GBC AG
Investment Research

# DN Group AG[*5a,11]

***Operative Erfolge bei Portfoliogesellschaften erzielt; Anleihe mit Volumen von bis zu 125 Mio. € in der Emission, Rating: KAUFEN***

**Branche**: Finance (Investment company)
**Fokus**: Impact Investing
**Gründung**: 2012

**Mitarbeiter**: 9 (30.06.2026)
**Firmensitz**: Frankfurt am Main
**Vorstand**: Ole Nixdorff, Dr. Andreas Rickert

Die DN Group AG investiert in Impact-Unternehmen mit hohen Wachstumschancen in Zukunftsbranchen wie AI, Mobilität, zirkuläre Ökonomie, Ernährung, Gesundheit und Energie und begleitet diese bei Börsengängen. Dabei ist die DN Group AG einer der führenden Anbieter bei der Beratung von Börsengängen und Kapitalmarkttransaktionen und verbindet ESG-Unternehmen mit internationalen institutionellen Investoren. Die DN Group AG verfolgt somit eine nachhaltige und börsenrelevante Strategie und berät ihre Portfoliopartner bankenunabhängig zu allen Instrumenten des Kapitalmarktes.

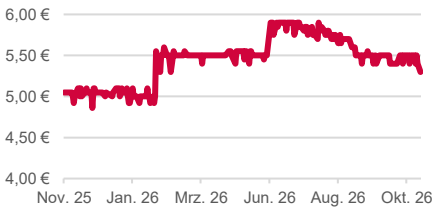
| in Mio. € | GJ 2023 | GJ 2024 | GJ 2025 | 1.HJ 2026 |
|---|---|---|---|---|
| Umsatz | 0,10 | 0,14 | 2,51 | 0,02 |
| Sonstige Erträge | 71,93 | 199,13 | 45,01 | 4,57 |
| Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge | 4,38 | 5,18 | 0,13 | 0,53 |
| Jahresüberschuss | 19,36 | 20,19 | 23,10 | 0,38 |
| Gewinn je Aktie | 0,44 | 0,46 | 0,42 | 0,01 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eigenkapital | 264,83 | 285,02 | 386,52 | 386,90 |
| Anteile an Unternehmen | 213,96 | 280,94 | 412,72 | 413,24 |
| Wertpapiere | 41,28 | 15,13 | 28,80 | 32,42 |
| Beteiligungen | 0,01 | 0,00 | 9,54 | 11,62 |

## Investment Case

- **Strategische Neuausrichtung auf Impact Investing**: mit dem seit 2025 etablierten Investment Framework verfügt die DN Group über einen strukturierten Auswahlprozess; mindestens 80 % des Investitionsvolumens sollen auf Unternehmen mit messbarem positivem Umwelt- oder Gesellschaftsbeitrag entfallen.
- **Algene erreicht wichtige Kommerzialisierungsmeilensteine**: der Start der Serienproduktion sowie die GMP-Zertifizierung verbessern die Voraussetzungen für eine kommerzielle Vermarktung
- **Operative Portfolioentwicklung wird zum zentralen Werttreiber**: Während das HGB-Ergebnis der DN Group die Entwicklung der nicht konsolidierten Beteiligungen nur eingeschränkt abbildet, befinden sich mehrere Portfoliounternehmen inzwischen in der Phase von Produktionsstart, Markteinführung und erster Kommerzialisierung.
- **Solide Substanzbasis bei gleichzeitig gestiegener Fremdfinanzierung**: Eigenkapital lag zum 30.06.2026 bei 386,90 Mio. €, Neue Anleihe eröffnet zusätzlichen Finanzierungsspielraum für den Portfolioausbau.
- **Kurspotenzial auf NAV-Basis**: Auf Basis unseres NAV-Ansatzes ergibt sich ein fairer Wert von 6,85 € je Aktie. Gegenüber dem in der Bewertung verwendeten Aktienkurs von 5,40 € entspricht dies einem Kurspotenzial von rund 27 %, womit wir das Rating KAUFEN bestätigen.

