sind auch Chargen an die Lizenzpartner für Skandinavien (Galénica) und Polen (medac) geliefert worden. Insgesamt haben die Erlöse aus dem übrigen Europa (ohne Deutschland) damit im Vergleich zum Vorjahr um 21 Prozent auf 2,1 Mio. Euro zugelegt. Der gesamte Europaumsatz hat hingegen wegen der Schwäche in Deutschland um 6 Prozent auf 4,2 Mio. Euro abgenommen.

Operative Ergebnisse deutlich positiv

Der durch den Strukturwechsel im US-Geschäft stark gestiegene Anteil der Lizenzerlöse am Gesamtumsatz (von 6,7 auf 75,3 Prozent) hat sich dämpfend auf die Bruttomarge ausgewirkt, da die AG nach wie vor die vollen Herstellungskosten von Ameluz in der GuV abbildet, aber im Lizenzbereich nur einen Teil der mit dem Produkt erzielten Markterlöse erhält. Infolgedessen ist die Bruttomarge binnen Jahresfrist von 84,6 auf 81,6 Prozent zurückgegangen. Wegen der absolut deutlich höheren Erlöse ist das Bruttoergebnis trotzdem von 11,1 auf 12,3 Mio. Euro gestiegen. Dem steht ein starker Rückgang des Verwaltungsaufwands von 5,6 auf 2,6 Mio. Euro sowie des Vertriebsaufwands von 10,2 auf 3,4 Mio. Euro gegenüber – in beiden Positionen hat sich vor allem die Entlastung um den Kostenblock von Biofrontera Inc. nach der Entkonsolidierung niedergeschlagen. Lediglich der F&E-Aufwand hat binnen Jahresfrist zugenommen, von 2,9 auf 3,1 Mio. Euro, da die AG nun allein für Forschung und Entwicklung verantwortlich ist und die Aktivitäten moderat ausgeweitet hat. In Summe hat das höhere Bruttoergebnis in Kombination mit deut-

lich geringeren Kosten zu einer massiven Verbesserung des EBITDA von -5,8 auf +3,4 Mio. Euro geführt. Bei ebenfalls rückläufigen Abschreibungen (von 1,6 auf 0,4 Mio. Euro) war der Sprung beim EBIT sogar noch etwas höher, nämlich von -7,4 auf +3,0 Mio. Euro.

Bewertungseffekt prägt Nettoergebnis

Dass das Nettoergebnis trotzdem mit -36,7 Mio. Euro (Vorjahr: -8,9 Mio. Euro) stark negativ ausgefallen ist, liegt an einem Bewertungseffekt. Die Anteile an Biofrontera Inc. werden seit der Entkonsolidierung nämlich mit der aktuellen Börsenbewertung angesetzt, die in den letzten Monaten stark gefallen ist. Daraus resultiert eine Belastung von 38,9 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten – zuvor hatte es im Jahresabschluss der AG für 2021 allerdings auch einen Entkonsolidierungserfolg in Höhe von 58,8 Mio. Euro gegeben. Demgegenüber ist der negative Beitrag aus Zinsaufwendungen (-0,1 Mio. Euro) und Ertragssteuern (-0,7 Mio. Euro) vergleichsweise niedrig.

Negativer Cashflow

Trotz des deutlich positiven operativen Ergebnisses ist der Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit von Biofrontera in den ersten sechs Monaten mit -2,6 Mio. Euro (Vorjahr: -5,6 Mio. Euro) erneut signifikant negativ ausgefallen. Das ist aber nur darauf zurückzuführen, dass die Bezahlung der ersten Tranche aus dem DUSA-Vergleich an Biofrontera Inc. (die die Zahlung vorgestreckt hatte), die sich auf etwa 5,6 Mio. US-Dollar belaufen hat, hier erfasst wurde. Bei nur geringfügigen Investitionsauszahlungen (Investitions-CF: -0,1 Mio. Euro) war das Defizit beim Free-Cashflow (-2,7 Mio. Euro) nur minimal höher. Da auch der Finanzierungs-Cashflow mit -2,4 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen ist, vor allem wegen der Rückzahlung einer Wandelanleihe, hat die Liquidität im ersten Halbjahr von 6,9 auf 1,7 Mio. Euro abgenommen.

