



## Researchstudie (Anno)

**Bio-Gate AG**



**Herausforderungen aus 2022 überwunden**

-

**Breakeven für 2024 in Aussicht**

**Stetige Margenverbesserungen bei deutlichem Wachstum**

**Kursziel: 4,20 €**

**(bisher: 5,75 €)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 02.06.2023 (19:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 05.06.2023 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

## Bio-Gate AG\*5a,11

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 4,20 €**  
**(bisher: 5,75 €)**

Aktueller Kurs: 1,70 €  
(02.06.23 17:36 Xetra)

Währung: €

### Stammdaten:

ISIN: DE000BGAG981  
WKN: BGAG98  
Börsenkürzel: BIG1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,40  
Marketcap<sup>3</sup>: 14,29  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 12,67  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. €  
Freefloat: 17,6%

Marktsegment: Freiverkehr

Rechnungslegung: HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Schaffer  
schaffer@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnik

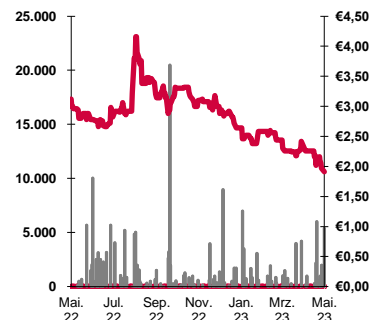
Fokus: Technologie für Gesundheit und Hygiene

Mitarbeiter: 32 Stand: 31.12.2022

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 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 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. Darüber hinaus werden mit den Bio-Gate-Technologien Dermatologie- und Wundpflegeprodukte sowie Hygiene- und Industrieprodukte, antimikrobiell oder biologisch wirksam ausgestattet und damit in einzigartiger Weise aufgewertet.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	5,99	7,20	8,52	10,01
EBITDA	-1,55	-0,60	0,29	1,49
EBIT	-1,78	-0,85	0,03	1,23
Jahresüberschuss	-1,81	-0,90	0,00	0,82

Kennzahlen in €	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gewinn je Aktie	-0,21	-0,11	0,00	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
EV/Umsatz	2,12	1,76	1,49	1,27
EV/EBITDA	-8,20	-20,97	44,22	8,51
EV/EBIT	-7,10	-14,89	388,76	10,32
KGV	-7,91	-15,83	23878,85	17,37
KBV	3,36			

### Finanztermine

16. Juni 2023: HV  
August 2023: Halbjahresbericht 2023  
15./16.11.2023: MKK München

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in € / Rating  
26.09.2022: RS / 5,75 / KAUFEN  
28.04.2022: RS / 8,00 / KAUFEN  
02.12.2021: RS / 8,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im Jahr 2022 verzeichnete die Bio-Gate AG einen Umsatzrückgang von knapp 4% auf 5,99 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €). Insbesondere das Geschäftsfeld Derma-Kosmetik und Wundpflege war von geopolitischen Entwicklungen betroffen, was zu Umsatzrückgängen und Produktionsverzögerungen führte. Trotzdem gab es Zuwächse in anderen Geschäftsfeldern wie Medizintechnik, Veterinär und Industrie- und Hygieneprodukten, doch die Gesamtumsätze blieben unter den Erwartungen. Trotz der geopolitischen Einflüsse erzielte das Unternehmen operative Fortschritte. Es startete eine Zusammenarbeit mit einem europaweit vertretenen Anbieter von dermatologischen Tierpflegeprodukten und erhielt erste Aufträge für seine neue Beschichtungstechnologie "Intelligent Multifunctional Coating" (IMC). In der zweiten Jahreshälfte wurde ein wichtiger Vertrag für Implantat-Beschichtungen in der Human-Medizin mit einem multinationalen Medizintechnikunternehmen abgeschlossen.
- Im Geschäftsjahr verzeichnete der Konzern einen Anstieg der Aufwandspositionen, insbesondere des Materialaufwands, der um 29,7% auf 3,46 Mio. € (VJ: 2,67 Mio. €) zunahm. Dies war auf einen Bestandsaufbau sowie gestiegene Kosten für Vorprodukte und Rohstoffe zurückzuführen. Der Personalaufwand stieg um 11,4% auf 2,76 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) infolge der Übernahme eines freiberuflichen Mitarbeiters, von Gehaltsanpassungen sowie der verstärkten Nutzung von Zeitarbeitskräften. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich um 38,5% auf 2,49 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €), bedingt durch höhere Verpackungs- und Frachtkosten aus dem Ausland sowie Aufwendungen für die Personalakquise. Diese Entwicklungen führten zu einem EBITDA von -1,55 Mio. € (VJ: -0,34 Mio. €) und einem EBIT von -1,79 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €). Das Konzernergebnis verschlechterte sich auf -1,81 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €).
- Für das Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein deutliches Wachstum über alle Geschäftsbereiche, mit einem prognostizierten Umsatzanstieg um 20,2% auf 7,20 Mio. €, gefolgt von 8,52 Mio. € im Jahr 2024 und 10,01 Mio. € im Jahr 2025. Der Bereich Dermakosmetik und Wundpflege soll durch den Abbau des Lagerbestands und den Rückgang der Lieferengpässe wieder wachsen. Die CBD-Produkte sollen ebenfalls zum Wachstum beitragen. Im Bereich Industrie und Hygiene eröffnet die neue Technologie Intelligent Multifunctional Coating (IMC) interessante Wachstumschancen. Im Veterinärbereich konnte bereits im Vorjahr ein deutliches Wachstum verzeichnet werden, das voraussichtlich anhalten wird. Die Zusammenarbeit mit großen Handelsketten spielt dabei eine wichtige Rolle. Im Bereich Medizintechnik wird erwartet, dass die Zulassung von Silberbeschichtungen für Human-Revisions-Implantate im Jahr 2026 ein signifikantes Wachstum bewirken wird.
- Der Abbau der Lagerbestände sollte es dem Unternehmen ermöglichen, die Materialaufwandsquote zu senken. Zudem erwarten wir, dass das Unternehmen Skalierungseffekte mit dem steigenden Umsatz erzielen kann. Daher prognostizieren wir ein EBITDA für das laufende Geschäftsjahr 2023 in Höhe von -0,60 Mio. €, gefolgt von 0,29 Mio. € im Jahr 2024 und 1,49 Mio. € im Jahr 2025. Diese Entwicklung sollte sich größtenteils im Nettoergebnis widerspiegeln, wobei wir ein Jahresergebnis von -0,90 Mio. € im Jahr 2023 erwarten, gefolgt von 0,00 Mio. € im Jahr 2024 und 0,82 Mio. € im Jahr 2025.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel auf 4,20 € (bisher: 5,75 €) reduziert. Die Reduktion des Kursziels ist auf den angestiegenen risikolosen Zinssatz sowie die angepassten Prognosen zurückzuführen.**

