GBC Research Update

Bio-Gate AG



biogate

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Bio-Gate AG[*5a,7,11]

Operative Erholung ab 2027 erwartet, Kostensenkungen schaffen Basis für Ergebnisverbesserung

Branche: Medizintechnik
Fokus: Technologie für Gesundheit und Hygiene
Gründung: 02.12.2005
Mitarbeiter: Ø 48 (30.06.2026)
Firmensitz: Nürnberg
Vorstand: Marc Lloret-Grau, Thomas Konradt, Christoph Jergens

Die Bio-Gate AG entwickelt und vermarktet innovative antimikrobielle Technologien und kundenspezifische Lösungen für die Humanmedizin, Veterinärmedizin sowie Konsum- und Industrieanwendungen. Die Technologieplattformen MicroSilver BG und HyProtect ermöglichen die Funktionalisierung von Materialien, Produkten und Oberflächen. Zu den Anwendungsfeldern zählen dermatologische Pflegeprodukte, Wundpflege, Tierpflege und die Beschichtung medizinischer Implantate. Bio-Gate verbindet eigene Entwicklung und Fertigung mit internationalen Vertriebskooperationen. Die Tochtergesellschaft VetInnovations vertreibt dermatologische Tierpflegeprodukte an Tierärzte und Veterinärkliniken. Über QualityLabs bietet der Konzern spezialisierte mikrobiologische Prüfleistungen für antimikrobielle und antivirale Produkteigenschaften an. Klinische Entwicklungsprojekte mit internationalen Implantatherstellern sollen die Grundlage für eine künftig breitere kommerzielle Nutzung der HyProtect-Technologie in der Humanmedizin schaffen.

in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatz	7,05	7,40	6,20	7,20	9,00
EBITDA	-1,30	-0,90	-1,10	-0,25	0,49
EBIT	-1,61	-1,13	-1,45	-0,52	0,19
Nettoergebnis	-1,62	-1,16	-1,55	-0,62	0,06
EPS	-0,18	-0,11	-0,63	-0,25	0,02
Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,80	0,76	0,91	0,78	0,62
EV/EBITDA	-4,31	-6,27	-5,10	-22,46	11,46
EV/EBIT	-3,49	-4,97	-3,87	-10,80	29,55
KGV	-3,51	-4,89	-3,67	-9,11	94,88
KBV H1 26		9,30			

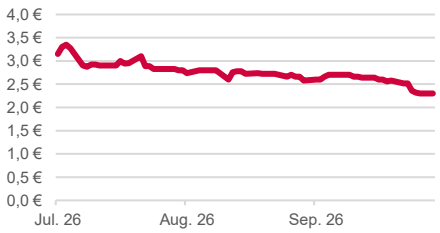
EPS bis einschließlich H1 2026 vor Aktienzusammenlegung (5:1), nicht angepasst.

Investment Case

- **Differenzierte Technologiebasis:** Mit MicroSilver BG und HyProtect verfügt Bio-Gate über proprietäre antimikrobielle Technologien für vielfältige Anwendungen in Humanmedizin, Veterinärmedizin, Pflege und Industrie. Die Plattformen lassen sich für unterschiedliche Kundenbedürfnisse weiterentwickeln.
- **Breite Wachstumsbasis:** Etablierte Pflegeprodukte, internationale Vertriebspartnerschaften und mikrobiologische Labordienstleistungen eröffnen unterschiedliche Wachstumsmöglichkeiten und erleichtern den Zugang zu weiteren Kunden und Märkten. Für die HyProtect-Implantatbeschichtung ist die Production Readiness bereits gegeben, in der Veterinärmedizin wird sie seit vielen Jahren praktiziert. Neue Produktentwicklungen können die Kundenbindung stärken und eine Erweiterung des Sortiments ermöglichen.
- **Operatives Verbesserungspotenzial:** Eine höhere Auslastung, zunehmende Eigenfertigung und effizientere Prozesse können die Ertragskraft stärken. Die bestehende Infrastruktur bietet eine Grundlage, um zusätzliche Umsätze mit unterproportional steigenden Kosten zu realisieren.
- **Langfristige Chancen in der Medizintechnik:** Antimikrobielle Implantatbeschichtungen adressieren den Bedarf an wirksamer Infektionsprävention. Erfolgreiche klinische Entwicklung und Zulassung könnten wiederkehrende Serienbeschichtungsumsätze ermöglichen und das Geschäftsmodell langfristig erweitern.

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 13,65 € (bisher: 17,00 €)

Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 02.11.26 13:17	2,32 €
ISIN	DE000BGAG0J3
WKN	BGAG0J
Aktienzahl (in Mio.)	2,45
MCap (in Mio. €)	5,69
Enterprise Value (in Mio. €)	5,61
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur (Stand: 30.09.2026)

Syntos Beteiligungs GmbH	30,0 %
EIFFEL Investment Group	6,3 %
Karl Richter/RFH Ltd.	17,0 %
Gründer/Management	3,0 %
Donau Invest	16,0 %
Streubesitz	27,7 %

Finanztermine

23. - 25.11.2026 Eigenkapitalforum

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.07.2026: RS / 3,40* / KAUFEN
11.11.2025: RS / 3,40* / KAUFEN
19.05.2025: RS / 3,40* / KAUFEN
14.03.2025: RS / 3,40* / KAUFEN
21.10.2024: RS / 3,70* / KAUFEN
26.06.2024: RS / 4,00* / KAUFEN
oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden
**vor der Aktienzusammenlegung*

Fertigstellung: 02.11.2026 (14:50 Uhr)
Erste Weitergabe: 02.11.2026 (15:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.21

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Bio-Gate AG verzeichnete im ersten Halbjahr 2026 einen Umsatzrückgang um 17,7 % auf 2,83 Mio. € (VJ: 3,44 Mio. €). Ausschlaggebend waren geringere Abrufmengen im Bereich Dermakosmetik und Wundpflege infolge von Portfolioanpassungen und organisatorischen Veränderungen bei Großkunden. Dagegen entwickelten sich Veterinärprodukte und Messdienstleistungen weiterhin positiv. In der Medizintechnik belasteten zeitliche Verschiebungen bei der Abrechnung von Projektmeilensteinen die ausgewiesenen Erlöse.

- Das EBITDA verschlechterte sich auf -0,81 Mio. € (VJ: -0,72 Mio. €), während das EBIT bei -0,93 Mio. € lag (VJ: -0,84 Mio. €). Niedrigere Material- und Personalaufwendungen begrenzten die Auswirkungen des Umsatzrückgangs. Zusätzlich stützten Bestandsveränderungen und aktivierte Eigenleistungen den Ergebnisvergleich. Die Reorganisation sollte die Kostenbasis nachhaltig entlasten, ihre stärkere Wirkung erwarten wir jedoch erst ab 2027. Im laufenden Geschäftsjahr begrenzen unter anderem Abfindungen und fortbestehende Zahlungsverpflichtungen die kurzfristigen Einsparungen.

