GBC AG
Investment Research

MustGrow Biologics Corp. *5a,11

Bayer-Meilenstein erreicht: Hohe TerraSante-Nachfrage trifft weiterhin auf begrenzte Lieferkapazitäten

Branche: Biologische Agrarprodukte
Schwerpunkt: Biologische Pflanzenhilfsmittel und regenerative Landwirtschaft
Gegründet: 2018

Hauptsitz: Saskatoon, Saskatchewan, Kanada
Management: Corey Giasson, Colin Bletsky, Todd Lahti

MustGrow Biologics Corp. ist ein kanadisches Agrarbiotechnologieunternehmen, das Produkte auf Senfbasis für eine nachhaltige Landwirtschaft entwickelt und vermarktet. Die Technologieplattform nutzt natürliche Verbindungen, Proteine und Kohlenhydrate aus Senfsamen für Anwendungen in der Bodenfruchtbarkeit, Pflanzenernährung und im Pflanzenschutz. TerraSante ist das erste kommerziell vertriebene Produkt und wird in mehreren US-Agrarstaaten verkauft. TerraMG wird zur biologischen Bekämpfung bodenbürtiger Krankheiten, Nematoden und weiterer Schädlinge vor der Aussaat entwickelt. Die Entwicklung für Europa, den Nahen Osten und Afrika erfolgt gemeinsam mit Bayer. MustGrow kombiniert ausgelagerte Fertigung und direkten Produktvertrieb mit Lizenzpartnerschaften. Nach der Einstellung des NexusBioAg-Geschäfts konzentriert sich das Unternehmen auf den Produktionsausbau, wiederkehrende Umsätze mit eigenen Produkten und eine Verbesserung der Rentabilität bei zugleich vergleichsweise begrenztem eigenem Investitionsbedarf.

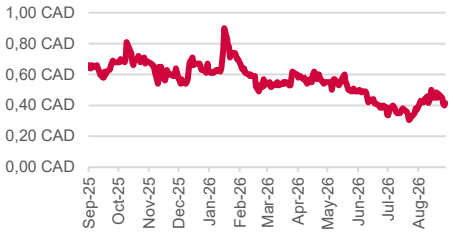
(in Mio. CAD)	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026e	31.12.2027e	31.12.2028e
Umsatz	0,40	8,29	3,50	14,05	31,56
EBITDA	-5,11	-6,93	-4,58	-1,08	8,46
EBIT	-5,11	-6,98	-4,63	-1,13	8,40
Nettoergebnis	-4,89	-7,26	-5,91	-1,45	8,07
Gewinn je Aktie	-0,09	-0,13	-0,08	-0,02	0,11
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	63,75	3,06	7,25	1,81	0,80
EV/EBITDA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,00
EV/EBIT	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,02
PE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,62
PB (H1 2026)		5,79			

Investment Case

- **Differenzierte Plattform:** MustGrows Technologie auf Senfbasis adressiert die Bodenfruchtbarkeit, die biologische Schädlingsbekämpfung und die regenerative Landwirtschaft. Sie eröffnet damit Möglichkeiten für verschiedene Produkte, Anwendungen und Absatzmärkte.
- **Klarer Fokus auf eigene Produkte:** MustGrow konzentriert seine Ressourcen auf die Entwicklung und Vermarktung eigener Produkte, insbesondere TerraSante und TerraMG. Dadurch soll das Geschäft künftig weniger vom Vertrieb margenärmerer Produkte Dritter abhängen.
- **Strategische Bestätigung:** Die Partnerschaft mit Bayer bestätigt das Potenzial der TerraMG-Technologie und stärkt MustGrows Glaubwürdigkeit bei Kunden und weiteren Partnern. Zugleich eröffnet sie einen kapitaleffizienten Zugang zu wichtigen internationalen Agrarmärkten.
- **Wachstumspotenzial:** Eine breitere Akzeptanz von TerraSante, Nachbestellungen bestehender Kunden und die Ausweitung auf weitere Kulturpflanzen und Regionen könnten ein nachhaltiges Wachstum der Produktumsätze unterstützen.
- **Potenzial für eine Neubewertung:** Gelingt es MustGrow, die Produktion zuverlässig zu skalieren, weitere Entwicklungsmeilensteine zu erreichen und den operativen Cashflow zu verbessern, könnte sich das Ertragsprofil deutlich stärken.

Empfehlung: Kaufen
Kursziel: 2,51 CAD / 1,54 €
(bisher: 2,70 CAD (1,66 €))

Aktie und Kennzahlen



Kurs am 23.09.26 um 19:00	0,415 CAD
Börse	TSX.V
Bloomberg-Ticker	MGRO:CN
ISIN	CA62822A1030
WKN	A2PNS7
Anzahl der Aktien (in Mio.):	70,44
Marktkapitalisierung (in Mio. CAD)	29,23
EV (in Mio. CAD)	25,37
Geschäftsjahr	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionäre

Geschäftsführung und Berater	17 %
Streubesitz	83 %

Finanzkalender

29.11.2026 9M 2026-Bericht

Analysten

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

Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
29.06.2026: RS / 2,70 / KAUFEN

** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de** abgerufen werden.

Fertigstellung: 30.09.2026 (13:40 Uhr)
Veröffentlichung: 30.09.2026 (15:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.20

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

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

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Equity Story von MustGrow beruht weiterhin auf der kommerziellen Skalierung von TerraSante und dem längerfristigen Wertpotenzial der Partnerschaft mit Bayer. Der erste Entwicklungsmeilenstein im Bayer-Programm führte im ersten Halbjahr 2026 zu margenstarken Lizenzerlösen von 1,36 Mio. C$ und ist zugleich eine wichtige externe Bestätigung der TerraMG-Technologie. Weitere Wertpotenziale ergeben sich aus möglichen zusätzlichen Meilensteinzahlungen im Verlauf des Programms. Nach Aufnahme des kommerziellen Vertriebs hätte MustGrow zudem Anspruch auf Lizenzgebühren und Erlöse aus dem Verkauf der hergestellten Produkte.

- Der Absatz von TerraSante wurde bislang vor allem durch Verzögerungen beim Produktionsaufbau begrenzt und weniger durch eine unzureichende Nachfrage. Die neuen Produktionslinien in Indien und Thailand haben ihre Nennkapazität noch nicht erreicht, sodass das Produkt nur eingeschränkt verfügbar ist. Dennoch beliefen sich die Umsätze bis Mitte August auf rund 0,90 Mio. C$ und lagen damit etwa 46 % über dem Umsatz des gesamten Jahres 2025. Der Großteil des Absatzes entfiel auf Bestandskunden, was auf eine zunehmende Akzeptanz des Produkts im kommerziellen Einsatz hindeutet. Bei voller Auslastung bieten die bestehenden Anlagen nach Schätzung des Unternehmens eine jährliche Umsatzkapazität von 15 Mio. bis 25 Mio. C$.

