



Researchstudie (Anno)

Bio-Gate AG



Break-even für das Jahr 2022 prognostiziert

-

**Dynamisches Wachstum über das umfangreiche
Produktportfolio setzt sich fort**

Kursziel: 8,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 28.04.2022 (10:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 28.04.2022 (14:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Bio-Gate AG*5a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 8,00 €

Aktueller Kurs: 3,24 €
(14.04.22 17:36 Xetra)

Währung: €

Stammdaten:

ISIN: DE000BGAG981
WKN: BGAG98
Börsenkürzel: BIG1
Aktienanzahl³: 7,64
Marketcap³: 24,75
EnterpriseValue³: 22,83
³ in Mio. / in Mio. €
Freefloat: 18,3 %

Marktsegment: Freiverkehr

Rechnungslegung: HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Haugg,
haugg@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnik

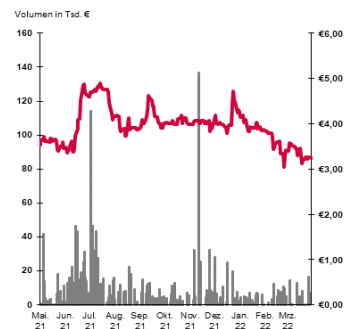
Fokus: Antimikrobielle und antivirale Lösungen und Produkte

Mitarbeiter: 40 Stand: 31.12.2021

Gründung: 02.12.2005

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Marc Lloret-Grau, Thomas Konradt



Das Health-Technology-Unternehmen Bio-Gate AG ist ein führender Anbieter von innovativen Technologien und Produkten für Gesundheit, Infektionsschutz und Hygiene, die das Zusammenleben sicherer, unbeschwerter und gesünder machen und das Wohlbefinden jedes Einzelnen verbessern können. Es ist darauf spezialisiert, Materialien und Oberflächen mit antiviralen, antimikrobiellen oder biologisch wirksamen Eigenschaften auszustatten. Die Bio-Gate AG veredelt Materialien und Produkte, insbesondere aus der Medizintechnik, wie zum Beispiel bei der Beschichtung von Implantaten oder Wundauflagen. Darüber hinaus werden mit den Bio-Gate-Technologien Dermatologie- und Wundpflegeprodukte sowie Hygiene- und Industrieprodukte, antiviral, antimikrobiell oder biologisch wirksam ausgestattet und damit in einzigartiger Weise aufgewertet.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	6,24	7,70	9,50	11,70
EBITDA	-0,34	0,27	1,16	2,28
EBIT	-0,54	0,08	0,97	2,08
Jahresüberschuss	-0,54	0,05	0,77	1,76

Kennzahlen in €	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Gewinn je Aktie	-0,07	0,01	0,10	0,35
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
EV/Umsatz	3,66	2,97	2,40	1,95
EV/EBITDA	-66,50	84,84	19,62	10,01
EV/EBIT	-42,55	283,98	23,61	10,98
KGV	-45,49	506,70	32,35	14,08
KBV	6,56			

Finanztermine
04.05.2022: MKK Konferenz
Mai 2022: Hauptversammlung 2022 (virtuell)
September 2022: EquityForum*
September 2022: Halbjahresbericht 2022*
15./16. November 2022: MKK München*
* voraussichtlich/geplant

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in € / Rating
02.12.2021: RS / 8,00 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Bio-Gate AG hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 gemäß unserer Prognosen entwickelt. Das Unternehmen ist dynamisch gewachsen und hat sich dem Break-even weiter angenähert. Die Umsatzerlöse stiegen um 21,5 % auf 6,24 Mio. € (VJ: 5,13 Mio. €) an und das EBITDA verbesserte sich auf -0,34 Mio. € (VJ: -0,52 Mio. €). Parallel hierzu verbesserte sich das Nettoergebnis auf -0,54 Mio. € (VJ: -0,80 Mio. €). Die sehr gute Unternehmensentwicklung ist auf die flexible Produktentwicklung und die gestiegene Nachfrage zurückzuführen. Zudem hat die Covid-19-Pandemie zu einem gestiegenen Bewusstsein von Hygienemaßnahmen sowie den entsprechenden Produkten zum Schutz vor Infektionen geführt.
- Insbesondere die Geschäftsfelder Dermakosmetik & Wundpflege sowie Industrie & Hygiene lieferten einen großen Beitrag zum Wachstum. So konnten in der Dermakosmetik & Wundpflege zahlreiche erfolgreiche Produkte, z.B. die Reihe „SOS“, aufgrund der guten Nachfrage ausgebaut werden und weitere Produktinnovationen wie z.B. Pflegeprodukte mit CBD vorangetrieben werden. Der Geschäftsbereich Industrie & Hygiene profitierte von der hohen Nachfrage nach der BG-Imprägnierung, welche unter anderem im öffentlichen Nahverkehr eingesetzt wird, um großflächige Oberflächen antiviral zu behandeln.
- Die erfolgreiche Kapitalerhöhung im Januar 2021 mit einem Brutto-Emissionserlös in Höhe von 2,51 Mio. € wurde bereits teilweise investiert in neue Fertigungskapazitäten sowie in den Ausbau des nationalen und internationalen Vertriebs. Diese Investitionen sollten auch eine gute Basis für das weitere Wachstum sein.
- Wir gehen davon aus, dass die Bio-Gate auch im Jahr 2022 weiterhin dynamisch wachsen wird und sich die Umsatzerlöse auf 7,70 Mio. € erhöhen werden, gefolgt von 9,50 Mio. € im Jahr 2023. Mit den steigenden Umsatzerlösen und den Skalierungseffekten sollte die Marge sich sukzessive verbessern. Wir prognostizieren ein EBITDA in Höhe von 0,27 Mio. € im Jahr 2022 und 1,16 Mio. € im Jahr 2023. Zudem sollte das Unternehmen im Jahr 2022 den Break-even erreichen. Unseres Erachtens sollte sich der Jahresüberschuss im Jahr 2022 auf 0,05 Mio. € belaufen und im Jahr 2023 auf 0,77 Mio. €.
- **Das Unternehmen zeigt stetige operative Verbesserungen und sollte im laufenden Geschäftsjahr den Break-even erreichen. Auf Basis unseres DCF-Modells bestätigen wir unser Kursziel von 8,00 € je Aktie und vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsmodell	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2021	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Bewertung	14
Umsatzprognose	14
Ergebnisprognose	16
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

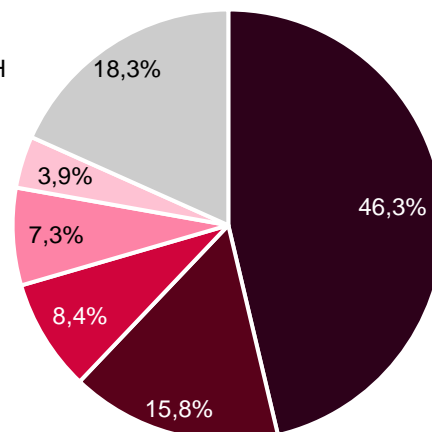
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Syntos Beteiligungs GmbH	46,3 %
Mountain Technology AG	15,8 %
Eiffel Investment Group	8,4 %
Richter/RFH Ltd.	7,3 %
Gründer/Management	3,9 %
Streubesitz	18,3 %

Quelle: Bio-Gate; GBC AG

- Syntos Beteiligungs GmbH
- Mountain Technology AG
- Eiffel Investment Group
- Richter/RFH Ltd.
- Gründer/Management
- Streubesitz