## **INHALTSVERZEICHNIS**

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsmodell .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
Globaler Markt für antimikrobielle Beschichtungen .....	5
Markt für Gelenkersatz.....	6
Markt für Heimtierprodukte .....	6
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2022 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022 .....	11
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Umsatzprognose .....	12
Ergebnisprognose .....	13
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
DCF-Modell.....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

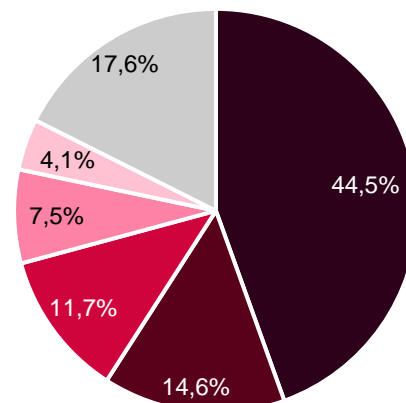
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Syntos Beteiligungs GmbH	44,5%
Mountain Technology AG	14,6%
Eiffel Investment Group	11,7%
Karl Richter/RFH Ltd.	7,5%
Gründer/Management	4,1%
Streubesitz	17,6%

Quelle: Bio-Gate; GBC AG

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



### Geschäftsmodell

Die Bio-Gate AG (Bio-Gate) veredelt mit ihren antimikrobiellen und 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. Im Bereich der multifunktionalen Beschichtungen („Intelligent Multifunctional Coating“, IMC) entwickelte das Unternehmen eine weitere Technologieplattform. Diese kommt beispielsweise bei großflächigen Beschichtungen in hygienesensitiven Bereichen oder in der Industrie zum Einsatz. 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.

### Technologien und Lösungen



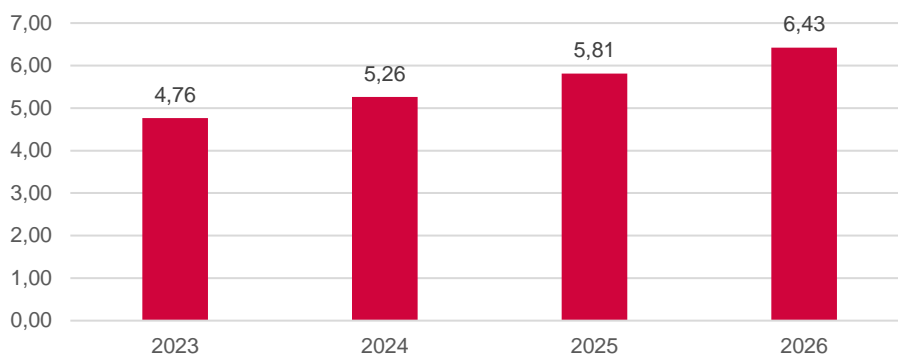
Quelle: Bio-Gate AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Globaler Markt für antimikrobielle Beschichtungen

Gemäß MarketResearch.com wird für den globalen Markt für antimikrobielle Beschichtungen ein signifikantes Wachstum erwartet. Dieser Markt soll von 4,76 Mrd. USD im Jahr 2023 um durchschnittlich 10,5% auf 6,4 Mrd. USD im Jahr 2026 anwachsen. Antimikrobielle Beschichtungen auf Silberbasis sollen, aufgrund der hohen und langanhaltenden Wirksamkeit in Verbindung mit der geringen Toxizität und Kompatibilität mit industriellen Anwendungen, das höchste Wachstum aufweisen.

#### Globaler Markt für antimikrobielle Beschichtungen (in Mrd. USD)



Quelle: MarketResearch.com

Der Markt für antimikrobielle Beschichtungen hat in den letzten Jahren ein starkes Wachstum verzeichnet und wird voraussichtlich weiter wachsen, da das Bewusstsein für die Bedeutung von Hygiene und Sauberkeit in vielen Branchen und Anwendungsbereichen zunimmt. Antimikrobielle Beschichtungen werden eingesetzt, um Oberflächen vor mikrobiellen Kontaminationen zu schützen und die Ausbreitung von Bakterien, Viren und anderen Mikroorganismen zu verhindern.

Zudem hat die demografische Entwicklung mit einer alternden Bevölkerung direkte Auswirkungen auf das Gesundheitssystem und kann zu einer Zunahme von Krankenhausaufenthalten führen. Ältere Menschen benötigen häufiger medizinische Versorgung und haben ein höheres Risiko für chronische Erkrankungen, die einen Krankenhausaufenthalt erforderlich machen. Dies kann zu einer größeren Auslastung der Krankenhäuser führen.