**Rating**: KAUFEN
**Kursziel**: 6,85 EUR (alt: 6,90 EUR)

### Aktie- und Stammdaten




| | |
|---|---|
| Schlusskurs vom 06.11.26 | 5,40 EUR |
| Börsenplatz | XETRA |
| ISIN | DE000A3DW408 |
| WKN | A3DW40 |
| Aktienzahl (in Mio.) | 55,58 |
| MCap (in Mio. EUR) | 300,16 |
| Transparenzlevel | Freiverkehr |
| Marktsegment | Börse Düsseldorf |
| GJ-Ende | 31.12. |
| Rechnungslegung | HGB |

### Aktionärsstruktur

| | |
|---|---|
| SP1 Equity GmbH | 87,25% |
| Free Float | 12,75% |

### Finanztermine

### Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

### Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.06.26: RS / 6,90 / KAUFEN
20.11.25: RS / 6,53 / KAUFEN
28.07.25: RS / 6,42 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 09.11.2026 (16:15 Uhr)
Erste Weitergabe: 10.11.2026 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 10

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 7.

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 „$1 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.

# BETEILIGUNGSPORTFOLIO

## Geschäftsmodell

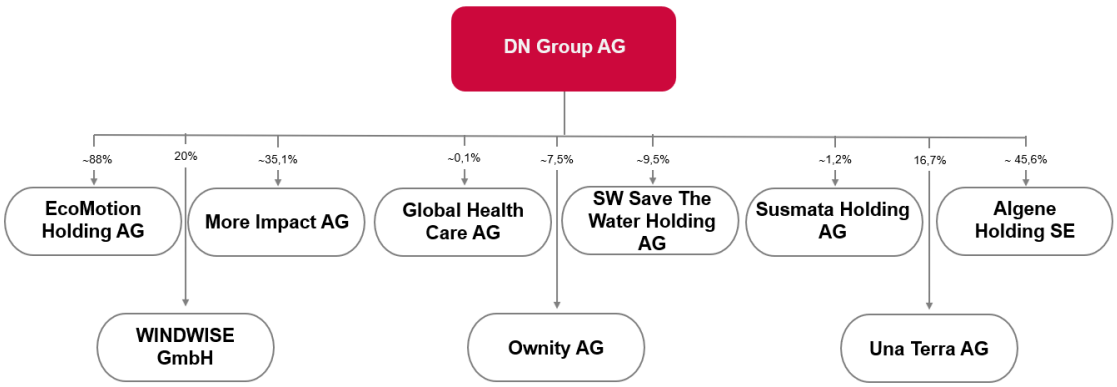
Die DN Group AG hat ihr Geschäftsmodell im Geschäftsjahr 2024 neu ausgerichtet. Der Fokus der Gesellschaft wird aktuell als „Impact Investing“ bezeichnet. Dabei sollen vornehmlich Beteiligungen an Unternehmen eingegangen werden, die in Zukunftsbranchen tätig sind, ein wirtschaftliches Wertsteigerungspotenzial aufweisen und einen positiven Beitrag für Umwelt oder Gesellschaft leisten. Als mögliche Zukunftsbranchen hat die DN Group AG die Bereiche KI, Mobilität, zirkuläre Ökonomie, Ernährung, Gesundheit und Energie ausgemacht. Im Rahmen des Geschäftsmodells sollen Unternehmen, die dem neu definierten Investitionsfokus entsprechen, an den Kapitalmarkt begleitet und durch Investitionen in ihrer weiteren Entwicklung unterstützt werden.

Die Auswahl und Begleitung der Beteiligungsunternehmen erfolgt auf Basis eines im Mai 2025 verabschiedeten Investment Frameworks. Danach sollen mindestens 80 % des Investitionsvolumens auf Unternehmen entfallen, deren Geschäftsmodell eine messbare positive Wirkung auf Umwelt und/oder Gesellschaft aufweist. Im Auswahlprozess werden potenzielle Beteiligungen zunächst anhand von Ausschlusskriterien und ihres Beitrags zu den UN-Nachhaltigkeitszielen (SDGs) überprüft. Anschließend erfolgt eine ESG-Impact-Due-Diligence, bei der positive und negative Auswirkungen anhand von 40 ESG-Prüfkriterien analysiert werden. Innerhalb des ersten Jahres nach einer Investition sollen zudem unternehmensspezifische Nachhaltigkeitsziele und entsprechende KPIs festgelegt werden, anhand derer die weitere Entwicklung überprüft werden kann.

## Beteiligungsportfolio

Das Beteiligungsportfolio der DN Group AG umfasst mehrere Investments, von denen die EcoMotion Holding AG, die More Impact AG und die Algene Holding SE für die Gesellschaft von wesentlicher Bedeutung sind. Diese Beteiligungen sowie weitere Minderheitsbeteiligungen repräsentieren den auf nachhaltige Geschäftsmodelle ausgerichteten Investitionsansatz der Gesellschaft.