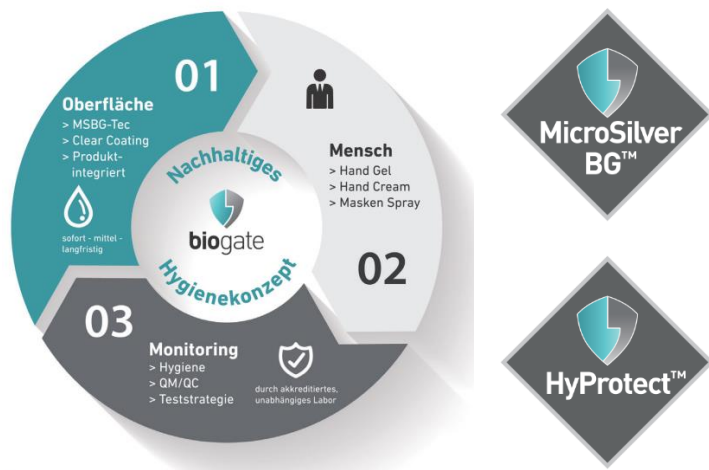
Geschäftsmodell

Die Bio-Gate AG (Bio-Gate) veredelt mit ihren antimikrobiellen / antiviralen / bioaktiven Technologien Produkte. Die Veredelung erfolgt durch Silber und wird im Wesentlichen durch zwei Technologieplattformen transportiert.

Zum einen **MicroSilver BG™**, ein hochreines mikroporöses Silber, welches beispielsweise in Hautcremes oder Imprägnierungen Anwendung findet. Zum anderen **HyProtect™**, bei der eine ultradünne Plasmapolymerschicht mit Silber aufgetragen wird. HyProtect™ findet zumeist bei Implantaten Anwendung. Ein weiterer Geschäftsbereich bezieht sich auf Test- und Laboruntersuchungen im eigenen Labor. Neben eigenen Produkten konzipiert Bio-Gate zusätzlich Produkte für etablierte Partnerunternehmen, welche anschließend den Vertrieb und die Markteinführung übernehmen.

Auf Basis der Technologien werden fünf Geschäftsbereiche adressiert: Zum einen die vier wesentlichen operativen Geschäftsbereiche Medizintechnik (Human & Veterinär), Industrie und Hygiene, Dermakosmetik und Wundpflege sowie Veterinär. Zum anderen der Bereich der Labordienstleistungen, der neben externen Aufträgen auch eng mit den anderen Geschäftsbereichen zusammenarbeitet. Im Rahmen der langjährigen Forschung & Entwicklung wurden mehr als 90 Patente erteilt. Die Produktion und Beschichtung erfolgen in eigenen Anlagen am Standort in Bremen.

360° Ansatz von der Bio-Gate AG und die Logos der Technologieplattformen MicroSilver BG™ und HyProtect™



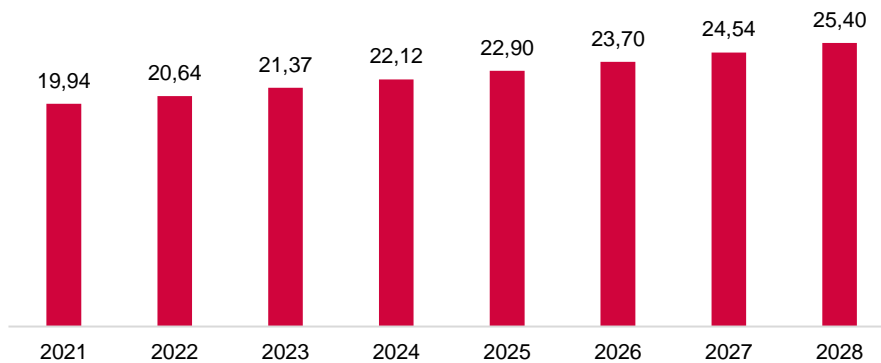
Quelle: Bio-Gate AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Bio-Gate AG ist mit den zahlreichen Geschäftsfeldern Medizintechnik, Industrie & Hygiene, Dermakosmetik & Wundpflege, Messdienstleistungen und Veterinär in zahlreichen Märkten aktiv. Ferner gibt es noch weitere untergeordnete Teilmärkte über Produktkategorien wie z.B. CBD. Zudem ist die Bio-Gate AG zwar einerseits stark in Europa vertreten, aber andererseits auch in Nordamerika. Somit können kaum alle Märkte, in denen die Bio-Gate AG aktiv ist, dargestellt werden. Zudem wächst die Bio-Gate AG in nahezu allen Geschäftsfeldern sehr dynamisch und partizipiert zumeist nicht nur am Marktwachstum, sondern gewinnt auch Marktanteile.

Im Bereich **Medizintechnik** bestehen zahlreiche Kooperationen zur Markteinführung von Revisionsimplantaten. Die ersten Markteinführungen sollten im Bereich der Knie- und Hüftversorgung erfolgen. Gemäß Business Wire wird der weltweite Markt für Gelenkersatz bis 2028 voraussichtlich 25,4 Mrd. USD erreichen und von 2021 bis 2028 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 3,4 % zulegen. Die zunehmende Häufigkeit orthopädischer Erkrankungen und der steigende Anteil der betroffenen Weltbevölkerung treiben das Marktwachstum an.

Globaler Markt für Gelenkersatz (in Mrd. USD)



Quelle: *businesswire*

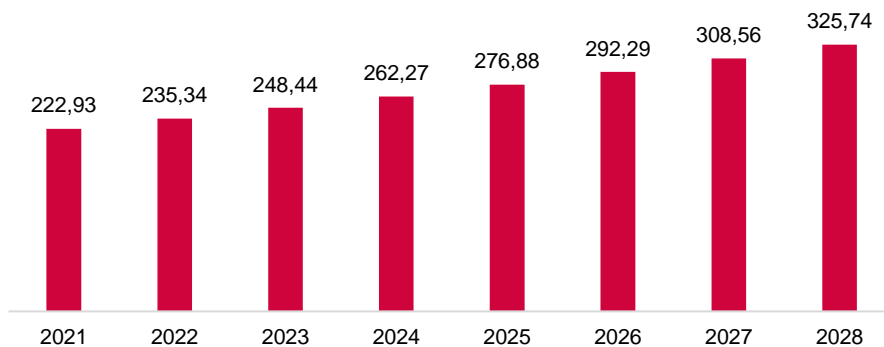
Nach Angaben des Center for Disease Control and Prevention leidet 2019 einer von vier Erwachsenen in den USA an Arthritis. Überdies wird prognostiziert, dass bis 2040 etwa 78 Millionen der erwachsenen US-Bürger im Alter von 18 Jahren oder älter an Arthritis leiden werden, die von Ärzten diagnostiziert wird. Dieser Anstieg der Zahl der Patienten, die an Arthritis leiden, lässt die Zahl der Gelenkersatzoperationen steigen.

Ferner wird die steigende Nachfrage nach minimal-invasiven Gelenkersatzoperationen den Markt im Prognosezeitraum wahrscheinlich weiter antreiben. Ebenso sind das wachsende Bewusstsein für ambulante Operationen, die zunehmende Kostenerstattung im Gesundheitswesen und die schnelle Einführung fortschrittlicher Technologien einige der Schlüsselfaktoren, die in den kommenden Jahren zum Marktwachstum beitragen werden.

