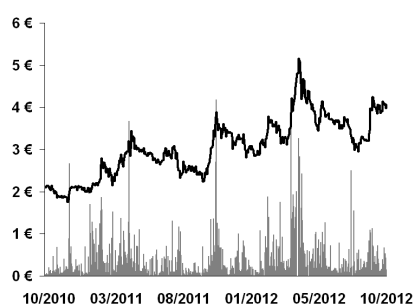


Akt. Kurs (18.10.12, 11:39, Xetra): 4,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Aktueller fairer Wert: **5,00 (5,00) EUR**

**Branche:** Pharma  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0006046113  
**Reuters:** B8F.DE  
**Bloomberg:** B8F:GR

**Kurs 12 Mon.:** Hoch 5,35 € Tief 2,70 €  
**Aktueller Kurs:** 4,00 €  
**Aktienzahl ges.:** 16.143.168  
**Streubesitz:** 68,6%  
**Marktkapitalis.:** 64,6 Mio. €



#### Kennzahlen

	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	0,4	0,5	4,8	7,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	-6,0	-2,7	-1,8	0,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	-7,7	-4,6	-2,7	-0,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	-0,85	-0,43	-0,17	-0,03
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Div.rendit</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

#### Kurzporträt

Biofrontera ist ein biopharmazeutisches Unternehmen, das sich auf die Entwicklung von medizinischer Kosmetik und neuen Medikamenten zur Pflege und Behandlung von Haut- und Entzündungskrankheiten spezialisiert hat. Dem Unternehmen gelang es, Ameluz in Eigenregie zur Zulassung zu führen.

#### Anlagekriterien

##### Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen

Nach der erfolgreichen Markteinführung von Ameluz stiegen die Umsätze im ersten Halbjahr 2012 kräftig von 0,30 auf 2,09 Mio. Euro. Bei den Ausgaben für Forschung und Entwicklung stellte sich ein Rückgang von 0,76 auf 0,57 Mio. Euro ein. Dagegen erhöhten sich die administrativen Kosten im Zuge der Vorleistungen für die internationalen Markteinführungen deutlich auf 1,88 (Vj. 1,47) Mio. Euro.

Aus der vorzeitigen Kündigung der Wandelschuldverschreibung und der daraus resultierenden Auflösung des Agios erzielte Biofrontera einen Ertrag im Finanzergebnis von 0,82 Mio. Euro. In Summe verblieb damit ein nur leicht negatives Finanzergebnis von 0,06 Mio. Euro. Zum 30.6. wies die Gesellschaft somit unter dem Strich einen Fehlbetrag von 0,92 (-1,21) Mio. Euro aus, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von -0,07 (-0,11) Euro.

Wichtiger als diese Zahlen ist jedoch unseres Erachtens, dass Biofrontera in den vergangenen Monaten eine ganze Reihe weiterer Vertriebskooperationen abschließen konnte.

##### Neue Vertriebsvereinbarung für Großbritannien und Irland

Im Juli 2012 schloss die Biofrontera Pharma GmbH mit der Spirit Healthcare Ltd. eine exklusive Vereinbarung zum Vertrieb von Ameluz in Großbritannien und Irland. Die jetzt getroffene Vereinbarung besitzt zunächst einmal Gültigkeit bis zum Jahresende 2016. So lange kann Spirit Healthcare Ameluz auf den britischen Inseln exklusiv vermarkten. Danach sollen die finanziellen Konditionen des Deals neu ausgehandelt werden.

Spirit Healthcare ermöglicht den Einsatz einer hohen Außendienstkapazität für den Vertrieb. Einen Teil der dafür anfallenden Kosten trägt die Biofrontera AG. Zudem erhält Spirit Healthcare 20 Prozent der erwirtschafteten Nettoumsätze. Dieser Vertrag besitzt damit den Vorteil einer höheren Vertriebspräsenz, ohne die vollen Risiken und Kosten für den Aufbau einer eigenen Organisation alleine stemmen zu müssen. Aktuell ist die Markteinführung in Großbritannien für Ende 2012 vorgesehen.

