

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 6,50 Euro

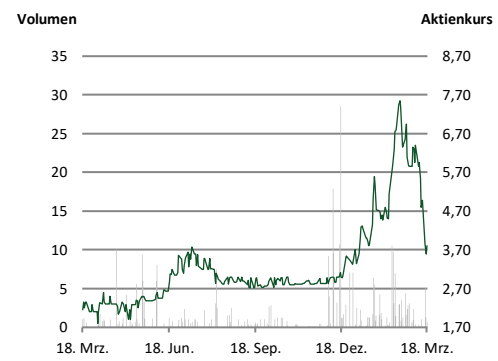
Kurspotenzial: +71 Prozent

Aktien­daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	3,80 Euro (Frankfurt)
Aktienanzahl (in Mio.)	7,84
Marktkap. (in Mio. Euro)	29,8
Enterprise Value (in Mio. Euro)	30,5
Ticker	CY1K
ISIN	DE000A2AAE22

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	8,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,80
3 M relativ zum CDAX	+62,0%
6 M relativ zum CDAX	+70,1%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Elber GmbH	63,2%
Baader Beteiligungs GmbH	6,6%
Management	5,8%
Streubesitz	24,5%

Termine

GB 2019	März 2020
HV	26. Mai 2020

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	20,8	24,6	28,3
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	3,9	4,7	5,5
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,44	0,53	0,62
Δ in %	-	-	-

Analyst

Pierre Gröning
+49 40 41111 37 83
p.groening@montega.de

Publikation

Comment 19. März 2020

Operatives Geschäft läuft weiterhin planmäßig – Bisher keine spürbaren Beeinträchtigungen durch Coronavirus ersichtlich

Ungeachtet des aktuellen makroökonomischen Umfelds hat sich der Vorstand von SBF in unserem jüngst erfolgten Gespräch vorsichtig optimistisch zum kurzfristigen Ausblick auf das operative Geschäft geäußert. Es ist demnach momentan davon auszugehen, dass SBF ohne spürbare Beeinträchtigungen durch die „Coronakrise“ kommt.

Lieferketten und Auftragsseite weiterhin voll intakt: Gemäß Vorstand sind die ohnehin größtenteils inländischen (MONE: > 95%) Lieferketten für benötigte Materialien nach eingehender Rücksprache mit zentralen Lieferanten auch im derzeitigen Umfeld ohne erhöhte Kosten gewährleistet. Materialbedingte Verzögerungen oder gar Unterbrechungen von SBFs Produktionsprozessen erscheinen daher nach aktuellem Stand unwahrscheinlich. Dennoch dürfte sich das Management den sehr langen Vorlauf der bereits eingegangenen Aufträge und die damit einhergehende hohe Visibilität im Beschaffungsprozess kurzfristig zunutze machen und die für den restlichen Jahresverlauf sicher benötigten Materialien zur Absicherung frühzeitig beziehen. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Materialkosten in diesem Geschäftsjahr (MONE: 9,4 Mio. Euro) zwischen den beiden Halbjahren ungleich verteilen. Auf Jahressicht sollten hieraus jedoch keine negativen Auswirkungen entstehen.

Auch bei Auftragseingang und -bestand (34,6 Mio. Euro per Ende Januar) sind bisher keine Einbußen zu verzeichnen. Hier macht sich für SBF das weitgehend konjunkturunabhängige Branchenumfeld mit zahlreichen Kunden bzw. Endabnehmern der öffentlichen Hand bezahlt, die die dringend erforderlichen Infrastruktur- und Kapazitätsprojekte im für die Bevölkerung unverzichtbaren Schienenverkehr ungeachtet der temporären Krisensituation umsetzen. Solange bei den Schienenfahrzeugherstellern (v.a. Siemens, Bombardier, Alstom, Stadler) infolge des Coronavirus keine substantiellen Produktionsverzögerungen auftreten, rechnet der Vorstand daher unverändert mit einem zweistelligen Umsatzwachstum von rund 20% auf ein Niveau von 20 bis 21 Mio. Euro (MONE: 20,8 Mio. Euro) im laufenden Jahr.

