

29. August 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Biofrontera AG

Umsatz wächst stark, aber etwas  
weniger als erhofft

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 6,63 Euro | Kursziel: 8,00 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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Leverkusen
<b>Branche:</b>	Pharmazie
<b>Mitarbeiter:</b>	186
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>Ticker:</b>	B8F:GR
<b>ISIN:</b>	DE0006046113
<b>Kurs:</b>	6,63 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	44,6 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	295,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	301,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 42,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	8,07 / 4,78 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	353,5 Tsd. Euro

Biofrontera hat den dynamischen Wachstumskurs im ersten Halbjahr 2019 fortgesetzt und die Erlöse um 55 Prozent auf 13,9 Mio. Euro gesteigert. Während die höchste Steigerungsrate in Deutschland mit einem Zuwachs von 82 Prozent auf 2,2 Mio. Euro erzielt werden konnte, bleiben die USA mit Einnahmen in Höhe von 10,2 Mio. Euro (+58,8 Prozent) der mit Abstand wichtigste Markt. In den US-Zahlen enthalten ist bereits ein kleiner Beitrag (0,55 Mio. Euro) der beiden Produkte Xepi und Aktipak der im März übernommenen Gesellschaft Cutanea, mit denen im Gesamtjahr zwischen 1,0 und 1,5 Mio. Euro umgesetzt werden sollen, wobei sich die Vermarktung künftig nur noch auf Xepi fokussieren und Aktipak nicht mehr vertrieben wird. Das Geschäft mit Ameluz hat im ersten Halbjahr um rund 50 Prozent zugelegt und soll auch im Gesamtjahr mit diesem Tempo zulegen. Damit ist die Dynamik etwas geringer als erhofft, weswegen das Management die anvisierte Erlösspanne für das Stammgeschäft von 35 bis 40 auf 32 bis 35 Mio. Euro reduziert hat. Dank des Bad Will aus der Cutanea-Übernahme (17,3 Mio. Euro) wird nach aktualisierter Planung dabei erstmals ein Überschuss von 4 bis 7 Mio. Euro ausgewiesen, bereinigt um diesen Sondereffekt soll das Ergebnis vor Ertragssteuern zwischen -10 und -13 Mio. Euro liegen.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	6,1	12,0	21,1	33,5	51,8	76,1
EBIT (Mio. Euro)	-11,8	-13,9	-18,5	-18,4	-8,2	4,8
Jahresüberschuss	-15,4	-16,1	-8,9	4,2	-6,9	2,5
EpS	-0,36	-0,42	-0,20	0,08	-0,14	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	48,2%	96,2%	75,5%	58,8%	54,5%	46,9%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	48,24	24,59	14,01	8,82	5,71	3,89
KGV	-	-	-	79,1	-	129,8
KCF	-	-	-	-	-	172,7
EV / EBIT	-	-	-	-	-	63,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Umsatz wächst um 55 Prozent

Biofrontera hat den Bericht für das erste Halbjahr 2019 vorgelegt. Wie bereits vorab gemeldet, konnte der Umsatz um 55 Prozent auf 13,9 Mio. Euro gesteigert werden. Das größte Wachstum wurde dabei in Deutschland erzielt (+82 Prozent auf 2,2 Mio. Euro), wo aus der im Vorjahr erfolgten Erweiterung der Zulassung von Ameluz um die Tageslichttherapie deutlich positive Impulse für die Vermarktung resultierten. Von diesem Effekt profitierte auch das Geschäft im übrigen Europa (+12 Prozent auf 1,4 Mio. Euro), dessen Wachstum aber zugleich durch eine von den Behörden in Spanien im Rahmen der Verhandlungen um die weitere Erstattung erwirkten Preisreduktion um 27 Prozent (seit Juli 2018) gedämpft wurde. Der mit Abstand wichtigste Markt für das Unternehmen bleiben aber die USA mit einem Umsatzzanstieg um 58,8 Prozent auf umgerechnet 10,2 Mio. Euro. Darin enthalten ist ein Erlösbeitrag in Höhe von 0,55 Mio. Euro, der von den beiden Produkten Xepi und Aktipak der im März übernommenen Gesellschaft Cutanea erwirtschaftet wurde. Daraus errechnet sich ein US-Wachstum der Ameluz-Erlöse von 48,6 Prozent.