**Vereinfachte Organisationsstruktur wesentlicher Beteiligungsverhältnisse**




*Quelle: DN Group AG; GBC AG*

## Aktuelle Portfolio-Highlights

### Algene Holding SE

Die DN Group AG ist Ende des Geschäftsjahres 2025 eine Beteiligung an der Algene Holding SE eingegangen. Der Kaufpreis belief sich auf 105 Mio. €. Bei dieser Transaktion fand jedoch kein Liquiditätsabfluss statt, da sie im Rahmen einer Aktientauschvereinbarung erfolgte. Zur Begleichung des Kaufpreises hat die DN Group AG 30 Millionen Aktien ihrer bisherigen Beteiligung, der More Impact AG, abgegeben. Dadurch reduzierte sich die Beteiligungsquote an der More Impact AG von zuvor 46,6 % auf nun 35,1 %. Die Algene Holding SE ist ein biotechnologisches Unternehmen, das sich auf die industrielle Produktion von Mikroalgen als nachhaltige Rohstoffbasis fokussiert. Das Geschäftsmodell basiert auf der kontrollierten Kultivierung phototropher Mikroalgen in geschlossenen Systemen. Aus diesen werden hochwertige Inhaltsstoffe wie Proteine, Fettsäuren, Vitamine und Farbstoffe gewonnen. Perspektivisch ist zudem die Herstellung pharmazeutischer Wirkstoffe vorgesehen. Zusätzlich zeigen vorläufige Ergebnisse einer gemeinsam mit der TU München durchgeführten Studie, dass der Einsatz von Algene-Spirulina als Futtermittelbestandteil einen positiven Einfluss auf das Wachstum von Zuchtgarnelen haben könnte. Bei Bestätigung der Ergebnisse würde sich für Algene ein zusätzlicher Anwendungsbereich im Aquakulturmarkt eröffnen, finale Studienergebnisse werden im November 2026 erwartet.

Algene Holding SE hat im Juli 2026 wichtige Fortschritte erzielt. Nach erfolgreichem Up-Scaling begann Algene mit der Serienproduktion hochreiner Mikroalgen und erntete 4.500 Liter. Kurz darauf wurde eine GMP-Zertifizierung erteilt. Damit erfüllen Produktionsprozesse, Hygienemaßnahmen und Anlagen die Anforderungen der Kosmetik- und Nahrungsmittelindustrie. Gleichzeitig wurde die Skalierbarkeit im industriellen Maßstab bestätigt. Gespräche mit namhaften Kunden aus der Kosmetikindustrie befinden sich bereits in einem fortgeschrittenen Stadium.

### SW Save The Water Holding AG

Im Mai 2025 hat die DN Group AG durch eine Barkapitalerhöhung 9,5 % der Anteile an der SW Save The Water Holding AG erworben. Das Kernprodukt der Gesellschaft ist „Soapeya“, eine Seife, die ohne Wasser auskommt, dennoch eine effektive Reinigung ermöglichen soll. Mit dieser Technologie soll eine Alternative zur herkömmlichen Handhygiene auf den Markt gebracht werden, die insbesondere in Situationen ohne Zugang zu sauberem Wasser zum Einsatz kommt. Im Fokus stehen Endverbraucher, Unternehmen, Gesundheitseinrichtungen und Organisationen. In den kommenden Monaten soll die Markteinführung von „Soapeya” in nationalen und internationalen Märkten erfolgen. Kürzlich hat „Soapeya“ vom Institut Dermatest ein positives Prüfungsurteil mit der Bestnote „exzellent” erhalten. Zudem wurde „Soapeya“ im Sommer 2026 bei einem humanitären Hilfseinsatz in Syrien eingesetzt. Insgesamt wwerden sechs Tonnen der wasserlos einsetzbaren Seife in den Regionen Idlib und Ar-Raqqa verteilt. Über einen Zeitraum von sechs Monaten soll sie zur Handhygiene von mehr als 13.000 Menschen beitragen. Der Einsatz stellt somit einen weiteren praktischen Anwendungsnachweis für Soapeya unter Bedingungen mit eingeschränktem Zugang zu sauberem Wasser dar.