##### Vertriebsabkommen jenseits der Alpen

Die nächste Vertriebsvereinbarung stellte sich bereits im August ein. Hier konnte Biofrontera mit der Pelpharma Handels GmbH ein exklusives Abkommen für den Vertrieb von Ameluz in Österreich abschließen. Bei Pelpharma handelt es sich um ein Pharmaunternehmen, das sich auf den Vertrieb von dermatologischen Produkten in Österreich spezialisiert hat.

Aufgrund der guten Kontakte von Pelpharma zu den Dermatologen sieht Biofrontera Vorteile bei der Ausweitung der photodynamischen Therapie mit Ameluz auf den Bereich der niedergelassenen Ärzte. Pelpharma wird Ameluz von Biofrontera zu 55 Prozent des von Pelpharma erzielten Nettopreises einkaufen. In den Kliniken soll die Einführung von Ameluz kurzfristig, im Bereich der niedergelassenen Ärzte im November 2012 erfolgen.

### **Vertriebsabkommen in Osteuropa unter Dach und Fach**

Ende September schloss Biofrontera mit der Pharmacenter Holding Ltd. eine exklusive Vertriebsvereinbarung von Ameluz für die Länder Ungarn, Tschechien und Slowakei. Pharmacenter hat ihren Hauptsitz zwar auf Zypern, verfügt aber bereits über Niederlassungen in den osteuropäischen Ländern. Ebenso wie Pelpharma wird Pharmacenter Ameluz von Biofrontera zu 55 Prozent des erzielten Nettopreises einkaufen. Allerdings müssen vor dem Vertriebsstart noch die Erstattungen und Preise mit den jeweiligen lokalen Gesundheitssystemen ausgehandelt werden.

Bereits Anfang September hat die Desitin Arzneimittel GmbH den Vertrieb von Ameluz in Norwegen, Dänemark und Schweden aufgenommen, nachdem die Genehmigung der Marktpreise durch die jeweiligen lokalen Behörden erfolgt war. Die entsprechende Vertriebsvereinbarung zwischen Biofrontera und Desitin war wie in unserem Research-Bericht vom 23.4. erläutert bereits im Februar 2012 abgeschlossen worden. Zur besseren Vermarktung wurden die Verpackungen in den jeweiligen Landessprachen hergestellt.

### **Erweiterung der Zulassung von Ameluz für weitere Indikationen und Regionen wird geprüft**

Die fortgesetzten erfreulichen Unternehmensmeldungen der letzten Monate haben unsere positive Einschätzung der Biofrontera AG bestätigt. Biofrontera ruht sich aber nicht auf den bisherigen Erfolgen aus. So wird derzeit die Erweiterung der Zulassung von Ameluz geprüft. In den Sondierungsgesprächen mit der europäischen Zulassungsbehörde wird sich herausstellen, welche Indikationen weiter verfolgt werden.

Nach Einschätzung des Vorstands sollten bereits mit einem überschaubaren klinischen Aufwand weitere Indikationen für Ameluz in die Zulassung geführt werden können. Daneben ist auch die Zulassung von Ameluz in den USA in Vorbereitung, wobei noch der genaue zeitliche Rahmen und die damit verbundenen Kosten abgesteckt werden müssen.

Eine stärkere Nachfrage erhofft sich Biofrontera auch durch die neue Apothekenbetriebsordnung. Hierin wird die Haftungssituation der Ärzte und Apotheker beim Einsatz von Rezepturen für die Photodynamische Therapie verschärft. In anderen europäischen Ländern ist der Einsatz von Rezepturen sogar verboten falls äquivalente Fertigarzneimittel, wie in diesem Fall Ameluz, am Markt verfügbar sind.

Durch die Zulassung und Markteinführung von Ameluz haben sich die Risiken für die Biofrontera-Aktie massiv reduziert. Die oben erwähnten Möglichkeiten bieten dem Unternehmen neben den schon abgeschlossenen Vertriebsabkommen noch weitere enorme Wachstumschancen.