## Cutanea-Integration abgeschlossen

Biofrontera hat die Integration von Cutanea inzwischen abgeschlossen. Neben der Erweiterung des Produktportfolios konnte der US-Vertrieb damit noch einmal deutlich ausgebaut werden. Künftig werden in den USA Ameluz und Xepi von einer einheitlichen Organisation vermarktet. Da in der Herstellung von Aktipak technische Schwierigkeiten aufgetreten sind, die nur mittelfristig und mit hohen Investitionen zu beheben wären, verzichtet Biofrontera bis auf weiteres auf den Verkauf dieses Erzeugnisses, da der Aufwand in Relation zu den Marktchancen unangemessen hoch erscheint. Demgegenüber stuft das Management das Potenzial von Xepi als sehr hoch ein. Das Produkt ist nach Unternehmensangaben das erste zugelassene topische Antibiotikum in den USA seit fast zehn Jahren und auch gegen Bakterienstämme (wie MRSA) einsetzbar, die gegen gängige Antibiotika resistent sind. Auf Indikationen, in denen Xepi prinzipiell einsetzbar ist, entfallen jährlich ca. 1 Mio. Verschreibungen.

Geschäftszahlen	6M 18	6M 19	Änderung
Umsatz	8,97	13,90	+55,0%
- Deutschland	1,18	2,15	+81,9%
- USA	6,44	10,23	+58,8%
- Europa (ex-D)	1,21	1,36	+12,1%
- Sonstiges	0,13	0,16	+23,7%
Bruttoergebnis	7,32	11,42	+56,1%
EBIT	-7,26	-12,86	-
Jahresergebnis	-7,69	9,00	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen*

## Hohe Sondererträge

Angesichts der Frühphase der Vermarktung von Xepi und Aktipak wurde von diesen isoliert betrachtet seit der Erfassung noch ein negatives Bruttoergebnis in Höhe von -0,33 Mio. Euro erwirtschaftet. Das Bruttoergebnis von Biofrontera ist im ersten Halbjahr daher insgesamt mit einem Plus von 56,1 Prozent auf 11,4 Mio. Euro nur in etwa proportional zum Umsatz gestiegen, obwohl der Beitrag von Ameluz von dem Abschluss einer deutlichen Ausweitung der Produktionschargen profitiert hat. Darüber hinaus hat die Gesellschaft in erheblichem Umfang zusätzliche Verwaltungs- (1,8 Mio. Euro) und Vertriebskosten (3,5 Mio. Euro) von Cutanea verbucht. Zusammen mit gestiegenen Kosten für den Ausbau des US-Vertriebs und für die (Rechts-) Beratung sorgte das für einen gestiegenen Verlust aus operativer Tätigkeit von -7,3 auf -12,9 Mio. Euro. Wie vertraglich vereinbart, wurden die Cutanea-Belastungen aber von Maruho übernommen, was zu sonstigen Erträgen in Höhe von 5,5 Mio. Euro geführt hat. In diese Kategorie fällt auch der verbuchte hohe Bad Will aus der Übernahme in Höhe von 17,3 Mio. Euro.

## Umfangreiche Unterstützung

Die Unterstützung von Maruho für die Cutanea-Übernahme fällt noch deutlich umfangreicher aus. Die neue Tochter von Biofrontera verfügte zum Abschluss der Transaktion über eine Liquidität von 20,2 Mio. Euro, die zur Finanzierung der Restrukturierung

genutzt werden konnte. Das spiegelt sich in dem Investitions-Cashflow von Biofrontera in den ersten sechs Monaten wider, der mit 19,7 Mio. Euro (Vorjahr: -0,2 Mio. Euro) stark positiv ausgefallen ist, während die Restrukturierungskosten mitverantwortlich für den Zahlungsmittelabfluss aus betrieblicher Tätigkeit in Höhe von -21,9 Mio. Euro (Vorjahr: -6,8 Mio. Euro) waren. Dank des positiven Finanzierungs-Cashflow (4,3 Mio. Euro), der maßgeblich aus dem Abruf der nächsten 5-Mio.-Euro-Tranche des EIB-Darlehens resultierte, haben sich die liquiden Mittel im Berichtszeitraum von 19,5 auf 21,6 Mio. Euro deutlich erhöht.

