

GBC Research Anno

Bio-Gate AG



biogate

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23.

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,7,11}

Von der Entwicklung zur Skalierung: Bio-Gate stärkt operative Basis für Wachstum

Branche: Medizintechnik
Fokus: Technologie für Gesundheit und Hygiene
Gründung: 02.12.2005

Mitarbeiter: Ø 45 (30.06.24)
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.

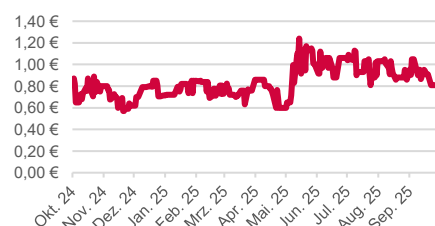
in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	7,25	7,05	7,40	8,00	8,80
EBITDA	-1,33	-1,30	-0,89	0,00	0,53
EBIT	-1,59	-1,61	-1,16	-0,28	0,25
Nettoergebnis	-1,62	-1,62	-1,20	-0,34	0,18
EPS	-0,18	-0,18	-0,12	-0,03	0,02
Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	1,06	1,09	1,04	0,96	0,87
EV/EBITDA	-5,79	-5,89	-8,62	0,00	14,40
EV/EBIT	-4,82	-4,78	-6,59	-27,80	30,88
KGv	-4,84	-4,84	-6,54	-23,42	44,73
KBV		8,56			

Investment Case

- **Starkes Wachstum in der Medizintechnik:** Bio-Gate besitzt mit der HyProtect™-Beschichtung eine wirksame Technologie zur Infektionsprävention bei Implantaten. Der Studienstart eines Kunden zur CE-Zulassung markiert einen wichtigen Schritt zur Serienbeschichtung in der Human-Medizin.
- **Hoher Internationalisierungsgrad:** Über globale Partner erschließt Bio-Gate Märkte, die das Unternehmen allein noch nicht erreichen könnte. Das Produktportfolio wird inzwischen international angeboten.
- **Zukunftsträchtige Partnerschaften:** Bio-Gate fokussiert sich bei Implantatbeschichtungen auf internationale mittelständische Unternehmen und Großkunden, während im Bereich Tierpflegeprodukte insbesondere führende europäische Tierbedarfshändler sowie Distributoren und Handelsketten in Nordamerika im Mittelpunkt stehen.
- **Wachsendes Marktpotenzial:** Die steigende Zahl von Infektionen, insbesondere mit multiresistenten Keimen, erhöht die Nachfrage nach antimikrobiellen Technologien.
- **Starke Innovationskraft:** Bio-Gate entwickelt laufend neue antimikrobielle Produkte und Technologien. Jüngstes Beispiel: die IMC-Technologieplattform für multifunktionale Beschichtungen.

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 3,40 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (07.11.25)	0,77 EUR
Börsenplatz	Xetra
ISIN	DE000BGAG981
WKN	BGAG98
Aktienzahl (in Mio.)	10,19
MCap (in Mio. €)	7,85
Enterprise Value (in Mio. €)	7,67

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Institutionelle Investoren	58,7%
Gründer/Management	3,6%
Free Float	37,7%

Finanztermine

13.11.2025	40. MKK München
------------	-----------------

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.05.2025: RS / 3,40 / KAUFEN
14.03.2025: RS / 3,40 / KAUFEN
21.10.2024: RS / 3,70 / KAUFEN
26.06.2024: RS / 4,00 / KAUFEN
26.09.2023: RS / 4,20 / KAUFEN
05.06.2023: RS / 4,20 / KAUFEN
26.09.2022: RS / 5,75 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

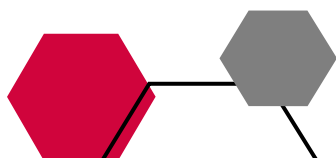
Fertigstellung: 10.11.2025 (15:30 Uhr)
Erste Weitergabe: 11.11.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.23

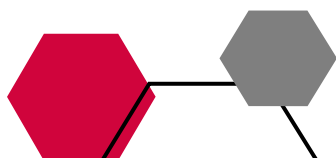
EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2024 erzielte Bio-Gate Umsatzerlöse von 7,05 Mio. € nach 7,25 Mio. € im Vorjahr. Der moderat rückläufige Umsatz ist maßgeblich durch zeitliche Verschiebungen von Auslieferungen verursacht, die bereits vorbereitete Aufträge erst im Jahr 2025 umsatzwirksam werden ließen. Ohne diese Effekte wäre der Umsatz nahezu stabil geblieben. Das EBITDA lag mit -1,30 Mio. € nahezu unverändert gegenüber -1,33 Mio. € im Vorjahr, was die Wirksamkeit der eingeleiteten operativen Verbesserungen dokumentiert. Dabei trug insbesondere die in den Vorjahren vollzogene Stärkung der eigenen Wertschöpfung und die Besetzung von Schlüsselpositionen zu einer effizienteren operativen Struktur bei.
- Im ersten Halbjahr 2025 setzte sich diese Entwicklung fort und die positiven Effekte der zuvor eingeleiteten Maßnahmen wurden deutlicher sichtbar. Der Umsatz lag mit 3,44 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau von 3,51 Mio. €, wobei auch hier stichtagsbedingte Effekte eine Rolle spielten. Gleichzeitig verbesserte sich das EBITDA auf -0,72 Mio. € nach -0,96 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies ist vor allem auf geringere Materialaufwendungen, eine höhere eigene Fertigungstiefe und eine optimierte Steuerung weiterer Kosten zurückzuführen. Dadurch ist erstmals erkennbar, dass die neu geschaffenen Kapazitäten und Strukturen eine überproportionale Ergebnisverbesserung ermöglichen, sobald Umsatzsteigerungen realisiert werden.
- Die Bilanz- und Finanzlage verdeutlichen die Übergangsphase, in der sich das Unternehmen befindet. Das Eigenkapital verringerte sich zum 30.06.2025 auf 0,92 Mio. € nach 1,79 Mio. € zum 31.12.2024, was maßgeblich dem fortgesetzten Verlust entspricht. Die im laufenden Jahr durchgeführten Kapitalmaßnahmen stärken die Finanzposition, sodass das Unternehmen trotz der Belastungen aus der Transformationsphase handlungsfähig bleibt.
- Für das Geschäftsjahr 2025 erwarten wir einen Umsatzanstieg auf 7,40 Mio. € nach 7,05 Mio. € sowie eine Verbesserung des EBITDA auf -0,89 Mio. € nach -1,30 Mio. €. Die Grundlage dieser Prognose liegt im steigenden operativen Hebel, den Fortschritten in der Serienvorbereitung sowie der breiteren internationalen Marktdurchdringung. Für das Jahr 2026 prognostizieren wir ein Umsatzwachstum auf 8,00 Mio. € und ein ausgeglichenes EBITDA. €. Im Jahr 2027 erwarten wir mit 8,80 Mio. € Umsatz, einem EBITDA von 0,53 Mio. € den Übergang in eine positive Netto-Ergebniszone (0,18 Mio. €). Diese Perspektive reflektiert sowohl strukturelle Margenverbesserungen als auch die zunehmende Konvertierung technologischer Erfolge in wirtschaftliche Resultate.
- **Zusammenfassend befindet sich Bio-Gate an einem Wendepunkt. Mit dem absehbaren Eintritt in eine Phase zunehmender Skalierung und Ergebnisverbesserung sehen wir das Unternehmen in einer Position, nachhaltig profitables Wachstum zu realisieren und seine Rolle als spezialisierter Anbieter antimikrobieller Gesundheitstechnologien weiter auszubauen. Aus Basis unseres DCF-Modells bestätigen wir unser Kursziel in Höhe von 3,40 € und vergeben aufgrund des deutlichen Upside-Potenzials das Rating Kaufen.**