### WINDWISE GmbH

Wie die DN Group AG Ende März 2026 bekannt gab, hat sie sich im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit 20 % an der WINDWISE beteiligt. WINDWISE entwickelt und vermarktet grundlastoptimierte Windenergieanlagen, die durch eine patentierte MaxCap-Technologie auch bei schwächeren Windverhältnissen hohe Volllaststunden erreichen sollen. Das Unternehmen fokussiert sich auf dezentrale Standorte mit begrenzter Netzkapazität und plant, bis 2030 mehr als 100 Anlagen zu bauen. Die DN Group AG begleitet WINDWISE zudem strategisch bei der geplanten Umwandlung in eine Aktiengesellschaft.

# OPERATIVE ENTWICKLUNG 1.HJ 2026

| GuV in Mio. € | 1.HJ 2024 | 1.HJ 2025 | 1.HJ 2026 |
|---|---|---|---|
| Umsatz | 0,13 | 0,01 | 0,02 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 4,70 | 13,21 | 4,57 |
| Bestandsveränderungen | 0,00 | 0,00 | 2,80 |
| Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge | 2,24 | 0,02 | 0,53 |
| **Gesamterträge** | **7,06** | **13,24** | **7,93** |
| Operative Kosten | -1,26 | -4,39 | -4,15 |
| Finanzaufwand | -0,33 | -5,25 | -3,34 |
| **Nachsteuerergebnis** | **5,55** | **3,49** | **0,38** |

*Quelle: DN Group AG; GBC AG*

Bei der DN Group AG stand die Entwicklung des ersten Halbjahres 2026 im Zeichen der operativen Weiterentwicklung der Beteiligungsgesellschaften. Neben den dargestellten Portfolio-Highlights hat die DN Group AG zudem die Finanzierung der Beteiligungsgesellschaften deutlich ausgebaut. So hat sie ihren direkten und indirekten Beteiligungsgesellschaften seit dem 31.12.2025 Darlehen im Gesamtvolumen von 6,73 Mio. € zur Verfügung gestellt. Der größte Einzelposten entfiel mit 3,00 Mio. € auf die Una Terra Venture Studio AG. Weitere Mittel gingen unter anderem an die Algene Holding SE (0,60 Mio. €), die Algene Deutschland GmbH (1,05 Mio. €), die IIC International Impact Consulting AG (0,80 Mio. €) sowie die EcoMotion Holding AG (0,34 Mio. €). Die Darlehen weisen Laufzeiten von sechs bis 24 Monaten sowie Zinssätze zwischen 3 % und 10 % p. a. auf. Der überwiegende Teil liegt dabei am oberen Ende der Zinsspanne.

Aufgrund deutlich niedrigerer Erträge aus Wertpapierveräußerungen sanken die Gesamterträge in den ersten sechs Monaten 2026 auf 7,93 Mio. € (VJ.: 13,24 Mio. €). Da die Erträge der DN Group AG die operative Entwicklung ihrer Beteiligungen, die nicht konsolidiert sind, in keiner Weise wiedergeben, ist diese Entwicklung nicht als kritisch zu sehen. Im ersten Halbjahr setzen sich die Gesamterträge vornehmlich aus sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von 4,57 Mio. € (VJ: 13,21 Mio. €) zusammen. Diese enthalten 3,61 Mio. € Verkaufserlöse von Anteilen an der Global Health Care AG sowie 0,95 Mio. € Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen. Zudem wurden noch nicht abgerechnete Beratungsleistungen in Höhe von 2,80 Mio. € erbracht, was zu einem entsprechenden Vorratsanstieg geführt hat.

Demgegenüber steht eine solide Entwicklung der operativen Kosten. Aufgrund des deutlichen Anstiegs der Anleiheverbindlichkeiten erhöhten sich die Zinsaufwendungen wie erwartet auf 3,34 Mio. € (VJ.: 2,11 Mio. €). In der Vorjahresperiode wurden jedoch auch Abschreibungen auf gehaltene Wertpapiere vorgenommen, sodass sich der Finanzaufwand gegenüber dem Vorjahr auf 3,33 Mio. € (VJ.: 5,25 Mio. €) verbesserte. Unter dem Strich weist die DN Group AG aufgrund niedrigerer Verkaufserlöse ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,38 Mio. € (VJ.: 3,49 Mio. €) aus.