Mit zunehmenden Krankenhausaufenthalten steigt auch das Risiko für Krankenhausinfektionen. Die alternde Bevölkerung ist anfälliger für Infektionen aufgrund von geschwächtem Immunsystem und vorhandenen Komorbiditäten. Insbesondere die Zunahme von multiresistenten Keimen stellt eine Bedrohung dar, da diese gegen gängige Antibiotika resistent sind. Dadurch wird die Behandlung von Infektionen erschwert und die Patienten sind anfälliger für schwerwiegende Komplikationen.

Die Situation wird durch fehlende Fachkräfte zusätzlich verschärft. Der Mangel an qualifiziertem medizinischem Personal kann zu einer Überlastung des vorhandenen Personals führen. Dies kann Auswirkungen auf die Qualität der Patientenversorgung haben und die Infektionskontrolle erschweren. Wenn nicht genügend Fachkräfte vorhanden sind, kann dies zu längeren Wartezeiten, Zeitdruck und Erschöpfung des Personals führen, was die Patientensicherheit gefährden kann. Das Gesundheitswesen benötigt daher dringend Technologien, die möglichst kein Fachpersonal oder weniger Personal vor Ort benötigen und dennoch die bestehenden Probleme lösen. Infolgedessen haben viele Branchen

begonnen, antimikrobielle Beschichtungen in ihre Produkte zu integrieren, um die Verbreitung von Krankheiten zu reduzieren. Beispielsweise wurden in der Medizin- und Gesundheitsbranche antimikrobielle Beschichtungen auf medizinischen Geräten, Tastaturen, Türgriffen und anderen Oberflächen installiert, um die Ausbreitung von Krankheiten zu minimieren.

Die meisten antimikrobiellen Beschichtungen basieren auf Silberionen, Kupferionen oder organischen Verbindungen wie Quarz- oder Zinkpyrithion. Einige Beschichtungen, wie z.B. Mikrosilber, sind auch in der Lage, Keime abzutöten, was sie besonders attraktiv für den Einsatz in Krankenhäusern und anderen Einrichtungen macht, in denen eine hohe Kontamination droht.

## **Markt für Gelenkersatz**

Der Markt für Gelenkersatz bezieht sich auf den Kauf und Verkauf von medizinischen Geräten, Ausrüstungen und Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Ersatz von beschädigten oder erkrankten Gelenken im menschlichen Körper, wie z.B. Hüfte, Knie, Schultern, Ellbogen und Knöchel.

Dieser Markt wird hauptsächlich durch die zunehmende Prävalenz von Gelenkerkrankungen wie Osteoarthritis, rheumatoider Arthritis und traumatischen Verletzungen bei alternden Bevölkerungen vorangetrieben. Nach Angaben der Weltgesundheitsorganisation sind weltweit über 300 Millionen Menschen von Osteoarthritis betroffen, und diese Zahl wird aufgrund steigender Lebenserwartung und Adipositasraten voraussichtlich weiter steigen.

Neben herkömmlichem Gelenkersatz gibt es auch eine wachsende Nachfrage nach maßgeschneiderten Implantaten und personalisierten Behandlungen, die auf die individuellen Bedürfnisse und Vorlieben des Patienten zugeschnitten sind. Diese Trends werden durch die zunehmende Verbreitung digitaler Technologien wie 3D-Scannen und -Modellierung sowie durch die Entwicklung neuer Materialien und biomimetischer Designs vorangetrieben.

Insgesamt wird erwartet, dass der Markt für Gelenkersatz aufgrund der alternden Bevölkerung, steigender Gesundheitsausgaben und technologischer Innovationen weiterwachsen wird.

## **Markt für Heimtierprodukte**

Der Markt für Heimtierprodukte ist in den letzten Jahren deutlich gewachsen und wird voraussichtlich auch in Zukunft weiterwachsen. Laut einem Bericht des Marktforschungsunternehmens Grand View Research wird der globale Markt für Heimtierprodukte voraussichtlich bis 2028 einen Wert von 269,9 Milliarden US-Dollar erreichen, verglichen mit 172,8 Milliarden US-Dollar im Jahr 2020.

Dieses starke Wachstum wird durch die steigende Zahl von Haustieren und die zunehmende Bedeutung von Haustieren als Teil der Familie angetrieben. Haustierhalter möchten ihren Tieren eine hohe Lebensqualität bieten und sind daher bereit, mehr Geld für hochwertige Produkte und Dienstleistungen auszugeben.

Ein weiterer Faktor, der das Wachstum des Marktes vorantreibt, ist die Zunahme des Online-Handels. Immer mehr Menschen kaufen Heimtierprodukte online, was die Zugänglichkeit und Bequemlichkeit für die Verbraucher erhöht und dazu beiträgt, den Markt weiter zu vergrößern.

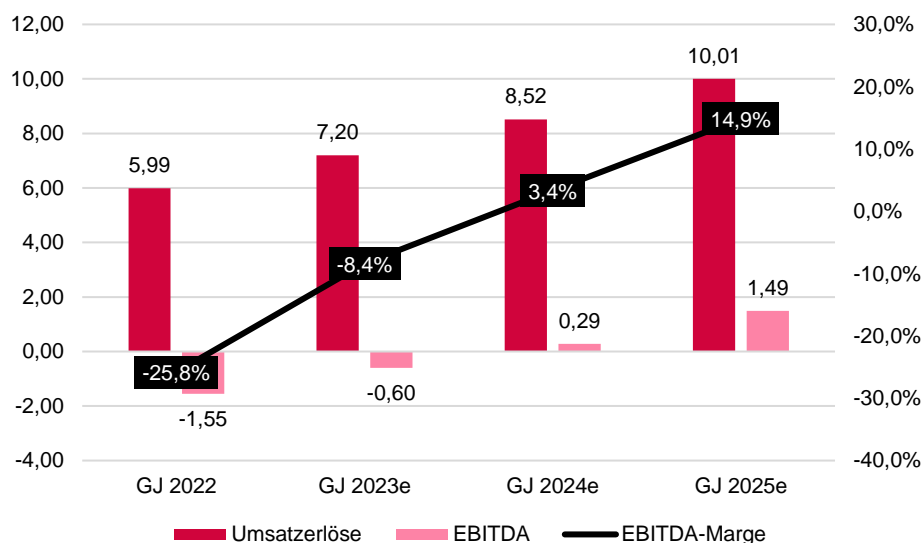
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