Bilanziell für theoretisches Krisenszenario gut gerüstet: Selbst bei tatsächlichem Eintreten einer operativen Krisensituation ist SBF u.E. bilanziell stark aufgestellt. So konnte die Eigenkapitalquote infolge der profitabel überstandenen Restrukturierung in den vergangenen drei Jahren um mehr als 20%-Punkte auf 76,3% (per Ende H1 2019) gesteigert werden. Zusätzlich sind nach konsequenter Rückführung bestehender Kontokorrentlinien sowie der Tilgung früherer Investitionsdarlehen fast alle kurzfristigen Bankverbindlichkeiten beglichen, sodass derzeit allein schon freie Kontokorrentlinien i.H.v. rund 5 Mio. Euro zur Verfügung stehen.

Fazit: Dank des robusten Geschäftsmodells in einem weitgehend konjunkturunabhängigen Absatzmarkt dürfte SBF nachzeitigem Stand vergleichsweise unbeschadet aus der makroökonomischen „Coronakrise“ hervorgehen. Nach dem starken Kursrückgang infolge der übergreifenden Marktverwerfungen erachten wir die Aktie bei einem KGV 2020e von 8,6x wieder als äußerst attraktiv und bestätigen daher Rating und Kursziel.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	14,7	17,2	20,8	24,6	28,3
Veränderung yoy	-24,7%	17,0%	21,2%	18,0%	15,0%
EBITDA	2,2	4,0	4,9	5,9	6,8
EBIT	1,6	3,2	3,9	4,7	5,5
Jahresüberschuss	1,4	2,8	3,4	4,1	4,8
Rohertagsmarge	50,1%	56,5%	55,0%	53,5%	52,5%
EBITDA-Marge	15,0%	23,4%	23,7%	24,0%	24,2%
EBIT-Marge	10,7%	18,8%	18,8%	19,2%	19,5%
Net Debt	0,7	0,2	-0,7	-4,8	-8,9
Net Debt/EBITDA	0,3	0,1	-0,1	-0,8	-1,3
ROCE	8,7%	24,2%	25,0%	28,0%	32,2%
EPS	0,18	0,36	0,44	0,53	0,62
FCF je Aktie	0,16	0,07	0,13	0,54	0,54
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,1	1,8	1,5	1,2	1,1
EV/EBITDA	13,8	7,6	6,2	5,2	4,5
EV/EBIT	19,3	9,4	7,8	6,5	5,5
KGV	21,1	10,6	8,6	7,2	6,1
KBV	2,6	2,1	1,7	1,4	1,1

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ. Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,80

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

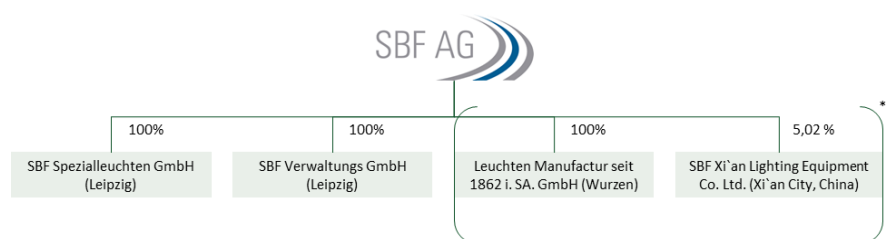
Die SBF AG ist eine Holdinggesellschaft, deren Beteiligungen im Mobilitätssektor aktiv sind. Die operative Geschäftstätigkeit ist in der Kernbeteiligung SBF Spezialleuchten GmbH gebündelt, die als Anbieter von Decken- und Beleuchtungssystemen für Schienenfahrzeuge agiert. Das Unternehmen hat sich dabei auf LED-Systeme für den Außen- und Innenbereich von Zügen jeglicher Bauart im Nah- und Fernverkehr spezialisiert und ist dank jahrelanger Branchenerfahrung als europäischer Marktführer in dieser Nische fest etabliert. SBF bietet seinen Kunden, hauptsächlich führende Zughersteller in Europa, innovative und kundenspezifische Komplettlösungen aus einer Hand und deckt dabei die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung über die Konstruktion von Komponenten bis hin zur Fertigung von komplexen Systemen ab.

