



Researchstudie (Update)

Bio-Gate AG



**Pipeline stark gefüllt, aber durch die globalen Lieferketten-
schwierigkeiten kommt es zu Umsatzverschiebungen**

-

Break-even Prognose verschiebt sich in das Jahr 2023

**Kursziel: 5,75
(bisher: 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 11

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“

Bio-Gate AG^{*5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 5,75 €
(bisher: 8,00 €)

Aktueller Kurs: 3,08 €
(09.09.22 09:24 Xetra)

Währung: €

Stammdaten:

ISIN: DE000BGAG981
WKN: BGAG98
Börsenkürzel: BIG1
Aktienanzahl³: 7,64
Marketcap³: 23,53
EnterpriseValue³: 22,98
³ in Mio. / in Mio. €
Freefloat: 18,3 %

Marktsegment: Freiverkehr

Rechnungslegung: HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

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	6,70	8,05	9,62
EBITDA	-0,34	-0,68	0,23	1,05
EBIT	-0,54	-0,87	0,03	0,85
Jahresüberschuss	-0,54	-0,92	0,00	0,54

Kennzahlen in €	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Gewinn je Aktie	-0,07	-0,12	0,00	0,11
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	3,68	3,43	2,85	2,39
EV/EBITDA	-66,92	-33,74	99,89	21,89
EV/EBIT	-42,81	-26,42	682,23	27,05
KGV	-43,24	-25,54	16752,99	43,71
KBV	8,70			

Finanztermine

15./16. November 2022: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in € / Rating

28.04.2022: RS / 8,00 / KAUFEN

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

- Durch die aktuell vorherrschenden Lieferengpässe kam es zu deutlichen Umsatzverschiebungen im ersten Halbjahr 2022. Hierdurch wird sich unsere Prognose des Break-even vom Jahr 2022 in das Jahr 2023 verschieben. Dennoch gehen wir davon aus, dass das Unternehmen sehr solide aufgestellt ist und die Umsatzverschiebungen größtenteils im vierten Quartal 2022 bzw. im ersten Quartal 2023 aufgeholt werden können.
- Im ersten Halbjahr 2022 reduzierte sich der Umsatz um 16,8% auf 2,59 Mio. € (VJ: 3,11 Mio. €) und das EBITDA um 36,5% auf -0,95 Mio. € (0,02 Mio. €). Das Netto-Ergebnis sank auf -1,06 Mio. € (VJ: -0,07 Mio. €). Besonders die Geschäftsfelder Dermakosmetik und Wundpflege sowie Industrie und Hygiene waren von den verzögerten Lieferungen der Rohstoffe und Vorprodukte betroffen. Aufgrund der unverändert fortgesetzten Investitionen für das zukünftige Wachstum kam es zu dem deutlichen Margenrückgang.
- Im Rahmen der Umsatzverschiebungen hat das Unternehmen die Guidance angepasst. Die Umsatz-Guidance liegt nun zwischen 6,7 und 7,2 Mio. € (bisher: 7,6 bis 7,8 Mio. €) und die Netto-Ergebnis-Guidance zwischen -0,7 bis -0,9 Mio. € (bisher: Break-Even). Wir gehen weiterhin davon aus, dass das Unternehmen sehr solide aufgestellt ist, erwarten aber dennoch ein geringeres Umsatzniveau für die kommenden Jahre aufgrund der geopolitischen Unsicherheiten und den globalen Lieferschwierigkeiten.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2022 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 6,70 Mio. € (bisher: 7,70 Mio. €), gefolgt von 8,05 Mio. € (bisher: 9,50 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 9,62 Mio. € (bisher: 11,70 Mio. €) im Jahr 2024. Das Geschäftsfeld Industrie & Hygiene bietet unseres Erachtens mit den IMC-Beschichtungen (Intelligent Multifunctional Coating) gute Wachstumschancen. Der Bereich Dermakosmetik & Wundpflege sollte von dem neuen Bereich CBD profitieren können und Aufholungseffekte aus den Verschiebungen erleben. Der Bereich Veterinär hat weiterhin eine hohe Nachfrage der Großkunden und sollte ebenfalls deutlich wachsen können. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen weiterhin gut aufgestellt ist und sich auf einem soliden Wachstumskurs befindet. Spätestens mit der Zulassung von Human-Revisions-Implantaten der Bio-Gate Kooperationspartner Ende 2025/2026 sollte es zu einem deutlichen Umsatz- und Ergebnissprung kommen.
- Wir gehen davon aus, dass das geringe Umsatzniveau sich auch auf die Ergebnisentwicklung niederschlägt und prognostizieren ein EBITDA für das laufende Geschäftsjahr in Höhe von -0,68 Mio. € (bisher: 0,27 Mio. €), gefolgt von 0,23 Mio. € (bisher: 1,16 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 1,05 Mio. € (bisher: 2,28 Mio. €) im Jahr 2024. Wir gehen davon aus, dass gestiegene Materialkosten mittelfristig weitergeben werden können. Aufgrund der Umsatzverschiebung erwarten wir den Break-even erst im Jahr 2023 und prognostizieren für das laufende Geschäftsjahr 2022 ein Netto-Ergebnis von -0,92 Mio. € (bisher: 0,05 Mio. €), gefolgt von 0,00 Mio. € (bisher: 0,77 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 0,54 Mio. € (bisher: 1,76 Mio. €) im Jahr 2024.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 5,75 € (bisher: 8,00 €) ermittelt und vergeben das Rating Kaufen. Die Kurszielreduktion erfolgte aufgrund der angepassten Prognose sowie des gestiegenen risikolosen Zinssatzes.**