### **Zulassung der Aktien zum regulierten Markt**

Ende August erhielt die Biofrontera AG die Zulassung zum Handel der Aktien im regulierten Markt Frankfurt. Bisher waren die Aktien bereits im regulierten Markt der Börse Düsseldorf gelistet. Aus der Zulassung in Frankfurt resultiert zwar keine Änderung der Berichtspflicht, die Gesellschaft erhofft sich aber eine steigende Aufmerksamkeit durch die Präsenz am wichtigsten deutschen Handelsplatz.

### **Prognosen für 2012 bleiben nahezu unverändert**

Nach dem Verlauf des ersten Halbjahres 2012 lassen wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr bis auf zwei minimale Anpassungen unverändert. Resultierend aus Umsätzen von Ameluz und Downpayments erwarten wir in 2012 weiterhin einen Umsatz in Höhe von 4,8 Mio. Euro. Allerdings führen die Verkaufsaktivitäten und Unterstützungen der Vertriebspartner zu deutlich höheren Vertriebskosten, die wir leicht nach oben angepasst haben. Ausgeglichen wird dieser Mehraufwand durch den positiven Effekt im Finanzergebnis, so dass wir im laufenden Jahr unverändert mit einem Verlust von 2,7 Mio. Euro rechnen.

In 2013 kalkulieren wir dann einen erneuten Umsatzsprung auf 7,6 Mio. Euro ein. Damit sollte sich Biofrontera dem ausgeglichenen Ergebnis bereits nähern. Spätestens ab 2014 sehen wir Biofrontera nachhaltig in den schwarzen Zahlen. Angesichts der startenden Vertriebsaktivitäten gestalten sich die Schätzungen noch schwierig.

Positiv hervorzuheben bleibt jedoch, dass Biofrontera den Durchbruch aus eigener Kraft geschafft hat und vor einer nachhaltig positiven Entwicklung steht.

### **Fazit**

Die von uns erwartete Konsolidierung nach dem steilen Kursanstieg vom Jahresanfang hat sich in den letzten Monaten fortgesetzt und fand erst bei Kursen unter 3 Euro ihren Boden. Inzwischen hat sich die Biofrontera-Aktie jedoch auf einem Kursniveau um die 4 Euro eingependelt und ist auf diesem Level nach unserer Einschätzung klar unterbewertet.

Vor dem Hintergrund der positiven Geschäftsentwicklung und der zahlreichen Abschlüsse in den vergangenen Monaten sehen wir den fairen Wert der Aktie aktuell unverändert bei 5 Euro, mittelfristig sehen wir Potenzial bis in den Bereich von 6 bis 7 Euro. Daher bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung für die Biofrontera-Aktie hiermit erneut.

## **Aktionärsstruktur**

Alstin GmbH	12,50%
Universal Investment Gesellschaft mbH	6,10%
Heidelberg Innovation BioScience Venture II GmbH & CoKG	6,00%
Prof. Dr. Hermann Lübbert	4,03%
Streubesitz	71,37%

## **Termine**

n.a.

## **Kontaktadresse**

Biofrontera AG  
Hemmelrather Weg 201  
51377 Leverkusen

Internet: <http://www.biofrontera.com>

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Werner Pehlemann

Tel.: +49 (0) 214 / 87632 – 0  
Fax: +49 (0) 214 / 87632 – 90

E-Mail: [press@biofrontera.com](mailto:press@biofrontera.com)