In den letzten Jahren durchlief der Konzern eine umfassende Restrukturierung und strategische Neuausrichtung. Die Transformation von einem reinen Leuchtenhersteller zu einem Systemanbieter für Deckenkonstruktionen mit einer konsequenten Optimierung der Produktionsprozesse und Kostenstrukturen brachte das Unternehmen zurück auf den Wachstumspfad. Die damit wiedererlangte gute Positionierung innerhalb der Wertschöpfungskette der Schienenfahrzeughersteller ist nicht zuletzt auf die hohe Innovationsfähigkeit und Technologiekompetenz des Unternehmens zurückzuführen. In einem wachstumsstarken Marktumfeld festigen mittlerweile enge Partnerschaften mit den europaweit führenden Zugherstellern die nachhaltige Entwicklung von SBF, die in den kommenden Jahren neben dem avisierten weiteren Ausbau des Leistungsangebots auch durch die Erhöhung der Wertschöpfungstiefe gekennzeichnet sein dürfte. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 konnte die Gesellschaft mit durchschnittlich 89 Mitarbeitern einen Konzernumsatz von 14,7 Mio. Euro sowie ein EBIT von 1,6 Mio. Euro erzielen.

- 1862** Gründung der Sächsischen Bronzewarefabrik K.A. Seyffert als formeller Ursprung der heutigen Gesellschaft
- 1968** Beginn der Produktion von Beleuchtungskomponenten für Schienenfahrzeuge
- 1990** Reprivatisierung und Gründung der SBF Spezialleuchten Wurzen GmbH
- 2002** Ausgründung der Leuchten Manufactur Wurzen GmbH für dekorative Leuchten
- 2007** Weltweit erste Produktion LED-basierter Beleuchtung für Schienenfahrzeuge
- 2008** Weltweit erste Produktion von Deckenelementen mit LED-Beleuchtung
- 2010** Weltweit erste Produktion von LED-Beleuchtung für Hochgeschwindigkeitszüge
- 2010** Listing an der Bayerischen Börse München im Segment „m:access“
- 2012** Fertigstellung der neuen Produktionsstätte am Standort Leipzig
- 2012** Großauftrag von Siemens für Decken- und Beleuchtungssysteme von 1.200 Waggons als eines der größten Projekte der bisherigen Firmengeschichte
- 2013** Erweiterung der Produktions- und Lagerfläche durch Inbetriebnahme des zweiten Werks
- 2014** Insolvenzantrag der Leuchten Manufactur seit 1862 i. SA. GmbH
- 2015** Kapitalerhöhung zur weiteren Wachstumsfinanzierung mit einem Bruttoemissionserlös von 1,4 Mio. Euro
- 2016** Kapitalherabsetzung im Verhältnis 10:1 und anschließende -erhöhung mit einem Bruttoemissionserlös von 5,6 Mio. Euro im Zuge der eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen
- 2016** Umfirmierung der Corona Equity Partner AG in SBF AG und Beginn der strategischen Neuausrichtung
- 2019** Signifikante Ausweitung der Produktionsanlagen zur Wachstumsbeschleunigung

In der aktuellen Konzernstruktur der SBF AG nimmt insbesondere die für das operative Geschäft allein zuständige Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH eine zentrale Rolle ein. Die Leuchten Manufactur seit 1862 i. SA. GmbH und die SBF Xi'an Lighting Equipment Co. Ltd. werden nicht in die Kapitalkonsolidierung im Konzernabschluss einbezogen. Während über das Vermögen der erstgenannten Gesellschaft durch Beschluss des Amtsgerichts Leipzig im Oktober 2014 ein Insolvenzverfahren eröffnet und der Beteiligungsbuchwert daher auf einen Erinnerungswert von 1,00 Euro abgeschrieben wurde, dient die Minderheitsbeteiligung an dem chinesischen Joint Venture vornehmlich dem Zugang zu dortigen Ressourcen und Marktchancen.