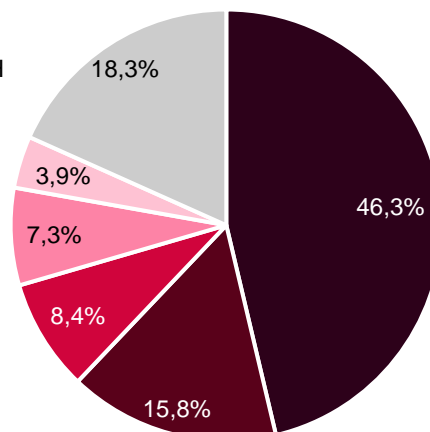
UNTERNEHMEN

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



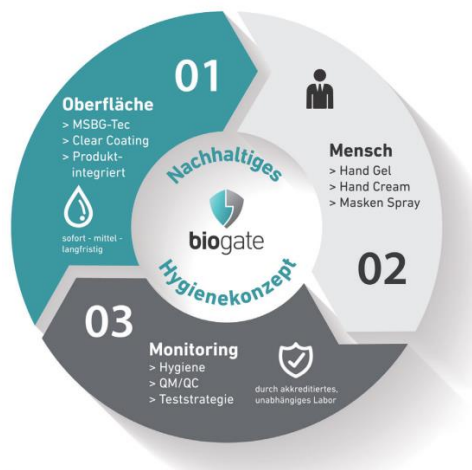
Geschäftsmodell

Die Bio-Gate AG (Bio-Gate) veredelt mit ihren antimikrobiellen / antiviralen / bioaktiven Technologien eine Vielzahl von Produkten. Die Veredelung erfolgt überwiegend 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