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Markt und Marktumfeld.....	5
Geschäftsentwicklung im GJ 2024	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	10
Geschäftsentwicklung im H1 2025	12
Umsatzentwicklung im H1 2025.....	12
Ergebnisentwicklung im H1 2025.....	13
Bilanz- und Finanzlage	14
Bilanz- und Finanzlage zum 30.06.2025.....	14
Prognose und Modellannahmen.....	16
Umsatzprognose.....	16
Ergebnisprognose.....	17
Bewertung.....	20
DCF-Modell	21
Anhang	22

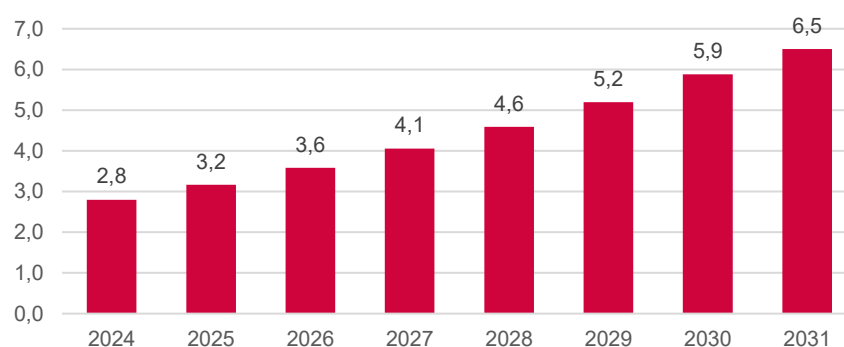


MARKT UND MARKTUMFELD

Insgesamt befindet sich Bio-Gate in attraktiven Märkten, die alle von starken Trends getrieben sind, sei es der Kampf gegen Implantat-Infektionen, die Humanisierung der Haustiermedizin, das Streben nach besserer Hautgesundheit oder der steigende Hygienestandard in Industrie und Alltag. Die Fähigkeit, innovative Beschichtungstechnologien und Wirkstoffe bereitzustellen, verschafft Bio-Gate die Möglichkeit, diese Wachstumspotenziale in Umsatz und Wert für die Aktionäre umzusetzen.

Der Markt für **antimikrobielle Beschichtungen von Medizinimplantaten** wächst weltweit dynamisch. Im Jahr 2024 wurde ein Volumen von rund 2,8 Mrd. USD erreicht, und bis 2031 wird ein Anstieg auf über 6,5 Mrd. USD erwartet, was einem jährlichen Wachstum von etwa 13,2% entspricht. Treiber dieser Entwicklung sind die steigende Anzahl an Implantat-Operationen in alternden Bevölkerungen sowie der erhöhte Fokus auf Infektionsprävention. Bio-Gate ist in diesem Segment mit seiner HyProtect™-Technologie gut aufgestellt. Diese ermöglicht es, Implantate antimikrobiell zu beschichten, ohne Biokompatibilität oder mechanische Eigenschaften zu beeinträchtigen. Das Unternehmen kooperiert bereits mit großen Implantat-Herstellern und begleitet die Partner bei klinische Studien in Europa, um eine Zulassung beschichteter Implantate zu erreichen (geplant bis 2027). Gelingt dies, kann Bio-Gate vom wachsenden Bedarf an antimikrobiellen Implantaten profitieren und sich Marktanteile sichern.

Markt für antimikrobielle Beschichtungen von Medizinimplantaten (in Mrd. USD)

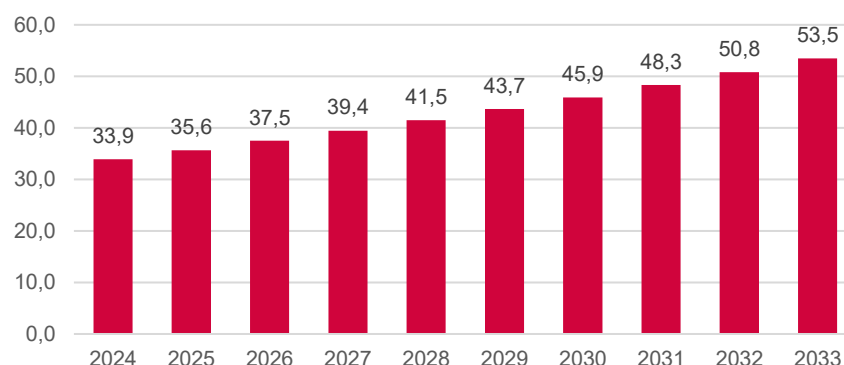


Quelle: The Insight Partners

Der **Markt für Veterinärmedizin** verzeichnet seit Jahren starke Wachstumsraten. Besonders der Bereich Tierdermatologie, also Pflegeprodukte und Medikamente für Hauterkrankungen bei Tieren, wächst robust. In 2024 hatte der weltweite Markt ein Volumen von rund 33,9 Mrd. USD und soll bis 2033 auf über 53,5 Mrd. USD steigen, was einem jährlichen Wachstum von rund 5,2% entspricht. Haupttreiber sind die „Vermenschlichung“ von Haustieren, steigende Ausgaben für Tiergesundheit, zunehmende Hautallergien und Infektionen bei Tieren sowie eine höhere Verfügbarkeit von Tierkrankenversicherungen. Neben der Hautpflege entwickelt sich auch der Markt für **veterinärmedizinische Implantate** dynamisch. Dieser umfasst vor allem orthopädische Implantate für Kleintiere (darunter Hunde und Katzen) und ist zwar mit weltweit etwa 580 Mio. USD Umsatz 2024 deutlich kleiner, wächst aber ähnlich stark und dürfte bis 2030 rund 957 Mio. USD erreichen. Die Zunahme von Knie- und Hüftoperationen bei Haustieren sowie die höhere Zahlungsbereitschaft von Tierhaltern treiben diese Entwicklung. Insgesamt spiegelt der Veterinärmarkt den Trend wider, dass medizinische Behandlungen, die früher nur im Humanbereich üblich waren, zunehmend auch bei Tieren eingesetzt werden. Bio-Gate ist in

der Veterinärmedizin bereits sehr etabliert und gut positioniert. Mit der HyProtect™-Beschichtungstechnologie wurden bislang über 185.000 Tierimplantate antimikrobiell veredelt. Dies führte zu Infektionsraten von unter 1%, während ohne solche Beschichtungen Infektionsraten von über 20% keine Seltenheit sind. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über ein breites Portfolio an veterinär-dermatologischen Produkten, die in Europa weit verbreitet und inzwischen auch international erhältlich sind. Die verstärkte Präsenz in Übersee hat im ersten Halbjahr 2025 zu einem deutlichen Umsatzzuwachs im Veterinärsegment geführt. Bio-Gate kann somit am globalen Wachstum des Marktes partizipieren und von der steigenden Nachfrage nach hochwertigen Tierpflege- und Implantatlösungen profitieren.