- Die Finanzierungsbasis wurde nach dem Bilanzstichtag durch zwei Kapitalerhöhungen mit einem gesamten Bruttoerlös von 1,16 Mio. € gestärkt. Nach der Aktienzusammenlegung im Verhältnis 5:1 und der Ausgabe neuer Aktien beträgt die Aktienzahl 2.453.738. Die Mittelzuflüsse erweitern den finanziellen Spielraum für das laufende Geschäft und weitere Investitionen. Angesichts der weiterhin negativen operativen Cashflows bleiben eine bessere Auslastung und die Begrenzung der Kapitalbindung wesentlich.

- Auf Grundlage der Halbjahresentwicklung und der reduzierten Unternehmensguidance senken wir unsere Umsatzprognosen für 2026 bis 2028 von bislang 7,40 Mio. €, 8,00 Mio. € und 9,30 Mio. € auf 6,20 Mio. €, 7,20 Mio. € und 9,00 Mio. €. Ab 2027 erwarten wir eine Erholung der Kundenabrufe und zusätzliche Wachstumsimpulse aus neuen Produkten, insbesondere dem angekündigten Medizinprodukt zur Narbenbehandlung. Zusätzlich könnte eine ab 2027 greifende EU-Neuregelung von Silberzusätzen in Kosmetikprodukten die Nachfrage nach MicroSilver BG stützen. Das Veterinärgeschäft und die Messdienstleistungen bilden weitere Wachstumstreiber. Die HyProtect-Projekte eröffnen längerfristiges Potenzial: In der HIPrevision-Studie zu HyProtect-beschichteten Hüft-Revisionsimplantaten startete im Juni 2026 der Hauptteil (Part B) mit über 200 Patienten, der Abschluss ist für 2028 vorgesehen. Wesentliche Serienumsätze aus einem breiten Marktstart von Humanimplantaten sind bis 2028 nicht Bestandteil unserer Planung.

- Für 2026 prognostizieren wir ein EBITDA von -1,10 Mio. € und ein Konzernergebnis von -1,55 Mio. €. Mit steigenden Umsätzen und einer effizienteren Kostenstruktur erwarten wir 2027 eine Verbesserung des EBITDA auf -0,25 Mio. €. Für 2028 rechnen wir mit einem positiven EBITDA von 0,49 Mio. €, einem EBIT von 0,19 Mio. € und einem kleinen Konzerngewinn von 0,06 Mio. €. Das Erreichen der Gewinnschwelle setzt die operative Erholung und die nachhaltige Umsetzung der Effizienzmaßnahmen voraus.

- **Auf Basis unseres DCF-Modells reduzieren wir das Kursziel aufgrund der niedrigeren Prognosen und des höheren risikofreien Zinssatzes auf 13,65 € je Aktie. Das bisherige Kursziel von 3,40 € entspricht nach der Aktienzusammenlegung einem Vergleichswert von 17,00 €. Angesichts des weiterhin hohen Kurspotenzials bestätigen wir das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 3
Produktportfolio nach Segmenten 5
Geschäftsentwicklung im H1 2026 8
Umsatzentwicklung 8
Ergebnisentwicklung 10
Bilanz- und Finanzlage 11
Kapitalmaßnahmen nach dem Bilanzstichtag stärken die Finanzierungsbasis 12
Prognose und Modellannahmen 13
Umsatzprognose 13
Ergebnisprognose 14
Bewertung 16
DCF-Modell 17
Anhang 18

PRODUKTPORTFOLIO NACH SEGMENTEN

Die Bio-Gate AG verfügt über ein breit einsetzbares Produkt- und Technologieportfolio, das sich auf die Geschäftsfelder Medizintechnik, Industrie und Hygiene, Dermakosmetik und Wundpflege, Messdienstleistungen sowie Veterinär verteilt. Im Mittelpunkt stehen die Technologieplattformen HyProtect™, MicroSilver BG™ und IMC sowie die mikrobiologischen Testdienstleistungen der Tochtergesellschaft QualityLabs BT GmbH. Bio-Gate bietet dabei weniger klassische Einzelprodukte unter eigener Endkundenmarke an, sondern vor allem technologische Lösungen, Produktentwicklungen und Veredelungen für Partner, Kunden und Vertriebskanäle.



Medizintechnik

Im Geschäftsfeld Medizintechnik steht die HyProtect™-Technologie im Mittelpunkt. Dabei handelt es sich um eine antimikrobielle Beschichtung für Implantate, die das Risiko implantatassoziierter Infektionen reduzieren soll. Die Technologie wird insbesondere bei orthopädischen Implantaten eingesetzt. Konkrete Anwendungsbeispiele sind HyProtect™-beschichtete Hüft-Revisionsimplantate, Knie-Revisionsimplantate sowie perspektivisch auch Primärimplantate. Zusätzlich kann die Technologie auch bei veterinärmedizinischen Implantaten eingesetzt werden.

In der Human-Medizintechnik arbeitet Bio-Gate mit mehreren Implantatherstellern zusammen. Besonders weit fortgeschritten ist ein Projekt im Bereich Hüft-Revisionsimplantate. In der multizentrischen, randomisierten HIPrevision-Studie zur CE-Zulassung von HyProtect™-beschichteten Hüft-Revisionsimplantaten wurde der Pilotteil (Part A) erfolgreich abgeschlossen. Im Juni 2026 startete der Hauptteil (Part B), in den über 200 weitere Patienten an zehn Studienzentren in Deutschland, Polen und Spanien eingeschlossen werden sollen. Primärer Endpunkt ist die Infektionsrate zwölf Monate nach der Revisionsoperation, der Abschluss der Studie ist für 2028 vorgesehen. Nach erfolgreicher Zulassung könnte Bio-Gate die Serienbeschichtung übernehmen und neben Beschichtungsumsätzen auch Lizenzerlöse erzielen. Die Production Readiness für die HyProtect™-Implantatbeschichtung ist bereits gegeben.

Ergänzend liegen erste vergleichende klinische Daten aus der Unfallchirurgie vor. Eine im September 2026 veröffentlichte, unabhängig von Bio-Gate durchgeführte prospektive Kohortenstudie (Mueller et al., Injury 2026) untersuchte infizierte, nicht verheilte Oberschenkelschaftfrakturen. Bei den mit HyProtect™-beschichteten Platten behandelten Patienten (n = 8) lag die Behandlungserfolgsquote nach zwölf Monaten bei 100 % gegenüber 61,3 % in der historischen Kontrollgruppe mit unbeschichteten Implantaten (n = 62), obwohl die beschichtete Gruppe einen höheren Anteil komplexer Frakturen und schwer behandelbarer Erreger aufwies. Aufgrund der geringen Fallzahl ist die Aussagekraft begrenzt, die Ergebnisse stützen aus unserer Sicht jedoch das klinische Potenzial der Technologie. Damit besitzt das Geschäftsfeld Medizintechnik aus unserer Sicht das größte mittelfristige Skalierungspotenzial innerhalb des Konzerns.