Quelle: Bio-Gate AG



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2022

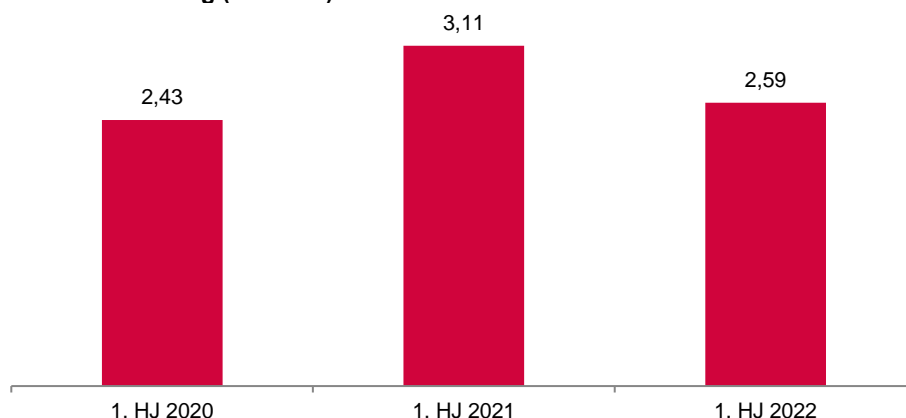
in Mio. €	HJ 2020	HJ 2021	HJ 2022
Umsatzerlöse	2,43	3,11	2,59
EBITDA	-0,14	0,02	-0,94
EBITDA-Marge	-5,6%	0,8%	-36,5%
EBIT	-0,29	-0,07	-1,06
EBIT-Marge	-12,0%	-2,2%	-40,7%
Jahresüberschuss	-0,28	-0,07	-1,06
EPS in €	-0,04	-0,01	-0,14

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 2022 reduzierten sich die Umsatzerlöse um 16,8% auf 2,59 Mio. € (VJ: 3,11 Mio. €). Der Grund hierfür lag in Lieferengpässen durch die geopolitischen Herausforderungen und weitere Kontaktbeschränkungen in China. Durch die Lieferengpässe konnten zahlreiche Produkte von bereits bestellten Waren nicht gefertigt werden. Hiervon waren insbesondere die Geschäftsfelder Dermakosmetik und Wundpflege sowie Industrie und Hygiene betroffen.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



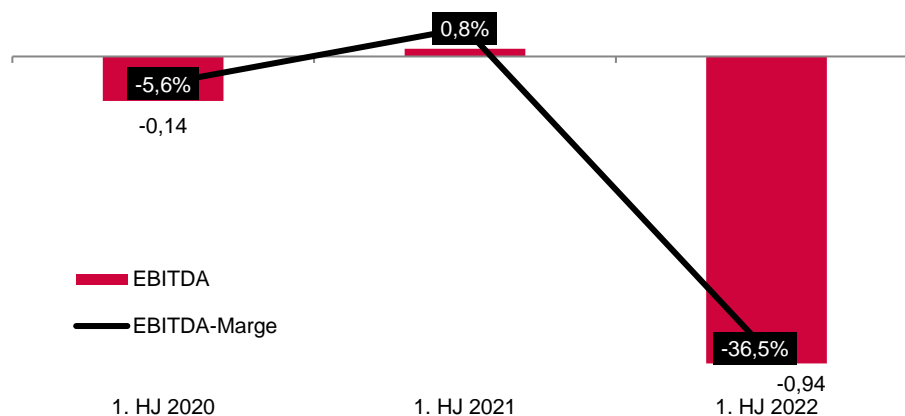
Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Dennoch konnten einige Geschäftsbereiche auch Umsatzsteigerungen erzielen. Der Bereich Medizintechnik stieg über 29% auf 0,22 Mio. € an. Der Grund hierfür liegt in Unterstützung der Entwicklungspartner im Zulassungsprozess. Auch der Bereich Veterinär konnte leicht um 3% auf 0,59 Mio. € ansteigen. Aufgrund der Lieferengpässe konnten weniger Produkte ausgeliefert werden. Dennoch bestehen hier weiterhin sehr gute Kooperationen mit hoher Nachfrage bei den Großkunden. Die Lieferengpässe von Wirkkosmetik haben den größten Geschäftsbereich Dermakosmetik und Wundpflege spürbar getroffen, was zu Umsatzrückgängen von 21% auf 1,41 Mio. € führte. Durch die Lieferschwierigkeiten und geopolitischen Herausforderungen kam es zu späteren Auslieferungen von Produkten, da einzelne Wirkstoffe nur begrenzt oder verspätet lieferbar sind. Auch Verpackungen unterliegen den aktuellen Lieferschwierigkeiten. Das Management ist optimistisch, mittelfristig die gestiegenen Preise für die Beschaffung weitergeben zu können. Der Bereich Industrie und Hygiene reduzierte sich um 54% auf 0,11 Mio. €, da die Bestellungen langsamer und geringer abgegeben wurden. Dennoch konnte die Bio-Gate alle Kunden behalten, was ein gutes Zeichen für die zukünftige Entwicklung ist. So könnte mit einer steigenden Covid-Ansteckungswelle in den Wintermonaten dieses Segment abermals deutlich ansteigen. Die konjunkturelle Eintrübung spiegelte sich auch bei den Kunden von QualityLabs wider, was zu einem Umsatzrückgang von 24% auf 0,26 Mio. € führte.