Schuldenlast weiter gesunken

Mit der Zahlung der ersten DUSA-Tranche und der Tilgung der Wandelanleihe ist die Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen im ersten Halb-

jahr weiter gesunken, von 18,7 auf 11,3 Mio. Euro. Der größte Posten sind die beiden noch ausstehenden Zahlungen (Ende 2022 und Ende 2023) in Höhe von insgesamt noch einmal etwa 5,6 Mio. US-Dollar an DUSA. Die Eigenkapitalquote ist dennoch seit dem letzten Bilanzstichtag von 75,6 auf 65,3 Prozent zurückgegangen, was auf die starke Abwertung der Anteile an Biofrontera Inc. zurückzuführen ist. Mit 14,2 Mio. Euro waren diese zum Halbjahresstichtag aber immer noch die mit Abstand wichtigste Position auf der Aktivseite, gefolgt von latenten Steuern (5,3 Mio. Euro) und Vorräten (4,9 Mio. Euro).

Weitere Finanzierungsmaßnahmen

Nach dem Halbjahresstichtag hat Biofrontera eine kurzfristige Fremdkapitalfinanzierung in Höhe von 1,7 Mio. Euro abgeschlossen. Trotzdem müssen noch weitere Mittel eingeworben werden, um die weiteren DUSA-Zahlungen leisten zu können. Eine Möglichkeit stellt die von der Hauptversammlung im letzten Jahr beschlossene Kapitalerhöhung um bis zu 8 Mio. Euro dar. Gegen diese Maßnahme hat der zweite Großaktionär neben der Deutschen-Balaton-Gruppe, der japanische Dermatologiekonzern Maruho, geklagt, die Gesellschaft hat aber die Freigabe beim Oberlandesgericht Köln beantragt. Eine weitere Finanzierungsoption wäre der Verkauf von Aktien der US-Gesellschaft.

Prognose bekräftigt

Mit den Halbjahreszahlen hat der Vorstand die Ziele für das Gesamtjahr bekräftigt. Angestrebt wird demzufolge weiterhin ein Umsatz zwischen 24 und 27 Mio. Euro und ein in etwa ausgeglichenes EBITDA, was mit einem negativen EBIT im niedrigen einstelligen Millionenbereich korrespondieren soll.

Anhebung für 2022

Im Vergleich mit den Resultaten der ersten sechs Monate wirkt diese Prognose auf den ersten Blick sehr vorsichtig. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass die Erlöse aus dem US-Geschäft im ersten Halbjahr weit über dem rechnerischen 50-Prozent-Anteil lagen – ein Effekt, der sich im zweiten Halbjahr dann umkehren sollte. Zudem wurde im zweiten Quartal jeweils eine

Ameluz-Charge von den Lizenzpartnern für Skandinavien und Polen bezogen. Ob es hier noch zu Folgebestellungen in diesem Jahr kommt, bleibt abzuwarten. Wir haben unsere Umsatzschätzungen für 2022 dennoch angepasst und rechnen jetzt mit höheren Erlösen aus den USA (16,7 Mio. Euro, bislang: 13,0 Mio. Euro), aber mit einem niedrigeren Umsatz in Deutschland (4,6 Mio. Euro, bislang: 6,7 Mio. Euro). Insgesamt taxieren wir die Einnahmen auf 26,2 Mio. Euro (bislang: 26,0 Mio. Euro), woraus, nach einer Aktualisierung der Kostenschätzungen, jetzt ein höheres EBITDA (1,6 Mio. Euro, bislang: 0,0 Mio. Euro) und ein positives EBIT (0,9 Mio. Euro, bislang: -1,0 Mio. Euro) resultiert.