Industrie und Hygiene

Im Geschäftsfeld Industrie und Hygiene bietet Bio-Gate kundenindividuelle Lösungen zur antimikrobiellen Funktionalisierung von Materialien und Oberflächen an. Ein konkretes Produktbeispiel sind MicroSilver-basierte Additive, mit denen Kunststoffe antimikrobiell ausgestattet werden können. Solche Lösungen können unter anderem in technischen Kunststoffen, Konsumgütern, hygienerelevanten Oberflächen, medizintechnischen Geräten oder industriellen Beschichtungen eingesetzt werden.

Ein weiterer Technologiebaustein ist die IMC-Plattform. Mit IMC lassen sich Oberflächen und Oberflächeneigenschaften gezielt verändern. Konkrete Anwendungsbeispiele sind antimikrobielle Beschichtungen, funktionale Oberflächenmodifikationen sowie kratzfeste Beschichtungen. Auch Beschichtungen für die Herstellung medizintechnischer Geräte sind mögliche Anwendungsfelder. Kurzfristig bleibt das Geschäftsfeld noch ein kleinerer Umsatzträger. Strategisch ist es jedoch relevant, da Bio-Gate hier bestehende Basistechnologien auf zusätzliche industrielle Anwendungen übertragen kann.

Dermakosmetik und Wundpflege

Im Geschäftsfeld Dermakosmetik und Wundpflege setzt Bio-Gate vor allem auf die Technologieplattform MicroSilver BG™. Auf dieser Basis werden medizinische und dermokosmetische Pflegeprodukte veredelt. Konkrete Produktbeispiele sind medizinische Hautpflegeprodukte, dermokosmetische Pflegeprodukte für Problemhaut sowie antimikrobiell ausgerichtete Consumer-Healthcare-Produkte. Ergänzend umfasst das Portfolio CBD-basierte Pflegeprodukte für den Vertrieb über Apotheken.



Ein besonders konkreter Produkthebel ist das Dry Wound Spray with MicroSilver BG. Dieses trockene Wundspray adressiert chronische bzw. nicht heilende Wunden, großflächige Wunden, Brandwunden sowie infektionsgefährdete Wunden. Nach Unternehmensangaben wurde die Wirksamkeit in klinischen Studien mit Key Opinion Leaders untersucht. Ein lizenziertes Wundspray wird bereits in Europa, unter anderem in DACH, Frankreich, Italien und den Niederlanden, an professionelle Anwender und Krankenhäuser vertrieben. Im Humanbereich strebt Bio-Gate eine regulatorische Erweiterung bzw. Zulassung als Medizinprodukt an. Bei erfolgreicher Kommerzialisierung könnte das Wundspray das Profil des Geschäftsfelds Dermakosmetik und Wundpflege mittelfristig deutlich stärken.

Veterinär

Im Geschäftsfeld Veterinär entwickelt Bio-Gate dermatologische Produkte für den Heim- und Nutztiermarkt. Das Unternehmen agiert hier als Systemanbieter und begleitet Produkte von der Konzeption über Entwicklung und Formulierung bis hin zum fertigen Produkt. Die Produkte basieren vor allem auf MicroSilver BG™ und werden über Partner in Europa, Nordamerika und Asien angeboten. Konkrete Produktbeispiele sind dermatologische Tierpflegeprodukte, Pflegeprodukte für Heim- und Nutztiere sowie antimikrobielle Wundpflegeprodukte.



Ein wichtiges Produkt ist auch das Dry Wound Spray with MicroSilver BG. Bio-Gate vertreibt das trockene Wundspray bereits für mehrere Kunden im Veterinärmarkt, unter anderem in Deutschland, den USA und Mexiko. Zusätzlich ist das VetInnovations/Vulnus-System relevant, das im Rahmen eines ganzheitlichen veterinärmedizinischen Hygienemanagements eingesetzt werden kann. Dieses Konzept umfasst Prävention über MicroSilver-BG™-Imprägnierung von Oberflächen, Schutzmaßnahmen zur Unterbrechung von Übertragungsketten, Intervention bei Wunden über das VetInnovations/Vulnus-System sowie Monitoring durch Abklatsch-, Nasen- und Wundabstriche.



Neben klassischen Pflegeprodukten bietet Bio-Gate hier damit auch konkrete antimikrobielle Wundversorgungs- und Hygienelösungen an, die auf den steigenden Bedarf an antibiotikareduzierenden Anwendungen im Tiergesundheitsmarkt ausgerichtet sind.

Messdienstleistungen

Das Geschäftsfeld Messdienstleistungen wird über die Tochtergesellschaft QualityLabs BT GmbH abgedeckt. QualityLabs betreibt ein nach DIN EN ISO/IEC 17025 von der Deutschen Akkreditierungsstelle GmbH akkreditiertes mikrobiologisches Testlabor. Angeboten werden kunden- und produktspezifische Prüfungen mit Fokus auf antimikrobielle und antivirale Eigenschaften.

Konkrete Beispiele sind Wirksamkeitstests für antimikrobielle Oberflächen, mikrobiologische Prüfungen von Pflege- und Wundpflegeprodukten, antivirale Testverfahren sowie produktbezogene Validierungen für Kundenprojekte. QualityLabs ist damit sowohl ein eigenständiger Umsatzträger als auch ein strategischer Unterstützungsbereich für die übrigen Geschäftsfelder. Die Testdienstleistungen erhöhen die technologische Glaubwürdigkeit der Bio-Gate-Plattform und unterstützen die Entwicklung sowie Vermarktung neuer Produkte.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG IM H1 2026