(in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>5,99</b>	<b>7,20</b>	<b>8,52</b>	<b>10,01</b>
Bestandsveränderungen	0,93	0,00	0,00	0,00
Aktiviert Eigenleistungen	0,12	0,08	0,08	0,08
Sonstige betriebliche Erträge	0,12	0,10	0,10	0,10
Materialaufwand	-3,46	-2,88	-3,41	-3,60
Personalaufwand	-2,76	-2,89	-2,95	-3,10
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,48	-2,21	-2,05	-2,00
<b>EBITDA</b>	<b>-1,55</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,29</b>	<b>1,49</b>
Abschreibungen	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26
<b>EBIT</b>	<b>-1,78</b>	<b>-0,85</b>	<b>0,03</b>	<b>1,23</b>
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis vor Minderheiten</b>	<b>-1,81</b>	<b>-0,88</b>	<b>0,01</b>	<b>1,20</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Verlust	0,00	-0,01	-0,01	-0,08
Ertragsteuern	0,00	-0,02	0,00	-0,30
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,81</b>	<b>-0,90</b>	<b>0,00</b>	<b>0,82</b>
Umsatzerlöse	5,99	7,20	8,52	10,01
EBITDA	-1,55	-0,60	0,29	1,49
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-25,8%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>14,9%</i>
EBIT	-1,78	-0,85	0,03	1,23
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-29,8%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>0,4%</i>	<i>12,3%</i>
Nettoergebnis	-1,81	-0,90	0,00	0,82
<i>Netto-Marge</i>	<i>-30,1%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>0,0%</i>	<i>8,2%</i>

Quelle: GBC AG

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



Quelle: GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2022

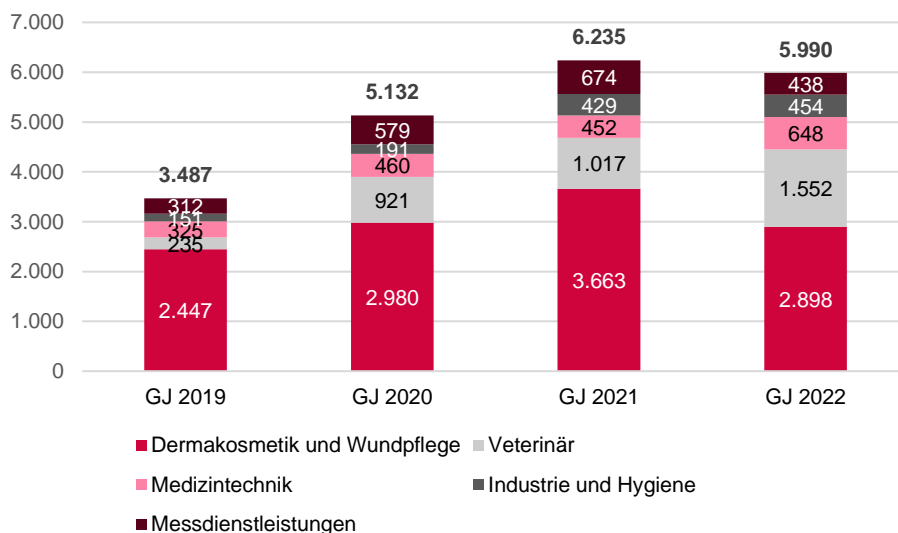
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	5,13	6,24	5,99
EBITDA	-0,52	-0,34	-1,55
EBITDA-Marge	-10,1%	-5,5%	-25,8%
EBIT	-0,82	-0,54	-1,78
EBIT-Marge	-15,9%	-8,6%	-29,8%
Jahresüberschuss	-0,80	-0,54	-1,81
EPS in €	-0,12	-0,07	-0,21

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Im Jahr 2022 gab es einen Rückgang des Umsatzes um knapp 4% auf 5,99 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €). Besonders das Geschäftsfeld Derma-Kosmetik und Wundpflege war von den geopolitischen Entwicklungen betroffen, was zu Umsatzrückgängen und Produktionsverzögerungen führte. Obwohl es Zuwächse in anderen Geschäftsfeldern wie Medizintechnik, Veterinär und Industrie und Hygiene gab, blieben die Gesamtumsätze unter den Erwartungen. Trotz der geopolitischen Einflüsse im Jahr 2022 konnte das Unternehmen bedeutende Fortschritte erzielen. Zwar wurde es operativ durch diese Einflüsse beeinträchtigt, aber das Unternehmen startete beispielsweise eine Zusammenarbeit mit einem weiteren Anbieter von dermatologischen Tierpflegeprodukten, der in ganz Europa vertreten ist. Es erhielt auch erste Aufträge für seine neue Beschichtungstechnologie "Intelligent Multifunctional Coating" (IMC). In der zweiten Jahreshälfte konnte das Unternehmen einen wichtigen Vertrag für Implantat-Beschichtungen in der Human-Medizin mit einem multinationalen Medizintechnikunternehmen abschließen.