Das Bilanzbild der DN Group AG hat sich in den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 wenig verändert. Das Eigenkapital legte entsprechend dem Nachsteuerergebnis leicht auf 386,90 Mio. € (31.12.25: 386,52 Mio. €) zu. Auf der Aktivseite erhöhten sich die Finanzanlagen leicht auf 457,28 Mio. € (31.12.25: 451,06 Mio. €). Gleichzeitig stiegen die Forderungen gegenüber den Portfoliounternehmen um 8,10 Mio. € an. Die Kreditvergabe an die Beteiligungsgesellschaften wurde über einen weiteren Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten (hauptsächlich Anleiheverbindlichkeiten) auf 88,94 Mio. € (31.12.25: 70,01 Mio. €) finanziert.

## Emission einer neuen Anleihe (Anleihe 2026/2033)

**Unternehmensanleihe 2026/2033**

| | Tranche A | Tranche B |
|---|---|---|
| ISIN/WKN | DE000A46ZYM0 / A46ZYM | DE000A46ZYN8 / A46ZYN |
| Max. Volumen | 60 Mio. € | 110 Mio. € |
| Nennbetrag | 1.000 € | 1.000 € |
| Kupon | 10,0 % p.a. | 10,0 % p.a. |
| Zinszahlung | quartalsweise | quartalsweise |
| Laufzeit | 08.07.2026 – 15.12.2033 | 08.07.2026 – 15.12.2033 |
| Ausgestaltung | klassische Inhaberschuldverschreibung | elektronisches Wertpapier nach eWpG / tokenisiert |
| Börsenhandel | Freiverkehr (Quotation Board) Frankfurt | keine Einbeziehung in den Börsenhandel vorgesehen |

*Quelle: DN Group AG; GBC AG*

Mit der aktuellen Anleiheemission begibt die DN Group AG bereits zum dritten Mal eine Unternehmensanleihe. Das öffentliche Angebot umfasst insgesamt bis zu 125,00 Mio. €. Dabei sind für Tranche A bis zu 60,00 Mio. € und für Tranche B bis zu 110,00 Mio. € vorgesehen, wobei das aggregierte Emissionsvolumen beider Tranchen zusammen auf 125,00 Mio. € begrenzt bleibt. Damit setzt die DN Group AG ihre Finanzierung über den Fremdkapitalmarkt fort. Zuvor hatte die Gesellschaft bereits die 10 %-Unternehmensanleihe 2024/2029 sowie die 10 %-Unternehmensanleihe 2025/2030 begeben.

Die neue Anleihe wird mit 10,0 % p. a. verzinst, hat eine Laufzeit bis zum 15.12.2033 und kann von der Gesellschaft einmalig um ein Jahr bis zum 15.12.2034 verlängert werden. Die Zinszahlungen erfolgen quartalsweise. Darüber hinaus kann die DN Group AG die in den letzten beiden Jahren vor Endfälligkeit fälligen Zinsen bis zur Rückzahlung stunden; in diesem Zeitraum erhöht sich der Zinssatz auf 11,0 % p. a. Während die Tranche A konventionell ausgestaltet ist und für den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse vorgesehen ist, wird die Tranche B als elektronisches Wertpapier nach dem eWpG über ein Kryptowertpapierregister abgebildet. Die technische Zuordnung erfolgt dabei über Token bzw. entsprechende Wallet-Strukturen.

Bei vollständiger Platzierung und ausschließlicher Barzeichnung würden sich nach den im Prospekt kalkulierten Emissionskosten von rund 13,18 Mio. € ein Nettoemissionserlös von rund 111,82 Mio. € ergeben. Davon sollen 85 % in bestehende und/oder neue Beteiligungsunternehmen und 15 % in das Working Capital der DN Group AG fließen. Die Finanzierung der Beteiligungen kann dabei über Kapitalerhöhungen, Anleihen oder in Einzelfällen über Gesellschafterdarlehen erfolgen. Voraussetzung für die Mittelverwendung aus dem Emissionserlös ist eine grundsätzlich positive Wirkung der jeweiligen Beteiligung auf Umwelt und/oder Gesellschaft gemäß dem eigenen Investment-Framework.