Gute Perspektiven in den USA

Den unterstellten Ameluz-Absatz von Biofrontera Inc. haben wir aber nicht angepasst, so dass die Anhebung der US-Einnahmen der AG in 2022 zumindest teilweise (in Abhängigkeit von der Vorratshaltung der US-Gesellschaft) vorgezogene Erlöse aus dem nächsten Jahr darstellen. Infolgedessen haben wir die geschätzten US-Erlöse der AG für 2023 etwas reduziert und den Entwicklungspfad für die Zeit danach (weitgehend) unverändert gelassen. Wir sehen weiterhin gute Chancen für eine positive Entwicklung in Übersee, die von dem eigenen Kapitalmarktzugang von Biofrontera Inc. und dem umfangreichen Studienprogramm für den US-Markt stimuliert werden sollte. Die für die Studien verantwortliche AG hat zuletzt Fortschritte gemeldet, vor allem bei dem potenzialträchtigen Thema Akne führe der „innovative Charakter der Studie zu einer hohen Rekrutierungsdynamik“, so das Unternehmen. Hier sehen wir ein erhebliches Marktpotenzial für die Medikation.

Europaschätzungen vorsichtiger

Insgesamt abgesenkt haben wir hingegen die Erlöspfade für Deutschland und das übrige Europa, so dass der kumulierte europäische Zielumsatz im Jahr 2029 nun bei 43,2 Mio. Euro (bislang: 46,3 Mio. Euro) liegt. Das Unternehmen muss hier weitere Anstrengungen unternehmen, um suboptimale Therapien stärker zurückzudrängen. Das wird die Hauptaufgabe des neu installierten Vorstands. Nachdem CFO Ludwig Lutter am 13. August abberufen und gekündigt wurde, hat der Aufsichtsrat im Anschluss Frau Pilar de la Huerta Martinez mit Wirkung zum 12. September 2022 als neuen Finanzvorstand berufen. Zudem wurde der Vertrag von Paul Böckmann als Interimsvorstand bis zum 30. September verlängert, im Oktober wird er der Gesellschaft auch noch beratend zur Verfügung stehen. Auf der Hauptversammlung am 23. August wurde außerdem auf Vorschlag der Deutsche Balaton AG Prof. Dr. Karin Lergenmüller in den Aufsichtsrat gewählt, der damit wieder vollständig besetzt ist und auch nicht verkleinert wurde (letzteres war der Vorschlag der Unternehmensgremien). Die Maruho Deutschland GmbH durfte dabei nicht mitstimmen, da sie vom Aufsichtsratschef Wilhelm K. T. Zours in seiner Funktion als Versammlungsleiter von der Teilnahme an der HV und der Stimmrechtsausübung ausgeschlossen wurde.

Margenschätzungen etwas reduziert

Die Tabelle unten auf dieser Seite zeigt das aus diesen Anpassungen resultierende Modell der Erlösentwicklung bis 2029. Mit den im Vergleich zu unseren bisherigen Schätzungen niedrigeren Erlösen im Detailprognosezeitraum sind auch etwas geringere Skaleneffekte verbunden. Die Ziel-EBIT-Marge zum Ende der

Erlösmodell (Mio. Euro)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ameluz Deutschland	4,6	5,7	7,9	10,4	13,4	17,3	20,1	22,1
Ameluz Spanien	2,7	4,4	5,3	6,0	6,9	7,8	8,5	8,7
Ameluz GB	1,0	2,1	3,3	4,3	5,4	6,2	6,8	7,5
Lizenzeneinnahmen Europa	1,3	2,1	2,8	3,4	3,7	4,1	4,5	5,0
Lizenzeneinnahmen USA	16,7	16,3	20,9	27,6	40,9	57,0	71,7	79,5
Lizenzeneinnahmen Maruho			0,2	0,6	1,3	1,8	1,9	1,9
Umsatz gesamt	26,2	30,5	40,4	52,3	71,4	94,0	113,3	124,4

Schätzungen SMC-Research

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	26,2	30,5	40,4	52,3	71,4	94,0	113,3	124,4
Umsatzwachstum		16,5%	32,2%	29,5%	36,6%	31,5%	20,5%	9,8%
EBIT-Marge	3,5%	0,6%	8,8%	18,7%	23,9%	28,1%	28,6%	28,7%
EBIT	0,9	0,2	3,6	9,8	17,1	26,4	32,4	35,7
Steuersatz	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	31,00%	30,00%	33,00%	33,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,2	0,5	5,3	7,9	10,7	11,8
NOPAT	0,9	0,2	3,4	9,3	11,8	18,5	21,7	23,9
+ Abschreibungen & Amortisation	0,7	0,7	0,8	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-7,7	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-6,1	-1,6	4,2	9,7	12,2	19,0	22,3	24,6
- Zunahme Net Working Capital	-2,1	-1,7	-2,3	-3,1	-4,2	-5,6	-6,7	-7,4
- Investitionen AV	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2
Free Cashflow	-8,9	-4,0	1,2	6,1	7,3	12,5	14,4	15,9