Markt für Veterinärmedizin (in Mrd. USD)

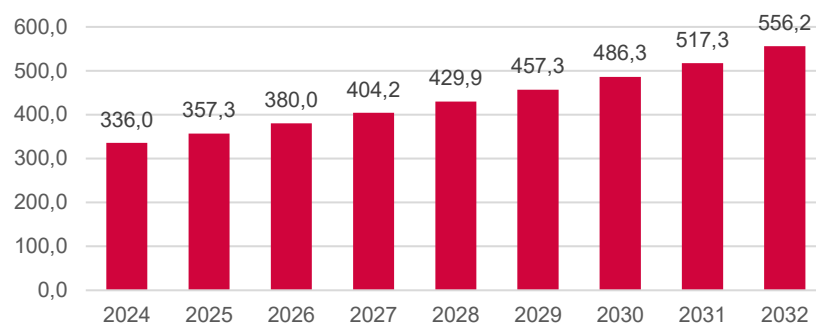


Quelle: *straitresearch*

Der **Markt für Dermakosmetik**, also medizinische Hautpflege und kosmetische Produkte mit wissenschaftlichem Anspruch, zählt global zu den bedeutendsten Wachstumssegmenten der Branche. Der weltweite Kosmetikmarkt wird sich voraussichtlich von rund 336,0 Mrd. USD im Jahr 2024 auf etwa 556,2 Mrd. USD bis 2032 entwickeln, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 6,4% entspricht. Europa hält dabei den zweitgrößten Anteil am globalen Markt. Die positive Entwicklung wird durch Trends wie Anti-Aging, ein gestiegenes Bewusstsein für Hautgesundheit sowie die zunehmende Verbindung von Kosmetik und Pharmazie getragen. Auch auf den europäischen Märkten zeigt sich ein robustes, aber differenziertes Wachstum. Der Kosmetikmarkt wächst real, vor allem durch Preis- und Produktmixeffekte. Während sich im Massen- und Drogeriemarkt Marken zunehmend gegenseitig verdrängen, verzeichnet der Prestigebereich teilweise noch mengenbasiertes Wachstum. Besonders Südeuropa, insbesondere Spanien und Italien, entwickelt sich derzeit stärker als Frankreich und Deutschland, die unter Nachfrageschwäche und hohem Promotionsdruck leiden. Zudem gewinnen Eigenmarken im europäischen FMCG-Sektor, einschließlich Personal Care, weiter an Bedeutung.

Besonders deutsche Konsumenten zeigen hier eine hohe Offenheit, was den Preis- und Platzierungsdruck in Drogerien und Supermärkten zusätzlich erhöht. Für 2024/25 wird ein leichtes Abflachen dieses Trends erwartet. In Westeuropa führen Kaufzurückhaltung, intensiver Wettbewerbsdruck im Premiumsegment und eine geringere Kundenfrequenz zu einem moderateren Like-for-Like-Wachstum. Innerhalb der globalen Dermakosmetik verdienen zwei Teilbereiche besondere Beachtung: CBD-Kosmetik und Wundversorgung. CBD-haltige Hautpflegeprodukte erleben derzeit eine hohe Nachfrage, da ihnen entzündungshemmende und beruhigende Wirkungen bei Hautproblemen zugeschrieben werden. Auch die moderne Wundpflege bleibt ein solides Wachstumsfeld, getrieben durch eine alternde Bevölkerung und die Zunahme chronischer Erkrankungen.

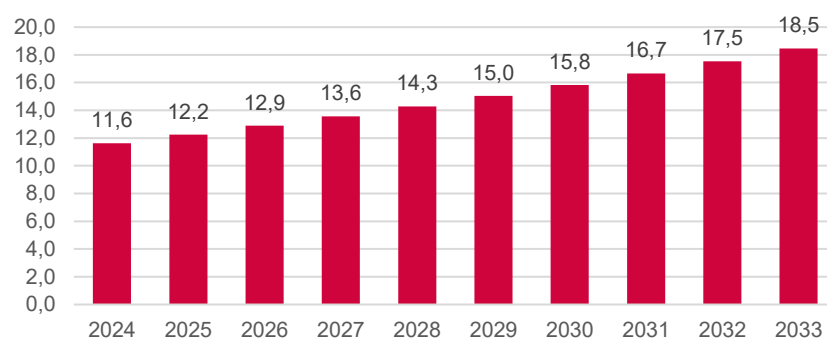
Markt für Dermakosmetik (in Mrd. USD)



Quelle: Fortune Business Insights

Der **weltweite Markt für fortschrittliche Wundtherapie** wird 2024 auf rund 11,6 Mrd. USD geschätzt und dürfte bis 2033 auf 18,5 Mrd. USD steigen. Obwohl dies mit etwa 5,3% Wachstum etwas moderater ist, bleibt der Bedarf hoch, insbesondere an antimikrobiellen Lösungen, um Wundinfektionen vorzubeugen. Silberhaltige Produkte spielen hierbei eine große Rolle, da Silberionen effektiv Bakterien in Wunden reduzieren. Bio-Gate adressiert diesen Markt mit einem breiten Portfolio an medizinischen Hautpflege- und Wundprodukten. Eine Besonderheit ist der firmeneigene Wirkstoff MicroSilver BG™, der in vielen Bio-Gate-Produkten als antimikrobielle Komponente eingesetzt wird. Damit bedient das Unternehmen den Trend zu antiseptischer Dermakosmetik und Produkten für Problemhaut, bei denen die Wirksamkeit klinisch belegt ist. Zudem setzt Bio-Gate auf CBD. Das Portfolio umfasst CBD-basierte Pflegeprodukte, die über Apotheken an Endkunden gelangen. Durch diese innovativen Nischen besetzt das Unternehmen zukunftssträchtige Segmente. Geografisch hat Bio-Gate seine Internationalisierungsstrategie auch im Humanbereich ausgerollt: Die Dermakosmetik- und Wundpflegeprodukte sind längst nicht nur in Deutschland und Europa, sondern auch in Nordamerika und Teilen Asiens verfügbar. Damit kann Bio-Gate an den weltweiten Wachstumstrends in Consumer-Healthcare und Wundmanagement teilhaben und neue Märkte effizient erschließen.

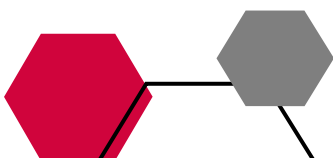
Markt für fortschrittliche Wundversorgung (in Mrd. USD)



Quelle: straitsresearch

Seit der COVID-19-Pandemie sowie durch ein gestiegenes Bewusstsein für Hygiene erfährt der Sektor Industrie & Hygiene Aufwind. Gemeint sind antimikrobielle Ausrüstungen von Kunststoffen, Beschichtungen von Oberflächen und Geräten in verschiedensten Branchen, von Medizingeräten über Lebensmittelverpackungen bis zu Gebäudekomponenten. Der **globale Markt für antimikrobielle Beschichtungen** wird 2024 auf etwa 13,2 Mrd. USD geschätzt und soll bis 2033 auf rund 40,4 Mrd. USD anwachsen. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 13,3%. Treibend wirken striktere Hygienevorschriften, der Wunsch,

Keimübertragungen auf Oberflächen zu reduzieren und neue Technologien, die antimikrobielle Eigenschaften in Materialien integrieren. Bio-Gate kann vom Boom antimikrobieller Materialien direkt profitieren, da es Technologien für genau diese Anwendungen anbietet. So können über eingearbeitete MicroSilver-Zusätze Kunststoffe und Beschichtungen keimhemmend ausgestattet werden. Zudem hat Bio-Gate mit der neuen IMC-Plattform (Intelligent Microsurface Coating) eine Lösung entwickelt, um Oberflächeneigenschaften von Materialien gezielt zu verändern und antimikrobielle oder kratzfeste Schichten aufzubringen. Erste Pilotprojekte mit Industriepartnern, etwa in der Konsumgüter- und Medizintechnikgerätebranche, wurden bereits erfolgreich durchgeführt. Die Chancen stehen unseres Erachtens gut, dass das Unternehmen in diesem wachstumsstarken Sektor weitere Kunden gewinnt.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG IM GJ 2024

GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	5,13	6,24	5,99	7,25	7,05
EBITDA	-0,52	-0,34	-1,55	-1,33	-1,30
EBITDA-Marge	-10,1%	-5,5%	-25,8%	-18,3%	-18,5%
EBIT	-0,82	-0,54	-1,78	-1,59	-1,61
EBIT-Marge	-15,9%	-8,6%	-29,8%	-22,0%	-22,8%
Jahresüberschuss	-0,80	-0,54	-1,81	-1,62	-1,62
EPS in €	-0,12	-0,07	-0,21	-0,18	-0,18