- Aufgrund des langsameren Produktionsaufbaus senken wir unsere Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2026 von 4,50 Mio. C$ auf 3,50 Mio. C$ und erwarten ein EBITDA von -4,58 Mio. C$. Unsere Umsatzprognosen von 14,05 Mio. C$ für 2027 und 31,56 Mio. C$ für 2028 behalten wir bei, da wir die Verzögerung in erster Linie auf den Zeitpunkt der Produktverfügbarkeit zurückführen. Das EBITDA dürfte sich 2027 auf -1,08 Mio. C$ und 2028 auf 8,46 Mio. C$ verbessern. Höhere Absatzmengen, sinkende Frachtkosten und eine zunehmende operative Hebelwirkung sollten die Rentabilität stützen.

- **Auf Basis unseres aktualisierten DCF-Modells senken wir unser Kursziel von 2,70 C$ auf 2,51 C$. Ausschlaggebend sind die niedrigere Prognose für das Geschäftsjahr 2026 und der gestiegene risikofreie Zinssatz. Auch das revidierte Kursziel impliziert ein überzeugendes Aufwärtspotenzial gegenüber dem aktuellen Kursniveau. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 2
Geschäftsmodell & Unternehmensgeschichte 4
Finanzielle Entwicklung H1 2026 6
Umsatzentwicklung im H1 2026 6
Ergebnisentwicklung im H1 2026 7
Finanzlage und Bilanz 9
Prognose & Bewertung 11
Umsatzprognose 11
Ergebnisprognose 12
Bewertung 15
DCF-Modell 16
Anhang 17

GESCHÄFTSMODELL & UNTERNEHMENS-GESCHICHTE

MustGrow Biologics Corp. ist ein kanadisches Agrarbiotechnologieunternehmen, das biologische Lösungen für eine regenerative und nachhaltige Landwirtschaft entwickelt und vermarktet. Die Technologieplattform des Unternehmens basiert auf natürlich vorkommenden Verbindungen aus Senfsamen. Senfpflanzen enthalten Moleküle, die zu ihrem natürlichen Abwehrsystem gegen Krankheiten und Schädlinge gehören. MustGrow hat eigene Verfahren entwickelt, um diese Verbindungen zu extrahieren, zu konzentrieren und zu Produkten für die Bodenfruchtbarkeit, die Förderung des Pflanzenwachstums und die biologische Schädlingsbekämpfung zu verarbeiten. Darüber hinaus nutzt die Plattform pflanzliche Proteine, Kohlenhydrate und Nährstoffe aus Senf, die das Bodenmikrobiom unterstützen und die Bodenfruchtbarkeit verbessern können. Das Portfolio an geistigem Eigentum umfasst rund 110 erteilte Patente und Patentanmeldungen.

MustGrow verfolgt eine kapitaleffiziente Kommerzialisierungsstrategie, die den direkten Produktvertrieb mit Lizenz- und Entwicklungspartnerschaften verbindet. Im Mittelpunkt des eigenen Vertriebs steht derzeit TerraSante™, das in den Vereinigten Staaten vermarktet wird. Bei Technologien, deren Entwicklung bis zur behördlichen Zulassung mehr Zeit und Kapital erfordert, arbeitet MustGrow mit etablierten Agrarunternehmen zusammen. Diese bringen Kompetenzen und Ressourcen für Zulassung, technische Entwicklung, Herstellung und Vertrieb ein. Das wichtigste Beispiel ist die Lizenz- und Kooperationsvereinbarung mit Bayer für Anwendungen zur biologischen Bekämpfung bodenbürtiger Schädlinge und Krankheiten in Europa, dem Nahen Osten und Afrika.

Nach der Entscheidung, das Vertriebsgeschäft von NexusBioAg im Jahr 2026 einzustellen, konzentriert MustGrow seine Ressourcen auf die eigenen Produkte auf Senfbasis. Die Herstellung wird an Auftragsfertiger ausgelagert, sodass das Unternehmen nicht in größerem Umfang in eigene Produktionsanlagen investieren muss. Mit steigenden Absatzmengen muss MustGrow allerdings ausreichende externe Produktionskapazitäten sichern, eine gleichbleibende Produktqualität gewährleisten und die Logistik zuverlässig steuern.

TerraSante™

TerraSante ist das erste eigene Produkt von MustGrow, das kommerziell vertrieben wird. Das organische, aus Senf gewonnene Bio-Düngemittel wird als benetzbares Pulver angeboten. Es kann vor der Aussaat auf den Boden ausgebracht oder während der Vegetationsperiode über Tropfbewässerungssysteme zugeführt werden. Das Produkt enthält pflanzliche Proteine und Kohlenhydrate, die Bodenmikroorganismen ernähren und die Aktivität nützlicher Mikroorganismen fördern sollen. Ein gesundes Bodenmikrobiom kann sich positiv auf die Nährstoffverfügbarkeit, die Wurzelentwicklung, die Wasserspeicherung und die allgemeine Pflanzenvitalität auswirken. TerraSante eignet sich sowohl für den ökologischen als auch für den konventionellen Landbau und wird ohne künstliche Zusatzstoffe oder Konservierungsmittel hergestellt.

Das Produkt ist vom Organic Materials Review Institute für den ökologischen Landbau gelistet und im Rahmen des kalifornischen „Organic Input Material Program“ zugelassen. TerraSante ist derzeit in Kalifornien, Florida, Georgia, Texas, Utah, Montana, Nevada, Michigan, Arizona, Idaho, Oregon und Washington registriert, zugelassen und im Handel erhältlich. MustGrow konzentriert sich zunächst auf hochwertige Obst- und Gemüsekulturen, darunter Kartoffeln und Erdbeeren. Bei

diesen Kulturen können Verbesserungen der Erntequalität und des Ertrags für die Erzeuger einen vergleichsweise hohen wirtschaftlichen Nutzen haben.

Die kommerzielle Einführung befindet sich noch in einem frühen Stadium. Die ersten Verkäufe erfolgten überwiegend für Versuche auf landwirtschaftlichen Betrieben; in einigen Fällen schlossen sich Nachkäufe an. MustGrow arbeitet nun daran, positive Praxiserfahrungen in eine breitere Nachfrage bei kommerziellen Landwirtschaftsbetrieben und Agrarhändlern zu überführen. Für die Entwicklung der Bruttomarge von TerraSante werden insbesondere eine verlässliche Skalierung der Produktion sowie sinkende Fracht- und Herstellungskosten entscheidend sein.