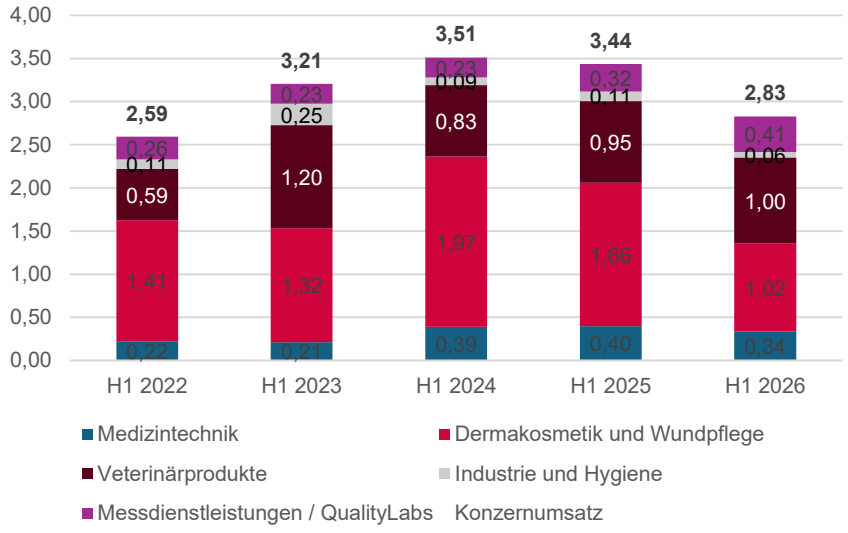
GuV in Mio. €	H1 2022	H1 2023	H1 2024	H1 2025	H1 2026
Umsatzerlöse	2,59	3,21	3,51	3,44	2,83
EBITDA	-0,94	-0,56	-0,96	-0,72	-0,81
EBITDA-Marge	*-36,5%*	*-17,4%*	*-27,3%*	*-21,0%*	*-28,8%*
EBIT	-1,06	-0,69	-1,07	-0,84	-0,93
EBIT-Marge	*-40,7%*	*-21,6%*	*-30,5%*	*-24,4%*	*-32,8%*
Netto-Ergebnis	-1,06	-0,70	-1,08	-0,84	-0,99
EPS in €	-0,14	-0,08	-0,12	-0,09	-0,10

Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 2026 erzielte Bio-Gate Umsatzerlöse von 2,83 Mio. € nach 3,44 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Der Rückgang um 17,7 % beziehungsweise rund 0,61 Mio. € steht einer Umsatzsteigerung von 4,9 % im Gesamtjahr 2025 gegenüber. Die im Vorjahr erreichte Stabilisierung setzte sich damit zunächst nicht fort. Die Geschäftsfelder entwickelten sich allerdings sehr unterschiedlich.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Im Bereich Dermakosmetik und Wundpflege gingen die Erlöse von 1,66 Mio. € auf 1,02 Mio. € zurück. Die absolute Umsatzeinbuße von 0,64 Mio. € überstieg damit den Rückgang des Konzernumsatzes. Wesentlich hierfür waren Portfolioanpassungen nach der Übernahme eines größeren Kunden, in deren Folge einzelne von Bio-Gate entwickelte Produkte nicht weitergeführt wurden. Weitere organisatorische Veränderungen bei Großkunden im Human- und Tierpflegegeschäft belasteten die Abrufmengen zusätzlich. Für 2027 erwartet das Management eine wieder positive Entwicklung der betroffenen Kundenbeziehungen. Die Erholung soll sowohl durch bestehende Produkte als auch durch neue Markteinführungen getragen werden. Hierzu zählt ein von Bio-Gate entwickeltes und hergestelltes Medizinprodukt zur Narbenbehandlung, dessen erste Auslieferungen Anfang 2027 erwartet werden. Darüber hinaus arbeitet Bio-Gate an weiteren neuen Produkten. Einen zusätzlichen Nachfrageimpuls könnte eine ab 2027 greifende EU-Verordnung

liefern, die Silberzusätze in Kosmetikprodukten neu regelt. Nach Unternehmensangaben sind andere Silbervarianten, etwa Silbersalze und -mineralien, dann als Zusatzstoffe in Kosmetikprodukten nicht mehr zulässig, während das von Bio-Gate produzierte und vertriebene Mikrosilber weiterhin eingesetzt werden kann. Dies könnte die Wettbewerbsposition von Bio-Gates MicroSilver BG™ im Bereich Dermakosmetik stärken, sowohl bei bestehenden Produkten und Kundenbeziehungen als auch bei neuen Produktentwicklungen und in der Rohstoffbelieferung.

Die Veterinärprodukte entwickelten sich trotz Belastungen bei einzelnen Kunden positiv. Der Umsatz stieg um 5,4 % von 0,95 Mio. € auf 1,00 Mio. € und erreichte damit nahezu den Umsatzbeitrag der Dermakosmetik. Die internationale Vertriebsstruktur über Partner in Europa, Nordamerika und Asien ermöglicht es Bio-Gate, schwächere Abrufe einzelner Abnehmer teilweise auszugleichen. VetInnovations ergänzt diese Struktur durch den Zugang zu Tierärzten und Veterinärkliniken. Das Wachstum blieb jedoch deutlich unter dem Anstieg von 44,2 % im Gesamtjahr 2025. Neben Veränderungen bei Kunden beeinflusste die hohe Vergleichsbasis aus erhöhten Auslieferungen nach Nordamerika im ersten Quartal 2025 die Entwicklung. Die geringere Wachstumsrate ist daher nicht unmittelbar mit einer Abschwächung der Nachfrage gleichzusetzen. Zusätzliche Chancen bieten Systemlösungen zur Keimprävention in Tierkliniken, die antimikrobielle Oberflächenbehandlung, Tierpflegeprodukte und begleitende Messdienstleistungen verbinden. Erste Aufträge liegen nach Unternehmensangaben bereits vor.

Die Messdienstleistungen der QualityLabs BT GmbH steigerten ihren Umsatz von 0,32 Mio. € auf 0,41 Mio. €. Mit einem Wachstum von 29,7 % war dies das dynamischste Geschäftsfeld des ersten Halbjahres. Die in den Vorjahren erweiterten Laborkapazitäten ermöglichten zusätzliche Prüfaufträge. QualityLabs untersucht insbesondere antimikrobielle und antivirale Eigenschaften von Produkten und unterstützt dadurch sowohl externe Kunden als auch die Technologieentwicklung innerhalb der Gruppe. Der Umsatzanteil erhöhte sich von 9,2 % auf 14,5 %. Damit gewinnt ein Geschäft an Gewicht, dessen Wachstum weniger unmittelbar von der Vermarktung einzelner Pflegeprodukte abhängt.