SMC Schätzmodell

Betrachtungsperiode sehen wir nun bei 28,7 Prozent (bislang: 29,0 Prozent). Trotz der Reduktion sehen wir aber weiterhin ein hohes Gewinnsteigerungspotenzial, wenn es gelingt, in den USA (durch Biofrontera Inc.) und in Europa (durch Lizenzpartner und eigene Vertriebsbemühungen in Deutschland, Spanien und Großbritannien) den Marktanteil zu Lasten suboptimaler Therapieformen deutlich zu erhöhen. Die Tabelle auf der nächsten 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 7,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 1,5 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: 2,80 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 177 Mio. Euro oder 2,77 Euro je Aktie (voll verwässert unter Berücksichtigung der beschlossenen Kapitalerhöhung). Daraus leiten wir 2,80 Euro als neues Kursziel ab (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (3,00 Euro) ist insbesondere auf die etwas vorsichtigere Schätzung der Entwicklung in Europa nach den diesbezüglich enttäuschenden Halbjahreszahlen zurückzuführen. Insgesamt sehen wir aber weiterhin die Chance auf starkes Wachstum, woraus sich auch ein großes Erholungspotenzial für die Aktie ergibt. 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

Biofrontera hat für das zweite Quartal einen überraschend hohen Umsatz gemeldet, weil die US-Erlöse deutlich über dem Niveau ausgefallen sind, das aus den bereits bekannten Einnahmen von Biofrontera Inc. und dem Lizenzanteil der AG zu erwarten gewesen wäre. Dabei dürften aber abrechnungstechnische Besonderheiten (etwa eine Bevorratung der US-Gesellschaft) eine Rolle gespielt haben. Die Erlöse in Europa waren hingegen enttäuschend, vor allem in Deutschland wurden unsere Erwartungen verfehlt. Trotzdem konnte dank der hohen US-Einnahmen ein deutlich positives EBITDA und EBIT erzielt werden, und das nicht nur im zweiten Quartal, sondern auch auf Halbjahresbasis. Das Management hat daraufhin die Prognose bekräftigt, die einen Umsatz zwischen 24 und 27 Mio. Euro, ein in etwa ausgeglichenes EBITDA und ein negatives EBIT im niedrigen einstelligen Millionenbereich vorsieht.

Das scheint nach den Halbjahreszahlen eher vorsichtig, allerdings dürften die US-Erlöse wegen der genannten Effekte im Zeitraum von Juli bis Dezember deutlich unter dem Niveau der ersten sechs Monate

liegen. Wir haben unsere Schätzung der US-Einnahmen für die AG trotzdem angehoben, im Gegenzug aber die Taxe für das Europageschäft gesenkt. Auch für die Folgejahre haben wir die Einnahmen in Europa vorsichtiger kalkuliert (und für die USA weitgehend unverändert gelassen). Das Unternehmen muss auf dem hiesigen Kontinent die Anstrengungen intensivieren, Marktanteile zu Lasten suboptimaler Therapien zu gewinnen. Mit den geringeren Einnahmen ist auch die unterstellte Margenverbesserung etwas niedriger ausgefallen.

