

Biofrontera AG

Zusammenfassung

- **Hervorragende Ergebnisse:** Die endgültigen Daten der klinischen Studie III sowie die Nachuntersuchungen an Patienten bestätigen die hervorragende Wirksamkeit von BF-200 ALA gegen aktinische Keratose. Nach Angaben des Managements wurden die besten bislang veröffentlichten Behandlungserfolge gegen diese frühe Form des Hautkrebses mit dem Produktkandidaten erzielt.
- **Belixos unter den Erwartungen:** Relativ verhalten angelaufen ist hingegen der Vertrieb des 2009 am Markt eingeführten Wirkkosmetikums Belixos, weswegen der Konzernumsatz im ersten Halbjahr auf niedrigem Niveau leicht rückläufig war. Eine Belebung verspricht sich die Gesellschaft von der Vermarktung über den Apothekengroßhandel, die im September 2010 beginnt und mit Werbemaßnahmen flankiert wird.
- **Mögliche Zulassung in 2011:** Wesentlich bedeutender für die weitere Entwicklung ist allerdings, dass Anfang September das zentralisierte Zulassungsverfahren für BF-200 ALA in Europa gestartet werden konnte. Wir rechnen mit einer Zulassung im dritten Quartal 2011.
- **Hohes Potenzial:** Die daraus resultierenden Chancen spiegelt der Kurs noch nicht wider, wir sehen den fairen Wert bei 7,95 Euro je Aktie.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)*	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	0,4	0,3	0,5	0,7	CAGR Umsatz 08-11 (e)	27,6%
Umsatzwachstum	153,0%	-4,3%	33,9%	62,2%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-8,3	-4,8	-4,1	-2,9	CAGR EpS 08-11 (e)	-
EBIT-Marge	-2359,2%	-1425,6%	-911,1%	-397,3%		
EpS	-4,39	-0,63	-0,40	-0,29	Enterprise Value (Mio. Euro)	35,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-
KUV	67,61	70,68	52,78	32,53	EV / Umsatz 10 (e)	78,1
KGV	-	-	-	-	EV / EBIT 10 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	-

* Schätzung aus dem Basisszenario

Kaufen (unverändert)

Kursziel 7,95 Euro
Aktueller Kurs 1,90 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,25	2,35	3,45
Tief (Euro)	1,77	1,77	1,51
Performance	-4,95%	-7,77%	+26,67%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	40.130,32	26.829,63	51.032,40

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006046113 / 604611
Branche	Pharmazie
Sitz der Gesellschaft	Leverkusen
Internet	www.biofrontera.com
Ausstehende Aktien	9,98 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	19,0 Mio. Euro
Free Float	61,4 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Herausragende Ergebnisse

Die im Mai veröffentlichten Daten aus den Nachuntersuchungen der Patienten der klinischen Phase-III-Studie zu BF-200 ALA, dem wichtigsten Wirkstoffkandidaten von Biofrontera, haben noch einmal die bisherigen sehr guten Ergebnisse unterstrichen. Nachdem bei der Behandlung von aktinischer Keratose (eine Frühform des Hautkrebses) nach zweimaliger Anwendung bereits eine Heilungsrate von bis zu 99 Prozent erreicht werden konnte, ist nun auch die mittelfristige Rückfallrate (nach sechs und zwölf Monaten) bei der Verwendung der optimalen Lichtquelle – eine LED-Rotlichtlampe – im Rahmen der photodynamischen Therapie mit 6,7 Prozent sehr gering.

Wichtiger Meilenstein

Auch eine weitere Hürde im Rahmen der Vorbereitung der Zulassung konnte Mitte August aus dem Weg geräumt werden. Nach einer Überprüfung des Personals, der Einrichtungen sowie des Qualitätsmanagementsystems hat das Unternehmen die für das weitere Prozedere notwendige Genehmigung zur Einfuhr und Herstellung sowie zum Vertrieb von Medikamenten erhalten. Damit waren alle Bedingungen für den Start des zentralisierten europäischen Zulassungsverfahrens erfüllt, welches das Unternehmen wegen des hohen Innovationsgrades der Therapie beschreiten darf. Die Antragsunterlagen wurden im Anschluss Anfang September bei der European Medicines Agency eingereicht, mit einer Entscheidung ist nach etwa zwölf Monaten zu rechnen.