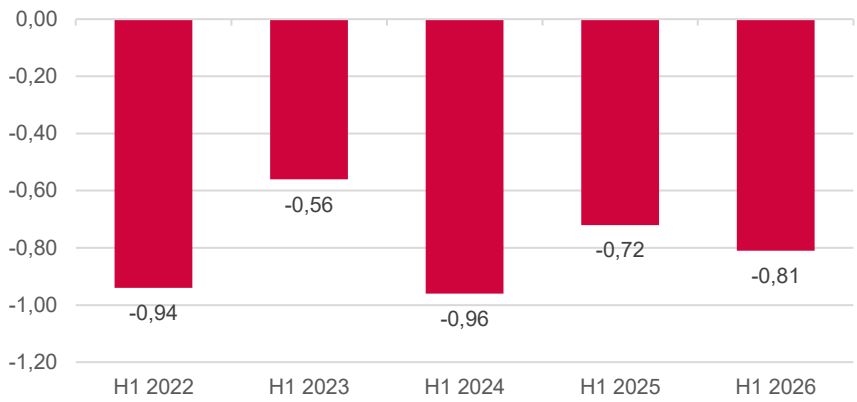
In der Medizintechnik sanken die Umsätze um 15,4 % auf 0,34 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €). Das Geschäftsfeld umfasst sowohl Entwicklungs- und Beschichtungsleistungen für Humanimplantate als auch die bereits laufende Beschichtung veterinärmedizinischer Implantate. Der Umsatzrückgang ist insbesondere im Zusammenhang mit zeitlichen Verschiebungen projektbezogener Meilensteine zu betrachten und lässt für sich genommen keinen Rückschluss auf eine schwächere Entwicklung des laufenden Beschichtungsgeschäfts zu. Verspätete Teillieferungen eines Projektpartners verzögerten den Abschluss und die Abrechnung von Meilensteinen. Damit können die ausgewiesenen Erlöse trotz fortlaufender Entwicklungsarbeiten zwischen den Berichtsperioden schwanken. Für die weitere Umsatzentwicklung sind sowohl zusätzliche Beschichtungsaufträge als auch die Realisierung der vorgesehenen Projektabschnitte entscheidend. Aus dem geringeren Halbjahresumsatz lässt sich daher keine unmittelbare Verschlechterung des klinischen Projektfortschritts ableiten.

Industrie und Hygiene blieb mit einem Umsatz von 0,06 Mio. € ein kleiner Geschäftsbereich. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Rückgang von 42,9 % (VJ: 0,11 Mio. €). Längere Entscheidungsprozesse bei Herstellern und der projektbezogene Charakter der Aufträge führen weiterhin zu schwankenden Beiträgen. Für die kurzfristige Konzernentwicklung sind dagegen die Stabilisierung der Dermakosmetik sowie die weitere Entwicklung von Veterinärprodukten und QualityLabs wesentlich wichtiger.

Ergebnisentwicklung

Die Ertragslage verschlechterte sich im ersten Halbjahr 2026, allerdings deutlich weniger stark als die Umsätze. Das berichtete EBITDA lag bei -0,81 Mio. € nach -0,72 Mio. €. Gleichwohl führte der rückläufige Umsatz zu einer schwächeren Deckung der bestehenden Kostenbasis.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Der Materialaufwand sank um 21,6 % auf 1,08 Mio. € und damit stärker als der Umsatz. Die Materialaufwandsquote reduzierte sich entsprechend von 40,2 % auf 38,3 %. Neben Verbesserungen im Einkauf und in der Produktion dürfte der veränderte Umsatzmix zu dieser Entlastung beigetragen haben.

Der Personalaufwand verringerte sich um 5,0 % auf 1,48 Mio. €. Aufgrund des stärkeren Umsatzrückgangs erhöhte sich die Personalaufwandsquote dennoch von 45,4 % auf 52,4 %. Durch die Reorganisation und die Bündelung von Aufgaben wurde die strukturelle Kostenbasis nach Angaben des Managements bereits deutlich gesenkt. Für 2027 wird gegenüber 2025 eine jährliche Personalkostenentlastung von rund 400 T€ erwartet. Im laufenden Geschäftsjahr begrenzen insbesondere Abfindungen und fortbestehende Zahlungsverpflichtungen während der unterjährigen Umsetzung die Ergebniswirkung. Die Einsparungen dürften daher erst ab 2027 stärker sichtbar werden und die Ertragslage bei einer Erholung der Umsätze entsprechend unterstützen.

Insgesamt erhöhte sich der Konzernverlust nach Minderheiten um 18,2 % auf 0,99 Mio. € nach 0,84 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

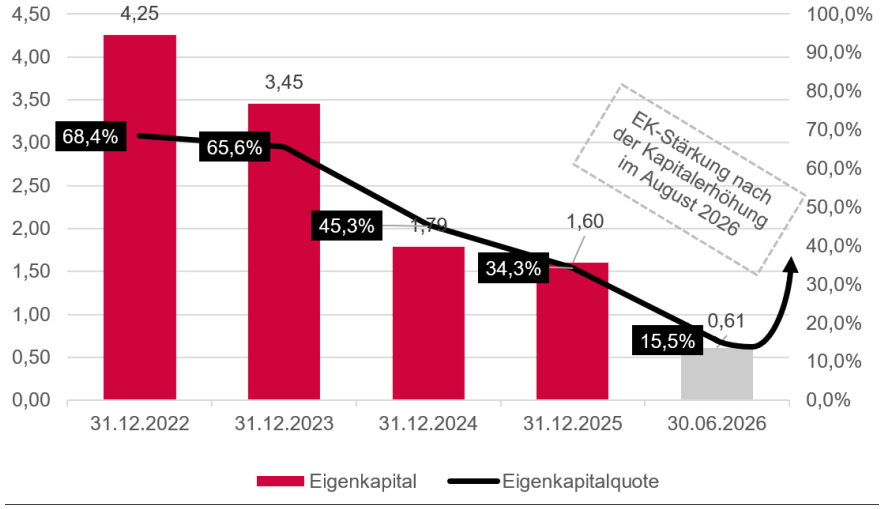
BILANZ- UND FINANZLAGE

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	30.06.2026
Eigenkapital	4,25	3,45	1,79	1,60	0,61
EK-Quote (in%)	68,4%	65,6%	45,3%	*34,3%*	15,5%
Operatives Anlagevermögen	2,01	1,89	1,70	1,87	1,86
Working Capital	1,69	1,09	1,17	0,84	1,14
Liquide Mittel	1,61	1,33	0,30	0,70	0,08
Operativer Cashflow	-2,16	-0,98	-1,22	-1,01	-0,66
Investitions-Cashflow	-0,42	-0,09	-0,11	-0,41	-0,09
Finanzierungs-Cashflow	2,22	0,79	0,29	1,77	0,18

Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Das Eigenkapital reduzierte sich zum 30. Juni 2026 von 1,60 Mio. € zum 31.12.2025 auf 0,61 Mio. €. Der Rückgang um rund 0,99 Mio. € entspricht im Wesentlichen dem Periodenfehlbetrag. Die Eigenkapitalquote sank von 34,3 % auf 15,5 %. Damit verfügte Bio-Gate zum Halbjahresstichtag über einen deutlich geringeren bilanziellen Puffer für weitere operative Verluste. Die nach dem Stichtag erfolgten Kapitalmaßnahmen sind jedoch in dieser Bilanz noch nicht enthalten.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Die Bilanzsumme verringerte sich zum 30. Juni 2026 um 15,2 % auf 3,95 Mio. € (31.12.2025: 4,66 Mio. €). Das Anlagevermögen blieb mit 1,86 Mio. € nahezu unverändert (31.12.2025: 1,87 Mio. €).