Besonders relevant für die Bio-Gate ist hier die dynamische Entwicklung der Knie-Implantate. Der Kniegelenkersatz war im Jahr 2020 das umsatzstärkste Segment des Marktes. Dieser Umsatzbeitrag ist hauptsächlich auf die gestiegene Nachfrage nach diesen Operationen und die kontinuierlichen technologischen Fortschritte zurückzuführen. Die rasche Zunahme der alternden Bevölkerung und die wachsende Adipositas-Epidemie werden die Nachfrage nach Knieersatzoperationen während des Prognosezeitraums wahrscheinlich noch beflügeln.

Für den Bereich **Veterinär** betrachten wir den Markt für Heimtierprodukte. Der weltweite Markt für Heimtierprodukte hatte gemäß Fortune BusinessInsights im Jahr 2020 ein Volumen von 207,90 Milliarden USD. Der Markt für Haustierpflegeprodukte erlebte in allen Regionen inmitten der Pandemie einen positiven Nachfrageschock. Der Markt wird voraussichtlich von 222,93 Mrd. USD im Jahr 2021 auf 325,74 Mrd. USD im Jahr 2028 wachsen, mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,6 %.

Weltweiter Markt für Heimtierprodukte (in Mrd. USD)



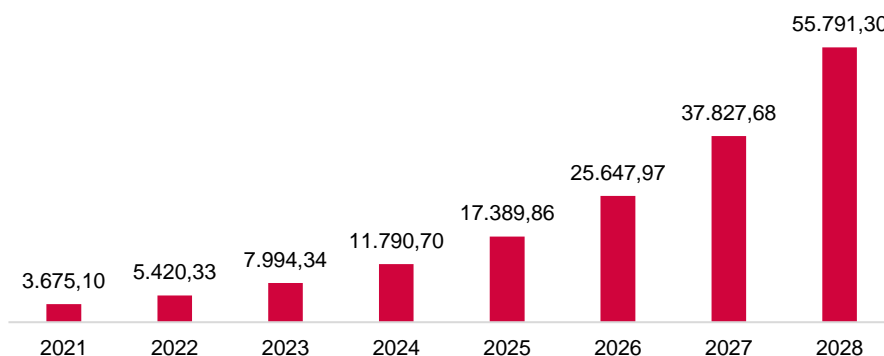
Quelle: Fortune BusinessInsights

Haustiere werden von der großen Mehrheit der Tierhalter als Familienmitglieder betrachtet. Der zunehmende Wunsch für das Wohlergehen und die Gesundheit von Tieren hat zu einer wachsenden Beliebtheit von Tierpflegeprodukten geführt. Bio-Gate gewinnt in diesem Markt bereits Marktanteile, aber die steigende Anzahl an potenziellen Kunden sollte sich ebenfalls langfristig positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken.

Zudem leiden heutzutage Haustiere in vielen Ländern der Welt an Übergewicht. Nach Angaben der American Animal Hospital Association werden 2019 mehr als die Hälfte der erwachsenen Haushunde in den 1.000 Krankenhäusern in den USA als übergewichtig eingestuft. Dies könnte den Bedarf und die Nachfrage nach Veterinär-Implantaten aus dem Geschäftsfeld Veterinär-**Medizintechnik** der Bio-Gate ebenfalls positiv beeinflussen.

Bio-Gate ist im größten Geschäftsfeld **Dermakosmetik & Wundpflege** in zahlreichen Marktsegmenten vertreten. Gegenwärtig soll auch der Markt für CBD-Produkte erschlossen werden. Dies könnte sich sehr positiv in der Geschäftsentwicklung widerspiegeln, da der CBD-Markt sehr dynamisch wächst.

CBD (Cannabidiol) Marktprognose (in Mio. USD)



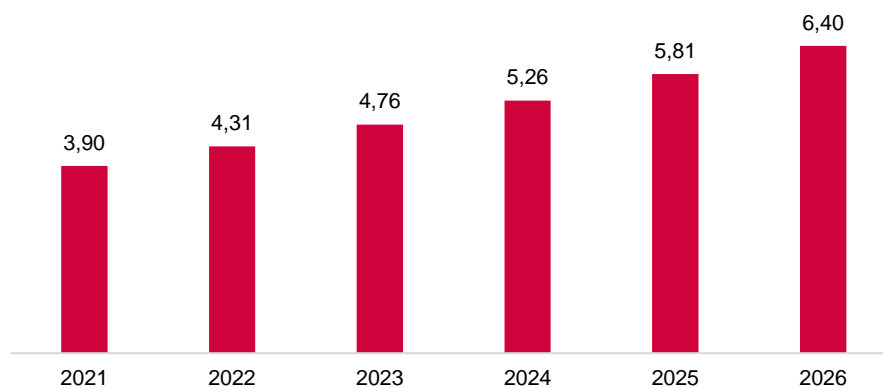
Quelle: Fortune BusinessInsights

Der CBD-Markt wird gemäß Fortune BusinessInsights voraussichtlich von 3.675,1 Mio. USD im Jahr 2021 auf 55.791,3 Mio. USD im Jahr 2028 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 47,49 % ansteigen. Die Anwendungsfelder von CBD reichen von der

Behandlung von Angstzuständen über die Vorbeugung von Krampfanfällen bis hin zu Entzündungs- und Schmerzlinderung. Der Markt entwickelt sich aufgrund seiner zunehmenden Verwendung in der Kosmetik-, Lebensmittel- und Pharmaindustrie immer schneller. Der Markt weist ein immenses Wachstumspotenzial auf, da sich die Verbraucher über die Vorteile des Produkts bewusst werden. Die Hersteller konzentrieren sich auf die Formulierung neuer, mit CBD-Öl angereicherter Produktangebote, um den Verbrauchern einen einfachen Zugang zu ermöglichen. So hat beispielsweise Colgate im Februar 2020 Hello Product, LLC übernommen, um eine Markenkollektion von CBD-Mundpflegeprodukten auf den Markt zu bringen. Ziel des Unternehmens ist es, den Verbrauchern eine Reihe hochwirksamer, naturfreundlicher Produkte anzubieten, die ihren Alltag bereichern werden. Auch die Bio-Gate AG sollte von diesem Megatrend profitieren können. Hier sollte es auch zu synergetischen Effekten mit anderen Herstellern kommen, da durch die steigende Anzahl an Angeboten mit CBD auch die Akzeptanz von CBD steigen sollte.

Mit der HyProtect™-Technologie befindet sich das Unternehmen primär im Markt für antimikrobielle Beschichtungen. Gemäß MarketsAndMarkets wird der weltweite Markt für antimikrobielle Beschichtungen voraussichtlich von 3,9 Mrd. USD im Jahr 2021 auf 6,4 Mrd. USD im Jahr 2026 ansteigen, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,5 % entspricht. Die Nachfrage nach antimikrobiellen Beschichtungen lässt sich auf das wachsende Bewusstsein für Sicherheit und Hygiene, strenge Vorschriften und die zunehmende Akzeptanz antimikrobieller Beschichtungen in verschiedenen industriellen Anwendungen zurückführen.

Markt für antimikrobielle Beschichtungen (in Mrd. USD)



Quelle: MarketsAndMarkets

Aufgrund der COVID-19-Pandemie ist die Nachfrage nach antimikrobiellen Beschichtungen in der Medizin- und Gesundheitsindustrie drastisch gestiegen. Antimikrobielle Beschichtungen haben große Aufmerksamkeit erregt und wurden während der COVID-19-Pandemie in verschiedenen temporären und bestehenden Gesundheitseinrichtungen eingesetzt, um die Ausbreitung von Infektionen zu verhindern.