TerraMG™

TerraMG ist MustGrows Technologie zur biologischen Bodenbehandlung vor der Aussaat. Sie wird zur Bekämpfung bodenbürtiger Krankheiten, Nematoden und anderer Pflanzenschädlinge entwickelt. Mögliche Einsatzgebiete umfassen verschiedene Kulturpflanzen, darunter Obst und Gemüse, Kartoffeln, Bananen und Raps. Während TerraSante vor allem die Bodenfruchtbarkeit und die mikrobielle Aktivität fördern soll, ist für TerraMG eine direkte Pflanzenschutzfunktion vorgesehen.

Das am weitesten fortgeschrittene internationale Vermarktungsprogramm wird gemeinsam mit Bayer durchgeführt. Auf Grundlage der im Dezember 2023 unterzeichneten Vereinbarung erhält Bayer Zugang zu MustGrows Technologie zur biologischen Bodenbehandlung in Europa, dem Nahen Osten und Afrika. Bayer verantwortet innerhalb des Lizenzgebiets die Produktentwicklung, behördliche Studien und Zulassungsanträge sowie die Markterschließung, das Marketing und den kommerziellen Vertrieb. MustGrow erhielt im Jahr 2026 eine erste Meilensteinzahlung für die technische Entwicklung. Weitere Zahlungen sind an zusätzliche Entwicklungs- und Zulassungserfolge geknüpft. Nach Aufnahme des kommerziellen Vertriebs hätte MustGrow außerdem Anspruch auf Lizenzgebühren und Erlöse aus dem Verkauf der hergestellten Produkte.

Über TerraSante und TerraMG hinaus eröffnet MustGrows Technologieplattform Möglichkeiten für weitere Anwendungen. Dazu zählen biologische Herbizide, Nacherntebehandlungen gegen die Keimung und Lagerkrankheiten von Kartoffeln sowie weitere Einsatzmöglichkeiten für Verbindungen aus Senf. Die meisten dieser Programme befinden sich noch in der Forschung, in Feldversuchen oder in der vorkommerziellen Entwicklung. Sie sind daher vor allem als langfristige Entwicklungsmöglichkeiten und weniger als kurzfristige Umsatzquellen einzuordnen.

FINANZIELLE ENTWICKLUNG H1 2026

in Mio. CAD	H1 2023	H1 2024	H1 2025 angepasst	H1 2026 aus fortgeführten Geschäftsbereichen
Umsatz	0,00	0,00	0,31	1,54
EBITDA	-2,36	-2,15	-2,03	-0,43
Nettoergebnis	-2,25	-1,99	-2,31	-0,46

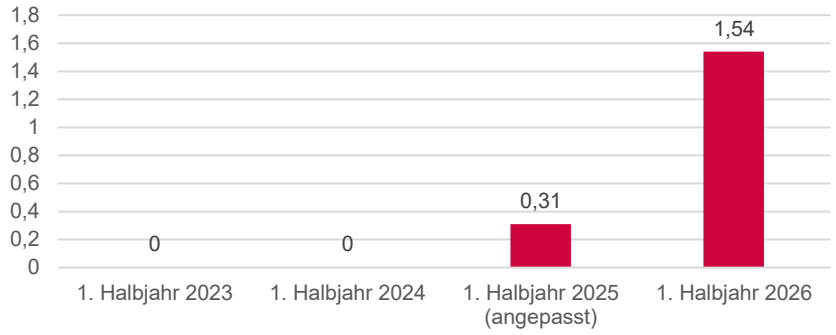
Quellen: MustGrow Biologics Corp.; GBC AG

Umsatzentwicklung im H1 2026

Der Umsatz aus fortgeführten Geschäftsbereichen stieg im ersten Halbjahr 2026 deutlich auf 1,54 Mio. C$, verglichen mit 0,31 Mio. C$ im Vorjahreszeitraum. Dies entspricht einem Zuwachs um 1,22 Mio. C$ beziehungsweise 391,1 %. Das starke ausgewiesene Wachstum war allerdings nahezu vollständig auf Technologie-Lizenzerlöse in Höhe von 1,36 Mio. C$ aus der Zusammenarbeit mit Bayer zurückzuführen.

Die Lizenzerlöse betreffen den ersten Entwicklungsmeilenstein im Rahmen der Lizenz- und Kooperationsvereinbarung für MustGrows Technologie zur biologischen Bekämpfung bodenbürtiger Schädlinge und Krankheiten in Europa, dem Nahen Osten und Afrika. Voraussetzung für den Meilenstein war das Erreichen definierter technischer Ziele in der Produktentwicklung. MustGrow erfasste den Betrag im zweiten Quartal als Umsatz und Forderung; die Zahlung von Bayer ging im August 2026 ein. Der Meilenstein machte 88,7 % des Umsatzes aus fortgeführten Geschäftsbereichen im ersten Halbjahr 2026 aus. Er stellt eine wichtige technische und kommerzielle Bestätigung der TerraMG-Plattform dar. Da Meilensteinzahlungen jedoch an einzelne Ereignisse geknüpft sind, sollten sie nicht als regelmäßig wiederkehrende Quartalsumsätze betrachtet werden. Weitere Zahlungen setzen das Erreichen zusätzlicher Entwicklungs- und Zulassungsziele voraus und können daher zwischen den Berichtszeiträumen erheblich schwanken.

Umsatzentwicklung (in Mio. CAD)



Quellen: MustGrow Biologics Corp.; GBC AG

Der Umsatz mit TerraSante-Produkten ging dagegen um 44,7 % auf 0,17 Mio. C$ zurück, verglichen mit 0,31 Mio. C$ im ersten Halbjahr 2025. Auf das erste Quartal entfielen 0,10 Mio. C$, auf das zweite Quartal 0,07 Mio. C$. Der besonders starke Rückgang im zweiten Quartal um 76,1 % gegenüber dem Vorjahr spiegelte nach unserer Einschätzung vor allem die begrenzte Produktverfügbarkeit wider und weniger ein nachlassendes Kundeninteresse. Nach Angaben des Managements konnten die Auftragshersteller im ersten Halbjahr die erwarteten Mengen nicht

liefern. Die Inbetriebnahme neuer Produktionsanlagen und die Einführung neuer Prozesse führten zunächst zu Verzögerungen, sodass MustGrow die vorhandene Nachfrage nicht vollständig bedienen konnte. Die ausgewiesenen TerraSante-Umsätze bilden das Volumen der Kundenaufträge und das Marktinteresse in diesem Zeitraum daher nur eingeschränkt ab. Nach dem Berichtsstichtag verbesserte sich die Produktionsleistung, wenngleich die Hersteller ihre angestrebte Kapazität noch nicht erreicht hatten.