Die Vorräte erhöhten sich um 26,0 % auf 1,25 Mio. € (31.12.2025: 0,99 Mio. €), insbesondere durch höhere Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffbestände. Trotz eines Rückgangs der Kundenforderungen auf 0,35 Mio. € (31.12.2025: 0,47 Mio. €) stieg das operative Working Capital von rund 0,84 Mio. € zum Jahresende auf 1,14 Mio. €. Damit nahm die Kapitalbindung bei gleichzeitig rückläufigem Umsatz zu.

Die liquiden Mittel sanken auf 0,08 Mio. € (31.12.2025: 0,70 Mio. €), während die Verbindlichkeiten auf 3,03 Mio. € stiegen (31.12.2025: 2,73 Mio. €). Gesellschafterfinanzierungen und Wandelanleihen bleiben wesentliche Bestandteile der

Finanzierungsstruktur. Der operative Cashflow betrug im ersten Halbjahr -0,66 Mio. €. Einschließlich Investitionen belief sich der Mittelabfluss auf rund 0,76 Mio. € und wurde durch den Finanzierungscashflow von 0,18 Mio. € nur teilweise ausgeglichen.

Kapitalmaßnahmen nach dem Bilanzstichtag stärken die Finanzierungsbasis

Nach dem 30. Juni 2026 setzte Bio-Gate die von der Hauptversammlung beschlossene Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung der Aktien im Verhältnis 5:1 um. Je fünf bisherige Aktien wurden zu einer Aktie zusammengeführt; das Grundkapital verringerte sich auf 2,04 Mio. €. Die Maßnahme dient der bilanziellen Verlustbereinigung und führt selbst zu keinem Liquiditätszufluss. Seit dem 28. Juli 2026 werden die Aktien unter der neuen ISIN DE000BGAG0J3 gehandelt, welche die bisherige ISIN DE000BGAG981 ersetzt. Die neue WKN lautet BGAG0J.

Im August 2026 schloss Bio-Gate anschließend zwei Kapitalerhöhungen ab. Im Rahmen einer Privatplatzierung unter Ausschluss des Bezugsrechts wurden 171.429 neue Aktien zu jeweils 2,80 € ausgegeben und rund 0,48 Mio. € brutto eingeworben. Weitere 243.571 Aktien wurden über eine Bezugsrechtsemission zum gleichen Preis platziert, wodurch rund 0,68 Mio. € brutto zuflossen. Insgesamt betrug der Bruttoemissionserlös 1,16 Mio. €. Das Grundkapital erhöhte sich dadurch auf 2.453.738 €, verteilt auf ebenso viele Aktien.

Die Kapitalerhöhungen stärken Eigenkapital und Liquidität und erweitern den Spielraum für Investitionen sowie die Finanzierung des laufenden Geschäfts. Ausgehend vom Eigenkapital zum Halbjahresende ergibt sich rein rechnerisch ein Wert von rund 1,77 Mio. € vor Emissionskosten und weiteren Ergebnisveränderungen. Dieser Betrag stellt jedoch keinen aktuellen Eigenkapitalstand dar. Für eine nachhaltige Stabilisierung bleiben die erwartete operative Erholung, die Wirkung der Kostensenkungen und eine Begrenzung der Kapitalbindung entscheidend.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

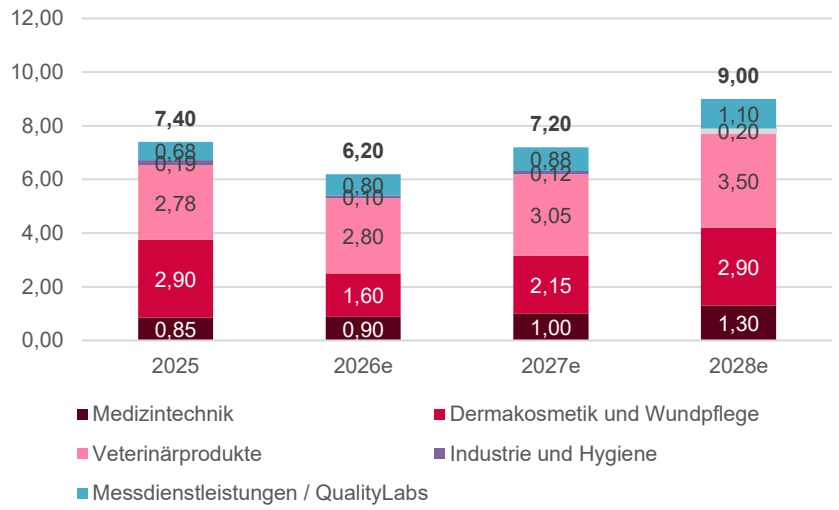
GuV (in Mio. €)	GJ 2025	GJ 26e alt	GJ 26e neu	GJ 27e alt	GJ 27e neu	GJ 28e alt	GJ 28e neu
Umsatzerlöse	7,40	7,40	6,20	8,00	7,20	9,30	9,00
EBITDA	-0,90	-0,30	-1,10	-0,20	-0,25	0,35	0,49
EBITDA-Marge	-12,1%	*-4,1%*	*-17,7%*	*-2,5%*	*-3,5%*	*3,8%*	*5,4%*
EBIT	-1,13	-0,60	-1,45	-0,40	-0,52	0,10	0,19
EBIT-Marge	-15,3%	*-8,1%*	*-23,4%*	*-5,0%*	*-7,2%*	*1,1%*	*2,1%*
Nettoergebnis	-1,16	-0,65	-1,55	-0,46	-0,62	0,00	0,06

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Auf Grundlage der Halbjahresentwicklung und der reduzierten Unternehmensguidance passen wir unsere Umsatzschätzungen für die Jahre 2026 bis 2028 an. Gegenüber der bisherigen Planung vor Veröffentlichung der Halbjahreszahlen reduzieren wir die erwarteten Konzernumsätze von 7,40 Mio. €, 8,00 Mio. € und 9,30 Mio. € auf 6,20 Mio. €, 7,20 Mio. € und 9,00 Mio. €. Die Anpassung berücksichtigt insbesondere die geringeren Abrufmengen in der Dermakosmetik sowie eine schrittweise Erholung der betroffenen Kundenbeziehungen. Das grundsätzlich vorhandene Wachstumspotenzial des Veterinärgeschäfts, der Messdienstleistungen und der Medizintechnik bleibt dagegen bestehen.