### Bilanzsumme stark erweitert

Die Bilanzsumme hat sich mit der Cutanea-Transaktion deutlich, von 39,1 auf 84,2 Mio. Euro, erweitert. Auf der Aktivseite wurde insbesondere die von Cutanea zu einem früheren Zeitpunkt erworbene Xepi-Lizenz mit einem Fair Value von 22,8 Mio. Euro in den immateriellen Vermögensgegenständen erfasst, ein weiterer neuer Posten in erheblicher Höhe sind Forderungen gegenüber Maruho aus dessen Verpflichtungen (u.a. Übernahme der Schulden) in Höhe von 12,8 Mio. Euro. Dem stehen auf der Passivseite Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten von Cutanea in Höhe von insgesamt rund 10,5 Mio. Euro gegenüber. Hinzu kommt die bilanzierte Verbindlichkeit für den voraussichtlich in den nächsten Jahren zu entrichtenden nachträglichen Kaufpreis (17,5 Mio. Euro), der die Rückzahlung des Kostenzuschusses für die Vermarktungsintensivierung (7,3 Mio. US-Dollar) bis zum Jahr 2023 und wahrscheinlich anfallende

Gewinnanteile umfasst. Insgesamt summiert sich das Fremdkapital zum Stichtag auf 59,1 Mio. Euro. Dem steht ein Eigenkapital in Höhe von 25,1 Mio. Euro gegenüber, woraus sich eine Eigenkapitalquote von 29,8 Prozent errechnet.

### Prognosespanne abgesenkt

Das Wachstum von Biofrontera im ersten Halbjahr war dynamisch, ist aber in den USA etwas unter den Erwartungen geblieben. Insgesamt wird für das zweite Halbjahr nun ein Umsatzwachstum von ca. 50 Prozent erwartet, weshalb die Umsatzprognose für das Gesamtjahr von 35 bis 40 Mio. Euro auf 32 bis 35 Mio. Euro abgesenkt wurde. Hinzu kommen zwischen 1,0 und 1,5 Mio. Euro, die mit den Cutanea-Produkten Erlöst werden sollen. Wir hatten schon im Juli anlässlich der Vorabzahlen unsere Umsatztaxe für 2019 von 39 auf 35,7 Mio. Euro zurückgenommen, wobei darin ein geschätzter Beitrag von Aktipak und Xepi in Höhe von 3 Mio. Euro eingerechnet war. Diesen Wert reduzieren wir nun auf 1,3 Mio. Euro. Da zudem das Großbritanniengeschäft langsamer angefallen ist als erhofft, nehmen wir hierfür ebenfalls einen Abschlag von 0,7 auf 0,3 Mio. Euro vor, so dass sich unsere neue Umsatzschätzung für 2019 auf 33,5 Mio. Euro beläuft.

### Aktualisierung der Gewinnschätzung

Die operativen Kosten von Biofrontera sollen nach den Angaben im Halbjahresbericht im Rahmen der Planungen bleiben. Hinzu kommen die Cutanea-Kosten in Höhe von 8 bis 10 Mio. Euro, die allerdings an Maruho weiterbelastet werden und denen deswegen