Ergebnisentwicklung

Durch den Umsatzrückgang in Verbindung mit den steigenden Rohstoffpreisen und den kontinuierlichen und planmäßigen Investitionen in den Geschäftsausbau kam es zu einem deutlichen EBITDA-Rückgang auf -0,95 Mio. € (VJ: 0,02 Mio. €). Alle operativen Kostenpositionen stiegen überproportional an. Der Materialaufwand stieg um 18,6% auf 1,69 Mio. € (VJ: 1,43 Mio. €), der Personalaufwand um 20,2% auf 1,36 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 29,1% auf 1,05 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €). Bei den Personalkosten kam es zu Einmaleffekten, welche im nächsten Jahr nicht erwartet werden und im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen zahlreiche Marketingmaßnahmen von neuen Produkten an. Die gestiegenen Produktionskosten und Materialkosten können nur mit Zeitverzug an die Kunden weitergegeben werden. Insgesamt lag zum ersten Halbjahr 2022 das Netto-Ergebnis bei -1,06 Mio. €.

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



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

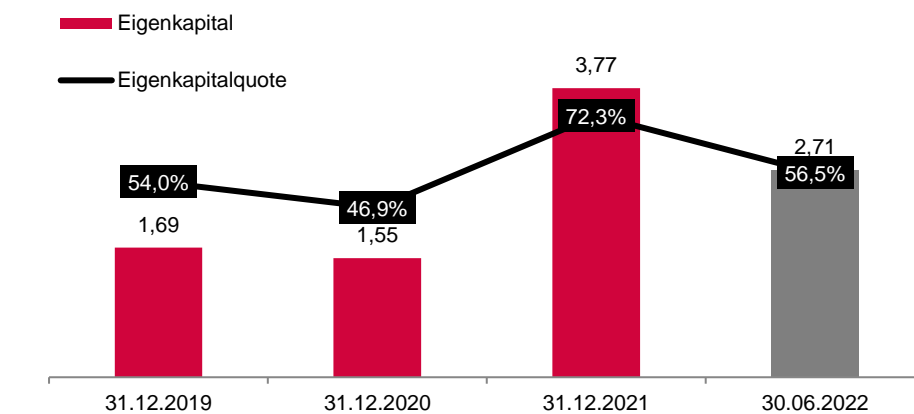
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	1,69	1,55	3,77	2,71
EK-Quote (in %)	54,0%	46,9%	72,3%	56,5%
Operatives Anlagevermögen	1,35	1,27	1,61	1,80
Working Capital	0,72	0,92	1,15	1,07
Net Debt	-0,36	-0,33	-1,92	-0,55

Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Durch das negative Netto-Ergebnis reduzierte sich das Eigenkapital zum 30.06.2022 um 28,3% auf 2,71 Mio. € (31.12.2021: 3,77 Mio. €).

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



Quelle: Bio-Gate AG, GBC AG

Aufgrund der gestiegenen Verbindlichkeiten reduzierte sich die Eigenkapitalquote auf 56,5% (31.12.21: 72,3%). Der Anstieg der Verbindlichkeiten ist maßgeblich auf die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen um 64,1% auf 1,97 Mio. € (31.12.2021: 1,20 Mio. €) zurückzuführen. Gleichsam stiegen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um 44,6% auf 0,85 Mio. € (31.12.2021: 0,59 Mio. €) sowie die Vorräte um 46,5% auf 1,44 Mio. € (31.12.2021: 0,98 Mio. €) an.