Zusätzlich beinhaltet die Emission ein Umtauschangebot für Inhaber der Unternehmensanleihe 2025/2030: Sie konnten ihre bisherigen Schuldverschreibungen während der Umtauschfrist vom 08.07 bis 31.08.2026 im Verhältnis 1:1 in Schuldverschreibungen der Tranche B tauschen. In diesem Fall fließt der DN Group AG kein zusätzlicher Zahlungsmittelzufluss zu, da eine bestehende Verbindlichkeit lediglich durch die neue Anleihe ersetzt wird. Die neue Finanzierung dient somit sowohl der Finanzierung des weiteren Portfolioaufbaus als auch der teilweisen Verlängerung bzw. Neuordnung bestehender Fremdkapitalfinanzierungen.

# BEWERTUNG

Zur Bewertung der DN Group AG verwenden wir den NAV-Ansatz. Der Net Asset Value (NAV) bzw. Substanzwert stellt das wirtschaftliche Eigenkapital dar, das sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals ergibt. Auch wenn die Vermögenswerte der DN Group AG, speziell die Anteile an verbundenen Unternehmen, nach der HGB-Bilanzierung nicht dem Marktwertprinzip unterliegen, entsprechen die in der Bilanz erfassten Werte dem fairen Wert zum Zeitpunkt der Transaktion. Wir sehen daher trotz HGB-Bilanzierung den Marktwertansatz gewahrt.

Die Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen stellen zum 30.06.2026 mit 413,24 Mio. € (31.12.2025: 412,72 Mio. €) dabei den mit Abstand größten Aktivposten der Gesellschaft dar. Dieser Wert entfällt derzeit ausschließlich auf die More Impact AG, die EcoMotion Holding AG und die zum Geschäftsjahresende 2025 erworbene Algene Holding SE. Zuzüglich der Wertpapiere des Anlagevermögens in Höhe von 32,42 Mio. €, der Beteiligungen in Höhe von 11,62 Mio. €, der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände in Höhe von 16,41 Mio. € (31.12.25: 5,20 Mio. €) sowie der liquiden Mittel in Höhe von 1,32 Mio. € beläuft sich das Gesamtvermögen der DN Group AG auf 475,01 Mio. € (31.12.2025: 459,31 Mio. €). Der Anstieg des Gesamtvermögens ist dabei maßgeblich auf die Steigerung der Forderungen gegenüber den Portfoliounternehmen um 8,10 Mio. € zurückführen.

| **NAV-Bewertung** | |
|---|---|
| Anteile an verbundenen Unternehmen (inkl. Beteiligungen) | 424,86 Mio. € |
| Wertpapiere des Anlagevermögens | 32,42 Mio. € |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände | 16,41 Mio. € |
| Liquide Mittel | 1,32 Mio. € |
| **Gesamtvermögen** | **475,01 Mio. €** |
| | |
| ./. Sonstige Verbindlichkeiten | 88,94 Mio. € |
| ./. Bankverbindlichkeiten | 1,10 Mio. € |
| ./. Barwert Overheadkosten | 4,47 Mio. € |
| **Gesamtverbindlichkeiten** | **94,51 Mio. €** |
| | |
| **Gesamt-NAV** | **380,50 Mio. €** |
| **NAV je Aktie** | **6,85 €** |

*Quelle: DN Group AG; GBC AG*

Bei der NAV-Ermittlung werden die zinstragenden Verbindlichkeiten abgezogen, die hauptsächlich auf die ausstehenden Unternehmensanleihen entfallen. Diese sind in den sonstigen Verbindlichkeiten in Höhe von 88,94 Mio. € enthalten und sind gegenüber dem Wert zum Geschäftsjahrende 2025 in Höhe von 70,01 Mio. € spürbar angestiegen. Nach Abzug der Bankverbindlichkeiten sowie der von uns abdiskontierten Overheadkosten beläuft sich der von uns ermittelte Gesamt-NAV auf 380,50 Mio. € (bisher: 383,63 Mio. €). Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 11.06.2026) hat sich der Gesamt-NAV aufgrund der höheren Finanzverschuldung leicht reduziert. Je Aktie entspricht dies 6,85 € (bisher: 6,90 €). Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs von 5,40 € vergeben wir das Rating „KAUFEN".

# 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.

Zudem umfasst die vertragliche Beziehung das Recht zur Präsentation auf einer von GBC veranstalteten IIF International Investment Forum oder einer vergleichbaren Konferenz.

**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 vom 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 Abschnitt VI 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 Researchstudie 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 Researchstudie 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 Researchstudie 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 Researchstudie 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 Researchstudie 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:**
Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

**Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:**
Manuel Hölzle, Dipl.-Kaufmann, 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**