Als Präventivmaßnahme werden in Krankenhäusern vermehrt die Berührungsflächen wie Betten, Griffe, medizinische Geräte, Instrumente und Schutzkleidung mit antimikrobiellen Beschichtungen versehen, um die größtmögliche Sicherheit für Menschen zu gewährleisten. Angesichts dessen wurden antimikrobielle Beschichtungen auf Silberbasis vorrangig in der Medizin- und Gesundheitsindustrie bevorzugt. So lieferte beispielsweise Axalta Coating System in den USA 3,2 Tonnen antimikrobielle Beschichtungen auf Silberbasis an Einrichtungen in Chicago, um COVID-19 zu bekämpfen. Ähnliche Maßnahmen könnten auch von Bio-Gate umgesetzt werden. Aufgrund der anhaltenden Covid-19-Pandemie und der Vorsorge vor zukünftigen Pandemien könnte Bio-Gate auch von diesem Wachstumstrend profitieren.

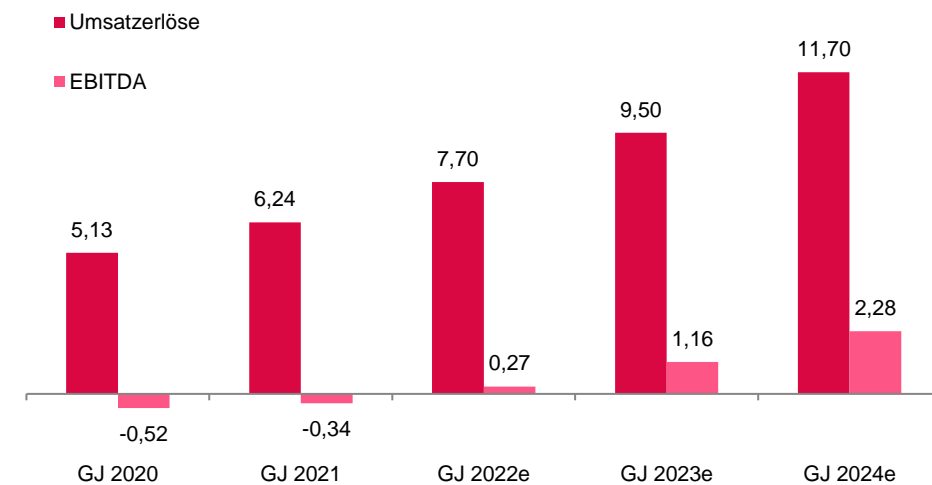
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

(in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	6,24	7,70	9,50	11,70
Bestandsveränderungen	0,07	0,00	0,00	0,00
Aktiviert Eigenleistungen	0,19	0,03	0,03	0,03
Sonstige betriebliche Erträge	0,10	0,10	0,10	0,10
Materialaufwand	-2,67	-3,21	-3,60	-4,20
Personalaufwand	-2,48	-2,70	-2,92	-3,15
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,79	-1,65	-1,95	-2,20
EBITDA	-0,34	0,27	1,16	2,28
Abschreibungen	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20
EBIT	-0,54	0,08	0,97	2,08
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis vor Minderheiten	-0,56	0,06	0,94	2,06
Anteile anderer Gesellschafter am Verlust	0,02	-0,01	-0,04	-0,09
Ertragsteuern	0,00	0,00	-0,13	-0,21
Nettoergebnis	-0,54	0,05	0,77	1,76
Umsatzerlöse	6,24	7,70	9,50	11,70
EBITDA	-0,34	0,27	1,16	2,28
<i>EBITDA-Marge</i>	-5,5%	3,5%	12,2%	19,5%
EBIT	-0,54	0,08	0,97	2,08
<i>EBIT-Marge</i>	-8,6%	1,0%	10,2%	17,8%
Nettoergebnis	-0,54	0,05	0,77	1,76
<i>Netto-Marge</i>	-8,7%	0,6%	8,1%	15,0%

Quelle: GBC AG

Entwicklung des Umsatzes und des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

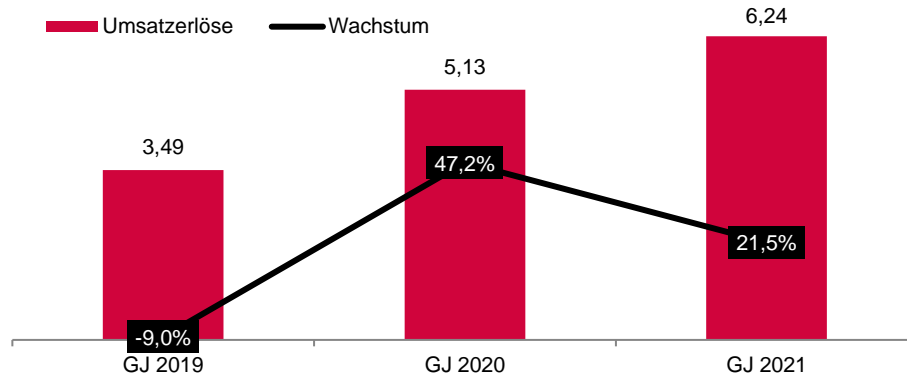
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	3,49	5,13	6,24
EBITDA	-0,74	-0,52	-0,34
EBITDA-Marge	-21,4 %	-10,1 %	-5,5 %
EBIT	-1,05	-0,82	-0,54
EBIT-Marge	-30,1 %	-15,9 %	-8,6 %
Jahresüberschuss	-1,03	-0,80	-0,54
EPS in €	-0,16	-0,12	-0,07

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 konnte der Umsatz um 21,5 % auf 6,24 Mio. € (VJ: 5,13 Mio. €) gesteigert werden und lag damit im Rahmen unserer Erwartungen (GBC Prognose: 6,10 Mio. €). Das dynamische Wachstum konnte insbesondere im Geschäftsfeld Dermakosmetik & Wundpflege sowie im Geschäftsfeld Industrie & Hygiene erzielt werden. Das Unternehmen profitierte insgesamt von der erhöhten Nachfrage nach antimikrobiellen und antiviralen Lösungen und Produkten im Rahmen der Covid-19-Pandemie.