Organisationsstruktur von SBF



Quelle: Unternehmen, Montega; * für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns von untergeordneter Bedeutung

Leistungsangebot

Das Leistungsportfolio von SBF umfasst jegliche Arten von Beleuchtungskomponenten auf LED-Basis für den Innen- und Außenbereich eines Zuges und wird durch das Angebot komplexer Deckensysteme und Belüftungskomponenten ergänzt. So kann das Unternehmen neben den reinen Einzelprodukten weitere Komponenten wie Kühlmechanismen, Lautsprecher oder eine intelligente Leuchtmittelsteuerung zu einem komplexen Deckensystem vereinen. Das gesamte Leistungsspektrum reicht dabei von der Planung über die Konstruktion und Elektronikentwicklung bis hin zur finalen Fertigung. Die gefertigten Systemlösungen werden anschließend in Straßenbahnen, U-Bahnen und Regionalzügen ebenso wie in Hochgeschwindigkeitszügen wie etwa in modernen Fernverkehrszügen der Deutschen Bahn eingebaut. Dank des hohen Eigenproduktionsanteils des Unternehmens können Aufträge flexibel und nach individuellen Kundenforderungen konfiguriert und sowohl in Kleinstserie als auch in hoher Stückzahl produziert werden.

Die operative Geschäftstätigkeit gliedert sich in drei wesentliche Produktgruppen, die entweder modular oder als integriertes System verarbeitet werden können. Die hohe Wertschöpfungstiefe in Kombination mit einer ausgeprägten Kompetenz im Bereich der Entwicklung führen zu innovativen Lichtkonzepten, mit denen das Unternehmen bereits mehrmals First-Mover-Vorteile auf den adressierten Märkten nutzen konnte. Ergänzend dazu sichert die Innovationsstärke eine feste Positionierung als Tier-1-Lieferant und resultiert mitunter in fortlaufenden Entwicklungspartnerschaften mit einigen Zulieferern.

Leistungsangebot von SBF



Quelle: Unternehmen, Montega

Innen- und Außenbeleuchtung: Der Bereich der Innen- und Außenbeleuchtung ist aus der historischen Ausrichtung des Unternehmens als reiner Beleuchtungsanbieter gewachsen und bildet bis heute die Kernkompetenz der Geschäftstätigkeit. Die Beleuchtungssysteme basieren auf dem Einsatz moderner LED-Technologien, die nicht nur eine dynamische Beleuchtungssteuerung, sondern auch eine energieeffiziente Benutzung ermöglichen.

Bei der Außenbeleuchtung reicht das Produktsortiment von Halogen-LED-Kombileuchten über Voll-LED-Spitzenlichter bis hin zur LED-Frontleuchte im Baukastensystem, sodass frei gestaltbare Frontleuchten für eine Vielzahl verschiedener Bahnmodelle hergestellt werden können. Die dadurch gegebene Möglichkeit einer aerodynamischen Gestaltung der Frontpartie vieler Züge ermöglichte SBF als weltweit einziger Hersteller von LED-basierter Beleuchtung für Schienenfahrzeuge einen First-Mover-Vorteil innerhalb der Branche, als Resultat dessen eine branchenweite Abkehr von der Herstellung runder Frontleuchten für Schienenfahrzeuge erfolgte.