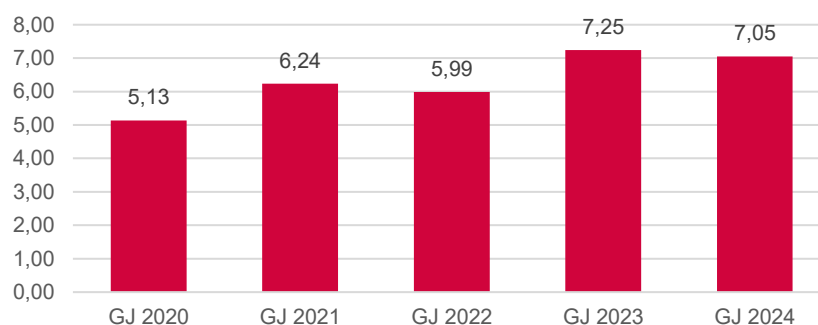
Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2024 erzielte die Bio-Gate AG Umsatzerlöse von 7,05 Mio. €, nach 7,25 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht einem leichten Rückgang von rund 2,7%. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf zeitliche Verschiebungen und operative Verzögerungen bei Kunden zurückzuführen und nicht auf eine strukturelle Schwäche des Geschäftsmodells. Die Gesellschaft blieb damit hinter den kommunizierten Umsatzzielen zurück, konnte aber in mehreren Kernbereichen Fortschritte erzielen, die das Fundament für künftiges Wachstum bilden.

Maßgeblich für die rückläufigen Umsätze waren projektbezogene Verschiebungen in der Auslieferung. Aufgrund organisatorischer Änderungen bei einem Großkunden wurden bereits versandfertige Aufträge erst Anfang 2025 ausgeliefert. Diese Verschiebungen führten dazu, dass Umsätze in niedriger sechsstelliger Höhe nicht mehr im Geschäftsjahr 2024 verbucht werden konnten. Ohne diesen Effekt wäre der Umsatz nach Einschätzung des Managements nahezu stabil geblieben.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Das Segment Medizintechnik zeigte 2024 eine sehr dynamische Entwicklung. Der Umsatz stieg von 0,46 Mio. € auf 0,70 Mio. €, was einer Zunahme von rund 54% entspricht. Treiber waren Meilensteinzahlungen im Bereich Human-Medizin sowie Managementvergütungen. Besonders hervorzuheben ist der Start einer klinischen Studie zur CE-Zulassung von mit HyProtect™ beschichteten Hüft-Revisionsimplantaten. Diese Projekte markieren einen wichtigen Schritt hin zur künftigen Serienbeschichtung und bilden die Basis für eine Ausweitung der industriellen Anwendung. Auch im veterinärmedizinischen Teilbereich der Medizintechnik nahm die Zahl der beschichteten Tierimplantate weiter zu, was die wachsende Akzeptanz der Technologie unterstreicht.

Im Veterinärgeschäft verringerte sich der Umsatz hingegen leicht von 2,01 Mio. € auf 1,93 Mio. €. Grund dafür waren zeitliche Lieferverzögerungen bei einem großen Vertriebspartner. Die zugrunde liegende Nachfrage blieb stabil, insbesondere im internationalen Geschäft mit Heim- und Nutztierprodukten. Bio-Gate baute die internationale Präsenz weiter aus und erweiterte die Kooperationen mit führenden Handelsketten und Onlinevertrieben, was mittelfristig ein Umsatzwachstum erwarten lässt.

Das Segment Dermakosmetik und Wundpflege entwickelte sich nach einem außergewöhnlich starken Vorjahr leicht rückläufig. Die Umsätze gingen von 3,93 Mio. € auf 3,64 Mio. € zurück. Das Unternehmen führte im Berichtsjahr mehrere neue dermatologische Produkte ein, darunter Pflegeprodukte mit Cannabidiolen. Diese Produkte wurden erfolgreich im Markt eingeführt, konnten aber aufgrund des späten Launchzeitpunkts noch nicht das volle Umsatzpotenzial entfalten. Ergänzend wurden im vierten Quartal 2024 Anwendungsstudien durchgeführt, deren Ergebnisse Anfang 2025 veröffentlicht wurden und voraussichtlich positive Effekte entfalten werden.

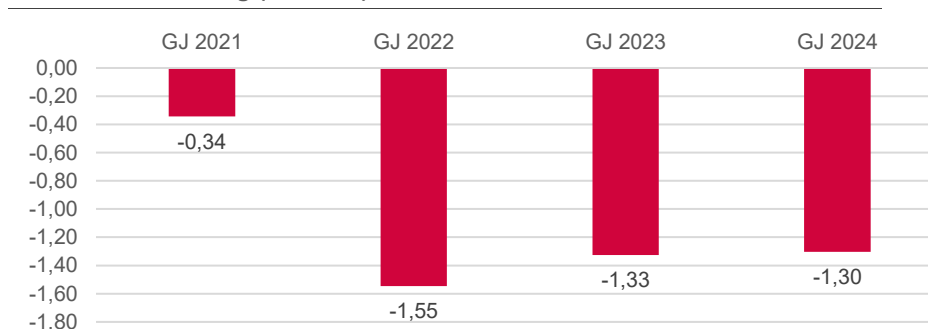
Im Bereich Industrie und Hygiene sanken die Umsätze deutlich von 0,32 Mio. € auf 0,17 Mio. €. Nach einer erhöhten Nachfrage in den Jahren der Pandemie normalisierte sich der Markt für Hygieneprodukte, während neue Projekte auf Basis der IMC-Technologie noch in einer frühen Entwicklungsphase verblieben.

Das Segment Messdienstleistungen, das über die Tochtergesellschaft QualityLabs BT GmbH betrieben wird, zeigte hingegen eine erfreuliche Entwicklung. Der Umsatz stieg von 0,53 Mio. € auf 0,62 Mio. €, ein Zuwachs von rund 16%. Ursache war die höhere Auslastung der erweiterten Laborkapazitäten sowie die Gewinnung zusätzlicher Aufträge von bestehenden und neuen Kunden.

Ergebnisentwicklung

Im Geschäftsjahr 2024 blieb die Ertragslage der Bio-Gate AG gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert. Trotz eines leichten Umsatzrückgangs gelang es dem Unternehmen, das operative Ergebnis stabil zu halten. Das EBITDA belief sich auf -1,30 Mio. €, nach -1,33 Mio. € im Vorjahr, was einer leichten Verbesserung entspricht. Das EBIT lag auch mit -1,61 Mio. € in etwa auf dem Vorjahresniveau von -1,59 Mio. €.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

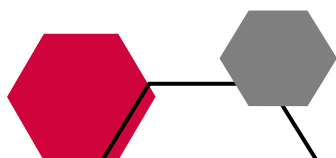
Die Stabilität der Ergebniskennzahlen ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die rückläufigen Umsätze im Wesentlichen durch zeitliche Verschiebungen bedingt waren und keine strukturelle Nachfrageschwäche widerspiegeln. Bio-Gate konnte in den profitableren Segmenten wie der Medizintechnik und den Labor-

dienstleistungen deutliche Fortschritte erzielen, während vorübergehende Belastungen in anderen Bereichen das Gesamtbild dominierten.

Der Materialaufwand erhöhte sich im Berichtsjahr um 15,6% auf 3,20 Mio. € gegenüber 2,77 Mio. € im Vorjahr. Die Steigerung resultierte aus dem gezielten Aufbau von Vorräten für anstehende Aufträge sowie aus höheren Einkaufspreisen für Vorräte. Der Personalaufwand stieg um 7,5% auf 3,05 Mio. € nach 2,84 Mio. € im Vorjahr. Ursache hierfür waren Neueinstellungen in Schlüsselpositionen und moderate Gehaltsanpassungen, die den organisatorischen Ausbau und die Stärkung der internen Wertschöpfung unterstützen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen mit 2,51 Mio. € leicht unter dem Vorjahreswert von 2,54 Mio. €. Dieser Rückgang zeigt, dass das Unternehmen trotz der Expansion konsequent auf Kostendisziplin achtet.