### Umsatzentwicklung nach Bereichen (in TEUR)



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Das Geschäftsfeld **Dermakosmetik und Wundpflege** litt unter geopolitischen Entwicklungen und Verzögerungen bei der Materialbeschaffung, was zu Umsatzrückgängen führte. Die Umsätze bei Dermakosmetik und Wundpflege verminderten sich um 20,9% auf 2,90 Mio. € (VJ: 3,66 Mio. €). Trotzdem bleibt dieses Geschäftsfeld die größte Umsatzsäule im Konzern mit einem Anteil von über 48,4%. Das Management im Bereich Dermakosmetik und Wundpflege hat eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um zukünftige Verbesserungen zu erzielen. Eine personelle Umstrukturierung wurde durchgeführt, um effizientere Arbeitsabläufe zu ermöglichen. Darüber hinaus wurden gezielte Investitionen

getätigt, um die Wertschöpfungstiefe zu erhöhen und die Abhängigkeit von externen Zulieferern zu reduzieren. Ein weiterer wichtiger Schritt zur Verbesserung des Angebots ist die Erweiterung der umfangreichen antimikrobiellen Produktpalette. Darüber hinaus hat das Unternehmen Kooperationen mit einer Vielzahl von Kunden geschlossen, um seine Marktpräsenz zu erweitern und neue Vertriebskanäle zu erschließen. Durch enge Zusammenarbeit mit verschiedenen Kunden kann das Unternehmen deren spezifische Anforderungen besser verstehen und maßgeschneiderte Lösungen anbieten.

Das Geschäftsfeld **Industrie und Hygiene** war ebenfalls von Material- und Lieferengpässen beeinträchtigt, dennoch konnte ein Umsatzanstieg von 5,8% auf 0,45 Mio. € (VJ: 0,43 Mio. €) erzielt werden. Dieses Wachstum ist ein positives Zeichen, da die nun größtenteils überwundene Corona-Pandemie auch zu einer Reduktion der Nachfrage bei einigen Produkten im Bereich Industrie und Hygiene geführt hat.

Die Umsatzerlöse stiegen im Geschäftsfeld **Veterinär** um 52,6% auf 1,55 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) an. Dies ist auf die in den vergangenen Jahren vorangetriebene Internationalisierung zurückzuführen, wodurch die Pflegeprodukte in vielen europäischen Ländern, in Nordamerika und in Asien vertrieben werden. Bio-Gate adressiert das professionelle Segment der Tierärzte und Tierkliniken über das Joint Venture VetInnovations sowie über weltweit agierende Vertriebsunternehmen. Der Retail-Markt wird über Kooperationen mit führenden Handelsketten und Online-Vertrieben erreicht.

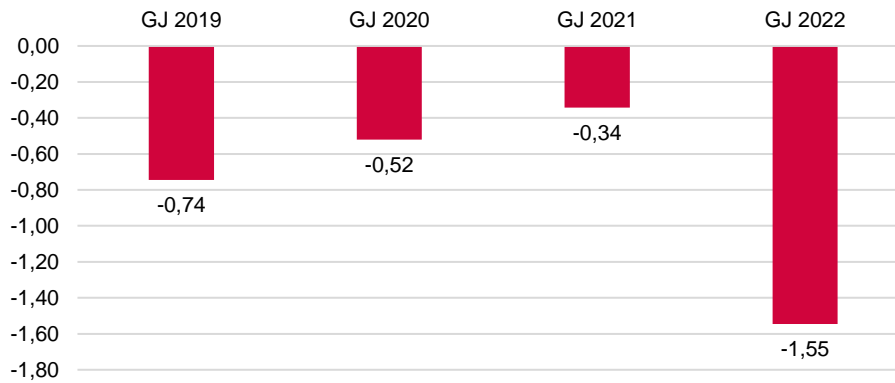
Im Geschäftsfeld **Medizintechnik** hat Bio-Gate die Umsatzerlöse um 43,4% auf 0,65 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €) steigern können. Die Beschichtungen basieren auf der etablierten Plattform-Technologie HyProtect™, mit der das Unternehmen antimikrobielle Implantate entwickeln kann, ohne die Biokompatibilität oder das biomechanische Verhalten zu beeinträchtigen. Bio-Gate erhält zunächst Zahlungen während der Entwicklungsphase, die an den Entwicklungserfolg der Partnerunternehmen geknüpft sind. Wenn das Produkt die Marktreife erreicht, strebt das Unternehmen zusätzlich zu festen Erlösen aus der Lohnbeschichtung erfolgsabhängige Zahlungen aus der Vermarktung der Produkte sowie Lizenzgebühren an. Bio-Gate verfügt über eine umfassende Expertise in der Human-Medizintechnik, einschließlich regulatorischer Belange. Dieses Know-how wurde bereits durch den erfolgreichen Pre-Submission-Antrag bei der US-Gesundheitsbehörde FDA belegt. Insbesondere da das Unternehmen im Bereich Veterinär bereits Lohnbeschichtungen durchgeföhrt.

Der Bereich **Messtechnik** der Bio-Gate AG ist durch die QualityLabs BT GmbH repräsentiert. Hierbei handelt es sich um ein akkreditiertes mikrobiologisches Testlabor. Im Berichtszeitraum musste dieser Bereich einen Umsatzrückgang von 35,0% auf 0,44 Mio. € (VJ: 0,67 Mio. €) verzeichnen. Dieser Bereich ist eng mit den anderen Geschäftsbereichen verbunden und spielt eine entscheidende Rolle bei der Produktentwicklung.

### **Ergebnisentwicklung**

Im Geschäftsjahr 2022 stiegen die Aufwandspositionen im Konzern an. Insbesondere der Materialaufwand stieg um 29,7% auf 3,46 Mio. € (VJ: 2,67 Mio. €) aufgrund von Bestandsaufbau und gestiegenen Kosten für Vorprodukte und Rohstoffe an. Der Personalaufwand stieg um 11,4% auf 2,76 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) infolge der Übernahme eines freiberuflichen Mitarbeiters, von Gehaltsanpassungen sowie der verstärkten Nutzung von Zeitarbeitskräften. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich um 38,5% auf 2,49 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) aufgrund höherer Kosten für Verpackung und Frachten aus dem Ausland und Aufwendungen für die Personalakquise.