Durch die kontinuierlichen Investitionen und den negativen operativen Cashflow reduzierten sich die liquiden Mittel auf 0,57 Mio. € (31.12.2021: 1,97 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

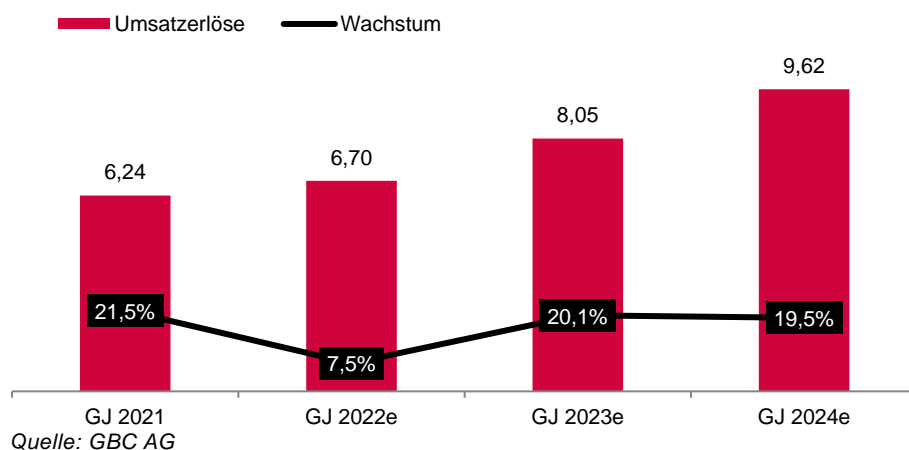
GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (bisher)	GJ 2023e (neu)	GJ 2023e (bisher)	GJ 2024e (neu)	GJ 2024e (bisher)
Umsatzerlöse	6,24	6,70	7,70	8,05	9,50	9,62	11,70
EBITDA	-0,34	-0,68	0,27	0,23	1,16	1,05	2,28
EBITDA-Marge	-5,5%	-10,2%	3,5%	2,9%	12,2%	10,9%	19,5%
EBIT	-0,54	-0,87	0,08	0,03	0,97	0,85	2,08
EBIT-Marge	-8,6%	-13,0%	1,0%	0,4%	10,2%	8,8%	17,8%
Jahresüberschuss	-0,54	-0,92	0,05	0,00	0,77	0,54	1,76
EPS in €	-0,07	-0,12	0,01	0,00	0,10	0,11	0,35

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Die Lieferschwierigkeiten und Verzögerungen des ersten Halbjahres können voraussichtlich nicht mehr im zweiten Halbjahr 2022 aufgeholt werden. Daher hat das Management die Guidance angepasst. Die Umsatz-Guidance liegt nun zwischen 6,7 und 7,2 Mio. € (bisher: 7,6 bis 7,8 Mio. €) und die Netto-Ergebnis-Guidance zwischen -0,7 bis -0,9 Mio. € (bisher: Break-Even). Die erwartete deutliche Ergebnisreduktion ist auch auf die weiterhin konstanten Investitionen zurückzuführen. So plant das Management trotz der Umsatzverschiebungen weiterhin die bisher geplanten Investitionen durchzuführen. Es sind Erweiterungen in Labor- und Fertigungskapazitäten geplant, sowie Marketingausgaben für neue Produkte und eine personelle Stärkung des Vertriebs. Gemäß dem Management ist die Produkt-Pipeline stark gefüllt und die größte Herausforderung sind aktuell die Lieferketten-schwierigkeiten. Aufgrund dieser neuen Erkenntnisse haben wir auch unsere Prognose angepasst. Durch die Umsatzverschiebungen im ersten Halbjahr 2022 wird auch der Break-even unseres Erachtens erst im Jahr 2023 erreicht werden. Daher liegt unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 bei 6,70 Mio. € (bisher: 7,70 Mio. €), gefolgt von 8,05 Mio. € (bisher: 9,50 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 9,62 Mio. € (bisher: 11,70 Mio. €) im Jahr 2024.