Die Beleuchtungssysteme im Innenbereich umfassen sowohl direkte als auch indirekte LED-Lichtquellen innerhalb eines Waggons. Diese eigens entwickelten, innovativen Produkte reichen von einer Allgemeinausleuchtung des Fahrgastraums über Leseleuchten und Deckenspots bis hin zu Signal- und Notbeleuchtungen und ermöglichen eine gleichmäßige Ausleuchtung der Fahrzeugdecke über die gesamte Wagenbreite hinweg. Typische Anwendungsbereiche sind demnach weiße oder farbige Spots zur Sitzplatzbeleuchtung und Fahrgastraumakzentuierung oder zur Beleuchtung der Gepäckablagen. Eine neuartige Anwendung ist dabei der dynamische Beleuchtungsansatz im Fahrgastraum, bei dem sich die Lichtintensität und -farbe an den Tagesverlauf und die Fahrtumgebung anpassen. Die Steuerung erfolgt auf Basis einer vorprogrammierten Software oder über Lichtsensoren, die die aktuelle Außenhelligkeit und Lichtfarbe messen, sodass eine automatische Anpassung an Tageslicht, Wetter, Jahreszeit oder Temperatur erfolgen kann. Dieser Lösungsansatz stellte für SBF erneut eine Innovation mit First-Mover-Charakter dar.

Luftführungssysteme: Im komplementären Segment der Belüftungssysteme konstruiert SBF Klimakanäle für eine effiziente Warm- und Kaltluftzufuhr innerhalb eines Zugwaggons. Diese werden entweder als geschlossene Systeme oder integriert in das Deckensystem geliefert. Dank der Anbindung an den Wagenkasten sind die Luftkanäle thermisch getrennt und strömungsoptimiert. Dadurch kann ein entscheidender Vorteil in Form von geringerem Materialeinsatz und einer damit verbundenen Gewichtsreduzierung der Gesamtlösung erzielt werden.

Deckensysteme: Das aus der Transformation zum Lösungsanbieter entstandene Segment der Deckensysteme ist mittlerweile der größte und bedeutendste Produktbereich des Unternehmens und trug im abgelaufenen Geschäftsjahr mehr als 90% zum Gesamtumsatz bei. Die hohe Flexibilität mit individuellen Fertigungslösungen eröffnet eine Vielzahl von Anwendungsmöglichkeiten sowie Designs der Deckensysteme, die daher auch künftig einen maßgeblichen Beitrag zum Umsatz leisten sollten.

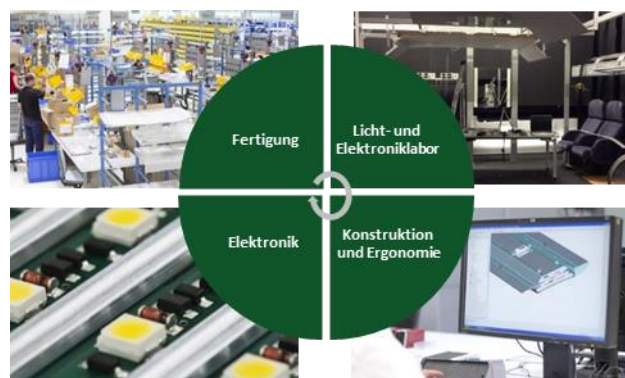
Dank des modularen Fertigungsansatzes produziert SBF komplexe Subsysteme für die Mitteldecke oder die Seitenabdeckung innerhalb eines Personenabteils aus modernen Leichtbaumaterialien und fortschrittlicher Lichttechnik. Die Systeme lassen sich dabei in Form, Farbe und Abmessung an kundenseitige Anforderungen anpassen und umfassen neben Kunststoff- und Aluminium- auch Verbunddeckensysteme. Durch die Kombination von Lüftungssystemen und Beleuchtungskomponenten können Deckensysteme als vorgefertigtes Modul in zahlreiche Zugwaggons sowohl in der Neufertigung als auch im Retrofit älterer Zugmodelle eingebaut werden. Die flexible Fertigung eröffnet neben einer optimalen Belüftung des Zugwaggons darüber hinaus den Einbau einer Vielzahl weiterer Komponenten wie Kameras, Lautsprecher sowie Lichtmaterialien wie Spots oder Leuchtbänder, die aufgrund der hohen Variabilität der LED-Leuchten an nahezu alle Konturen und Verläufe angepasst werden können.