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



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Diese Entwicklungen führten zu einem EBITDA von -1,55 Mio. € (VJ: -0,34 Mio. €) und einem EBIT von -1,79 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €). Das Konzernergebnis verschlechterte sich auf -1,81 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €).

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

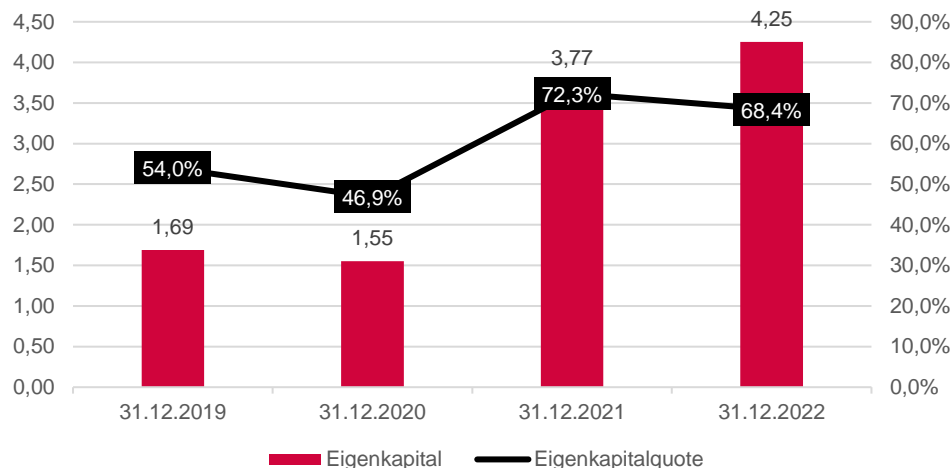
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	1,55	3,77	4,25
EK-Quote (in%)	46,9%	72,3%	68,4%
Operatives Anlagevermögen	1,27	1,61	2,01
Working Capital	0,92	1,15	1,69
Netto-Finanzvermögen	0,33	1,92	1,61

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Zum 31.12.2022 erhöhte sich das Eigenkapital durch die im Laufe des Jahres eingeworbenen Barmittel auf 4,25 Mio. € (31.12.2021: 3,77 Mio. €). Über die Kapitalerhöhung wurden Bruttoemissionserlöse in Höhe von 2,29 Mio. € eingeworben. Der Ausgabepreis lag bei 3,00 €. Diese Mittel sollen in den Ausbau des Geschäfts investiert werden, einschließlich Vorleistungen für zukünftige Projekte. Zusätzlich sollen der nationale und internationale Vertrieb sowie das Marketing gestärkt werden. Damit lagen die Barmittel zum 31.12.2022 bei 1,61 Mio. € (31.12.2021: 1,97 Mio. €).

Das Fremdkapital stieg zum 31.12.2022 auf 1,97 Mio. € (31.12.2021: 1,44 Mio. €) an, wodurch die Eigenkapitalquote sich auf 68,4% reduzierte (31.12.2021: 72,3%). Das Unternehmen hat keinerlei zinstragende Fremdkapitalverpflichtungen.

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



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Auf der Aktivseite erhöhte sich das Anlagevermögen aufgrund einer Erhöhung des Leasings bei technischen Anlagen und Maschinen sowie anderen Anlagen und der Betriebs- und Geschäftsausstattung um 24,6% auf 2,01 Mio. € (31.12.2021: 1,61 Mio. €). Das Umlaufvermögen stieg hauptsächlich aufgrund des Anstiegs der Vorräte, welche sich um 92,7% auf 1,89 Mio. € (31.12.2021: 0,98 Mio. €) erhöhten. Wir gehen davon aus, dass die Vorräte im Rahmen der Lieferengpässe vorsorglich aufgebaut wurden und nun wieder deutlich reduziert werden.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

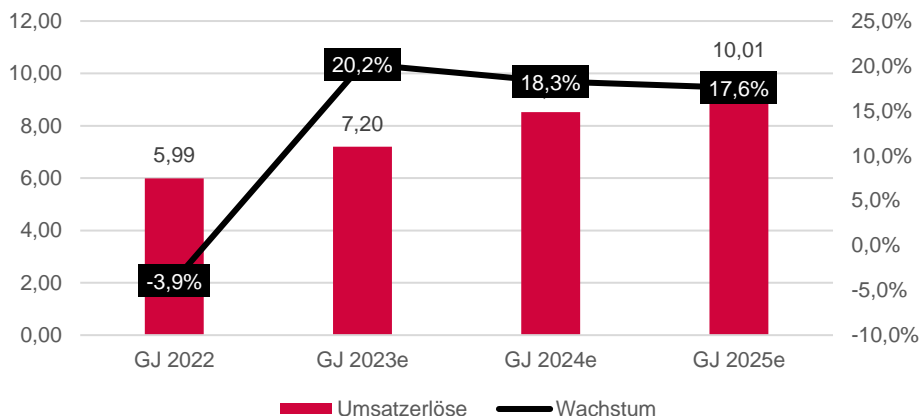
GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	5,99	7,20	8,52	10,01
EBITDA	-1,55	-0,60	0,29	1,49
EBITDA-Marge	-25,8%	-8,4%	3,4%	14,9%
EBIT	-1,78	-0,85	0,03	1,23
EBIT-Marge	-29,8%	-11,8%	0,4%	12,3%
Jahresüberschuss	-1,81	-0,90	0,00	0,82
EPS in €	-0,21	-0,11	0,00	0,10

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 war die Bio-Gate AG besonders von Lieferengpässen betroffen und konnte so nicht die Nachfragen der Kunden vollständig erfüllen. Hierdurch kam es zu einem Umsatzrückgang. Es wurden im Jahr 2022 auch Investitionen in den Ausbau des Geschäfts vorgenommen und ein großer Vorratsbestand aufgebaut. Wir gehen davon aus, dass die Herausforderungen aus dem Vorjahr überwunden wurden und nun wieder ein deutliches Wachstum über alle Geschäftsbereiche erzielt wird. Wir prognostizieren, dass im laufenden Geschäftsjahr 2023 der Umsatz um 20,2% auf 7,20 Mio. € anwachsen wird, gefolgt von 8,52 Mio. € im Jahr 2024 und 10,01 Mio. € im Jahr 2025.