Das Konzernergebnis blieb konstant bei -1,62 Mio. € (VJ: -1,62 Mio. €).



GESCHÄFTSENTWICKLUNG IM H1 2025

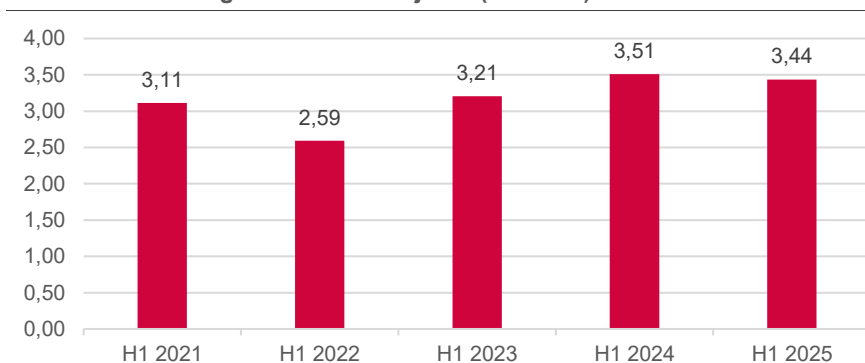
in Mio. €	HJ 2021	HJ 2022	HJ 2023	HJ 2024	HJ 2025
Umsatzerlöse	3,11	2,59	3,21	3,51	3,44
EBITDA	0,02	-0,94	-0,56	-0,96	-0,72
EBITDA-Marge	0,8%	-36,5%	-17,4%	-27,3%	-21,0%
EBIT	-0,07	-1,06	-0,69	-1,07	-0,84
EBIT-Marge	-2,2%	-40,7%	-21,6%	-30,5%	-24,4%
EAT	-0,07	-1,06	-0,70	-1,08	-0,87
EPS in €	-0,01	-0,14	-0,08	-0,12	-0,09

Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Umsatzentwicklung im H1 2025

Im ersten Halbjahr 2025 erzielte die Bio-Gate AG Umsatzerlöse von 3,44 Mio. €, nach 3,51 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies entspricht einem leichten Rückgang von 2,1%, der vor allem durch stichtagsbedingte Verschiebungen bei einzelnen Kundenaufträgen bedingt war. Operativ verlief das Geschäft insgesamt stabil, wobei sich innerhalb der Segmente deutliche Unterschiede zeigten.

Umsatzentwicklung der ersten Halbjahre (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Die Medizintechnik erzielte Umsätze von 0,40 Mio. € gegenüber 0,39 Mio. € im ersten Halbjahr 2024, was die laufenden Entwicklungs- und Beschichtungsprojekte widerspiegelt, insbesondere im Rahmen der Kooperation mit dem internationalen Medizintechnikhersteller B. Braun/Aesculap. Das Unternehmen machte wichtige Fortschritte auf dem Weg zur Serienbeschichtung von Hüft-Revisionsimplantaten, nachdem die klinische Studie zur CE-Zulassung im Berichtszeitraum angelaufen ist. Damit stärkt Bio-Gate seine Position als Technologiepartner in der Human-Medizintechnik.

Im Veterinärsegment setzte sich das Wachstum der Vorjahre fort. Die Umsätze stiegen um rund 14% auf 0,95 Mio. € (VJ: 0,83 Mio. €). Wesentliche Treiber waren die verstärkte Marktdurchdringung in Nordamerika und der Ausbau bestehender Vertriebspartnerschaften in Europa. Bio-Gate profitierte hier von einer zunehmenden Internationalisierung sowie der erfolgreichen Einführung neuer Pflegeprodukte für Heim- und Nutztiere.

Das Segment Dermakosmetik und Wundpflege verzeichnete hingegen einen Rückgang. Der Umsatz sank auf 1,66 Mio. € nach 1,97 Mio. € im Vorjahr, was einem Minus von rund 16 % entspricht. Hauptursache war die zurückhaltende Bestellpolitik eines langjährigen Großkunden.

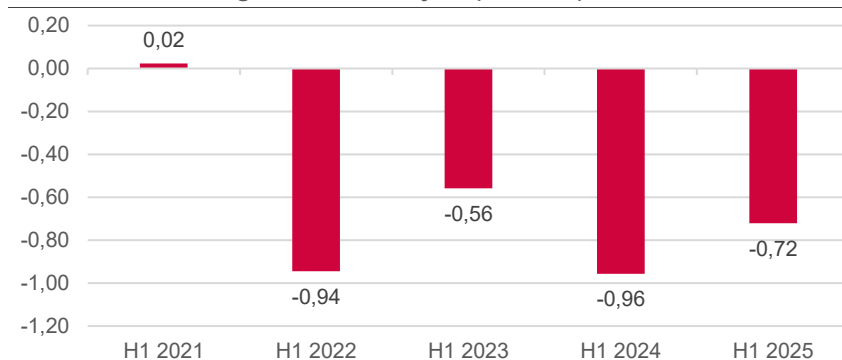
Im Bereich Industrie und Hygiene stiegen die Umsätze von 0,09 Mio. € auf 0,11 Mio. €, was einem Anstieg von rund 29% entspricht. Der positive Beitrag resultierte aus dem erfolgreichen Projektstart mit einem neuen Kunden aus der Konsumgüterindustrie.

Die Messdienstleistungen erzielten mit 0,32 Mio. € einen deutlichen Zuwachs gegenüber 0,23 Mio. € im Vorjahr. Das akkreditierte Prüflabor QualityLabs profitierte von einer hohen Auslastung der erweiterten Laborkapazitäten sowie einem Anstieg der Prüfaufträge für antimikrobielle und antivirale Testverfahren.

Ergebnisentwicklung im H1 2025

Im ersten Halbjahr 2025 konnte die Bio-Gate AG ihre Ergebnislage verbessern, obwohl der Umsatz leicht rückläufig war. Das EBITDA belief sich auf -0,72 Mio. €, nach -0,96 Mio. € im Vorjahreszeitraum, was einer Verbesserung um rund 24% entspricht. Das EBIT lag bei -0,84 Mio. € gegenüber -1,07 Mio. € im ersten Halbjahr 2024.

EBITDA-Entwicklung im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Der Rückgang des Materialaufwands auf 1,38 Mio. € (VJ: 1,49 Mio. €) wirkte sich positiv auf das operative Ergebnis aus. Nachdem im Vorjahr eine deutliche Bevorratung von Rohstoffen für Pflegeprodukte erfolgt war, konnte 2025 mit geringeren Materialeinsätzen gearbeitet werden. Gleichzeitig führte der Ausbau der Eigenproduktion zu einem höheren Anteil eigener Wertschöpfung, was die Bruttomarge stärkte.

Der Personalaufwand verringerte sich leicht auf 1,56 Mio. € nach 1,60 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Trotz der gezielten Besetzung neuer Schlüsselpositionen in Logistik, Einkauf und Materialwirtschaft blieb der Personalaufwand durch Effizienzsteigerungen und stabile Mitarbeiterstrukturen gut kontrollierbar. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich signifikant auf 1,20 Mio. € (VJ: 1,50 Mio. €). Die Einsparungen ergaben sich im Wesentlichen durch geringere Studienkosten.

