

28. März 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Biofrontera AG

## Aussichtsreiche Akquisition in den USA

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 5,73 Euro | Kursziel: 9,00 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

**Sitz:** Leverkusen  
**Branche:** Pharmazie  
**Mitarbeiter:** 157 (ohne Cutanea)  
**Rechnungslegung:** IFRS

**ISIN:** DE0006046113  
**Kurs:** 5,73 Euro  
**Marktsegment:** Prime Standard  
**Aktienzahl:** 44,6 Mio. Stück  
**Market Cap:** 255,6 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 247,8 Mio. Euro  
**Free-Float:** ca. 53 %  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 6,50 / 4,78 Euro  
**Ø Umsatz (Xetra, 12 M):** 243,7 Tsd. Euro

Biofrontera hatte in diesem Monat schon vermeldet, dass die Zusammenarbeit mit dem japanischen Großaktionär Maruho ausgebaut wird. Nachdem zwischen 2016 und 2018 im Rahmen einer Entwicklungskooperation bereits vier Produktkandidaten präklinisch getestet worden waren, werden nun für einen davon klinische Studien vorbereitet, wofür der japanische Dermatologiekonzern wieder die Kosten übernimmt. Darüber hinaus zeichnet sich ab, dass die beiden Unternehmen auch bei der Erschließung der Indikation Akne für Ameluz zusammenarbeiten. Und nun wurde zusätzlich bekannt gegeben, dass Biofrontera zu sehr günstigen Konditionen die US-Tochter von Maruho, Cutanea Life Sciences, übernommen hat. Die Gesellschaft verfügt über zwei verschreibungspflichtige Dermatologie-Produkte, die erst vor kurzem in den Markt eingeführt worden sind. Die hohen Investitionen in einen Ausbau des Vertriebs möchten die Japaner offensichtlich aber nicht mehr stemmen, sondern stattdessen auf den Vertriebsapparat und die Marktexpertise von Biofrontera zurückgreifen. Für die Übernahme wird Cutanea zunächst von Altlasten befreit, während ein Kostenzuschuss den Übergang erleichtert. Im Gegenzug werden potenzielle Gewinne künftig hälftig an die Japaner abgeführt.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	6,1	12,0	21,1	37,7	62,6	88,9
EBIT (Mio. Euro)	-11,8	-13,9	-14,9	-7,8	6,7	20,0
Jahresüberschuss	-15,4	-16,1	-9,0	-10,9	3,0	14,5
EpS	-0,36	-0,42	-0,18	-0,22	0,06	0,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	48,2%	96,2%	75,7%	78,3%	66,1%	41,9%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	375,4%
KUV	41,69	21,25	12,09	6,78	4,08	2,88
KGV	-	-	-	-	93,3	19,6
KCF	-	-	-	-	-	30,1
EV / EBIT	-	-	-	-	37,1	12,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Kauf von Maruho-Tochter

Biofrontera hatte bereits kürzlich berichtet, dass die Entwicklungskooperation mit dem Großaktionär Maruho bezüglich eines Produktkandidaten fortgesetzt und dass darüber hinaus die Erschließung der Indikation Akne für Ameluz nun möglicherweise gemeinsam angegangen wird (siehe unseren Comment vom 22.03.2019). Nun haben die Gespräche mit dem japanischen Dermatologie-Konzern eine weitere Entwicklungsoption für das Spezialpharmaunternehmen ergeben. Und zwar hat Biofrontera die amerikanische Maruho-Tochter Cutanea Life Sciences vollständig übernommen.

## Zwei zugelassene Produkte

Die Kern-Assets von Cutanea sind zwei verschreibungspflichtige, zugelassene Arzneimittel. Das Gel Aktipak wird in den USA seit Anfang 2017 vermarktet und hat sich in klinischen Studien als geeignete Medikation zur Behandlung von Akne erwiesen. Im Geschäftsjahr 2017/18 (per 30.09.) hat Cutanea mit dem Produkt nach Auskunft von Biofrontera einen Umsatz von ca. 1,6 bis 1,7 Mio. US-Dollar erzielt. Das zweite Erzeugnis Xepi wurde erst im letzten November am Markt eingeführt. Dabei handelt es sich um eine Creme, mit der die Hautinfektion Impetigo, die durch multiresistente Bakterien (MRSA) hervorgerufen wird, behandelt werden kann. Gemäß der Pressemitteilung von Biofrontera ist Xepi damit das einzige von der FDA „zugelassene Medikament seiner Klasse mit Aktivität gegen antibiotikaresistente Bakterien“.