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



Quelle: GBC AG

Der Bereich **Dermakosmetik und Wundpflege** sollte mit dem Aufbau des Lagerbestands und dem Rückgang der Lieferengpässe nun die Chance auf deutliche Wachstumssteigerungen haben. Wir erwarten, dass dieser Geschäftsbereich mindestens wieder auf das Niveau von 2021 (2021: 3,66 Mio. €; 2022: 2,90 Mio. €) anwachsen wird. Die CBD-Produkte sollen ebenfalls zum Wachstum beitragen. Im laufenden Geschäftsjahr 2023 ist die Vermarktung der CBD-Produkte auch in Zusammenarbeit mit etablierten Partnern gestartet. Der Markt für CBD-Kosmetik hat in den letzten Jahren ein starkes Wachstum verzeichnet. CBD, ein nicht-psychoaktiver Bestandteil der Hanfpflanze, hat aufgrund seiner potenziellen entzündungshemmenden und hautberuhigenden Eigenschaften an Beliebtheit gewonnen. Produkte wie Gesichtscremes und Körperöle sind besonders gefragt. Der Trend zu natürlichen Inhaltsstoffen und die steigende Nachfrage nach Selbstpflege und Wellness haben das Wachstum des Marktes weiter vorangetrieben.

Im Geschäftsfeld **Industrie und Hygiene** sollte neben dem bestehenden Produktportfolio besonders die neue Technologie Intelligent Multifunctional Coating (IMC) interessante neue Wachstumschancen eröffnen. Das Unternehmen hat bereits kleinere Aufträge in diesem Bereich gewinnen können. Ein Hauptvorteil von IMC ist seine vielseitige

Funktionalität. Die Beschichtung kann eine Kombination aus antimikrobiellen, antireflektierenden, selbstreinigenden, korrosionshemmenden, wasserabweisenden und anderen Eigenschaften aufweisen. Dadurch kann sie den spezifischen Anforderungen verschiedener Branchen gerecht werden.

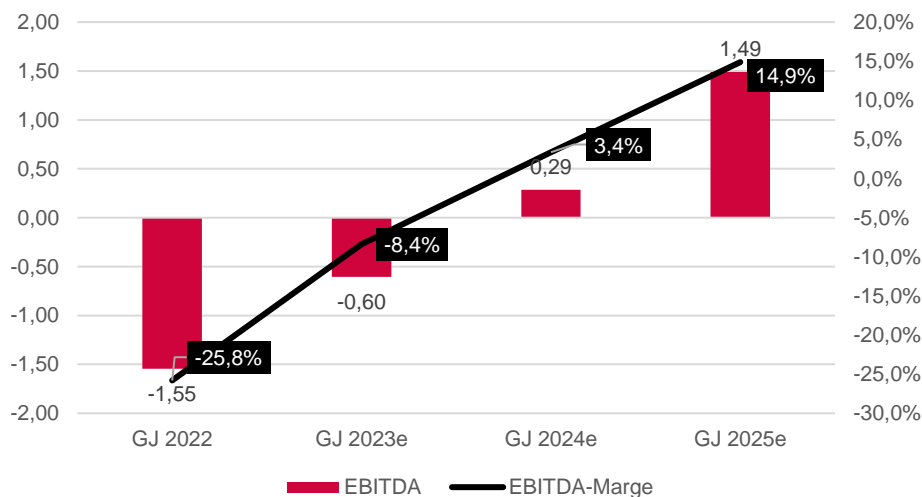
Der Bereich **Veterinär** konnte bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 deutlich wachsen und wir gehen davon aus, dass diese positive Entwicklung anhält. Bio-Gate konnte seine Produkte erfolgreich in großen Handelsketten positionieren. Das Wachstum der Veterinärpflegeprodukte für Tierhalter wird maßgeblich durch große Handelsketten gesteuert, die Produkte von Bio-Gate unter ihren Eigenmarken vertreiben. Durch diese Partnerschaften kann Bio-Gate seine Produkte einer breiten Zielgruppe zugänglich machen und von der Reichweite und dem Vertrauen der Handelsketten profitieren. Die Zusammenarbeit ermöglicht eine größere Sichtbarkeit, einen breiteren Absatzmarkt und Marketingmöglichkeiten zur Steigerung des Bewusstseins für die Produkte. Insgesamt spielt die Zusammenarbeit mit den Handelsketten eine entscheidende Rolle beim Wachstum der Veterinärpflegeprodukte.

Im Jahr 2026 erwarten wir, dass die Zulassung der Human-Revisions-Implantate in Zusammenarbeit mit der Aesculap AG einen deutlichen Wachstumsschub im Geschäftsbereich **Medizintechnik** bewirken wird. Die ersten Auswirkungen sollten bereits im Jahr 2025 spürbar sein. Der Einsatz von Implantaten mit Silberbeschichtung bietet mehrere Vorteile. Erstens kann das Risiko von postoperativen Infektionen deutlich verringert werden, was zu einer schnelleren und komplikationsfreieren Genesung der Patienten führt. Zweitens ermöglicht die antimikrobielle Wirkung von Mikrosilber eine verbesserte Langzeitstabilität der Implantate, da das Risiko von bakteriellen Biofilmen und damit einhergehenden Komplikationen minimiert wird.

