

31. Mai 2019  
Research-Comment

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Biofrontera AG

## Quartalszahlen ohne Überraschungen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 7,40 Euro | Kursziel: 9,20 Euro

**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

# Maruho erhöht Angebot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Leverkusen
<b>Branche:</b>	Pharmazie
<b>Mitarbeiter:</b>	157 (ohne Cutanea)
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>Ticker:</b>	B8F:GR
<b>ISIN:</b>	DE0006046113
<b>Kurs:</b>	7,40 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	44,6 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	330,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	329,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 53 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	7,28 / 4,78 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	258 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019e	2020e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	21,1	39,0	62,6
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	-18,5	-7,4	6,8
<b>Jahresüberschuss</b>	-8,9	-10,4	2,6
<b>EpS</b>	-0,20	-0,21	0,05
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00
<b>Umsatzwachstum</b>	75,5%	84,8%	60,6%
<b>Gewinnwachstum</b>	-	-	-
<b>KUV</b>	15,64	8,46	5,27
<b>KGV</b>	-	-	139,0
<b>KCF</b>	-	-	-
<b>EV / EBIT</b>	-	-	48,8
<b>Dividendenrendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%

## Aktuelle Entwicklung

Wie bereits vorab gemeldet, hat Biofrontera die Erlöse im ersten Quartal um rund 46 Prozent auf 6,8 Mio. Euro gesteigert, wobei Deutschland (+72 Prozent auf 1,1 Mio. Euro) und die USA (+52 Prozent auf 5,2 Mio. Euro) die Wachstumstreiber waren. Der Umsatz im übrigen Europageschäft lag mit 0,56 Mio. Euro hingegen in etwa auf dem Vorjahresniveau (0,59 Mio. Euro), da die Effekte aus einer reduzierten Vergütung in Spanien und temporär erhöhten Reimporten (aus dem Ausland nach Deutschland) im ersten Quartal 2018 den generellen Wachstumstrend überlagert haben. Die Erlössteigerung hat Biofrontera in ein proportionales Wachstum des Bruttoergebnisses von 46 Prozent auf 5,8 Mio. Euro ummünzen können. Damit wurde bei der Bruttomarge der Vorjahreswert von 86 Prozent wieder erreicht, womit die aus den Umstellungskosten auf größere Chargen im zweiten Halbjahr 2018 resultierende Delle überwunden wurde. Die mit der fortgesetzten Expansion verbundenen Kostensteigerungen, insbesondere in der Verwaltung und im Vertrieb, führten dennoch dazu, dass der betriebliche Fehlbetrag mit -2,8 Mio. Euro leicht über dem Vorjahreswert (-2,7 Mio. Euro) lag.

## Fazit

Biofrontera sieht sich damit auf Kurs, um die Jahresprognose zu erreichen, die einen Umsatz von 35 bis 40 Mio. Euro (ohne Einnahmen aus den übernommenen Cutanea-Produkten) und ein Ergebnis aus betrieblicher Tätigkeit von -7 bis -9 Mio. Euro vorsieht. Wir haben unsere Schätzungen nur moderat angepasst (S. 3) und sehen den fairen Wert unverändert bei 9,20 Euro je Aktie, so dass wir unser „Buy“-Votum bestätigen. Untermuert wird dies durch den von Maruho kürzlich von 6,60 auf 7,20 Euro je Aktie nachgebesserten Preis für den Kauf von rund 4,3 Mio. Aktien. Da die Offerte die Kursentwicklung von Biofrontera weiter beflügelt hat, könnte das Auslaufen des Angebots am 24. Juni eine Kurskonsolidierung einleiten. Anleger mit kurzfristigem Investmenthorizont sollten dies berücksichtigen.

## Anhang I: Erlös- und DCF-Modell

Erlösmodell (Mio. Euro)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ameluz Deutschland	5,1	10,1	15,0	19,2	21,0	22,9	23,8	25,2
Ameluz Spanien	1,7	2,6	3,3	4,2	5,3	6,1	6,7	6,9
Ameluz GB	0,7	1,3	2,2	3,4	4,2	5,1	5,8	6,0
Ameluz USA	25,6	39,9	53,9	61,2	69,3	82,7	97,5	108,6
Lizenzeneinnahmen	1,6	2,4	3,0	3,9	4,9	5,7	6,3	6,7
USA Basalzellkarzinom				12,2	27,7	37,2	43,9	48,9
Maruho	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cutanea	3,5	6,1	11,5	15,9	19,7	21,4	21,9	22,3
Umsatz gesamt	39,0	62,6	88,9	120,1	152,1	181,2	206,0	224,7