Umsatzprognose nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für 2026 entspricht unsere Umsatzprognose einem Rückgang von 16,2 % gegenüber dem Vorjahr und liegt am unteren Ende der Unternehmensprognose von 6,0 bis 6,9 Mio. €. Nach dem schwachen ersten Halbjahr setzt dieser Ansatz eine bessere zweite Jahreshälfte voraus. Zusätzliche Auslieferungen im Veterinärgeschäft und die Abrechnung verzögerter Projektleistungen sollten hierzu beitragen. Die Belastungen in der Dermakosmetik dürften im laufenden Geschäftsjahr jedoch noch nicht vollständig ausgeglichen werden.

Im Bereich Dermakosmetik und Wundpflege berücksichtigen wir weiterhin geringere Abrufmengen infolge von Portfolioanpassungen und organisatorischen Veränderungen bei Großkunden. Ab 2027 rechnen wir mit einer schrittweisen Stabilisierung des bestehenden Geschäfts und zusätzlichen Erlösen aus neuen Produkten. Hierzu zählt insbesondere das angekündigte Medizinprodukt zur Narbenbehandlung, dessen erste Auslieferungen Anfang 2027 erwartet werden. Entscheidend für die nachhaltige Umsatzwirkung sind neben der Markteinführung die anschließenden Wiederbestellungen. Eine unmittelbare Rückkehr zu früheren Bestellvolumina unterstellen wir nicht. Zusätzliche Unterstützung könnte die ab 2027 greifende EU-Neuregelung für Silberzusätze in Kosmetikprodukten liefern, die wir in unseren Prognosen jedoch nicht gesondert berücksichtigen.

Das Veterinärgeschäft bleibt eine wichtige Stütze der Umsatzentwicklung. Höhere Abrufmengen bestehender Vertriebspartner, die Weiterentwicklung des Sortiments und die Vermarktung über Tierärzte und Kliniken sollten weiteres Wachstum ermöglichen. Ergänzend erwarten wir steigende Erlöse bei QualityLabs durch eine breitere Kundenbasis und die bessere Auslastung der vorhandenen Laborkapazitäten. Industrie und Hygiene bleibt hingegen ein kleineres Geschäftsfeld, für das wir zunächst nur moderate Zuwächse berücksichtigen.

In der Medizintechnik erwarten wir zusätzliche Entwicklungs- und Beschichtungserlöse sowie eine Ausweitung des bestehenden Geschäfts mit veterinärmedizinischen Implantaten. Projektbezogene Meilensteine können weiterhin zu Schwankungen zwischen den Berichtsperioden führen. Wesentliche Serienumsätze aus einem breiten Marktstart von HyProtect-beschichteten Humanimplantaten sind bis 2028 nicht enthalten. Die klinischen Entwicklungsprojekte eröffnen somit zusätzliches Potenzial, dessen Realisierung vom Studienverlauf und den regulatorischen Voraussetzungen abhängt.

Für 2027 prognostizieren wir einen Konzernumsatz von 7,20 Mio. € und damit ein Wachstum von 16,1 %. Für 2028 erwarten wir einen weiteren Anstieg um 25,0 % auf 9,00 Mio. €. Trotz der Reduktion gegenüber unserer bisherigen Planung unterstellen wir damit eine deutliche operative Erholung. Diese wird überwiegend durch das bestehende Produktgeschäft und den Ausbau der Dienstleistungen getragen. Insbesondere die Normalisierung der Dermakosmetik und höhere Wiederbestellungen im Veterinärgeschäft sind wesentliche Voraussetzungen für das Erreichen unserer Ansätze.

Ergebnisprognose

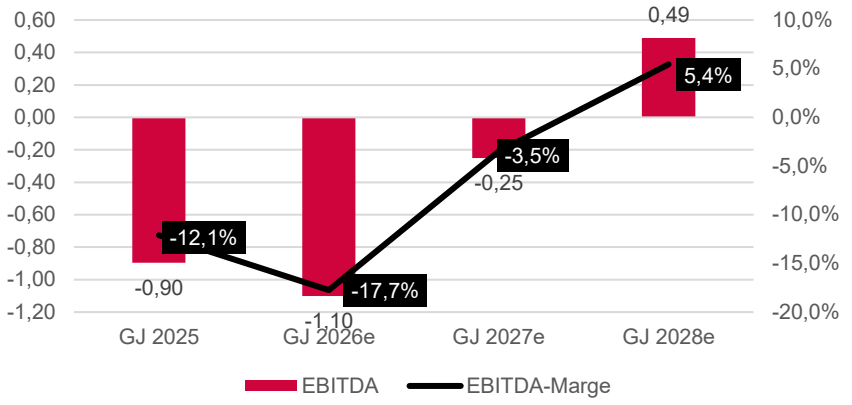
Die niedrigere Umsatzbasis und die zunächst begrenzte Wirkung der Kostensenkungen führen auch zu einer Anpassung unserer Ergebnisprognosen. Gegenüber der bisherigen Planung vor Veröffentlichung der Halbjahreszahlen reduzieren wir das erwartete EBITDA für 2026 von -0,30 Mio. € auf -1,10 Mio. € und für 2027 von -0,20 Mio. € auf -0,25 Mio. €. Für 2028 erhöhen wir unsere EBITDA-Schätzung dagegen von 0,35 Mio. € auf 0,49 Mio. €. Die stärkere mittelfristige Ergebnisentwicklung trotz niedrigerer Umsatzschätzungen beruht auf einer überarbeiteten Kostenplanung, welche die gestraffte Organisation und eine bessere Auslastung stärker berücksichtigt.

Für 2026 erwarten wir neben dem EBITDA von -1,10 Mio. € ein EBIT von -1,45 Mio. € und einen Konzernverlust von -1,55 Mio. €. Die rückläufigen Umsätze belasten die Deckung der Personal- und Gemeinkosten. Die eingeleiteten Maßnahmen ermöglichen zwar erste Entlastungen, werden im laufenden Geschäftsjahr jedoch noch nicht vollständig wirksam. Insbesondere Abfindungen und

fortbestehende Zahlungsverpflichtungen während der unterjährigen Umsetzung begrenzen die kurzfristige Ergebnisverbesserung. Entsprechend berücksichtigen wir die stärkere Wirkung der Reorganisation erst ab 2027.

Beim Personalaufwand unterstellen wir für 2026 zunächst 3,00 Mio. €. Für 2027 reduzieren wir den Ansatz auf 2,90 Mio. €, bevor wir 2028 einen moderaten Anstieg auf 2,98 Mio. € berücksichtigen. Gegenüber einer mit dem Umsatz wachsenden Personalstruktur bildet die neue Planung damit einen niedrigeren Kostensockel ab. Voraussetzung ist, dass zusätzliche Geschäftsvolumina weitgehend mit den vorhandenen Kapazitäten bewältigt werden können. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen im Prognosezeitraum deutlich langsamer als die Erlöse. Notwendige Vertriebs- und Entwicklungsaktivitäten bleiben dabei berücksichtigt.