### Ergebnisprognose

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine Margen steigern kann, indem es die vorher aufgebauten Bestände abbaut. Im Vorjahr wurden zusätzliche Bestände angelegt, um die Lieferengpässe zu überwinden. Durch den Abbau dieser Bestände wird das Unternehmen in der Lage sein, die Materialaufwandsquote zu senken. Weiterhin sollte das Unternehmen über die kommenden Jahre Skalierungseffekte mit dem steigenden Umsatz erzielen können. Wir prognostizieren ein EBITDA in Höhe von -0,60 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2023, gefolgt von 0,29 Mio. € im Jahr 2024 und 1,49 Mio. € im Jahr 2025.

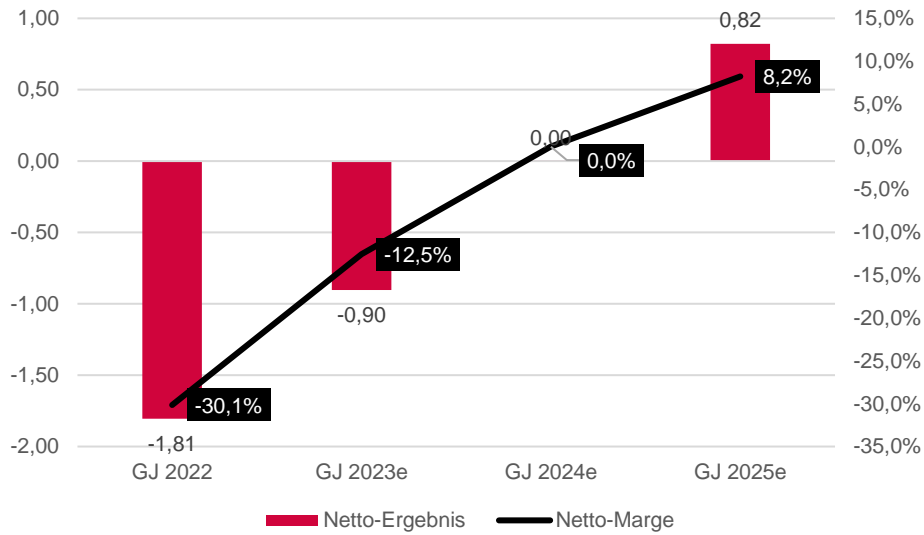
#### Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in%)



Quelle: GBC

Die EBITDA-Entwicklung sollte sich größtenteils im Nettoergebnis widerspiegeln und wir erwarten ein Jahresergebnis in Höhe von -0,90 Mio. € im Jahr 2023, gefolgt von 0,00 Mio. € im Jahr 2024 und 0,82 Mio. € im Jahr 2025.

**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 2023 - 2025 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.

**Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00%.**

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 9,27% (bisher: 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 9,27% (bisher: 7,5%).

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 4,20 € (bisher: 5,75 €) ermittelt. Die Reduktion des Kursziels ist auf den angestiegenen risikolosen Zinssatz sowie die angepassten Prognosen zurückzuführen.



## 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	18,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	7,20	8,52	10,01	12,51	15,64	19,55	24,44	30,55	
US Veränderung	20,2%	18,3%	17,6%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,58	4,23	4,91	5,57	6,33	7,20	8,18	9,29	
EBITDA	-0,60	0,29	1,49	2,52	3,14	3,93	4,91	6,14	
EBITDA-Marge	-8,4%	3,4%	14,9%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	
EBITA	-0,85	0,03	1,23	2,24	2,84	3,60	4,55	5,74	
EBITA-Marge	-11,8%	0,4%	12,3%	17,9%	18,2%	18,4%	18,6%	18,8%	18,8%
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,01	-0,37	-0,67	-0,85	-1,08	-1,36	-1,72	
zu EBITA	-2,5%	40,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,87	0,02	0,86	1,57	1,99	2,52	3,18	4,02	
Kapitalrendite	-23,6%	0,5%	19,4%	31,7%	44,2%	47,6%	51,0%	54,4%	46,6%
Working Capital (WC)	2,04	2,43	2,91	2,25	2,82	3,52	4,40	5,50	
WC zu Umsatz	28,3%	28,5%	29,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in WC	-0,34	-0,40	-0,48	0,65	-0,56	-0,70	-0,88	-1,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,01	2,01	2,04	2,24	2,47	2,72	2,99	3,29	
AFA auf OAV	-0,25	-0,25	-0,26	-0,28	-0,30	-0,33	-0,37	-0,40	
AFA zu OAV	12,3%	12,6%	12,8%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,29	-0,48	-0,53	-0,58	-0,64	-0,70	
Investiertes Kapital	4,05	4,44	4,95	4,50	5,28	6,24	7,39	8,79	
EBITDA	-0,60	0,29	1,49	2,52	3,14	3,93	4,91	6,14	
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,01	-0,37	-0,67	-0,85	-1,08	-1,36	-1,72	
Investitionen gesamt	-0,59	-0,65	-0,77	0,18	-1,09	-1,28	-1,52	-1,80	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,29	-0,48	-0,53	-0,58	-0,64	-0,70	
Investitionen in WC	-0,34	-0,40	-0,48	0,65	-0,56	-0,70	-0,88	-1,10	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,22	-0,38	0,35	2,02	1,20	1,57	2,03	2,62	53,94

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	34,95	38,57
Barwert expliziter FCFs	5,95	6,88
Barwert des Continuing Value	29,01	31,69
Nettoschulden (Net debt)	-0,37	0,03
Wert des Eigenkapitals	35,32	38,54
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	35,32	38,54
Ausstehende Aktien in Mio.	8,40	8,40
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>4,20</b>	4,59

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,32
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
46,1%	4,62	4,38	4,16	3,97	3,79
46,4%	4,64	4,40	4,18	3,99	3,80
46,6%	4,66	4,42	<b>4,20</b>	4,00	3,82
46,9%	4,68	4,44	4,22	4,02	3,84
47,1%	4,71	4,46	4,24	4,04	3,85

## 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**

**Marcel Schaffer, 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)