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	39,0	62,6	88,9	120,1	152,1	181,2	206,0	224,7
Umsatzwachstum		60,6%	41,9%	35,0%	26,7%	19,1%	13,7%	9,1%
EBIT-Marge	-18,9%	10,8%	22,6%	32,4%	41,3%	44,9%	44,9%	44,9%
<b>EBIT</b>	<b>-7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>20,1</b>	<b>38,9</b>	<b>62,8</b>	<b>81,4</b>	<b>92,5</b>	<b>100,8</b>
Steuersatz	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	15,00%	31,00%	31,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	1,0	1,9	3,1	12,2	28,7	31,3
<b>NOPAT</b>	<b>-7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>19,0</b>	<b>37,0</b>	<b>59,7</b>	<b>69,2</b>	<b>63,8</b>	<b>69,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	1,4	1,5	1,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-2,5	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,5	0,9	1,6	3,5	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-9,6</b>	<b>6,4</b>	<b>19,6</b>	<b>37,7</b>	<b>60,5</b>	<b>70,7</b>	<b>65,4</b>	<b>71,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-4,9	-6,8	-8,1	-9,9	-8,8	-10,5	-12,0	-13,1
- Investitionen AV	-2,8	-1,3	-1,8	-1,4	-8,3	-2,1	-2,3	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>-17,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>9,7</b>	<b>26,4</b>	<b>43,4</b>	<b>58,1</b>	<b>51,1</b>	<b>55,6</b>

*SMC Schätzmodell*

### Modellanpassungen

Während unsere Erlösschätzungen, die die vorab gemeldeten Umsatzzahlen bereits berücksichtigt hatten, unverändert geblieben sind, haben wir die Kostenschätzungen nach den Quartalzahlen leicht angepasst. Insbesondere haben wir die Umsatzkosten für 2019 leicht abgesenkt und damit die Bruttomarge von 82,8

auf 84 Prozent erhöht. Darüber hinaus haben wir größere Investitionen in Fertigungsanlagen neu berücksichtigt und im Zuge dessen auch die Abschreibungen angehoben. Unsere Schätzung zum Verlust aus betrieblicher Tätigkeit hat sich damit von -7,5 auf -7,4 Mio. Euro reduziert, der faire Wert je Aktie ist per Saldo mit rund 9,20 Euro unverändert geblieben.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	11,5	13,6	13,7	13,4	10,8	17,0	17,7	18,5	19,4
1. Immat. VG	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5
2. Sachanlagen	0,8	3,2	4,0	5,2	5,9	13,3	13,8	14,5	15,3
II. UV Summe	27,6	51,6	64,2	96,1	139,8	190,1	239,3	272,2	307,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	16,4	33,0	35,6	50,2	84,3	136,9	181,6	210,3	240,9
II. Rückstellungen	4,4	2,3	1,9	2,3	2,8	3,2	3,6	4,0	4,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	13,5	23,2	31,2	43,8	47,4	49,3	52,0	54,4	57,0
2. Kurzfristiges FK	4,9	6,7	9,2	13,3	16,1	17,7	19,8	22,0	24,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>39,1</b>	<b>65,2</b>	<b>77,8</b>	<b>109,5</b>	<b>150,6</b>	<b>207,1</b>	<b>256,9</b>	<b>290,7</b>	<b>326,8</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	21,1	39,0	62,6	88,9	120,1	152,1	181,2	206,0	224,7
Umsatzkosten	4,5	6,2	9,3	13,3	16,2	18,7	21,6	24,3	26,4
Bruttoergebnis	16,7	32,8	53,3	75,6	103,9	133,5	159,6	181,7	198,3
EBIT	-18,5	-7,4	6,8	20,1	38,9	62,8	81,4	92,5	100,8
EBT	-19,3	-9,9	3,5	16,2	35,0	58,4	77,4	89,2	97,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-8,9	-10,4	2,6	14,6	31,5	52,6	65,8	61,6	67,5
JÜ	-8,9	-10,4	2,6	14,6	31,5	52,6	65,8	61,6	67,5
EPS	-0,20	-0,21	0,05	0,29	0,63	1,06	1,33	1,24	1,36

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-13,4	-15,3	-1,6	11,2	28,4	48,7	59,7	54,2	59,3
CF aus Investition	-0,5	-2,8	-1,3	-1,8	-1,4	-8,3	-2,1	-2,3	-2,5
CF Finanzierung	22,3	36,1	6,7	11,5	4,1	-0,8	-21,1	-33,4	-37,3
Liquidität Jahresanfa.	11,1	19,5	37,5	41,2	62,1	93,1	132,8	169,3	187,8
Liquidität Jahresende	19,5	37,5	41,2	62,1	93,1	132,8	169,3	187,8	207,3

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	75,5%	84,8%	60,6%	41,9%	35,0%	26,7%	19,1%	13,7%	9,1%
Rohtragsmarge	78,9%	84,0%	85,1%	85,0%	86,5%	87,7%	88,1%	88,2%	88,3%
EBIT-Marge	-87,5%	-18,9%	10,8%	22,6%	32,4%	41,3%	44,9%	44,9%	44,9%
EBT-Marge	-91,3%	-25,4%	5,6%	18,2%	29,1%	38,4%	42,7%	43,3%	43,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,1%	-26,7%	4,2%	16,4%	26,2%	34,6%	36,3%	29,9%	30,1%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte 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 31.05.2019 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 31.05.2019 um 8:10 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
02.05.2019	Buy	9,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
28.03.2019	Buy	9,00 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
22.03.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 6), 10)
14.02.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
20.11.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
11.10.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
05.09.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
18.07.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
04.06.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 6)
14.05.2018	Buy	7,00 Euro	2), 3), 4), 6)
01.12.2017	Buy	4,60 Euro	2), 3), 6)
04.09.2017	Buy	4,70 Euro	2), 3), 6)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, zwei Updates und zwei 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.