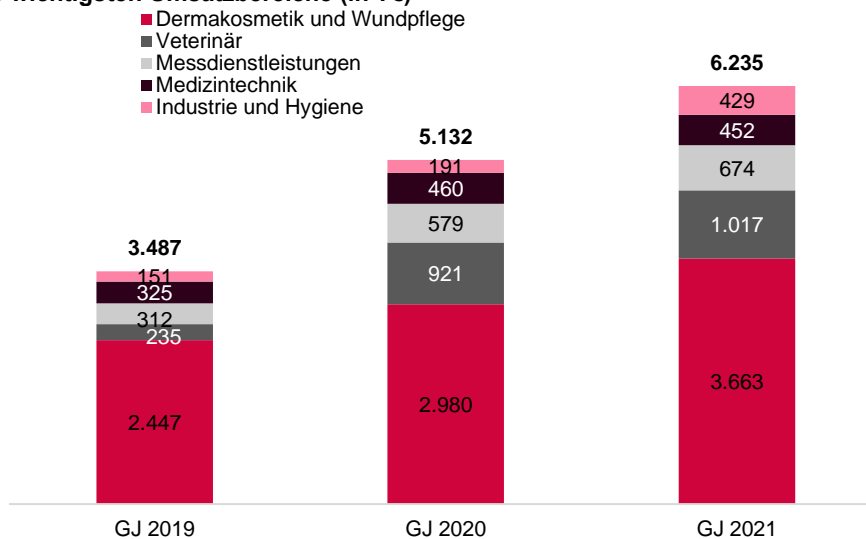
Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Das Geschäftsfeld **Dermakosmetik & Wundpflege** war weiterhin der umsatzstärkste Bereich und konnte auf hohem Niveau weiterwachsen. Der Umsatz stieg in diesem Bereich um 22,9 % auf 3,66 Mio. € (VJ: 2,98 Mio. €), was 58,7 % des gesamten Unternehmensumsatzes ausmacht. Das Unternehmen profitierte von der flexiblen Produktentwicklung und plant hier auch den stetigen Ausbau des Produktsortiments. Im Geschäftsjahr 2021 wurde die Produktreihe „SOS“ beispielsweise um Reinigungscremes erweitert, die bei Akne angewendet werden können. Ebenso wurde ein neues Produkt mit Manuka-Honig entwickelt, welches im Jahr 2022 in den Markt eingeführt werden soll. Weiterhin überzeugten die Produkte aus dem Bereich „Oral-Care“ und der Partner in diesem Bereich soll mit neuen Konzeptionen unterstützt werden, wie z.B. eine neue Deo-Creme und ein Shampoo-Block. Im Geschäftsjahr 2021 wurden zudem innovative Produkte im wachstumsstarken CBD-Markt entwickelt. So werden im Rahmen einer Zusammenarbeit mit einem führenden nordamerikanischen Anbieter dermatologische Produkte mit MicroSilver BG™ und CBD entwickelt, die synergetisch entzündungshemmend und antimikrobiell wirken. Der Kooperationspartner wird für den nordamerikanischen Markt verantwortlich sein und Bio-Gate für Europa. Weitere Produkte im Bereich CBD sollten im Jahr 2022 folgen. Zudem entwickelte sich die bereits im Jahr 2022 gestartete Vermarktung von Pflegeprodukten, die in Drogeriemärkten und Apotheken für den Endkunden verfügbar sind, sehr gut. Hierzu zählen Masken-Hygiensprays, Hand-Desinfektionsmittel, Handgele und Shampoos.

Die wichtigsten Umsatzbereiche (in T€)



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Besonders wachstumsstark entwickelte sich das Geschäftsfeld **Industrie & Hygiene** mit einem Umsatzwachstum von 124,6 % auf 0,43 Mio. € (VJ: 0,19 Mio. €). Neben Basiseffekten wirkte sich hier besonders die Einführung von Imprägnierungen positiv auf den Umsatz aus. Besonders öffentlich präsent wurden die Imprägnierungen im öffentlichen Nahverkehr eingesetzt, um Oberflächen längerfristig antiviral zu behandeln. Zudem wurde im Jahr 2021 das Produktportfolio um Beschichtungen im Bereich IMC-Technologie (Intelligent Multifunctional Coating) erweitert. Hiermit können großflächige Strukturen dauerhaft beschichtet werden. Diese Beschichtungen sind vielseitig einsetzbar und können beispielsweise auf hygienesensitive Oberflächen hydrophil oder hydrophob wirken und diese gegen Verkratzungen schützen.

Das Geschäftsfeld **Veterinär** wuchs solide um 10,4 % auf 1,02 Mio. € (VJ: 0,92 Mio. €). In diesem Bereich profitierte das Unternehmen von der Zusammenarbeit mit einem europaweit führenden Händler für Tierbedarf, für den die Bio-Gate AG verschiedene Tierpflegeprodukte entwickelt. Die entwickelten Produkte wurden hervorragend von den Kunden angenommen und so wurde das Produktsortiment im Jahr 2021 noch erweitert. Zudem wurden über VetInnovations neue dermatologische Produkte in den Vertrieb aufgenommen und die Präsenz in Europa weiter ausgebaut. Unter anderem wurde mit einem großen spanischen Distributor kooperiert, welcher den Vertrieb in dem ersten Halbjahr 2022 in Spanien aufnimmt. Die Kooperation mit dem langjährigen nordamerikanischen Vertriebspartner entwickelt sich gemäß dem Unternehmen planmäßig. Zudem konnte ein neuer Tierpflegevertrieb gewonnen werden, für den ab der ersten Jahreshälfte 2022, unter dem Label des Kunden, Produkte verkauft werden.

Das Geschäftsfeld **Medizintechnik** adressiert den Bereich **Humanmedizin** und den Bereich **Veterinärmedizin**. Die Covid-19-Pandemie wirkte sich negativ auf den Bereich **Human-Medizintechnik** aus, da Krankenhäuser für Covid-19-Patienten Kapazitäten vorhielten, was zu Verschiebungen von geplanten Eingriffen führte. Die Verzögerungen konnten nicht in der zweiten Jahreshälfte 2021 aufgeholt werden und auch die Akquise-Gespräche mit Implantat-Herstellern gestalteten sich schwieriger. Der Fokus lag weiterhin auf den Projekten zur antimikrobiellen Beschichtung von Revisionsimplantaten für die Knie- und Hüftversorgung. Trotz der Covid-19-Pandemie erfolgte die Zusammenarbeit mit den Partnern planmäßig. Es wurden Gespräche mit einem weltweit agierenden Implantate-Anbieter aufgenommen, welcher nach dem Vertragsabschluss mit den Zulassungsarbeiten für Gelenkersatz bei Revisionen starten wird. Die Gespräche mit dem nordamerikanischen Anbieter verzögerten sich jedoch aufgrund der Covid-19-Pandemie. Der Bereich

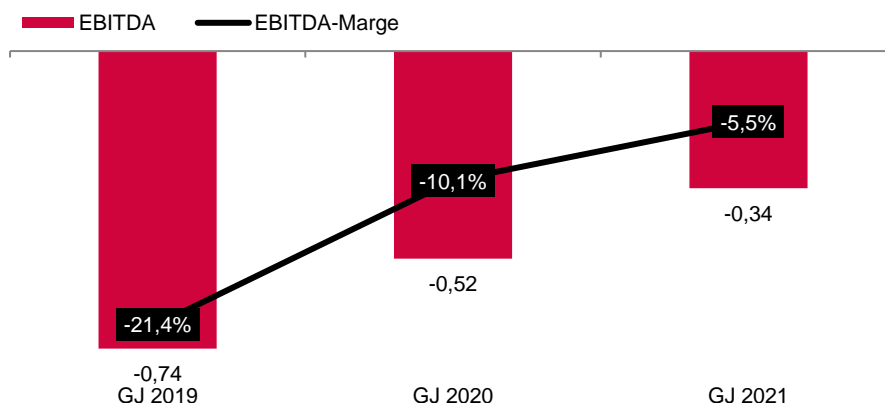
Veterinär-Medizintechnik entwickelte sich ausgezeichnet, es wurden 29,4 % mehr Tierimplantate beschichtet. Die Anzahl stieg auf 110.000 Stück (VJ: 85.000 Stück). Die Bio-Gate AG profitierte hier insbesondere von einer Ausweitung des Bestandskundengeschäfts. Zudem führte die Covid-19-Pandemie zu einer gestiegenen Heimtierhaltung, was den positiven Trend in diesem Bereich noch verstärkt. In Summe verblieb der Umsatz im Geschäftsfeld **Medizintechnik** mit 0,45 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) auf Vorjahresniveau.