Trotz dieser Reduktion sehen wir für Biofrontera und das Kernprodukt Ameluz weiter ein hohes Wachstumspotenzial. Auf der Grundlage der Annahme, dass dieses künftig realisiert werden kann, ergibt sich aus unserem Bewertungsmodell ein Kursziel von 2,80 Euro. Gegenüber unserem letzten Update hat sich dieses wegen der vorsichtigeren Schätzungen zwar etwas reduziert (zuvor: 3,00 Euro), bietet aber weiterhin die Chance auf einen kräftigen Kursanstieg, wenn das Potenzial von Ameluz stärker gehoben wird. Unser Urteil lautet unverändert „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 (noch ohne BCC) 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.
- Japanischer Dermatologiekonzern Maruho als strategischer 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 Lizenzinnahmen profitieren würde.
- Da die AG nun von den Kosten des US-Vertriebs- und Verwaltungsapparats entlastet wurde, würden steigende Lizenzinnahmen 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.
- In Deutschland war die Umsatzentwicklung im laufenden Jahr bislang enttäuschend.
- Wegen der Kapitalmaßnahmen von Biofrontera Inc. vor und nach dem IPO ist die AG inzwischen nur noch Minderheitsseigner der US-Gesellschaft, was die Möglichkeiten einer direkten Einflussnahme auf die Entwicklung des US-Geschäfts begrenzt.
- Der Erlösbeitrag des Lizenzgeschäfts 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 Marktanteils-gewinne 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	24,3	24,2	24,0	24,1	24,3	24,8	25,4	25,9
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	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	3,8	4,3	4,9
II. UV Summe	14,4	12,4	14,5	18,2	26,9	37,6	51,0	63,2	73,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	58,0	27,0	27,2	30,3	38,1	47,9	60,1	70,9	79,7
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	4,8	4,9	5,1	5,4	6,0	6,6	7,3
2. Kurzfristiges FK	16,5	7,3	5,5	5,9	6,4	7,2	8,3	9,5	10,9
BILANZSUMME	76,7	36,7	38,7	42,3	51,0	62,0	75,8	88,6	99,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	28,8	26,2	30,5	40,4	52,3	71,4	94,0	113,3	124,4
Umsatzkosten	3,9	4,8	5,9	7,9	11,0	17,2	24,3	30,5	33,9
Bruttoergebnis	24,9	21,4	24,6	32,4	41,3	54,2	69,7	82,8	90,5
EBITDA	28,0	1,6	0,9	4,3	10,2	17,5	26,9	33,0	36,3
EBIT	24,7	0,9	0,2	3,6	9,8	17,1	26,4	32,4	35,7
EBT	35,7	-38,1	0,2	3,6	9,8	17,2	26,7	32,8	36,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	33,9	-38,1	0,2	3,1	7,8	12,9	18,7	22,0	24,2
JÜ	38,3	-38,1	0,2	3,1	7,8	12,9	18,7	22,0	24,2
EPS	0,69	-0,60	0,00	0,05	0,12	0,20	0,29	0,34	0,38

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	30,4	-9,2	-3,4	1,5	5,2	9,2	13,6	15,8	17,5
CF aus Investition	-42,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2
CF Finanzierung	2,2	5,1	4,0	0,0	0,2	-2,7	-5,8	-10,5	-14,6
Liquidität Jahresanfa.	16,5	6,9	2,1	2,1	3,1	8,0	13,8	20,6	24,9
Liquidität Jahresende	6,9	2,1	2,1	3,1	8,0	13,8	20,6	24,9	26,6

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-5,1%	-8,9%	16,5%	32,2%	29,5%	36,6%	31,5%	20,5%	9,8%
Rohertragsmarge	86,4%	81,5%	80,6%	80,3%	78,9%	75,9%	74,2%	73,1%	72,7%
EBIT-Marge	85,7%	3,5%	0,6%	8,8%	18,7%	23,9%	28,1%	28,6%	28,7%
EBT-Marge	124,0%	-145,2%	0,7%	8,9%	18,8%	24,1%	28,4%	29,0%	29,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	133,1%	-145,2%	0,6%	7,6%	15,0%	18,1%	19,9%	19,4%	19,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	4,08	3,72	3,42	3,18	2,97
7,0%	3,59	3,31	3,07	2,87	2,70
7,5%	3,19	2,96	2,77	2,60	2,46
8,0%	2,86	2,68	2,52	2,38	2,25
8,5%	2,59	2,43	2,30	2,18	2,07

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 29.08.2022 um 10:35 Uhr fertiggestellt und am 29.08.2022 um 10:45 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
11.08.2022	Speculative Buy	3,00 Euro	2), 3), 6)
24.05.2022	Speculative Buy	3,35 Euro	2), 3), 6)
05.05.2022	Speculative Buy	3,50 Euro	2), 3), 6)
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)

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.