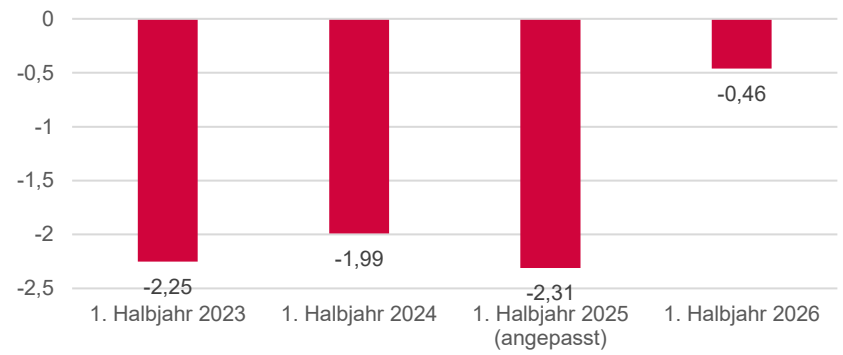
Das aufgegebene Vertriebsgeschäft von NexusBioAg erzielte im ersten Halbjahr 2026 einen Umsatz von 2,50 Mio. C$, verglichen mit 6,32 Mio. C$ im Vorjahreszeitraum. Da NexusBioAg abgewickelt und als aufgegebener Geschäftsbereich klassifiziert wird, sind diese Erlöse nicht mehr im Umsatz aus fortgeführten Geschäftsbereichen enthalten. Einschließlich der aufgegebenen Geschäftsbereiche belief sich der Gesamtumsatz im ersten Halbjahr 2026 auf 4,04 Mio. C$. Davon entfielen 1,54 Mio. C$ auf fortgeführte und 2,50 Mio. C$ auf aufgegebene Geschäftsbereiche. Im ersten Halbjahr 2025 hatte der entsprechende Gesamtumsatz 6,63 Mio. C$ betragen.

Ergebnisentwicklung im H1 2026

Das Ergebnis von MustGrow verbesserte sich im ersten Halbjahr 2026 deutlich. Bei der Beurteilung dieser Entwicklung ist jedoch zwischen dem Beitrag der Lizenzerlöse und der Entwicklung des zugrunde liegenden Produktgeschäfts zu unterscheiden. Der Bruttogewinn aus fortgeführten Geschäftsbereichen stieg von 0,08 Mio. C$ auf 1,38 Mio. C$. Unter Einbeziehung der margenstarken Lizenzerlöse von Bayer erhöhte sich die gesamte Bruttomarge auf 90,1 %. Diese Kennzahl ist für die Wirtschaftlichkeit von TerraSante allerdings nicht repräsentativ, da dem Meilensteinerlös von 1,36 Mio. C$ keine entsprechenden Umsatzkosten gegenüberstanden.

TerraSante erzielte einen Bruttogewinn von 0,02 Mio. C$ und eine Produktbruttomarge von 12,4 %, verglichen mit 24,3 % im ersten Halbjahr 2025. Im zweiten Quartal entstand mit dem Produkt sogar ein geringer Bruttoverlust. Dies ist vor allem auf das niedrige Produktionsvolumen und die damit verbundenen ungünstigen Kostenstrukturen in Fertigung und Logistik zurückzuführen. Die schwache Marge lässt sich daher nicht unmittelbar als Hinweis auf eine unzureichende Preissetzungsmacht werten, sondern steht wesentlich im Zusammenhang mit dem aktuellen Produktionsengpass. MustGrow muss allerdings noch nachweisen, dass höhere Produktionsmengen, größere Fertigungsserien und die Umstellung von Luft- auf Seefracht tatsächlich zu den angestrebten Produktmargen führen.

Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. CAD)



Quellen: MustGrow Biologics Corp.; GBC AG

Die Betriebsaufwendungen sanken um 13,9 % auf 1,81 Mio. C$. Ausschlaggebend waren vor allem geringere Aufwendungen für Zulassungsverfahren, Fachdienstleistungen und Lizenzgebühren. Ein Teil des Rückgangs dürfte jedoch auf die zeitliche Verteilung der Entwicklungsaktivitäten zurückzuführen sein und damit nicht unbedingt eine dauerhaft niedrigere Kostenbasis anzeigen. Die Aufwendungen für Unternehmenskommunikation und Patente stiegen, während die Ausgaben für Forschung und Entwicklung weitgehend stabil blieben.

Gestützt durch den Bayer-Meilenstein verringerte sich der Verlust aus fortgeführten Geschäftsbereichen um 80,2 % von 2,31 Mio. C$ auf 0,46 Mio. C$. Im zweiten Quartal meldete MustGrow aus fortgeführten Geschäftsbereichen sogar einen Gewinn von 0,41 Mio. C$. Dies sollte jedoch noch nicht als Erreichen der operativen Gewinnschwelle interpretiert werden. Ohne den Meilensteinerlös reicht der Umsatz mit den bestehenden Produkten weiterhin nicht aus, um die Betriebskosten des Unternehmens zu decken.

Das aufgegebene NexusBioAg-Geschäft verursachte einen zusätzlichen Verlust von 0,58 Mio. C$, verglichen mit 0,42 Mio. C$ im ersten Halbjahr 2025. Während der Abwicklung gingen die Umsätze schneller zurück als die damit verbundenen Kosten. Unter Einbeziehung der aufgegebenen Geschäftsbereiche verringerte sich der Nettoverlust um 62,0 % auf 1,04 Mio. C$. Insgesamt verdeutlicht das erste Halbjahr das Ertragspotenzial von MustGrows kapitalarmem Lizenzmodell. Eine nachhaltige Rentabilität setzt jedoch weiterhin steigende TerraSante-Umsätze sowie weitere Meilenstein-, Lizenz- oder Produktionserlöse aus TerraMG voraus.

Finanzlage und Bilanz

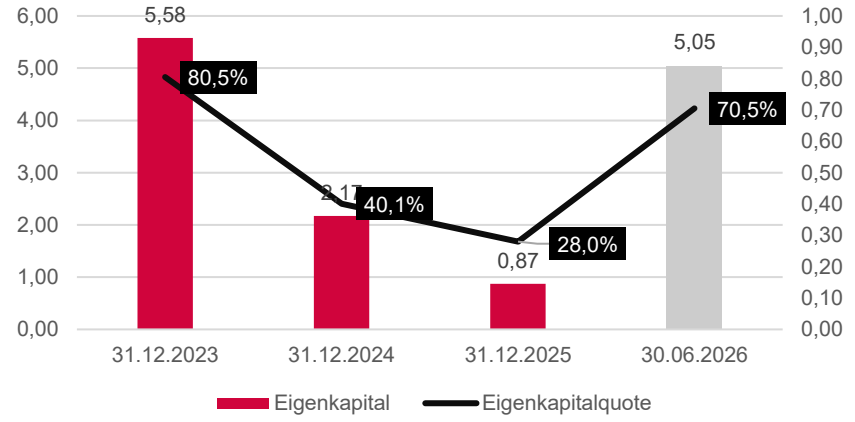
in Mio. CAD	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	30.06.2026
Eigenkapital	5,24	5,58	2,17	0,87	5,05
Eigenkapitalquote (in %)	73,4 %	80,5 %	40,1 %	28,0 %	70,5 %
Operatives Anlagevermögen	0,00	0,00	0,76	0,03	0,00
net working capital*	-1,02	-0,47	-0,84	0,50	0,96
Nettofinanzmittel**	6,26	6,06	2,25	0,33	3,86
Operativer-Cashflow	-3,26	-0,29	-3,58	-5,06	-1,66
Investitions-Cashflow	0,00	0,00	0,00	-1,50	0,00
Finanzierungs-Cashflow	0,65	0,10	-0,24	4,48	5,12