Insgesamt führte die Kombination aus niedrigeren Materialkosten, Effizienzsteigerungen im Personalbereich und einer verbesserten operativen Steuerung zu einer deutlichen Reduktion des Verlusts. Das Netto-Ergebnis verringerte sich entsprechend von -1,08 Mio. € im Vorjahr auf -0,87 Mio. € ersten Halbjahr 2025.

BILANZ- UND FINANZLAGE

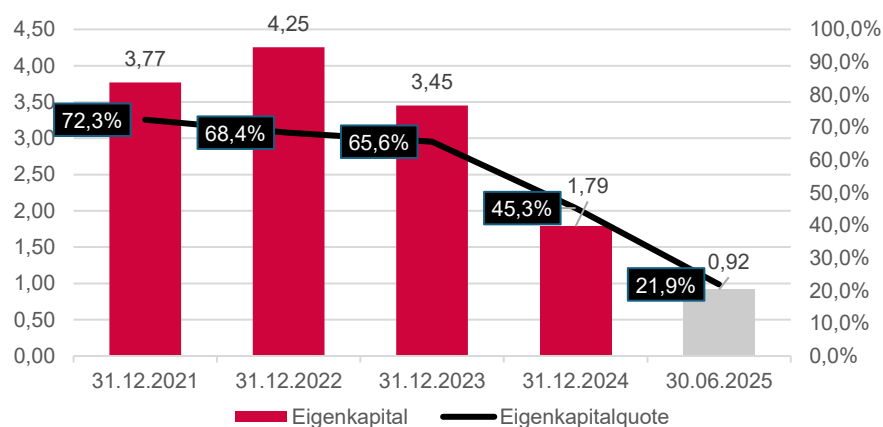
in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Eigenkapital	3,77	4,25	3,45	1,79	0,92
EK-Quote (in%)	72,3%	68,4%	65,6%	45,3%	21,9%
Operatives Anlagevermögen	1,61	2,01	1,89	1,70	1,63
Working Capital	1,15	1,69	1,09	1,17	1,28
Liquide Mittel	1,97	1,61	1,33	0,30	0,17
Operativer Cashflow	-0,63	-2,16	-0,98	-1,22	-0,61
Investitions-Cashflow	-0,54	-0,42	-0,09	-0,11	-0,05
Finanzierungs-Cashflow	2,72	2,22	0,79	0,29	0,54

Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

Bilanz- und Finanzlage zum 30.06.2025

Das Eigenkapital der Bio-Gate AG belief sich zum 30.06.2025 auf 0,92 Mio. € nach 1,79 Mio. € zum 31.12.2024. Damit verringerte sich das Eigenkapital im ersten Halbjahr um rund 49%. Die Eigenkapitalquote sank von 45,3% auf 21,9%, während die Bilanzsumme leicht auf 4,18 Mio. € anstieg (31.12.2024: 3,95 Mio. €). Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den Halbjahresfehlbetrag von -0,84 Mio. € zurückzuführen. Trotz der weiterhin negativen Ergebnislage bleibt die Eigenkapitalausstattung unseres Erachtens grundsätzlich ausreichend, um den laufenden Geschäftsbetrieb zu stützen.

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



Quellen: Bio-Gate AG; GBC AG

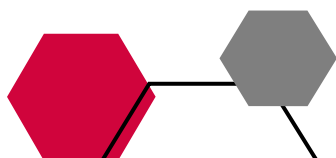
Das Umlaufvermögen stieg auf 2,50 Mio. € (31.12.2024: 2,19 Mio. €) und spiegelte insbesondere den Anstieg der Vorräte auf 1,79 Mio. € (31.12.2024: 1,60 Mio. €) wider. Diese Zunahme resultierte aus der fortgesetzten Produktionsvorbereitung für Projekte in der Medizintechnik und im Veterinärbereich, deren Umsätze teilweise erst in der zweiten Jahreshälfte realisiert werden sollen. Die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände erhöhten sich auf 0,53 Mio. € (31.12.2024: 0,30 Mio. €), was auf einen höheren Auftragsbestand und erweiterte internationale Vertriebspartnerschaften zurückzuführen ist. Die liquiden Mittel lagen zum Stichtag bei 0,17 Mio. € (31.12.2024: 0,30 Mio. €) und verdeutlichen eine angespannte, aber beherrschte Liquiditätslage.

Das Fremdkapital stieg auf 3,26 Mio. € (31.12.2024: 2,16 Mio. €) an. Darin enthalten sind Verbindlichkeiten in Höhe von 2,87 Mio. € (31.12.2024: 1,81 Mio. €) und Rückstellungen von 0,39 Mio. € (31.12.2024: 0,35 Mio. €). Der Anstieg erklärt sich aus kurzfristigen Lieferantenverbindlichkeiten, erhöhten Projektverpflichtungen und der Nutzung bestehender Gesellschafterdarlehen zur Zwischenfinanzierung. Trotz des Fremdkapitalanstiegs blieb die Struktur frei von klassischen Bankkrediten, was die finanzielle Flexibilität aufrechterhält.

Der operative Cashflow war im ersten Halbjahr mit -0,61 Mio. € negativ (31.12.2024: -1,22 Mio. € für das Gesamtjahr), was den weiterhin kapitalbindenden Vorratsaufbau widerspiegelt. Gleichzeitig ergab sich ein positiver Finanzierungscashflow von +0,54 Mio. € aus der im Frühjahr 2025 durchgeführten Kapitalmaßnahme, die über Wandelschuldverschreibungen erfolgte. Der Investitionscashflow blieb mit -0,05 Mio. € auf niedrigem Niveau. Insgesamt verringerte sich der Zahlungsmittelbestand im ersten Halbjahr um 0,12 Mio. € auf 0,17 Mio. €.

Nach dem Bilanzstichtag 30. Juni 2025 verbesserten mehrere Ereignisse die Finanzlage der Bio-Gate AG. Im August 2025 wurde eine Wandelschuldverschreibung über 160.000 € mit einer Laufzeit von drei Jahren und einem Wandlungspreis von 1,10 € je Aktie begeben, wovon 110.000 € bereits platziert wurden. Im September 2025 folgte eine Barkapitalerhöhung um 836.059 € auf ein Grundkapital von 10.079.750 €, die vollständig von zwei Investoren gezeichnet wurde. Beide Maßnahmen dienen der Finanzierung des geplanten Wachstums und stärken Eigenkapital sowie Liquidität. Zudem wurden bis Ende September diverse Aufträge in den Bereichen Veterinärprodukte und antimikrobielle Beschichtungen bestätigt, die ab dem vierten Quartal 2025 umsatzwirksam werden.

Die Bio-Gate AG befindet sich trotz angespannter Bilanzlage auf einem klaren Konsolidierungspfad. Die Kapitalmaßnahmen im August und September 2025 stärken Eigenkapital und Liquidität und unterstreichen das Vertrauen der Investoren. Der geringere Verlust im ersten Halbjahr sowie bestätigte Aufträge im Bereich Veterinärprodukte und antimikrobieller Beschichtungen sprechen für eine operative Belebung ab dem vierten Quartal. Insgesamt sehen wir die Gesellschaft in einer fortgeschrittenen Transformationsphase mit guten Chancen auf eine nachhaltige Erholung.



PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

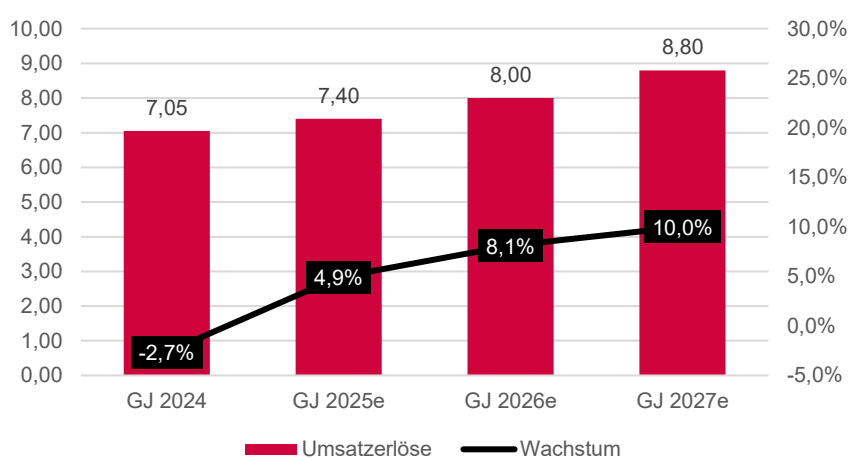
GuV (in Mio. €)	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	7,05	7,40	8,00	8,80
EBITDA	-1,30	-0,89	0,00	0,53
EBITDA-Marge	-18,5%	-12,0%	0,0%	6,1%
EBIT	-1,61	-1,16	-0,28	0,25
EBIT-Marge	-22,8%	-15,7%	-3,5%	2,8%
Jahresüberschuss	-1,62	-1,20	-0,34	0,18

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Wir gehen davon aus, dass die Bio-Gate AG in den Jahren 2025 bis 2027 eine Phase strukturellen Wachstums einleiten wird, getragen von einer zunehmend diversifizierten Umsatzbasis, klaren technologischen Alleinstellungsmerkmalen und einer gefestigten operativen Struktur. Nach zwei Jahren weitgehend stagnierender Umsätze hat das Unternehmen die Voraussetzungen geschaffen, um wieder in einen moderaten, qualitativ höheren Wachstumspfad einzutreten. Für das Geschäftsjahr 2025 erwarten wir Umsatzerlöse von 7,40 Mio. €, was einer Zunahme um rund 5 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus einer starken Entwicklung im Veterinärsegment sowie einem stabilen Verlauf der Medizintechnik und Messdienstleistungen.

Umsatzprognose in Mio. €



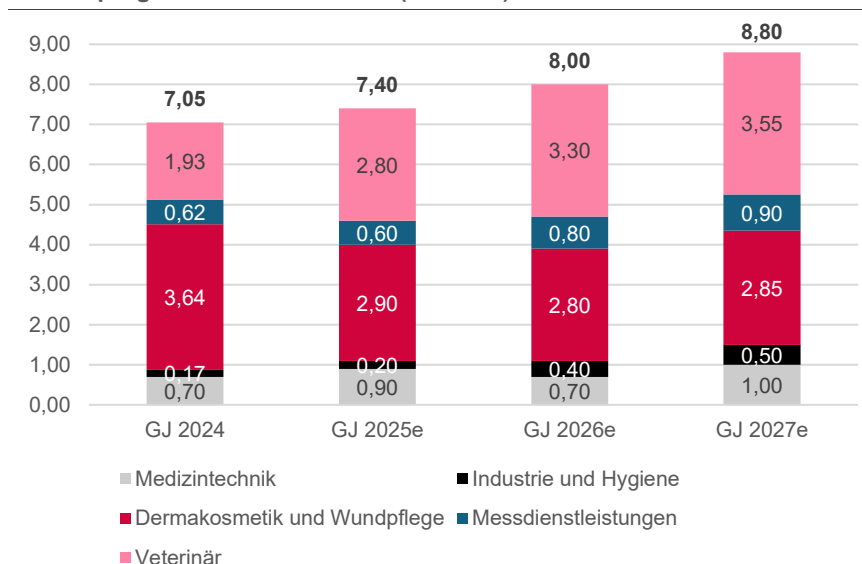
Quelle: GBC AG

Das Segment Medizintechnik soll 2025 rund 0,90 Mio. € zum Umsatz beitragen. Nach den vorgezogenen Meilensteinzahlungen im laufenden Jahr wird der Umsatz unseres Erachtens im Jahr 2026 temporär auf 0,70 Mio. € zurückgehen, bevor mit dem Fortschritt der klinischen Studien und der Vorbereitung der Serienbeschichtung ab 2027 wieder eine Zunahme auf 1,00 Mio. € erreichen wird. Die Rückgänge im Jahr 2026 sind ausschließlich zeitlich bedingt und nicht auf operative Schwächen zurückzuführen, da keine weiteren Tierstudien erforderlich sind und die Projekte planmäßig verlaufen.

Im Bereich Dermakosmetik und Wundpflege prognostizieren wir für 2025 einen Umsatz von 2,90 Mio. €, nach 3,64 Mio. € im Vorjahr. Der Rückgang reflektiert insbesondere die Übernahme eines Großkunden und die damit einhergehenden

Projektverzögerungen. Das Geschäft sollte sich 2026 mit 2,80 Mio. € stabilisieren und ab 2027 wieder leicht auf 2,85 Mio. € wachsen. Mittelfristig könnte das geplante Wundspray, vorbehaltlich der Zulassung, ab 2027/2028 zu einem neuen Wachstumstreiber werden.

Umsatzprognose nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das Veterinärgeschäft entwickelt sich dynamisch und wird unseres Erachtens der wichtigste Wachstumsmotor. Nach 1,93 Mio. € in 2024 erwarten wir für 2025 ein deutlicher Anstieg auf 2,80 Mio. €, gefolgt von weiteren Zuwächsen auf 3,30 Mio. € in 2026 und 3,55 Mio. € in 2027. Besonders die starke Nachfrage in Nordamerika übertraf die Erwartungen und kompensiert die Schwäche in der Dermakosmetik.

Der Bereich Industrie und Hygiene bleibt mit erwarteten 0,20 Mio. € im Jahr 2025 zunächst klein, dürfte aber mit neuen Projekten auf Basis der IMC-Plattform ab 2026 (0,40 Mio. €) und 2027 (0,50 Mio. €) zulegen. Messdienstleistungen bilden mit 0,60 Mio. € in 2025 ein stabiles Fundament, das durch steigende regulatorische Testanforderungen auf 0,80 Mio. € in 2026 und 0,90 Mio. € in 2027 anwachsen sollte.

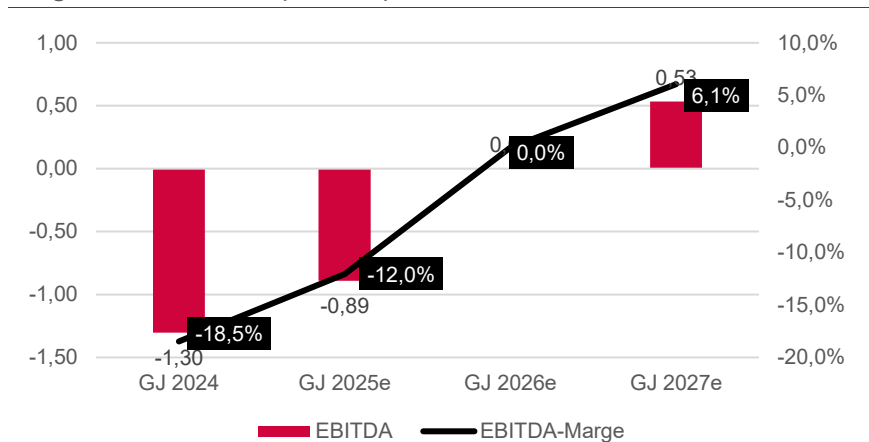
Insgesamt prognostizieren wir für die Bio-Gate AG ein Umsatzwachstum von 7,05 Mio. € (2024) auf 8,80 Mio. € (2027), was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 7,7% entspricht. Die Entwicklung wird maßgeblich durch das Veterinärsegment, die zunehmende Internationalisierung und die fortschreitende Kommerzialisierung medizintechnischer Projekte getragen.