Erlösmodell (Mio. Euro)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ameluz Deutschland	5,9	10,1	15,0	19,2	21,0	22,9	23,8	25,2
Ameluz Spanien	1,6	2,6	3,3	4,2	5,3	6,1	6,7	6,9
Ameluz GB	0,3	0,9	2,2	3,4	4,2	5,1	5,8	6,0
Ameluz USA	22,2	32,6	46,2	57,1	68,4	81,8	94,1	104,4
Lizeneinnahmen	1,5	2,2	2,9	3,7	4,7	5,5	6,3	6,7
USA Basalzellkarzinom				11,4	27,4	36,8	42,3	47,0
Maruho	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cutanea	1,3	3,0	6,5	10,0	15,0	18,0	21,0	22,0
Umsatz gesamt	33,5	51,8	76,1	109,1	146,0	176,2	200,1	218,4

Schätzungen SMC-Research

entsprechende sonstige Erträge gegenüberstehen. Vor dem Hintergrund der reduzierten Umsatzprognose rechnet das Management nun mit einem um den Bad-Will-Ertrag bereinigten Ergebnis vor Ertragssteuern von -10 bis -13 Mio. Euro (bisher: -9 bis -11 Mio. Euro), das ausgewiesene Ergebnis dürfte zwischen +4 und +7 Mio. Euro liegen. Auf Quartalsbasis wird unverändert für das vierte Quartal der Break-even in Aussicht gestellt. Wir hatten bislang – ohne Berücksichtigung eines Bad Will – mit einem Fehlbetrag von -12 Mio. Euro gerechnet und passen die Schätzung nun auf -13,1 Mio. Euro an, was einem ausgewiesenen Gewinn von 4,2 Mio. Euro entspricht.

### Marktanteil steigt etwas langsamer

Für die Folgejahre ab 2020 haben wir die einkalkulierten Erlöse aus Cutanea-Produkten als Reaktion auf die Aktipak-Vertriebseinstellung ebenfalls reduziert. An dem schon bislang sehr vorsichtig kalkulierten Zielumsatz von 22 Mio. Euro zum Ende des Detailprognosezeitraums halten wir aber fest. Ähnlich verfahren wir mit dem Ameluz-Umsatz in den USA. Die Wachstumsraten für die nächsten Jahre haben wir unter Berücksichtigung der aktuellen Dynamik moderat reduziert, am Zielumsatz (151 Mio. Euro – Aktinische Keratose und Basalzellkarzinom) halten wir aber

fest. Das heißt mit anderen Worten, dass es etwas länger dauert, bis Ameluz den von uns unterstellten Zielmarktanteil erreicht. Einen moderaten Abschlag haben wir zudem für den Umsatz in Großbritannien in 2020 vorgenommen. Unser Erlösmodell im Detailprognosezeitraum ist in der Tabelle auf der vorherigen Seite abgebildet.

### Kostenstruktur angepasst

Die Kostenstruktur ab 2020 haben wir nach den ersten konkreten Zahlen zur Cutanea-Integration angepasst und im Zuge dessen die Umsatzkosten etwas angehoben. Dies gilt auch für die Vertriebskosten, da Biofrontera die Übernahme genutzt hat, um die Mannschaft noch einmal aufzustocken. In Verbindung mit unseren etwas vorsichtigeren Schätzungen zum weiteren Wachstum hat sich der Break-even auf EBIT-Basis von 2020 auf 2021 verschoben. Die Zielmarge für 2026 taxieren wir nun auf 43 Prozent gegenüber bislang 44,4 Prozent. In unserem Bewertungsmodell hatten wir zudem hypothetisch noch eine größere Kapitalerhöhung unterstellt. Daran halten wir fest. Aktuell ist Biofrontera aber gut finanziert. Wir haben die Maßnahme daher in das nächste Jahr verschoben und rechnen infolgedessen weiter mit einer voll verwässerten Aktienzahl von 49,6 Mio. Stück.