## Maruho zieht sich zurück

Maruho selbst hatte den Kauf von Cutanea im Jahr 2012 abgeschlossen und sein übriges US-Geschäft (Maruho North America) drei Jahre später in die neue Tochter integriert. Mit dem Verkauf ziehen sich die Japaner zumindest vorerst aus dem US-Markt zurück. Die F&E-Aktivitäten der letzten Jahre dürften für hohe Verluste gesorgt haben – auch zuletzt hat Cutanea noch weitere Entwicklungsprogramme betrieben – und offensichtlich war Maruho nun nicht mehr bereit, die zusätzlichen Investitionen zur Forcierung der US-Vermarktung zu tragen. Wie der Aufbau des US-Geschäfts von Biofrontera in den letzten Jahren verdeutlicht hat, erfordert der Aufbau eines flächendeckenden, schlagkräftigen Dermatologie-Vertriebsteams Investitionen im deutlich zweistelligen Millionenbereich und die Inkaufnahme einer längeren Verlustphase.

## Hohe Synergien

Mit der Übernahme kann Biofrontera nun von dem bereits aufgebauten eigenen US-Vertrieb profitieren. Denn dieser arbeitet im selben Marktsegment, so dass die Mitarbeiter die neuen Produkte zusätzlich anbieten können. Cutanea verfügt ebenfalls über ein kleines Team von 25 Personen. Davon könnten etwa zwei Drittel übernommen und integriert werden, so dass die US-Aktivitäten von Biofrontera noch zusätzlich gestärkt werden.

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
Lizeneinnahmen	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	2,2	6,1	11,5	15,8	19,6	21,2	21,7	22,1
Umsatz gesamt	37,7	62,6	88,9	120,0	152,0	180,9	205,7	224,4

Schätzungen SMC-Research

## Restrukturierung steht an

Die Entscheidung, welche Mitarbeiter übernommen werden können, wird Teil einer nun anstehenden Restrukturierung von Cutanea sein. F&E-Projekte des US-Unternehmens sollen nicht fortgesetzt werden und entweder an Maruho übergehen oder eingestellt werden. Auch ansonsten soll die Gesellschaft so aufgestellt werden, dass nach einer sechs- bis neunmonatigen Übergangsphase mit der Vermarktung der beiden Produkte bereits der Break-even erreicht werden kann.

## Hervorragender Deal

Für die Kosten der Strukturanpassung hat Biofrontera sehr gute Konditionen ausgehandelt. Maruho wird Cutanea frei von Verbindlichkeiten stellen sowie alle künftigen Belastungen aus bisherigen Geschäftsvorfällen übernehmen. Zudem tragen die Japaner sämtliche Kosten (und Folgekosten) aus der dreimonatigen Umstrukturierungsphase, im Anschluss gibt es noch eine flexibel abrufbare Kostenbeteiligung in Höhe von 7,3 Mio. US-Dollar, mit der plangemäß die Kosten bis zum Break-even, inklusive einer Intensivierung des Marketings, abgedeckt werden. Zudem zahlt Biofrontera zunächst nur einen symbolischen Preis von 1 US-

Dollar, hat aber bis 2023 einen nachträglichen Kaufpreis in Höhe der genannten 7,3 Mio. US-Dollar garantiert. Darüber hinausgehende Gewinne von Cutanea werden hälftig aufgeteilt.