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



Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen weiterhin gut aufgestellt ist und sich auf einem soliden Wachstumskurs befindet. Spätestens mit der Zulassung von Human-Revisions-Implantaten der Bio-Gate Kooperationspartner Ende 2025/2026 sollte es zu einem deutlichen Umsatz- und Ergebnissprung kommen. Daher halten wir in unserem DCF-Modell an den mittelfristigen Wachstumstreibern fest und bestätigen unsere mittelfristige Erwartung von 25% Umsatzwachstum und einer EBITDA-Marge in Höhe von 20%. Darüber hinaus sollte der Bereich **Medizintechnik** auch stetig über Meilensteinzahlungen

Umsatzbeiträge beisteuern, wobei hier nicht von einer linearen Entwicklung ausgegangen werden kann, da diese Zahlungen an die Zulassungserfolge der Partner geknüpft sind.

Das Geschäftsfeld **Industrie & Hygiene** verzeichnete Rückgänge durch geringere und seltenere Bestellungen, doch es konnten alle Kunden gehalten werden. Daher erwarten wir hier eine Stabilisierung der Umsätze. Zudem bietet die neue Bio-Gate Technologieplattform im Bereich der IMC-Beschichtungen (Intelligent Multifunctional Coating) gute Wachstumsmöglichkeiten an. Diese vielseitig und flexibel anwendbaren Beschichtungen können gezielt eingesetzt werden, um beispielsweise großflächige Oberflächen antiviral und hydrophil oder hydrophob zu beschichten. Für diese Beschichtungstechnologie wurden erste Projekte akquiriert.

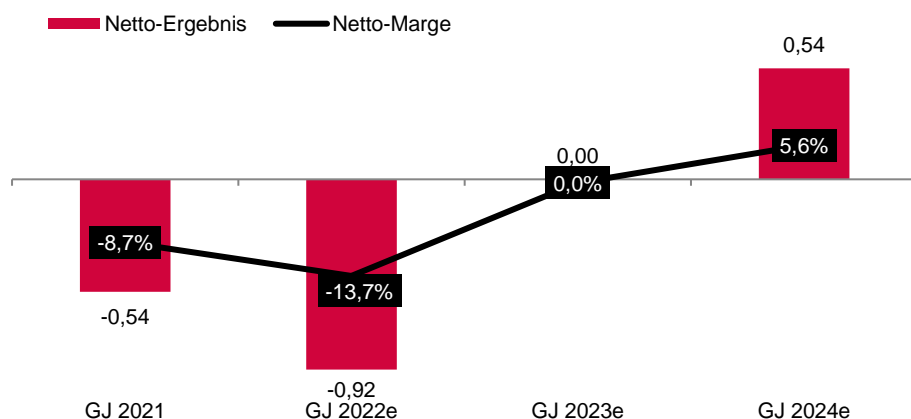
Der Bereich **Dermakosmetik & Wundpflege** ist besonders stark von den Lieferketten-schwierigkeiten betroffen. So sind einzelne Wirkstoffe und Verpackungen nur eingeschränkt oder verspätet lieferbar. Durch die Verschiebung der geopolitischen Ereignisse ist es schwer zu prognostizieren, ob die Umsatzverschiebungen aus dem ersten Halbjahr 2022 noch im vierten Quartal 2022 oder erst im ersten Quartal 2023 realisiert werden. Dennoch ist das umsatzstärkste Segment gut aufgestellt und es gibt eine umfangreiche Produktpipeline. Zudem wird zukünftig der wachstumsstarke CBD-Markt adressiert.

Auch der Bereich **Veterinär** zeigt eine gute Entwicklung für die Zukunft auf. So wurde erneut eine auf zahlreiche europäische Länder ausgelegte Kooperation mit einem weiteren Großkunden mit Tierpflegeprodukten geschlossen. Diese Zusammenarbeit sollte bereits ab dem dritten Quartal 2022 umsatz- und ergebniswirksam werden.