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	33,5	51,8	76,1	109,1	146,0	176,2	200,1	218,4
Umsatzwachstum		54,5%	46,9%	43,5%	33,8%	20,7%	13,6%	9,1%
EBIT-Marge	-55,0%	-15,7%	6,3%	24,9%	37,8%	42,7%	42,8%	43,0%
<b>EBIT</b>	<b>-18,4</b>	<b>-8,2</b>	<b>4,8</b>	<b>27,2</b>	<b>55,3</b>	<b>75,2</b>	<b>85,7</b>	<b>93,9</b>
Steuersatz	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	15,00%	31,00%	31,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,2	1,4	2,8	11,3	26,6	29,1
<b>NOPAT</b>	<b>-18,4</b>	<b>-8,2</b>	<b>4,5</b>	<b>25,8</b>	<b>52,5</b>	<b>63,9</b>	<b>59,1</b>	<b>64,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	2,9	2,7	2,6	2,5	3,0	2,9	2,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-2,5	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	-14,9	-2,3	0,3	2,4	1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-35,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>30,9</b>	<b>56,2</b>	<b>67,0</b>	<b>62,1</b>	<b>67,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	-4,2	-5,6	-6,9	-8,9	-8,4	-10,2	-11,7	-12,7
- Investitionen AV	17,8	-1,1	-1,6	-1,3	-8,0	-2,0	-2,3	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>-22,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>20,7</b>	<b>39,8</b>	<b>54,8</b>	<b>48,2</b>	<b>52,5</b>

*SMC Schätzmodell*



Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 7,3 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 10,6 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 6,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 50 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: 8,00 Euro je Aktie

Aus der Aktualisierung des Modells resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 399 Mio.

Euro bzw. 8,05 Euro je Aktie (voll verwässert mit einer hypothetischen Stückzahl von 49,6 Mio. Stück), woraus wir ein neues Kursziel von 8,00 Euro ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (8,90 Euro) resultiert insbesondere aus der etwas vorsichtigeren Abschätzung der weiteren Expansionsdynamik. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,3%	11,58	10,61	9,82	9,17	8,63
6,8%	10,25	9,49	8,86	8,33	7,88
7,3%	9,17	8,56	8,05	7,62	7,24
7,8%	8,27	7,78	7,36	7,00	6,69
8,3%	7,52	7,11	6,76	6,46	6,19

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,3 und 8,3 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 6,19 und 11,58 Euro je Aktie.

## Fazit

---

Biofrontera steigert den Absatz seines Kernprodukts Ameluz weiter mit einem hohen Tempo, in den ersten sechs Monaten betrug die Wachstumsrate ungefähr 50 Prozent. Dieses Niveau soll auch im zweiten Halbjahr in etwa gehalten werden. Zusätzliches Potenzial hat sich das Unternehmen im März mit der Übernahme der vormaligen Maruho-Tochter Cutanea erschlossen. Denn damit zählt nun das topische Antibiotikum Xepi, das u.a. gegen MRSA eingesetzt werden kann, zum Produktportfolio und kann mit hohen Synergien in den USA vermarktet werden. Mittelfristig rechnen wir hier mit erheblichen Zusatzeinnahmen.

Dank des ertragswirksam verbuchten Bad Will in Höhe von 17,3 Mio. Euro aus der Übernahme wird Biofrontera im laufenden Jahr nach aktualisierter Planung einen Gewinn zwischen 4 und 7 Mio. Euro ausweisen. Aber auch operativ wird der Break-even auf isolierter Basis für das vierte Quartal erwartet. Das Wachstum wird dabei voraussichtlich nicht ganz so hoch ausfallen, wie zuvor vom Management erhofft,

so dass nun ein Umsatz aus dem Ameluz-Verkauf von 32 bis 35 Mio. Euro erwartet wird, bislang lag die Zielspanne bei 35 bis 40 Mio. Euro. Hinzu kommen Einnahmen aus dem Vertrieb der Cutanea-Produkte in Höhe von voraussichtlich 1 bis 1,5 Mio. Euro.

Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Schätzungen zum Wachstum und zur Margenentwicklung etwas vorsichtiger formuliert, sehen aber nach wie vor ein hohes und nachhaltiges Wachstumspotenzial, dessen Realisierung perspektivisch zu hohen operativen Renditen führen sollte. Unser Kursziel beträgt nach der Aktualisierung 8,00 Euro (bislang: 8,90 Euro). Die von uns erwartete Kurskonsolidierung nach dem Auslaufen der Aktien-Kaufangebote von Maruho und Deutsche Balaton sehen wir vor diesem Hintergrund als eine neue Einstiegs Gelegenheit und bekräftigen das Votum „Buy“.