Belixos-Erlöse unter den Erwartungen

Während die Fortschritte bei dem wichtigsten Präparat des Unternehmens damit sehr erfreulich waren, stellten die kürzlich veröffentlichten Halbjahreszahlen hinsichtlich der Erlöse des Wirkkosmetikums Belixos eine Enttäuschung dar. Die gesamten Umsätze der Gesellschaft, die bislang mit dem Verkauf der Hautcreme, dem Vertrieb einer Eismaske zur Nachbehandlung von Eingriffen auf der Gesichtshaut sowie der Lieferung von Basisstoffen an Apotheken erzielt werden, gingen binnen Jahresfrist von 215 auf 176 Tsd. Euro zurück. Damit läuft die Vermarktung des im letzten Jahr eingeführten Produkts, das zur Intensivpflege von geröteter oder schuppender Haut verwendet werden kann, langsamer an als von uns zuvor erwartet. Dies sehen wir allerdings noch nicht als belastbaren Hinweis bezüglich des künftigen Marktpotenzials des Wirkkosmetikums. Vielmehr spiegelt das die Schwierigkeiten wider, ein aussichtsreiches Produkt in einem hart umkämpften Segment mit einem geringen Budget zu platzieren.

Finanzierung in kleinen Schritten

Denn die Finanzierungsseite bleibt weiterhin die Achillesferse des Unternehmens. Im August wurde bereits die dritte Kapitalerhöhung in diesem Jahr durchgeführt, die mit einer Platzierung von bis zu 3,59 Mio. Aktien eigentlich den notwendigen Liquiditätsbedarf bis zur wahrscheinlichen Zulassung von BF-200 ALA sicherstellen sollte. Zu einem Kurs von 2,20 Euro je Anteilsschein konnten aber nur Investoren für eine Million Aktien gewonnen werden, so dass

weitere Maßnahmen zu erwarten sind. Das Management muss hier weiterhin eine Politik der kleinen Schritte verfolgen, die die Entwicklungsdynamik des Unternehmens begrenzt.

Kosten im Griff

Vor diesem Hintergrund scheint es nicht unbedeutend, dass der Periodenfehlbetrag der Gesellschaft in den ersten sechs Monaten wie anvisiert von -4,8 auf -3,2 Mio. Euro deutlich reduziert werden konnte. In diesen Zahlen spiegelt sich nicht nur der kostengünstige Markteintritt von Belixos wider – hier wurde zunächst ausschließlich auf den Internetvertrieb gesetzt –, sondern auch der Produktfortschritt bei BF-200 ALA, der eine Reduktion der Forschungs- und Entwicklungskosten um ein Drittel auf 1,3 Mio. Euro erlaubte. Die allgemeinen Verwaltungs- und Betriebskosten blieben hingegen mit 1,25 Mio. Euro (Vorjahr: 1,2 Mio. Euro) ungefähr auf dem Niveau aus 2009. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Halbjahreszahlen von Biofrontera.

Geschäftszahlen	HJ 2009	HJ 2010	Änderung
Umsatz	0,22	0,18	-18,1%
F&E Aufwand	2,03	1,27	-37,3%
EBIT	-3,05	-2,42	-
Konzernergebnis	-4,79	-3,19	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Ausblick

Überschaubarer Finanzierungsbedarf

Die weiteren Kosten für das Zulassungsverfahren von BF-200 ALA beziffert das Management auf weniger als 0,5 Mio. Euro. Damit sind hier zunächst einmal die größten Investitionen getätigt und es besteht ein gewisser Spielraum zur Intensivierung der übrigen Aktivitäten. Diesen wird das Unternehmen unter anderem nutzen, um den Marketingaufwand für Belixos im Rahmen des anlaufenden Vertriebs über den Apothekengroßhandel auszuweiten. Darüber hinaus dürfte auch die Partnersuche für die beiden weiteren Wirkstoffe aus der Produktpipeline, die Migräneprophylaxe BF-1 (präklinische Phase / Phase I) sowie BF-derm 1 zur Behandlung chronischer Urtikaria (klinische Phase II), forciert werden.

Anpassung der Szenarioanalyse

Mögliche Umsatzbeiträge von den beiden zuletzt genannten Wirkstoffen sind allerdings derzeit noch nicht absehbar, weswegen wir in unserem Bewertungsmodell weiterhin auf eine Berücksichtigung verzichten. Ansonsten haben wir in unseren beiden Schätzszenarien Basis / Optimistisch nach dem verhaltenen Verkaufsstart von Belixos die erwarteten Umsätze aus Vorsichtsüberlegungen deutlich reduziert. Da insbesondere im laufenden Jahr damit entsprechende Deckungsbeiträge entfallen, hat sich vice versa auch der prognostizierte Verlust auf

– im Branchenvergleich immer noch moderate – 5,6 Mio. Euro (Basis) resp. 5,4 Mio. Euro (Optimistisch) erhöht.