*Quellen: MustGrow Biologics Corp.; GBC AG. *Operatives Nettoumlaufvermögen = Forderungen + Vorräte + vorausbezahlte Aufwendungen und Anzahlungen − Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und abgegrenzte Verbindlichkeiten − abgegrenzte Umsatzerlöse, sofern zutreffend. Als zur Veräußerung gehalten klassifizierte Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sind ausgeschlossen. **Nettofinanzmittel = Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente abzüglich kurz- und langfristiger Finanzschulden, Wandelschuldverschreibungen und Leasingverbindlichkeiten, sofern zutreffend.*

Die Bilanz von MustGrow hat sich im ersten Halbjahr 2026 erheblich verbessert. Das Eigenkapital stieg von 0,87 Mio. C$ zum Jahresende 2025 auf 5,05 Mio. C$ zum 30. Juni 2026. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich dadurch von 28,0 % auf 70,5 %. Ausschlaggebend waren allerdings Finanzierungsmaßnahmen und keine intern erwirtschafteten Gewinne. Zwei Aktienemissionen erbrachten zusammen einen Nettoerlös von 5,19 Mio. C$. Nach Schuldentilgungen und finanzierungsbezogenen Mittelabflüssen im Zusammenhang mit aufgegebenen Geschäftsbereichen belief sich der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit auf 5,12 Mio. C$.

Die gestärkte Kapitalbasis ging mit einer erheblichen Verwässerung einher. Die Zahl der ausstehenden Stammaktien stieg um 19,7 % auf 70,44 Mio. Unter Einbeziehung ausstehender Optionsscheine und weiterer Eigenkapitalinstrumente ergäbe sich rechnerisch eine Aktienzahl von etwa 91,9 Mio. Die Differenz zur aktuellen Zahl der Stammaktien entspricht einem potenziellen Anstieg um rund 30 %. Ob und in welchem Umfang diese Instrumente tatsächlich ausgeübt werden, hängt von ihren jeweiligen Bedingungen und der künftigen Kursentwicklung ab.

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



Quellen: MustGrow Biologics Corp., GBC AG

Auch die Liquidität verbesserte sich deutlich. Die liquiden Mittel erhöhten sich von 0,92 Mio. C$ auf 4,37 Mio. C$. Nach Abzug kurzfristiger Finanzverbindlichkeiten von 0,38 Mio. C$ und Wandelschuldverschreibungen von 0,14 Mio. C$ beliefen sich die Nettofinanzmittel auf 3,86 Mio. C$. Das gesamte Nettoumlaufvermögen, definiert als Umlaufvermögen abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten, stieg von 0,99 Mio. C$ auf 5,19 Mio. C$. Das operative Nettoumlaufvermögen erhöhte sich von 0,50 Mio. C$ auf 0,96 Mio. C$. Die Liquiditätsquote verbesserte sich von 1,5 auf 3,6. Damit verfügt MustGrow kurzfristig über einen wesentlich größeren finanziellen Spielraum. Allerdings flossen im ersten Halbjahr 1,66 Mio. C$ durch die laufende Geschäftstätigkeit ab. Das Unternehmen finanziert sich somit noch nicht aus dem operativen Geschäft und ist darauf angewiesen, dass die vorhandene Liquidität bis zu einer deutlichen Ausweitung des TerraSante-Absatzes ausreicht.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stiegen auf 1,44 Mio. C$. Dies war nahezu vollständig auf die Bayer-Forderung aus dem Entwicklungsmeilenstein in Höhe von 1,36 Mio. C$ zurückzuführen. Da die Zahlung im August einging, war der Anstieg kein Hinweis auf ein verschlechtertes Zahlungsverhalten der Kunden. Kurz nach dem Bilanzstichtag wurde damit ein Großteil der Forderungen in liquide Mittel umgewandelt.

Die Zusammensetzung der Vorräte liefert einen wichtigen Hinweis auf die operative Lage. Die Vorräte aus fortgeführten Geschäftsbereichen stiegen auf 0,57 Mio. C$. Davon entfielen 0,55 Mio. C$ auf Rohstoffe, aber nur 0,01 Mio. C$ auf Fertigerzeugnisse. Dies deutet darauf hin, dass die niedrigen TerraSante-Umsätze eher durch begrenzte Verarbeitungskapazitäten als durch einen Mangel an Rohstoffen verursacht wurden. Die Verarbeitung der vorhandenen Rohstoffe zu verkaufsfähigen Produkten ist daher eine wesentliche Voraussetzung für die erwartete Umsatzbelebung im zweiten Halbjahr.

Die im Zusammenhang mit NexusBioAg als zur Veräußerung gehalten ausgewiesenen Vermögenswerte hatten einen Nettobuchwert von rund 0,24 Mio. C$. Daraus könnten weitere Mittelzuflüsse entstehen. Deren tatsächliche Höhe hängt jedoch davon ab, in welchem Umfang Forderungen eingezogen und verbleibende Vorräte verkauft werden können. Die Position ist deshalb nicht mit vorhandenen Barmitteln gleichzusetzen.

Ereignisse nach dem Bilanzstichtag 30.06.2026

Nach dem Bilanzstichtag ging die Zahlung von Bayer ein. Diesem Mittelzufluss stand die Zahlung von 0,75 Mio. US$ zur Beilegung des Rechtsstreits mit Phospholutions gegenüber. Der Vergleich belastete zwar die Liquidität, beseitigte aber eine potenziell deutlich größere rechtliche Unsicherheit im Zusammenhang mit der Investition.

Insgesamt verfügt MustGrow nun über positive Nettofinanzmittel und eine wesentlich bessere Liquiditätsposition, um den kurzfristigen Produktionsausbau von TerraSante zu unterstützen. Diese Verbesserung wurde jedoch durch Aktienemissionen und eine entsprechende Verwässerung der bestehenden Aktionäre erreicht. Der mittelfristige Finanzierungsbedarf hängt weiterhin davon ab, ob das Unternehmen den Produktabsatz steigern, die Bruttomarge verbessern und weitere Zahlungen von Bayer erzielen kann, bevor die verfügbaren Mittel aufgebraucht sind.