# Anhang I: 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	39,3	39,9	38,5	34,8	39,1	38,1	37,4	37,0
1. Immat. VG	0,4	23,4	21,3	19,4	17,7	16,1	14,8	13,6	12,5
2. Sachanlagen	0,8	5,5	5,9	6,7	7,1	14,1	14,5	15,0	15,7
II. UV Summe	27,6	43,3	66,5	73,6	107,4	153,1	201,1	232,7	266,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	16,4	20,5	40,6	43,1	67,6	113,9	155,8	181,9	210,1
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	42,0	44,5	44,9	47,6	49,4	52,0	54,3	56,9
2. Kurzfristiges FK	4,9	17,8	19,4	21,7	24,2	25,8	27,7	29,8	32,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>39,1</b>	<b>82,6</b>	<b>106,4</b>	<b>112,1</b>	<b>142,2</b>	<b>192,2</b>	<b>239,1</b>	<b>270,1</b>	<b>303,6</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	33,5	51,8	76,1	109,1	146,0	176,2	200,1	218,4
Umsatzkosten	4,5	6,2	8,8	12,7	16,4	19,9	23,1	26,0	28,1
Bruttoergebnis	16,7	27,3	43,0	63,3	92,8	126,1	153,1	174,1	190,2
EBIT	-18,5	-18,4	-8,2	4,8	27,2	55,3	75,2	85,7	93,9
EBT	-19,3	4,0	-9,2	2,8	24,2	51,4	71,2	81,6	89,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-8,9	4,2	-6,9	2,5	21,8	46,3	60,5	56,3	62,0
JÜ	-8,9	4,2	-6,9	2,5	21,8	46,3	60,5	56,3	62,0
EPS	-0,20	0,08	-0,14	0,05	0,44	0,93	1,22	1,13	1,25



## Anhang II: 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	-23,1	-10,1	1,9	21,3	45,1	57,0	51,5	56,2
CF aus Investition	-0,5	17,8	-1,1	-1,6	-1,3	-8,0	-2,0	-2,3	-2,5
CF Finanzierung	22,3	2,8	27,2	-2,7	2,3	-1,6	-19,4	-31,6	-35,1
Liquidität Jahresanfa.	11,1	19,5	17,0	32,9	30,6	52,9	88,4	124,0	141,5
Liquidität Jahresende	19,5	17,0	32,9	30,6	52,9	88,4	124,0	141,5	160,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	75,5%	58,8%	54,5%	46,9%	43,5%	33,8%	20,7%	13,6%	9,1%
Rohtragsmarge	78,9%	81,4%	83,1%	83,3%	85,0%	86,4%	86,9%	87,0%	87,1%
EBIT-Marge	-87,5%	-55,0%	-15,7%	6,3%	24,9%	37,8%	42,7%	42,8%	43,0%
EBT-Marge	-91,3%	12,0%	-17,9%	3,7%	22,2%	35,2%	40,4%	40,8%	41,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,1%	12,4%	-13,4%	3,3%	20,0%	31,7%	34,3%	28,1%	28,4%

# 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)

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 29.08.2019 um 14:15 Uhr fertiggestellt und am 29.08.2019 um 14:25 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
12.07.2019	Buy	8,90 Euro	2), 3), 6)
31.05.2019	Buy	9,20 Euro	2), 3), 6), 10)
02.05.2019	Buy	9,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
28.03.2019	Buy	9,00 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
22.03.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 6), 10)
14.02.2019	Buy	8,10 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
20.11.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
11.10.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 6), 10)
05.09.2018	Buy	7,20 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
18.07.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 4), 6), 10)
04.06.2018	Buy	6,85 Euro	2), 3), 6)
14.05.2018	Buy	7,00 Euro	2), 3), 4), 6)
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 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.