Ergebnisprognose

Wir gehen davon aus, dass das geringe Umsatzniveau sich auch auf die Ergebnisentwicklung niederschlägt und prognostizieren ein EBITDA für das laufende Geschäftsjahr in Höhe von -0,68 Mio. € (bisher: 0,27 Mio. €), gefolgt von 0,23 Mio. € (bisher: 1,16 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 1,05 Mio. € (bisher: 2,28 Mio. €) im Jahr 2024. Die steigenden Energiepreise sollten sich primär in den Kosten der Zulieferprodukte wiederfinden und Bio-Gate hat größtenteils Preisanpassungsklauseln mit den Kunden. Daher gehen wir davon aus, dass die erhöhten Kosten größtenteils weitergegeben werden können. Dennoch ist die Weitergabe zeitverzögert und eine Margenverbesserung sollte sich sukzessive erreichen lassen. Aufgrund der Umsatzverschiebung erwarten wir den Break-even erst im Jahr 2023 und prognostizieren für das laufende Geschäftsjahr 2022 ein Netto-Ergebnis von -0,92 Mio. € (bisher: 0,05 Mio. €), gefolgt von 0,00 Mio. € (bisher: 0,77 Mio. €) im Jahr 2023 bzw. 0,54 Mio. € (bisher: 1,76 Mio. €) im Jahr 2024.

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 20,0 % 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 1,25.

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 8,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,5 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 5,75 € (bisher: 8,00 €) ermittelt. Die Reduktion des Kursziels geht auf die angepasste Prognose sowie den gestiegenen risikolosen Zinssatz zurück.

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	20,0%	ewige EBITA - Marge	19,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	6,70	8,05	9,62	12,02	15,03	18,79	23,49	29,36	
US Veränderung	7,5%	20,1%	19,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,15	4,99	5,85	7,19	8,82	10,84	13,32	16,37	
EBITDA	-0,68	0,23	1,05	2,40	3,01	3,76	4,70	5,87	
EBITDA-Marge	-10,2%	2,9%	10,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	-0,87	0,03	0,85	2,17	2,77	3,52	4,45	5,62	
EBITA-Marge	-13,0%	0,4%	8,8%	18,1%	18,4%	18,7%	19,0%	19,2%	19,2%
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,01	-0,25	-0,65	-0,83	-1,06	-1,34	-1,69	
zu EBITA	-2,4%	38,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,89	0,02	0,59	1,52	1,94	2,46	3,12	3,94	
Kapitalrendite	-32,3%	0,7%	21,1%	54,6%	50,6%	55,9%	61,0%	65,7%	56,7%
Working Capital (WC)	1,22	1,21	1,14	2,16	2,71	3,38	4,23	5,28	
WC zu Umsatz	18,2%	15,0%	11,9%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in WC	-0,07	0,02	0,06	-1,02	-0,54	-0,68	-0,85	-1,06	
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	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
AFA zu OAV	11,7%	12,2%	12,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,20	-0,23	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
Investiertes Kapital	2,83	2,82	2,79	3,84	4,41	5,12	5,99	7,08	
EBITDA	-0,68	0,23	1,05	2,40	3,01	3,76	4,70	5,87	
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,01	-0,25	-0,65	-0,83	-1,06	-1,34	-1,69	
Investitionen gesamt	-0,26	-0,18	-0,17	-1,28	-0,81	-0,94	-1,12	-1,33	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,20	-0,23	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
Investitionen in WC	-0,07	0,02	0,06	-1,02	-0,54	-0,68	-0,85	-1,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,96	0,04	0,63	0,47	1,37	1,76	2,24	2,85	59,44

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	39,61	42,95
Barwert expliziter FCFs	6,07	6,55
Barwert des Continuing Value	33,54	36,40
Nettoschulden (Net debt)	-0,93	-0,95
Wert des Eigenkapitals	40,55	43,90
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	40,55	43,90
Ausstehende Aktien in Mio.	7,64	7,64
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,31	5,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,32
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
56,2%	6,36	6,01	5,70	5,42	5,16
56,5%	6,38	6,04	5,72	5,44	5,18
56,7%	6,41	6,06	5,75	5,46	5,20
57,0%	6,43	6,08	5,77	5,48	5,22
57,2%	6,46	6,11	5,79	5,50	5,24

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 Studieneerstellung 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
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

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