PROGNOSE & BEWERTUNG

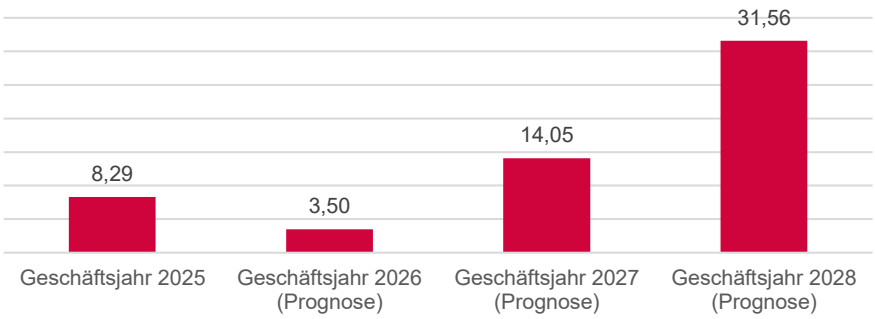
G&V (in Mio. CAD)	GJ 2025	GJ 2026e neu	GJ 2026e (bisher)	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatz	8,29	3,50	4,50	14,05	31,56
EBITDA	-6,93	-4,58	-4,35	-1,08	8,46
EBITDA-Marge	*-83,6 %*	*-130,9 %*	*-96,7 %*	*-7,7 %*	*26,8 %*
EBIT	-6,98	-4,63	-4,40	-1,13	8,40
EBIT-Marge	*-84,2 %*	*-132,3 %*	*-97,8 %*	*-8,1 %*	*26,6 %*
Nettoergebnis	-7,26	-5,91	-4,68	-1,45	8,07

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Aufgrund der schwächer als erwartet ausgefallenen TerraSante-Lieferungen im ersten Halbjahr 2026 senken wir unsere Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2026 von 4,50 Mio. C$ auf 3,50 Mio. C$. Die Kürzung um 22,2 % ist vor allem auf Produktionsengpässe bei MustGrows Auftragsfertigern zurückzuführen und weniger auf eine schwächere Kundennachfrage. Beide Produktionsstandorte in Asien hatten bei der Inbetriebnahme neuer Anlagen mit Schwierigkeiten zu kämpfen und haben ihre Nennkapazität noch nicht erreicht. Infolgedessen war TerraSante wiederholt nicht verfügbar, und MustGrow konnte vorliegende Aufträge nicht termingerecht erfüllen.

Umsatzprognose (in Mio. CAD)



Quelle: GBC AG

Ein Vergleich mit dem Umsatz von 8,29 Mio. C$ im Geschäftsjahr 2025 ist nur eingeschränkt aussagekräftig, da dieser Wert das inzwischen aufgegebene Vertriebsgeschäft von NexusBioAg enthielt. Unsere Prognose für 2026 basiert dagegen auf den fortgeführten Aktivitäten mit eigenen Produkten und Lizenzen.

Die revidierte Schätzung umfasst den im zweiten Quartal erfassten Bayer-Meilenstein von 1,36 Mio. C$ sowie TerraSante-Umsätze von rund 2,14 Mio. C$. Bis Mitte August hatte MustGrow mit TerraSante bereits rund 0,90 Mio. C$ umgesetzt. Dies lag etwa 46 % über dem Umsatz des gesamten Jahres 2025. Das Management strebt für 2026 weiterhin den Verkauf von rund 3.000 Säcken an, verglichen mit etwa 1.000 bis Mitte August verkauften Säcken. Angesichts der aktuellen Auftragslage erscheint der Absatz der verbleibenden Menge grundsätzlich erreichbar. Die tatsächliche Auslieferung setzt jedoch weitere Fortschritte beim Produktionshochlauf voraus.

Die erwartete Konzentration der Umsätze auf die letzten Monate des Jahres entspricht zudem dem saisonalen Verlauf des TerraSante-Geschäfts. Das erste und das dritte Quartal sind üblicherweise die umsatzstärksten Zeiträume. Dies hängt insbesondere mit den Anbauzyklen für Erdbeeren und Gemüse in Kalifornien sowie für Kartoffeln im pazifischen Nordwesten zusammen. MustGrow will die aktuelle Nachfrage im verbleibenden Jahr 2026 bedienen und zugleich ausreichend Fertigwaren für die wichtige Absatzperiode im ersten Quartal 2027 aufbauen. Damit sollen sich die Lieferengpässe, die den Absatz zu Beginn des Jahres 2026 begrenzten, nicht wiederholen.

Für das Geschäftsjahr 2027 behalten wir unsere Umsatzprognose von 14,05 Mio. C$ bei. Diese Schätzung entspricht einem Absatz von ungefähr 15.000 TerraSante-Säcken. Das Management hält ein solches Volumen für erreichbar, sofern die Auftragsfertiger die erwartete Produktionsleistung erzielen. Bei Nennleistung bieten die beiden bestehenden Produktionsstandorte in Asien eine geschätzte jährliche Umsatzkapazität von etwa 15 Mio. bis 25 Mio. C$. Damit ist die für 2027 prognostizierte Absatzmenge durch die theoretisch verfügbare Kapazität gedeckt. Gegenüber dem aktuellen Produktionsniveau wäre dafür allerdings eine erhebliche operative Verbesserung erforderlich.

Auf der Nachfrageseite stützen Bestandskunden, die ihre behandelten Anbauflächen ausweiten, sowie die Zusammenarbeit mit etablierten Agrarhändlern unsere Prognose. Der Absatz konzentriert sich bislang jedoch stark auf Erdbeeren in Kalifornien und Kartoffeln im pazifischen Nordwesten. Daraus ergeben sich Risiken durch regionale Wetterbedingungen, die Wirtschaftlichkeit dieser Kulturen und die Konzentration auf einzelne Kundengruppen. Für das prognostizierte Wachstum wird es deshalb wichtig sein, weitere Kulturpflanzen, Kunden und Bundesstaaten zu erschließen.

Auch unsere Umsatzschätzung für 2028 von 31,56 Mio. C$ bleibt unverändert. Sie setzt voraus, dass sich TerraSante von einem Produkt in der frühen Vermarktungsphase zu einem breiter eingesetzten biologischen Betriebsmittel entwickelt. Da der prognostizierte Umsatz über der derzeit für die beiden bestehenden Produktionsstandorte angegebenen jährlichen Umsatzkapazität liegt, wären zusätzliche Kapazitäten erforderlich. Diese könnten durch den Ausbau bestehender Standorte, weitere Produktionspartner oder ergänzende Kapazitäten in Nordamerika geschaffen werden. Darüber hinaus setzt die Prognose eine breitere geografische Verteilung des Absatzes und den Einsatz bei zusätzlichen Kulturpflanzen voraus.