## Transaktion ins Modell integriert

Wir haben die Transaktion in unser Modell integriert. Im Zuge dessen sind mehrere Anpassungen erfolgt. Die Kostenbeteiligung in Höhe von 7,3 Mio. US-Dollar (bzw. umgerechnet 6,5 Mio. Euro) wird ergebniswirksam vereinnahmt, daher haben wir diese Zahlung in 2019 zu den sonstigen Erträgen hinzugerechnet. Darüber hinaus haben wir pauschal zusätzliche Erlöse in Höhe von umgerechnet 2,2 Mio. Euro (Cutanea-Produkte konsolidiert über neun Monate) unterstellt (siehe Erlösmodell auf der vorherigen Seite). Den kumulierten Betrag aus beiden Größen haben wir im Gegenzug als zusätzliche Kosten für 2019 angesetzt, so dass es per Saldo keinen Ergebnisbeitrag gibt. Für die kommenden Jahre haben wir eine Steigerung der Produkterlöse angenommen, die sich am Wachstum von Ameluz nach der US-Markteinführung orientiert, hiervon aber deutliche Risikoabschläge vorgenommen. Eine Verfeinerung dieses Schätzansatzes werden wir vornehmen, wenn das Un-

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	37,7	62,6	88,9	120,0	152,0	180,9	205,7	224,4
Umsatzwachstum		66,1%	41,9%	35,0%	26,7%	19,0%	13,7%	9,1%
EBIT-Marge	-20,6%	10,7%	22,5%	32,3%	41,2%	44,8%	44,8%	44,8%
<b>EBIT</b>	<b>-7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>20,0</b>	<b>38,8</b>	<b>62,7</b>	<b>81,1</b>	<b>92,3</b>	<b>100,5</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	28,6	31,2
<b>NOPAT</b>	<b>-7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>19,0</b>	<b>36,9</b>	<b>59,5</b>	<b>68,9</b>	<b>63,7</b>	<b>69,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	1,3	1,4	1,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-2,5	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,5	0,3	1,6	3,5	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-10,2</b>	<b>6,1</b>	<b>19,3</b>	<b>37,4</b>	<b>60,2</b>	<b>70,3</b>	<b>65,1</b>	<b>70,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-7,2	-8,7	-9,6	-10,4	-10,3	-12,3	-14,0	-15,4
- Investitionen AV	-0,8	-1,3	-1,8	-1,4	-8,3	-2,1	-2,3	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>-18,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>7,9</b>	<b>25,5</b>	<b>41,6</b>	<b>56,0</b>	<b>48,7</b>	<b>53,0</b>

*SMC Schätzmodell*

ternehmen genauere Daten zu den weiteren Perspektiven von Cutanea vorlegt. Wir rechnen außerdem ab 2020 mit einem Gewinn der neuen Tochter, der vereinbarungsgemäß hälftig an Maruho abgeführt wird. Außerdem haben wir die nachträgliche Kaufpreiszahlung in 2023 im Modell berücksichtigt. Die weiteren Schätzungen zur Erlös- und Kostenentwicklung von Biofrontera haben wir unverändert gelassen. 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: 9,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 449 Mio. Euro bzw. 9,04 Euro je Aktie (voll verwässert mit einer hypothetischen Stückzahl von 49,6 Mio. Stück). Auf dieser Basis setzen wir ein neues Kursziel von 9,00 Euro, was aktuell ein Aufwärtspotenzial von rund 58 Prozent bietet. Die Anhebung gegenüber unserer letzten Taxe (8,10 Euro) resultiert aus der Integration der Cutanea-Transaktion. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	12,76	11,75	10,93	10,25	9,68
6,8%	11,35	10,56	9,90	9,36	8,89
7,3%	10,20	9,57	9,04	8,59	8,20
7,8%	9,26	8,74	8,31	7,93	7,61
8,3%	8,46	8,04	7,68	7,36	7,08

### 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 7,08 und 12,76 Euro je Aktie.

## Fazit

---

Mit dem Aufbau eines eigenen Vertriebs hat Biofrontera im Jahr 2016 den mühsameren und kostspieligeren Weg für die Vermarktung von Ameluz in den USA gewählt. Doch dieser Schritt hat sich nicht nur als Erfolgsgarant für das eigene Produkt erwiesen, sondern er eröffnet auch weitere Potenziale. Diese werden nun erstmals mit der Übernahme der Maruho-Tochter Cutanea sichtbar. Diese verfügt zwar über zwei aussichtsreiche Produkte, die beide erst seit relativ kurzer Zeit am Markt verfügbar sind. Aber die Japaner wollten nach einer längeren Entwicklungsphase mit mutmaßlich hohen Verlusten offenbar nun nicht auch noch den nötigen Vertriebsausbau finanzieren.