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Biofrontera AG</b>		2010		2011		2012e		2013e		2014e		2015e	
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.													
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>0,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>4,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>7,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>12,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>19,2</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr						832,0%		58,3%		64,5%		53,6%	
Herstellungskosten		0,2	31,9%	0,4	86,4%	0,6	12,5%	0,8	10,5%	1,0	8,0%	1,2	6,3%
Veränderung zum Vorjahr				160,2%		34,8%		33,3%		25,0%		20,0%	
<b>Rohertrag</b>		<b>0,2</b>	<b>57,9%</b>	<b>0,1</b>	<b>13,6%</b>	<b>4,2</b>	<b>87,5%</b>	<b>6,8</b>	<b>89,5%</b>	<b>11,5</b>	<b>92,0%</b>	<b>18,0</b>	<b>93,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr						5900,0%		61,9%		69,1%		56,5%	
Verwaltung, Vertrieb und Marketing		2,4	>200%	3,0	590,3%	3,9	81,3%	3,8	50,0%	4,3	34,4%	4,8	25,0%
Veränderung zum Vorjahr				25,6%		28,3%		-2,6%		13,2%		11,6%	
Forschungs- und Entwicklungskosten		3,9	>200%	1,4	>200%	0,5	10,4%	0,5	6,6%	0,8	6,4%	1,5	7,8%
Veränderung zum Vorjahr				-64,4%		-64,3%		0,0%		60,0%		87,5%	
Sonstige Erträge/Aufwendungen		0,1	24,6%	1,7	320,4%	-1,6	-33,3%	-2,0	-26,3%	-2,3	-18,4%	-2,7	-14,1%
<b>EBITDA (nachrichtlich)</b>		<b>-5,7</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-2,4</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-1,5</b>	<b>-31,3%</b>	<b>0,8</b>	<b>10,5%</b>	<b>4,4</b>	<b>34,8%</b>	<b>9,4</b>	<b>48,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr						-38,0%		-153,1%		446,2%		115,7%	
Info Abschreibungen		0,3	73,9%	0,3	58,3%	0,3	6,3%	0,3	3,9%	0,3	2,0%	0,4	2,0%
Veränderung zum Vorjahr						0,0%		-1,2%		-15,7%		53,6%	
<b>EBIT</b>		<b>-6,0</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-2,7</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-1,8</b>	<b>-37,5%</b>	<b>0,5</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,1</b>	<b>32,8%</b>	<b>9,0</b>	<b>46,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr						-33,8%		-127,8%		720,0%		119,5%	
Finanzergebnis		-1,6	-403,9%	-1,9	-372,8%	-0,9	-18,8%	-1,0	-13,2%	0,8	6,4%	0,8	4,2%
Veränderung zum Vorjahr						-53,1%		11,1%		-180,0%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>		<b>-7,7</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-4,6</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-2,7</b>	<b>-56,3%</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6%</b>	<b>4,9</b>	<b>39,2%</b>	<b>9,8</b>	<b>51,0%</b>
Steuerquote						0,0%		0,0%		9,6%		10,8%	
Ertragssteuern		0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,5	3,7%	1,1	5,5%
Veränderung zum Vorjahr												125,6%	
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>-7,7</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-4,6</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-2,7</b>	<b>-56,3%</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6%</b>	<b>4,4</b>	<b>35,5%</b>	<b>8,7</b>	<b>45,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr						-41,8%		-81,5%		-986,4%		97,3%	
Saldo Bereinigungsposition		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>		<b>-7,7</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-4,6</b>	<b>&gt;-200%</b>	<b>-2,7</b>	<b>-56,3%</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6%</b>	<b>4,4</b>	<b>35,5%</b>	<b>8,7</b>	<b>45,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr						-41,8%		-81,5%		-986,4%		97,3%	
Anzahl der Aktien		8,970		10,840		16,143		16,143		16,143		16,143	
<b>Gewinn je Aktie</b>		<b>-0,85</b>		<b>-0,43</b>		<b>-0,17</b>		<b>-0,03</b>		<b>0,27</b>		<b>0,54</b>	

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

## Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
25.06.2011	3,65 €	Kaufen	5,00 €
23.04.2012	4,31 €	Halten	5,00 €
02.09.2011	2,55 €	Kaufen	3,92 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,3%	65,2%
Halten	42,9%	34,8%
Verkaufen	2,9%	0,0%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Biofrontera AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.