Zusätzliche Bayer-Meilensteine und kommerzielle TerraMG-Umsätze berücksichtigen wir in unseren Prognosen nicht, da ihr Zeitpunkt und ihre Höhe derzeit unsicher sind. Mit kommerziellen Verkäufen im Rahmen der Bayer-Vereinbarung wird nicht vor Ende des Jahrzehnts oder Anfang der 2030er Jahre gerechnet.

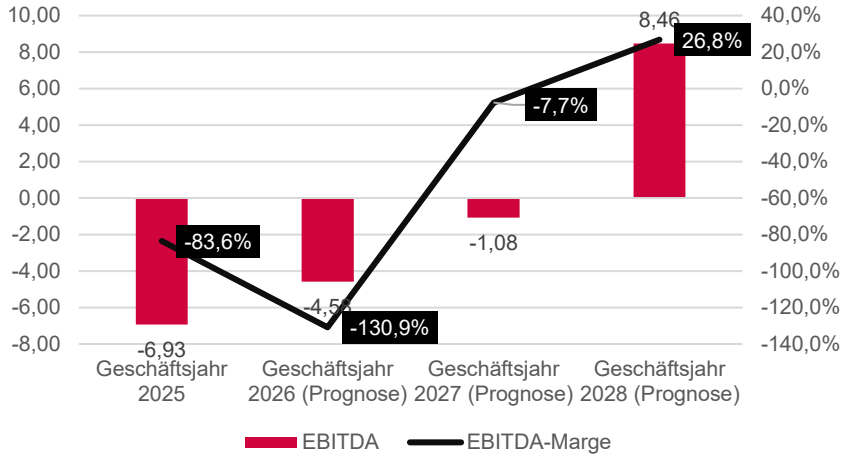
Insgesamt verschiebt die Abwärtskorrektur für 2026 die erwartete Wachstumsphase, ohne die zugrunde liegende These wesentlich zu verändern. Für die weitere Entwicklung ist nun vor allem entscheidend, ob MustGrow die verfügbaren Rohstoffe in ausreichendem Umfang zu Fertigprodukten verarbeiten kann. Werden die Produktionsengpässe beseitigt und vor dem ersten Quartal 2027 ausreichend Lagerbestände aufgebaut, wäre eine wesentliche Voraussetzung für die erwartete Umsatzbeschleunigung erfüllt.

Ergebnisprognose

Im Zuge der Senkung unserer Umsatzprognose für 2026 auf 3,50 Mio. C$ reduzieren wir unsere EBITDA-Schätzung von -4,35 Mio. C$ auf -4,58 Mio. C$. Dass

die Ergebnisprognose trotz einer um 1,00 Mio. C$ niedrigeren Umsatzschätzung nur um 0,23 Mio. C$ zurückgeht, spiegelt den derzeit begrenzten Deckungsbeitrag zusätzlicher TerraSante-Verkäufe während des Produktionshochlaufes wider.

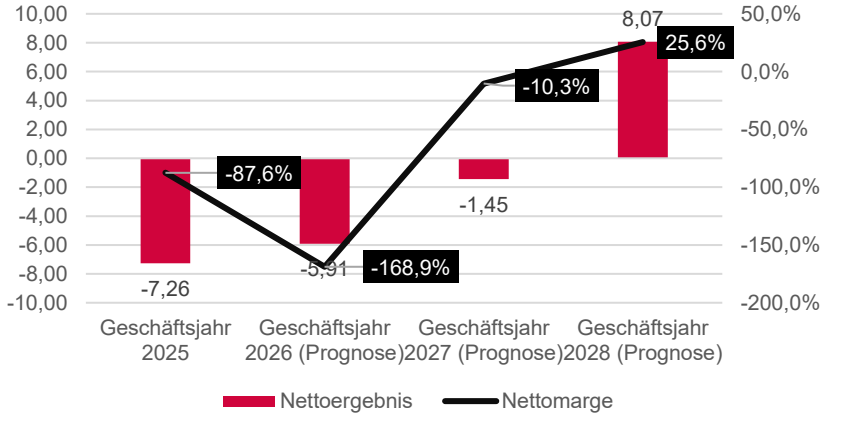
EBITDA-Prognose (in Mio. CAD) und EBITDA-Margenprognose (in %)



Quelle: GBC AG

Der Bayer-Meilenstein von 1,36 Mio. C$ liefert einen margenstarken Ergebnisbeitrag. Das zugrunde liegende Produktgeschäft ist jedoch weiterhin zu klein, um MustGrows Betriebskosten zu decken. Für 2026 prognostizieren wir ein EBIT von -4,63 Mio. C$. Zusätzlich berücksichtigen wir einen Aufwand von 1,00 Mio. C$ im Zusammenhang mit dem Vergleich im Phospholutions-Rechtsstreit. Da wir diesen als außerordentlichen Posten behandeln, wirkt er sich nicht auf unsere EBITDA- oder EBIT-Schätzungen aus. Unsere Prognose für den Nettoverlust steigt jedoch von 4,68 Mio. C$ auf 5,91 Mio. C$. Dies entspricht einer Nettomarge von -168,9 %. Trotz des Vergleichsaufwands dürfte der Nettoverlust unter dem Vorjahreswert von 7,26 Mio. C$ bleiben. Dazu tragen insbesondere der Bayer-Meilenstein und die Einstellung des NexusBioAg-Geschäfts bei.

Prognose für das Nettoergebnis (in Mio. CAD) und die Nettomarge (in %)



Quelle: GBC AG

Für 2027 behalten wir unsere EBITDA-Prognose von -1,08 Mio. C$ bei. Die erwartete Verbesserung beruht auf einem Umsatzanstieg auf 14,05 Mio. C$, einer höheren Auslastung der Produktion und einer Erholung der TerraSante-Bruttomarge. Das Management strebt für 2027 einen positiven Cashflow an. Unsere Prognose

ist vorsichtiger und sieht weiterhin einen Nettoverlust von 1,45 Mio. C$ vor. Mögliche zusätzliche Bayer-Meilensteine sind darin nicht enthalten und würden ein Aufwärtspotenzial darstellen.

Für 2028 prognostizieren wir unverändert ein EBITDA von 8,46 Mio. C$ und ein Nettoergebnis von 8,07 Mio. C$. Bei einem erwarteten Umsatz von 31,56 Mio. C$ entspräche dies einer EBITDA-Marge von 26,8 %. Die Prognose unterstellt eine deutliche operative Hebelwirkung bei steigenden Absatzmengen. Ob MustGrow diese Rentabilität erreicht, hängt vor allem davon ab, ob die Produktionskapazitäten rechtzeitig ausgebaut werden, der TerraSante-Umsatz wie erwartet wächst und sich die Produktmargen entsprechend verbessern.