Stattdessen erfolgt die Vermarktung nun unter Federführung von Biofrontera. Die Rheinländer haben dafür sehr günstige Konditionen ausgehandelt, im Gegenzug erhält Maruho künftig die Hälfte der erwirt-

schafteten Gewinne. Das spricht dafür, dass die Japaner Cutanea in dieser Konstellation gute Erfolgchancen zubilligen. Dementsprechend rechnen wir in unserem Modell nun nicht nur mit einem Wachstumsbeitrag aus dem neuen Geschäft, sondern schon ab 2020 – aufgrund der nutzbaren Vertriebssynergien – mit einem Gewinn.

Die Einnahmen aus den beiden Cutanea-Produkten haben wir zunächst sehr konservativ kalkuliert, bis weitere Details zur künftigen Vermarktungsstrategie und den Planungen des Managements vorliegen. Dennoch hat sich dank des Beitrags unser Kursziel von zuvor 8,10 Euro auf nun 9,00 Euro erhöht. Unser Urteil lautet auf Basis eines so ermittelten Kurspotenzials von rund 58 Prozent unverändert „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	11,7	12,5	12,4	10,0	16,4	17,1	18,1	19,1
1. Immat. VG	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4
2. Sachanlagen	0,9	1,4	2,4	3,8	4,6	12,2	12,8	13,6	14,5
II. UV Summe	27,7	53,6	72,3	101,3	144,5	194,3	243,0	275,6	310,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	17,3	33,5	36,5	51,0	84,9	137,2	181,7	210,3	240,7
II. Rückstellungen	4,1	2,0	1,6	2,0	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	13,4	23,6	37,4	47,7	51,2	53,0	55,5	57,8	60,3
2. Kurzfristiges FK	4,3	6,2	9,3	13,1	15,9	17,6	19,6	21,9	24,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>39,1</b>	<b>65,3</b>	<b>84,8</b>	<b>113,8</b>	<b>154,4</b>	<b>210,7</b>	<b>260,2</b>	<b>293,7</b>	<b>329,5</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	37,7	62,6	88,9	120,0	152,0	180,9	205,7	224,4
Umsatzkosten	3,7	5,7	9,3	13,3	16,2	18,6	21,6	24,3	26,3
Bruttoergebnis	17,4	32,0	53,3	75,5	103,8	133,4	159,4	181,5	198,1
EBIT	-14,9	-7,8	6,7	20,0	38,8	62,7	81,1	92,3	100,5
EBT	-9,0	-10,4	3,4	16,1	34,7	58,2	77,0	88,8	97,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-9,0	-10,9	3,0	14,5	31,3	52,3	65,4	61,2	67,2
JÜ	-9,0	-10,9	3,0	14,5	31,3	52,3	65,4	61,2	67,2
EPS	-0,18	-0,22	0,06	0,29	0,63	1,06	1,32	1,23	1,35

## 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	-16,3	-18,1	-3,8	9,4	27,5	46,9	57,5	51,8	56,7
CF aus Investition	-0,4	-0,8	-1,3	-1,8	-1,4	-8,3	-2,1	-2,3	-2,5
CF Finanzierung	22,6	36,6	13,1	8,8	3,9	-0,9	-21,2	-33,4	-37,3
Liquidität Jahresanfa.	11,1	17,0	34,6	42,6	59,1	89,1	126,7	161,0	177,1
Liquidität Jahresende	17,0	34,6	42,6	59,1	89,1	126,7	161,0	177,1	193,9

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	75,7%	78,3%	66,1%	41,9%	35,0%	26,7%	19,0%	13,7%	9,1%
Rohtragsmarge	82,3%	85,0%	85,1%	85,0%	86,5%	87,7%	88,1%	88,2%	88,3%
EBIT-Marge	-70,3%	-20,6%	10,7%	22,5%	32,3%	41,2%	44,8%	44,8%	44,8%
EBT-Marge	-42,4%	-27,5%	5,4%	18,1%	29,0%	38,3%	42,5%	43,1%	43,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,4%	-28,8%	4,9%	16,3%	26,1%	34,4%	36,2%	29,8%	29,9%



# 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), 4), 6), 10)

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 28.03.2019 um 7:15 Uhr fertiggestellt und am 28.03.2019 um 7:25 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
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)
22.05.2017	Buy	4,85 Euro	2), 3), 6)
13.04.2017	Buy	4,85 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 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.