Das Geschäftsfeld **Messdienstleistungen** bezieht sich vornehmlich auf biologische Tests, welche alle Geschäftsbereiche unterstützt, aber auch externe Kunden hat. Hier konnten die Umsatzerlöse um 16,4 % auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,58 Mio. €) gesteigert werden.

Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisentwicklung lag im Rahmen unserer Erwartungen. Das EBITDA verbesserte sich auf -0,34 Mio. € (VJ: -0,52 Mio. €), bei einer GBC Prognose von -0,32 Mio. €. Gleichsam verbesserte sich der Jahresüberschuss mit -0,54 Mio. € (VJ: -0,80 Mio. €), bei einer GBC Prognose von -0,50 Mio. €.

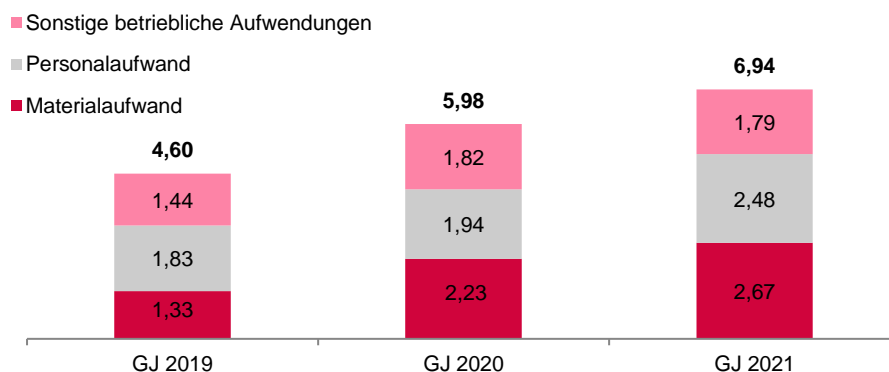
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Die Marge konnte durch einen unterproportionalen Anstieg der Kosten leicht verbessert werden. Der Materialaufwand entwickelte sich mit 19,9 % parallel zum Umsatz und stieg auf 2,67 Mio. € (VJ: 2,23 Mio. €) an. Der Personalaufwand stieg durch den Ausbau des nationalen und internationalen Vertriebs überproportional um 28,8 % auf 2,48 Mio. € (VJ: 1,94 Mio. €) an. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich dagegen leicht um 1,3 % auf 1,79 Mio. € (VJ: 1,82 Mio. €).

Wesentliche Kostenentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

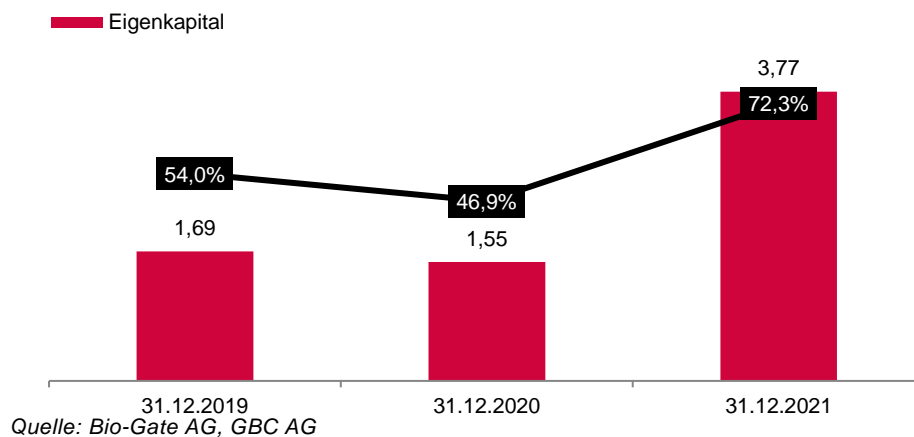
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	1,69	1,55	3,77
EK-Quote (in %)	54,0%	46,9%	72,3%
Operatives Anlagevermögen	1,35	1,27	1,61
Working Capital	0,72	0,92	1,15
Net Debt	-0,36	-0,33	-1,92

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Das Eigenkapital erhöhte sich zum 31.12.2021 um 143,1 % auf 3,77 Mio. € (31.12.2020: 1,55 Mio. €) durch die Kapitalerhöhung im Januar 2021 mit Brutto-Emissionserlösen in Höhe von 2,51 Mio. €. Parallel hierzu reduzierte sich das Fremdkapital, wodurch sich die Eigenkapitalquote auf 72,3 % (31.12.2020: 46,9 %) erhöhte. Hintergrund des geringen Fremdkapitals sind geringe Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung sowie geringe Rückstellungen. Das Unternehmen hat eine sehr schlanke Bilanz und ist bilanziell gut aufgestellt.

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



Im Zuge der Kapitalerhöhung erhöhten sich auch die liquiden Mittel, welche zum 31.12.2021 um 37,7 % auf 1,97 Mio. € (VJ: 0,42 Mio. €) anstiegen. Weiterhin stieg das Anlagevermögen auf 0,38 Mio. € (31.12.2020: 0,20 Mio. €) an. Hintergrund dieser Entwicklung sind Investitionen in technische Anlagen und Maschinen sowie in selbst geschaffene gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte mit 1,02 Mio. € (31.12.2020: 0,83 Mio. €).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Innovative antibakterielle und antivirale Technologie • Wichtiger Strategie-Baustein gegen Antibiotika-Resistenzen • Breites Produktportfolio • Zunehmende Verlängerung der Wertschöpfungskette sollte zu höheren Margen führen • Über 90 angemeldete Patente • Stetig steigendes Kooperations-, Vertriebs- und Partnernetzwerk • Kapazitätsreserven für die kommenden Jahre vorhanden • Umfangreicher Proof-of-Concept der Human-Implantate-Beschichtung durch die Einzelfallversorgung • Solide Kapitalausstattung 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise geringer Freefloat von 18,3 % • Sehr geringes Handelsvolumen der Aktie • Teilweise ist das Unternehmen noch auf externe Lohnfertigung angewiesen • Teilweise Abhängigkeit von deutlich größeren Projekt- und Vertriebspartnern • Break-even noch nicht erreicht
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Absehbarer Markteintritt in den Bereich der Human-Implantate sollte zu deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen führen • Durch die Corona-Pandemie profitiert das Unternehmen von einem gestiegenen Hygiene-Bewusstsein. Der Bedarf an innovativen Lösungen sollte weiter zulegen • Erfolgreiche Markteinführung zahlreicher Produkte führt zu einer weiteren Nachfrage nach zusätzlichen Produktlösungen • Umfangreiche Wachstumschancen in allen Unternehmensbereichen 	<ul style="list-style-type: none"> • Bei Projektverzögerungen könnten weitere Kapitalmaßnahmen notwendig werden • Sehr umfangreiche Kapazitätserweiterungen könnten weitere Kapitalmaßnahmen erfordern • Größere Vertriebs- oder Kooperationspartner könnten die Partnerschaft beenden • Markteintritt einer Wettbewerbstechnologie, die ähnliche Lösungsansätze verfolgt • Die Marktzulassung der Human-Implantate-Beschichtung könnte scheitern

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	6,24	7,70	9,50
EBITDA	-0,34	0,27	1,16
EBITDA-Marge	-5,5%	3,5%	12,2%
EBIT	-0,54	0,08	0,97
EBIT-Marge	-8,6%	1,0%	10,2%
Jahresüberschuss	-0,54	0,05	0,77
EPS in €	-0,07	0,01	0,10