Bewertung

Annahmen des Modells

Wir bewerten die MustGrow Biologics Corp. anhand eines dreistufigen DCF-Modells. In der ersten Phase bilden unsere konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 bis 2028 die Grundlage der Bewertung. Für die zweite Phase von 2029 bis 2033 erstellen wir die Prognosen mithilfe eines Werttreiberansatzes. Dabei unterstellen wir ein Umsatzwachstum von 45,0 % und eine angestrebte EBITDA-Marge von 28,0 %. Der effektive Steuersatz steigt im Prognosezeitraum schrittweise auf rund 25,0 %, nachdem die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge genutzt wurden. In der dritten Phase, die den Zeitraum nach dem expliziten Prognosehorizont abbildet, ermitteln wir den Endwert anhand eines Perpetuitätsansatzes. Hierfür setzen wir eine langfristige Wachstumsrate von 2,0 % an.

Ermittlung der Kapitalkosten

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) von MustGrow leiten wir aus den Eigen- und Fremdkapitalkosten ab. Für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten berücksichtigen wir den risikofreien Zinssatz, die Marktrisikoprämie und das unternehmensspezifische Beta.

Den risikofreien Zinssatz ermitteln wir gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW anhand aktueller Zinskurven. Grundlage sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten, nach der Svensson-Methode berechneten Renditen von Nullkuponanleihen. Um kurzfristige Marktschwankungen zu glätten, verwenden wir den Durchschnitt der vergangenen drei Monate und runden das Ergebnis auf den nächsten Viertelprozentpunkt. Der aktuell angesetzte risikofreie Zinssatz beträgt 3,50 % nach zuvor 3,00 %.

Für die Marktrisikoprämie setzen wir auf Basis historischer Analysen der Aktienmarktrenditen 5,50 % an. Sie beschreibt die erwartete Mehrrendite einer Anlage am Aktienmarkt gegenüber einer risikofreien Anlage.

Die ausstehenden Optionen und Optionsscheine bewerten wir mit dem Black-Scholes-Modell. Ihren theoretischen Wert von 4,36 Mio. C$ ziehen wir bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts ab, anstatt die Bewertung auf eine vollständig verwässerte Aktienzahl zu stützen.

Nach der Schätzmethode der GBC AG ergibt sich für MustGrow derzeit ein Beta von gerundet 2,14. Unter Berücksichtigung der Marktrisikoprämie und des risikofreien Zinssatzes errechnen sich Eigenkapitalkosten von 15,29 %. Da wir für die nachhaltige Kapitalstruktur eine Eigenkapitalgewichtung von 100 % unterstellen, entspricht auch der WACC 15,29 %.

Bewertungsergebnis

Auf Basis des aktualisierten DCF-Modells senken wir unser Kursziel von 2,70 C$ auf 2,51 C$. Maßgeblich dafür sind die niedrigeren Prognosen für das Geschäftsjahr 2026 sowie der Anstieg des risikofreien Zinssatzes von 3,00 % auf 3,50 %, der den Diskontierungssatz unserer Bewertung erhöht. Das neue Kursziel zeigt gegenüber dem aktuellen Aktienkurs weiterhin ein überzeugendes Aufwärtspotenzial. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung.

DCF-MODELL

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	3,50	14,05	31,56	45,77	66,36	96,23	139,53	202,32	
Umsatzwachstum	-57,8%	301,4%	124,7%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	2,0%
EBITDA	-4,58	-1,08	8,46	12,81	18,58	26,94	39,07	56,65	
EBITDA-Marge	-130,9%	-7,7%	26,8%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
EBITA	-4,63	-1,13	8,40	12,77	18,51	26,84	38,91	56,41	
EBITA-Marge	-132,3%	-8,1%	26,6%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
NOPLAT	-4,63	-1,13	8,40	12,13	16,66	21,47	29,18	39,49	
Working Capital (WC)	-0,30	1,20	3,00	4,58	6,64	9,62	13,95	20,23	
Anlagevermögen (OAV)	0,03	0,03	0,05	0,08	0,12	0,18	0,26	0,39	
Investiertes Kapital	-0,27	1,23	3,05	4,65	6,75	9,80	14,22	20,63	
Kapitalrendite	-869,7%	425,9%	680,5%	397,5%	357,9%	317,9%	297,8%	277,8%	195,3%
EBITDA	-4,58	-1,08	8,46	12,81	18,58	26,94	39,07	56,65	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,64	-1,85	-5,37	-9,73	-16,92	
Veränderung OAV	-0,05	-0,06	-0,08	-0,07	-0,11	-0,16	-0,25	-0,37	
Veränderung WC	0,80	-1,50	-1,80	-1,58	-2,06	-2,99	-4,33	-6,28	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-3,83	-2,64	6,58	10,53	14,56	18,43	24,77	33,08	300,07

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	2,14
Eigenkapitalkosten	15,29%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	8,00%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	**15,29%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	160,46	187,63
Barwert expliziter FCFs	49,60	59,82
Barwert Continuing Value	110,86	127,81
Nettoschulden	8,14	11,09
Wert des Eigenkapitals	152,33	176,54
Stille Reserven	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	152,33	176,54
Ausstehende Aktien in Mio.	70,44	70,44
Fairer Wert der Aktie in CAD	**2,16**	**2,51**
Fairer Wert der Aktie in EUR	**1,33**	**1,54**

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,3%	**12,3%**	**15,3%**	**18,3%**	**21,3%**
Kapitalrendite	**189,3%**	5,11	3,35	2,45	1,92	1,59
	192,3%	5,18	3,39	2,48	1,94	1,60
	195,3%	5,25	3,44	**2,51**	1,96	1,61
	198,3%	5,32	3,48	2,53	1,98	1,63
	201,3%	5,39	3,52	2,56	2,00	1,64

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

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

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

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

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

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

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

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

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

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

II. Öffentliche Verfügbarkeit

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

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

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

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

IV. Interessenkonflikte

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

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

V. 5%-Umsatzschwelle

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

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

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

VII. Externe Researchanalysten

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

VIII. Draft Review

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

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

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

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

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

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

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

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

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

I. Aktualisierung

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

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

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

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

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

KAUFEN

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

HALTEN

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

VERKAUFEN

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

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

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

III. Historische Empfehlungen

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

IV. Informationsbasis

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

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

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

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

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

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

VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VII. Compliance

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

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

VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.

Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst

§5. Urheberrechte

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

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

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

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

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