Berücksichtigung der anspruchsvollen Vertriebs-situation

Letztendlich hat sich damit ebenfalls gezeigt, wie schwierig es für ein kleines Spezialpharmaunternehmen ist, ein neues Präparat in dem hart umkämpften Markt zu platzieren. Aus diesem Grund haben wir auch die Geschwindigkeit der geschätzten künftigen Marktdurchdringung von BF-200 ALA nach unten angepasst. An dem bislang geschätzten Umsatzmaximum halten wir nach den hervorragenden Resultaten aus den Nachttests an den Studienpatienten hingegen fest. Die anderen Parameter unseres Schätzmodells bleiben unverändert – in diesem Zusammenhang verweisen wir auf unsere Studie vom 07.12.2009. In den folgenden Tabellen sind die aus den vorgenommenen Anpassungen resultierenden Szenarien für die Geschäftszahlen von Biofrontera abgebildet:

Basisszenario	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belixos	0,25	0,50	1,00	2,00	2,50	3,05	3,26	3,43
Akt. Keratose*			2,91	8,72	16,95	29,06	41,17	48,43
Genitalwarzen*			2,42	7,26	14,13	24,22	34,31	40,36
Sonstige	0,20	0,23	0,26	0,30	0,35	0,40	0,46	0,53
Erlöse (Mio. Euro)	0,45	0,73	6,59	18,29	33,93	56,73	79,20	92,75
Erlöswachstum		62,2%	803%	177%	85,5%	67,2%	39,6%	17,1%
Nettorendite	-	-	10,0%	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-5,6	-4,4	0,7	2,7	6,4	10,8	15,0	17,6
Gewinnwachstum		-	-	316%	135%	67,2%	39,6%	17,1%

Opt. Szenario	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belixos	0,35	0,88	2,19	5,47	6,84	8,34	8,67	9,02
Akt. Keratose*			7,06	17,64	31,76	49,40	59,99	70,57
Genitalwarzen*			5,88	14,70	26,46	41,17	49,99	58,81
Sonstige	0,20	0,23	0,26	0,30	0,35	0,40	0,46	0,53
Erlöse (Mio. Euro)	0,55	1,11	15,39	38,12	65,41	99,31	119,11	138,93
Erlöswachstum		101%	1293%	148%	71,6%	51,8%	19,9%	16,6%
Nettorendite	-	-	16,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-5,4	-3,9	2,5	8,0	13,7	20,9	25,0	29,2
Gewinnwachstum		-	-	225%	71,6%	51,8%	19,9%	16,6%

*beides BF-200 ALA

Fairer Wert: 7,95 Euro je Aktie

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir in beiden Szenarien unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. In Verbindung mit einem aktualisierten Diskontierungszins von 13,1 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität erfolgt ein Rückgriff auf den Mittelwert (2,5 Prozent) der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 2,0) errechnet sich im Basisszenario ein fairer Unternehmens-

wert von 6,58 Euro je Aktie, im optimistischen Szenario von 11,14 Euro je Aktie. Dabei haben wir jetzt mit einer höheren künftigen Verwässerung kalkuliert und die unterstellte Aktienzahl von 10,46 auf 12,5 Mio. erhöht. Aus der Verdichtung mit den von uns für realistisch erachteten Wahrscheinlichkeiten (Basisszenario 70 Prozent, optimistisches Szenario 30 Prozent) folgt daraus aktuell ein fairer Wert von 7,95 Euro je Aktie, was trotz der vorgenommenen Anpassungen immer noch einem enormen Aufwärtspotenzial von 318 Prozent entspricht.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Im laufenden Jahr hat Biofrontera bislang beachtliche Fortschritte erzielt. Sowohl die endgültigen Daten zur klinischen Studie III von BF-200 ALA als auch die Nachuntersuchungen an den Patienten sind so hervorragend ausgefallen, dass das Unternehmen sehr zuversichtlich auf das Ergebnis des Anfang September gestarteten Zulassungsverfahrens blicken kann. Das Resultat dürfte im dritten Quartal 2011 vorliegen und wahrscheinlich den Startschuss für die Markteinführung geben. Dass das Präparat im Anschluss nicht zwingend ein Selbstläufer wird, zeigt allerdings der bisherige Vertriebsverlauf bei dem Wirkkosmetikum Belixos, dessen Umsätze bislang unter den Erwartungen lagen. Allerdings ist der Innovationsgrad von BF-200 ALA als deutlich höher einzustufen, weswegen wir von einer höheren Aufmerksamkeit seitens der behandelnden Hautärzte ausgehen. Nichtsdestotrotz haben wir aus Vorsichtsüberlegungen in unserem Bewertungsmodell sowohl auf die künftigen Umsätze mit Belixos als auch auf das unterstellte Tempo der Marktdurchdringung von BF-200 ALA erhebliche Abschläge vorgenommen. Dennoch sehen wir den fairen Wert des Unternehmens aktuell bei 7,95 Euro je Aktie und konstatieren damit ein Vervierfachungspotenzial. Naturgemäß bestehen bei einem forschenden Pharmaunternehmen mit einer relativ knappen Kapitalausstattung ohne größeren Umsatzträger noch überdurchschnittliche Risiken, aber aus unserer Sicht überwiegen die hohen Chancen im Vergleich deutlich, weswegen wir unsere Kaufempfehlung bekräftigen.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse 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. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen 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 Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, 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.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
05.10.2010	2,47 Euro	Kaufen
07.12.2009	2,30 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.