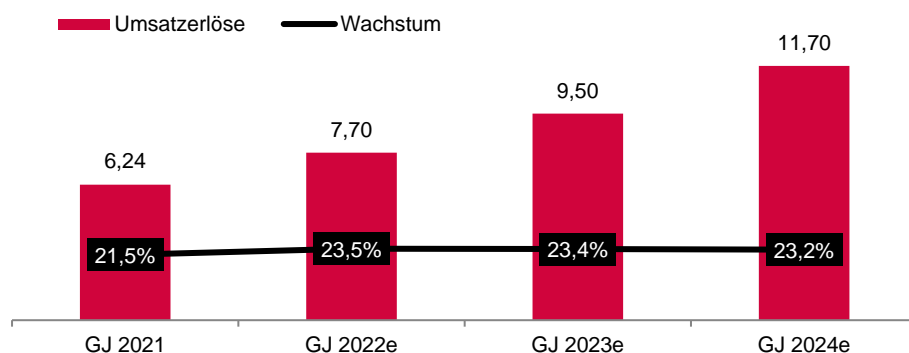
Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Wir gehen davon aus, dass die Bio-Gate AG auch in den kommenden Jahren noch dynamisch wachsen wird. Einerseits profitiert das Unternehmen von den höheren Hygienebewusstsein und -anforderungen seit der Covid-19-Pandemie und andererseits schafft es das Unternehmen stets, neue innovative Produkte zu entwickeln, die gut vom Markt angenommen werden. Gemeinsam mit Kooperationspartnern kann so eine stetig breiter werdende Produktpalette erfolgreich vertrieben werden. Als Guidance wurde ein noch stärkerer Umsatzanstieg als im Vorjahr ausgegeben, sprich mehr als 21,5 %, sowie eine Umsatzspanne von 7,60 bis 7,80 Mio. €. Zudem soll der Break-even auf Basis des Jahresüberschusses erreicht werden. Die Guidance steht unter dem Vorbehalt, dass es zu keinen größeren Verzögerungen bei Entwicklungsprojekten oder bei der Vermarktung der Produkte kommt.

Unseres Erachtens ist die Guidance gut erfüllbar und wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr 2022 ein Umsatzwachstum von 23,5 % auf 7,70 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €), gefolgt von einem Wachstum um 23,4 % auf 9,50 Mio. € im Jahr 2023. Das Unternehmen verfügt aktuell über eine solide Kapital- und Liquiditätsbasis, um weitere Wachstumsoptionen wahrzunehmen und sollte neben dem Bestandsgeschäft auch über die neuen Produktentwicklungen weitere Umsatzerlöse generieren können.

Umsatzprognose (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

Gemäß dem Management sind im Geschäftsjahr 2022 weitere Investitionen in die Fertigungs- und Laborkapazitäten geplant. Zudem soll das Marketing für neue Produkte gestärkt werden und der Vertrieb ausgebaut werden.

Das Geschäftsfeld **Industrie & Hygiene** sollte weiterhin von der guten Nachfrage nach der BG-Imprägnierung profitieren. Besonders im Zuge der Covid-19-Pandemie wurde die Infektionskontrolle in Krankenhäusern nochmals verschärft. Infektionen im Zusammenhang mit dem Gesundheitswesen (Healthcare-Associated Infection HAI) betreffen jedes Jahr Millionen von Patienten. In Europa entwickeln 6,5 % der Patienten in

Akutkrankenhäusern mindestens eine HAI. Durch wirksame Programme zur Infektionskontrolle gelten 20-30 % der HAI als vermeidbar. In den letzten zehn Jahren wurden die ersten Ziele zur Verringerung der therapieassoziierten Infektionen erreicht, aber die Infektionsrate von Patienten ist nach wie vor hoch und erfordert weitere Präventionsmaßnahmen. Multiresistente Mikroorganismen sind häufige Ursachen für HAI. Diese Mikroorganismen können je nach Standort, Anzahl, Biofilmbildung, intrinsischer Resistenz der Organismen gegenüber verschiedenen Reinigungsmitteln sowie den örtlichen Gegebenheiten stunden- bis monatelang auf Krankenhausoberflächen persistieren. Eine wiederholte tägliche Reinigung und Desinfektion kritischer Oberflächen ist aber sehr kostspielig und kann die Patientenversorgung behindern. Darüber hinaus kann es innerhalb weniger Stunden nach der Reinigung zu einer erneuten Besiedlung der Flächen kommen. Daher ist die kontinuierliche antimikrobielle Aktivität gegen Mikroorganismen durch autodesinfizierende Materialien oder Beschichtungen, wie die Produkte von Bio-Gate AG, effektiver und erfolgreicher gegen HAI. Bio-Gate kann in diesem Bereich neben Beschichtungen auch mit der Imprägnierung aufwarten und umfangreiche antimikrobielle und antivirale Lösungen anbieten. Ferner wird vom Unternehmen eine neue Technologieplattform im Bereich der IMC-Beschichtungen (Intelligent Multifunctional Coating) entwickelt. Diese vielseitig und flexibel anwendbaren Beschichtungen können gezielt eingesetzt werden, um beispielsweise großflächige Oberflächen antiviral und hydrophil oder hydrophob zu beschichten. Hierdurch erwarten wir noch mal zusätzliche Wachstumsimpulse des bereits wachstumsstärksten Geschäftsfeldes.

Neue innovative Produkte mit Cannabidiolen (CBD)



Quelle: Avicanna



Im größten Geschäftsbereich **Dermakosmetik & Wundpflege** verfügt das Unternehmen bereits über zahlreiche Produkte und Kooperationen. Hier konnte im vergangenen Jahr in absoluten Zahlen auf hohem Niveau das größte Wachstum erzielt werden. Eine weitere Innovation soll mit einer Produktreihe mit medizinisch wirksamen Cannabidiolen (CBD) folgen. So sollen die hautverbessernden sowie entzündungshemmenden Eigenschaften von CBD mit der Wirkung von Mikrosilber kombiniert werden. Der sehr stark wachsende CBD-Markt soll noch im laufenden Geschäftsjahr 2022 adressiert werden. Konkretisiert wurde die Kooperation in der Pressemeldung der Bio-Gate AG vom 13.04.2022. So wurde der Kooperationsvertrag mit Avicanna (Kanada) erweitert. Die Entwicklung von Wirkkosmetik und medizinischen Pflegeprodukten auf Basis von CBD soll stetig ausgebaut werden. Bio-Gate verfügt hier über die exklusiven Vertriebsrechte der Produktlinie PURA H&W in der DACH-Region und plant den Vertriebsbeginn in der ersten Jahreshälfte 2022. Überdies steht im laufenden Geschäftsjahr 2022 eine Markteinführung einer abgeschlossenen Neuentwicklung mit Manuka-Honig an. Weiterhin soll im Bereich der antiviralen Pflegeprodukte im Jahr 2022 eine neu entwickelte Deo-Paste mit dem Fokus auf einer nachhaltigen antibakteriellen Wirkung in den Markt eingeführt werden. Zudem könnten weitere Umsatzbeiträge von der im Jahr 2021 eingeführten „Oral-Care“-Produktreihe erzeugt werden.