Prognose des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auf der Materialseite erwarten wir eine moderate Verbesserung der Aufwandsquote durch einen günstigeren Leistungs- und Produktmix sowie effizientere Einkaufs- und Produktionsprozesse. Eine außergewöhnliche Ausweitung der Rohmarge ist somit nicht Voraussetzung unserer Ergebnisplanung. Gleichzeitig reduzieren wir die aktivierten Eigenleistungen im Prognosezeitraum. Die erwartete Annäherung an die Profitabilität soll zunehmend durch das laufende Geschäft und eine bessere Kostendeckung getragen werden.

Für 2027 prognostizieren wir ein EBITDA von -0,25 Mio. €. Die höheren Umsätze und die niedrigere Personalkostenbasis sollten den operativen Verlust deutlich reduzieren.

Für 2028 erwarten wir ein positives EBITDA von 0,49 Mio. € und eine EBITDA-Marge von 5,4 %. Die weitere Umsatzsteigerung verbessert die Deckung der weitgehend vorhandenen Kostenbasis und überkompensiert den moderaten Anstieg der laufenden Aufwendungen. Nach Abschreibungen ergibt sich ein EBIT von 0,19 Mio. €. Unter Berücksichtigung der Finanzierungskosten und bei unterstellter Nutzbarkeit steuerlicher Verlustvorträge verbleibt ein kleiner Konzerngewinn von 0,06 Mio. €.

Damit wird die Nettogewinnschwelle in unserer Planung 2028 knapp überschritten. Der geringe Ergebnisüberschuss bietet allerdings nur einen begrenzten Puffer gegen Umsatz- oder Kostenabweichungen. Voraussetzung bleiben die Erholung der Dermakosmetik, höhere Wiederbestellungen und die nachhaltige Umsetzung der Effizienzmaßnahmen.

Bewertung

Modellannahmen

Die Bio-Gate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 - 2028 in Phase 1 erfolgt von 2029 bis 2033 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir in der zweiten Phase Steigerungen beim Umsatz von 24,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 23,4% angenommen. Die Steuerquote haben wir, aufgrund von umfangreichen Verlustvorträgen, mit 15% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Bio-Gate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,5%.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,32.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,77% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,77%.

Bewertungsergebnis

Auf Basis unseres DCF-Modells reduzieren wir das Kursziel aufgrund der niedrigeren Prognosen und des höheren risikofreien Zinssatzes auf 13,65 € je Aktie. Unter Berücksichtigung der Aktienzusammenlegung im Verhältnis 5:1 entspricht das bisherige Kursziel von 3,40 € einem Vergleichswert von 17,00 €. Die aktualisierte Bewertung berücksichtigt die nach den Kapitalerhöhungen erhöhte Aktienzahl von 2.453.738. Angesichts des weiterhin hohen Kurspotenzials bestätigen wir das Rating Kaufen.

DCF-MODELL

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	6,20	7,20	9,00	11,16	13,84	17,16	21,28	26,38	
Umsatzwachstum	-16,2%	16,1%	25,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	2,0%
EBITDA	-1,10	-0,25	0,49	2,61	3,24	4,02	4,98	6,17	
EBITDA-Marge	-17,7%	-3,5%	5,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	
EBITA	-1,45	-0,52	0,19	2,33	2,93	3,68	4,61	5,77	
EBITA-Marge	-23,4%	-7,2%	2,1%	20,8%	21,2%	21,4%	21,7%	21,9%	21,9%
NOPLAT	-1,45	-0,52	0,16	1,98	2,49	3,13	3,92	4,91	
Working Capital (WC)	0,88	0,93	0,98	1,00	1,25	1,54	1,92	2,37	
Anlagevermögen (OAV)	1,87	1,87	2,04	2,22	2,42	2,64	2,87	3,13	
Investiertes Kapital	2,75	2,80	3,01	3,22	3,66	4,18	4,79	5,51	
Kapitalrendite	-53,5%	-18,9%	5,8%	65,7%	77,2%	85,3%	93,7%	102,5%	74,8%
EBITDA	-1,10	-0,25	0,49	2,61	3,24	4,02	4,98	6,17	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,03	-0,35	-0,44	-0,55	-0,69	-0,87	
Veränderung OAV	-0,35	-0,27	-0,47	-0,47	-0,51	-0,56	-0,61	-0,66	
Veränderung WC	-0,04	-0,04	-0,05	-0,03	-0,24	-0,30	-0,37	-0,46	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-1,49	-0,56	-0,05	1,77	2,05	2,61	3,31	4,19	45,75

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,32
Eigenkapitalkosten	10,77%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	6,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	**10,77%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	29,87	33,65
Barwert expliziter FCFs	7,51	8,88
Barwert Continuing Value	22,36	24,77
Nettoschulden	-0,53	0,16
Wert des Eigenkapitals	30,40	33,49
Stille Reserven	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,40	33,49
Ausstehende Aktien in Mio.	2,45	2,45
Fairer Wert der Aktie in EUR	**12,39**	**13,65**

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		10,2%	**10,5%**	**10,8%**	**11,1%**	**11,4%**
Kapitalrendite	**74,3%**	14,67	14,10	13,58	13,09	12,64
	74,6%	14,71	14,14	13,61	13,12	12,67
	74,8%	14,75	14,18	**13,65**	13,16	12,70
	75,1%	14,79	14,21	13,68	13,19	12,73
	75,3%	14,82	14,25	13,72	13,22	12,76

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

II. Das Research wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.

III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.

IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.

V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung des Research obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.

VI. Soweit Research nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Research, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungskanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Research darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die GBC AG unterhält eine Interessenkonflikt-Policy sowie ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung. Relevante bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden in dieser Researchstudie, im Offenlegungsregister der GBC AG oder auf andere geeignete Weise offengelegt.

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

V. 5%-Umsatzschwelle

Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research.

Es bestehen keine weiteren Vertrags- oder Kundenbeziehungen.

VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Research freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese

einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die von der Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cashflow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören.

Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen. Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 (VI) 2 enthalten.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: 5a,7,11

VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

(1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.

(2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.

(4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.

(5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Research zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.

(5b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.

(6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.

(6b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.

(7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Research beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.

(8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.

(9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.

(10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.

(11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.

(12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Research Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.

(13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.

VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.
Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst

§5. Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Research nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg Deutschland
E-Mail: compliance@gbc-ag.de

GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: http://www.gbc-ag.de
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de