Ergebnisprognose

Wir erwarten, dass sich die Ergebnislage der Bio-Gate AG in den kommenden Jahren deutlich verbessern wird. Nach einer Phase hoher Entwicklungsaufwendungen, begrenzter Produktionsauslastung und stichtagsbedingter Umsatzverschiebungen dürfte die Gesellschaft ab 2025 in eine Phase nachhaltiger operativer Stabilisierung eintreten. Das Management hat in seiner Guidance bereits auf eine spürbare Verbesserung von EBITDA und Konzernergebnis hingewiesen. Eine Einschätzung, die wir teilen. Die Voraussetzungen für eine signifikante Margenausweitung sind geschaffen: höhere Wertschöpfungstiefe, geringerer

Fremdleistungsanteil, Kostendisziplin sowie eine steigende Auslastung der bestehenden Fertigungskapazitäten.

Prognose des EBITDA (in Mio. €)

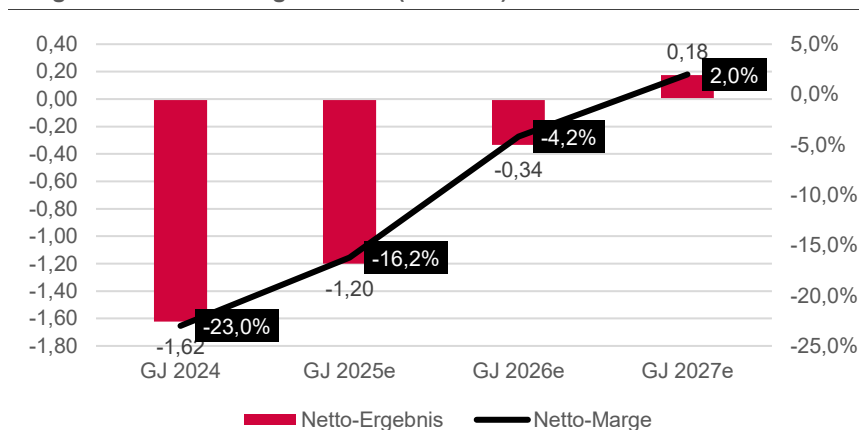


Quelle: GBC AG

Für das Geschäftsjahr 2025 erwarten wir ein EBITDA von -0,89 Mio. €, nach einem noch deutlicher negativen Vorjahreswert von -1,30 Mio. €. Die Bruttomarge dürfte von einer höheren Eigenfertigung, sinkenden Materialkosten und dem Wegfall von Einmalaufwendungen profitieren.

Im Jahr 2026 sollte die Gesellschaft operativ die Break-even-Schwelle beim EBITDA erreichen (0,00 Mio. €) und damit erstmals seit mehreren Jahren eine ausgeglichene operative Ertragslage erzielen. Der Fortschritt in den Entwicklungsprojekten sowie die fortschreitende Internationalisierung des Veterinärgeschäfts tragen hierzu wesentlich bei. Das Nettoergebnis sollte sich im gleichen Zeitraum auf -0,34 Mio. € erholen.

Prognose des Netto-Ergebnisses (in Mio. €)

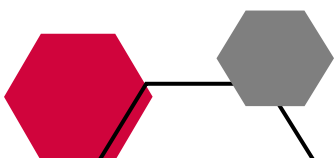


Quelle: GBC AG

Für 2027 rechnen wir mit dem Übergang in eine profitablere Phase: Das EBITDA dürfte auf 0,53 Mio. € steigen, was einer Marge von 6,1% entspricht. Auf EBIT-Basis erwarten wir 0,25 Mio. € bei einer Marge von 2,8%, während der Jahresüberschuss auf 0,18 Mio. € zulegen sollte. Diese Entwicklung reflektiert den zunehmenden Beitrag des Veterinärgeschäfts, die fortgesetzte Margenverbesserung

sowie erste Vorbereitungsumsätze aus der Serienbeschichtung im Human-Med-Tech-Bereich.

Mittelfristig dürfte sich dieser positive Trend mit Blick auf die geplante Zulassung des Wundsprays und die bevorstehende Serienkommerzialisierung der beschichteten Implantate weiter verstärken. Spätestens ab 2028 sollte Bio-Gate in der Lage sein, eine nachhaltig zweistellige EBITDA-Marge zu erzielen, getragen von wiederkehrenden, margenstärkeren Erlösströmen aus Lizenz- und Serienbeschichtungsgeschäften.



Bewertung

Modellannahmen

Die Bio-Gate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 - 2027 in Phase 1 erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 22,3%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 25,0% 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 AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,5%.

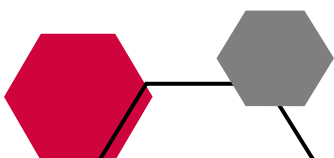
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,77% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,77%.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells bestätigen wir unser Kursziel von 3,40 € (bisher: 3,40 €) und vergeben das Rating Kaufen.



DCF-MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	7,40	8,00	8,80	10,76	13,16	16,10	19,69	24,08	
Umsatzwachstum	4,9%	8,1%	10,0%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	2,0%
EBITDA	-0,89	0,00	0,53	2,69	3,29	4,02	4,92	6,02	
EBITDA-Marge	-12,0%	0,0%	6,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	-1,16	-0,28	0,25	2,43	3,01	3,72	4,59	5,65	
EBITA-Marge	-15,7%	-3,5%	2,8%	22,6%	22,9%	23,1%	23,3%	23,5%	23,5%
NOPLAT	-1,17	-0,28	0,17	1,70	2,11	2,60	3,21	3,96	
Working Capital (WC)	1,23	1,29	1,35	1,88	2,30	2,82	3,45	4,21	
Anlagevermögen (OAV)	1,70	1,70	1,85	2,01	2,20	2,39	2,61	2,84	
Investiertes Kapital	2,92	2,99	3,20	3,90	4,50	5,21	6,05	7,06	
Kapitalrendite	-40,7%	-9,5%	5,8%	53,2%	54,0%	57,8%	61,6%	65,4%	57,2%
EBITDA	-0,89	0,00	0,53	2,69	3,29	4,02	4,92	6,02	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,07	-0,73	-0,90	-1,12	-1,38	-1,70	
Veränderung OAV	-0,27	-0,28	-0,44	-0,43	-0,46	-0,50	-0,55	-0,60	
Veränderung WC	-0,06	-0,06	-0,06	-0,53	-0,42	-0,51	-0,63	-0,77	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-1,22	-0,34	-0,04	1,01	1,50	1,89	2,37	2,95	50,16

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,32
Eigenkapitalkosten	9,77%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	6,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	9,77%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	31,65	35,08
Barwert expliziter FCFs	5,53	6,41
Barwert Continuing Value	26,12	28,67
Nettoschulden	-0,01	0,40
Wert des Eigenkapitals	31,66	34,69
Stille Reserven	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	31,66	34,69
Ausstehende Aktien in Mio.	10,19	10,19
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,11	3,40

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%
Kapitalrendite	56,7%	3,71	3,54	3,38	3,23	3,09
	57,0%	3,73	3,55	3,39	3,24	3,11
	57,2%	3,74	3,56	3,40	3,25	3,12
	57,5%	3,75	3,58	3,42	3,27	3,13
	57,7%	3,77	3,59	3,43	3,28	3,14

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

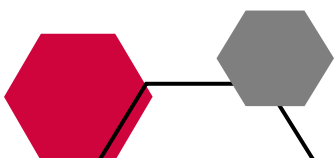
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

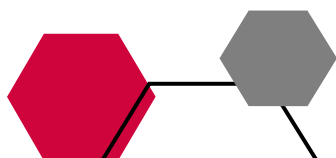
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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,7,11)

§ 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, Email: 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:

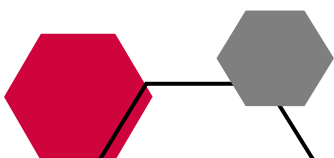
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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 & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

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