Im Geschäftsfeld **Veterinär** konnten über VetInnovations dermatologische Neuentwicklungen in den Markt gebracht werden und auch die Vertriebspräsenz ausgebaut werden. Hierzu zählt auch die eingegangene Kooperation mit einem großen spanischen Distributor, der die Produkte von VetInnovations ab dem ersten Halbjahr 2022 in Spanien vermarkten wird. Zudem gelang es, einen weiteren großen Tierpflegevertrieb zu gewinnen, für den unter dessen Label von Bio-Gate Pflegeprodukte entwickelt werden. Geplant ist der Verkaufsstart in der ersten Jahreshälfte 2022.

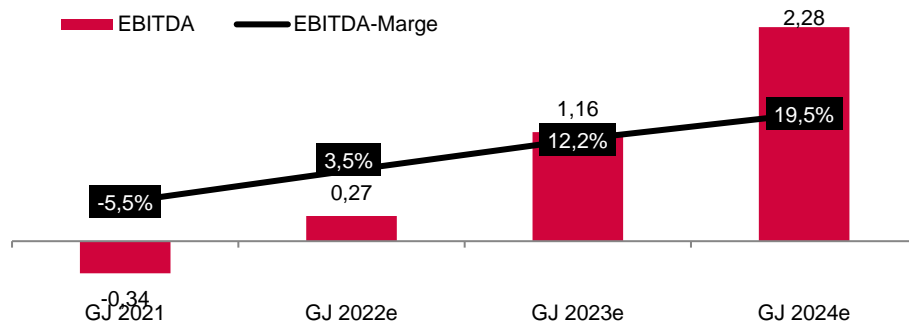
Insgesamt wurden zahlreiche Wachstumschancen ergriffen und auch Bestandsgeschäft und -produkte entwickeln sich scheinbar gut. Wir gehen davon aus, dass auch unabhängig von der COVID-19-Pandemie dieser Trend nachhaltig anhalten wird.

Mittelfristig sollte auch die Zulassung der Human-Revisions-Implantate mit der Aesculap AG zu einem deutlichen Wachstumsschub im Geschäftsbereich **Medizintechnik** führen. Erste Effekte sollten sich hier schon im Jahr 2025 auswirken. Daher erwarten wir in unserem DCF-Modell eine durchschnittliche mittelfristige Umsatzsteigerung von 25,0 %.

Ergebnisprognose

Gemäß der Guidance soll im laufenden Geschäftsjahr 2022 der Break-even erreicht werden. Insgesamt ist es das vornehmliche Ziel, die Gewinnzone zu erreichen, dennoch sollen weiterhin sich bietende Opportunitäten genutzt werden. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2022 ein EBITDA in Höhe von 0,27 Mio. €, gefolgt von 1,16 Mio. € im Jahr 2023. Mit den steigenden Umsatzerlösen sollte es auch zu einer sukzessiven Margenverbesserung über die nächsten Jahre kommen.

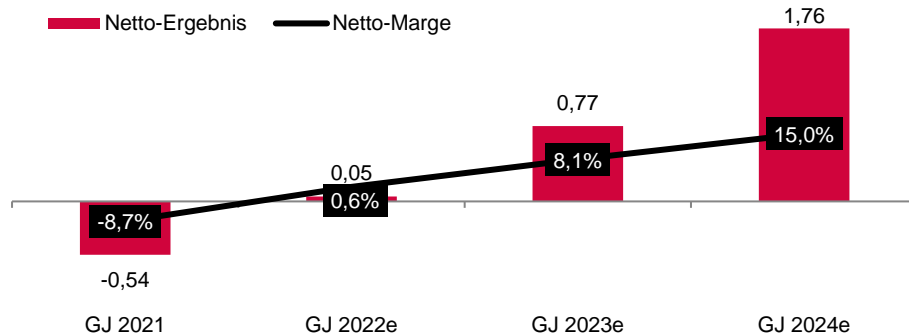
Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC

Wir erwarten keine Sondereffekte in der Abschreibung oder dem Finanzergebnis und prognostizieren eine dem EBITDA ähnliche Entwicklung des Netto-Ergebnisses. Konkret gehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2022 von einem Netto-Ergebnis in Höhe von 0,05 Mio. € aus, bzw. 0,77 Mio. € im Jahr 2023.

Entwicklung des Netto-Ergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC

Bewertung

Modellannahmen

Die Bio-Gate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1 erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 25,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 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. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25. Der aktuelle Wert stellt gleichzeitig derzeit die Untergrenze in unserem Bewertungsmodell dar.**

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 7,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,5 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 8,00 € ermittelt.

DCF-Modell

Bio-Gate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	25,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	20,1%	ewige EBITA - Marge	18,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	7,70	9,50	11,70	14,62	18,27	22,83	28,52	35,64	
US Veränderung	23,5%	23,4%	23,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,77	5,89	7,12	8,74	10,72	13,17	16,18	19,87	
EBITDA	0,27	1,16	2,28	2,93	3,66	4,58	5,72	7,15	
EBITDA-Marge	3,5%	12,2%	19,5%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	
EBITA	0,08	0,97	2,08	2,55	3,28	4,19	5,32	6,74	
EBITA-Marge	1,0%	10,2%	17,8%	17,5%	17,9%	18,3%	18,7%	18,9%	18,9%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,14	-0,62	-0,77	-0,98	-1,26	-1,60	-2,02	
zu EBITA	3,3%	14,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,08	0,83	1,46	1,79	2,29	2,93	3,72	4,72	
Kapitalrendite	2,8%	27,4%	44,0%	48,0%	53,3%	58,7%	63,7%	68,4%	58,6%
Working Capital (WC)	1,40	1,70	2,08	2,63	3,29	4,11	5,13	6,42	
WC zu Umsatz	18,2%	17,9%	17,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in WC	-0,26	-0,29	-0,38	-0,55	-0,66	-0,82	-1,03	-1,28	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,61	1,61	1,64	1,67	1,70	1,73	1,76	1,79	
AFA auf OAV	-0,19	-0,20	-0,20	-0,38	-0,38	-0,39	-0,40	-0,41	
AFA zu OAV	11,7%	12,2%	12,2%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,20	-0,23	-0,41	-0,41	-0,42	-0,43	-0,44	
Investiertes Kapital	3,02	3,31	3,72	4,30	4,99	5,84	6,90	8,21	
EBITDA	0,27	1,16	2,28	2,93	3,66	4,58	5,72	7,15	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,14	-0,62	-0,77	-0,98	-1,26	-1,60	-2,02	
Investitionen gesamt	-0,44	-0,49	-0,61	-0,96	-1,07	-1,24	-1,45	-1,72	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,20	-0,23	-0,41	-0,41	-0,42	-0,43	-0,44	
Investitionen in WC	-0,26	-0,29	-0,38	-0,55	-0,66	-0,82	-1,03	-1,28	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,18	0,53	1,05	1,20	1,61	2,08	2,67	3,41	84,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	59,52	63,46
Barwert expliziter FCFs	8,80	8,93
Barwert des Continuing Value	50,72	54,54
Nettoschulden (Net debt)	-1,72	-2,23
Wert des Eigenkapitals	61,24	65,69
Fremde Gewinnanteile	-0,11	-0,12
Wert des Aktienkapitals	61,13	65,57
Ausstehende Aktien in Mio.	7,64	7,64
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,00	8,58

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,32
Eigenkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **7,5%**

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
58,1%	9,04	8,46	7,94	7,48	7,07
58,4%	9,07	8,49	7,97	7,51	7,10
58,6%	9,11	8,52	8,00	7,54	7,12
58,9%	9,14	8,55	8,03	7,56	7,15
59,1%	9,18	8,59	8,06	7,59	7,17

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, E-Mail: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de