Insgesamt kann SBF durch das vorhandene Produktportfolio somit ein breites Leistungsspektrum für internationale Zughersteller sowohl im Rahmen einer Neubestellung als auch im Zuge eines Retrofits anbieten. Insbesondere die modulare Fertigung der einzelnen Komponenten ermöglicht eine individuelle Herstellung und Erweiterung der Basiskomponenten nach spezifischen Kundenwünschen und finalem Einsatzzweck. Da sich die hergestellten Produkte alle im sichtbaren Bereich der Fahrgäste befinden, stellen sie trotz des vergleichsweise geringen Produktanteils von 1% bis 3% am gesamten Zug einen elementaren Faktor für die wahrgenommene Qualität der Züge und Zugfahrten dar.

Wertschöpfungskompetenz

SBF kann sich insbesondere durch die branchenweit bekannte Qualitäts- und Technologieführerschaft für Decken- und Beleuchtungssysteme in Kombination mit einer ausgeprägten Innovationskraft eine feste Positionierung innerhalb der Wertschöpfungskette sichern und eine jahrzehntelange Auftragshistorie mit führenden Schienenfahrzeugherstellern in Europa aufweisen. Durch die enge Zusammenarbeit mit dem Kunden im Rahmen des Entwicklungsprozesses wird SBF in den gesamten Wertschöpfungsprozess eingebunden und leistet einen hohen Eigenanteil innerhalb der Produktion, der sich in vier wesentliche Stufen gliedern lässt:

Wertschöpfungskompetenz der SBF AG



Quelle: Unternehmen, Montega



Stufe 1: Licht- und Elektroniklabor

Nach Auftragsvergabe an SBF wird zunächst im Licht- und Elektroniklabor mithilfe von computergesteuerten Simulationsverfahren getestet, welches Lichtszenario am besten zur Geometrie und zur Sitzlandschaft des jeweiligen Zugmodells passt. Während ein Einbau von LED-Leuchtbändern vor allem in Nahverkehrszügen wie U-Bahnen oder S-Bahnen erfolgt, wird bei Fernverkehrszügen auf höhere Individualität und Komfort der Beleuchtung geachtet, sodass kundenseitig oftmals ein Einsatz von intelligenten LED-Spots bevorzugt wird.

Anhand der Auswertung verschiedener Szenarioanalysen wird ein effektives und energieeffizientes Beleuchtungskonzept ausgewählt, das beispielsweise auch die Reflektion mit anderen Oberflächen des Wageninnenraums berücksichtigt. Die umfassende virtuelle Lichtplanung auf Basis lichtphysiologischer Untersuchungsmethoden dient als Grundlage für die Design- und Entwicklungsingenieure im Rahmen der Konstruktion.



Stufe 2: Konstruktion und Ergonomie

Auf Basis der Ergebnisse des Lichtlabors werden in der Konstruktionsphase mittels prozessübergreifender Konstruktions- und Datenmanagement-Softwarelösung einzelne Leuchtsysteme entwickelt. In dieser virtuellen Umgebung (3D-System/CAD) entstehen einzelne Leucht Komponenten sowie Komplettlösungen, die unter ergonomischen Aspekten verbessert und detailliert vorgeplant werden. Während auf der ersten Stufe lediglich das optimale Leuchtmittel identifiziert wurde, wird dieses im zweiten Schritt virtuell in die restliche Raumumgebung und das Deckensystem eingegliedert. Weiterhin werden hier auch bereits die zusätzlichen Einzelkomponenten wie Kühlungselemente oder Lautsprecher in der Gesamtkonstruktion berücksichtigt, die später Teil der Gesamtlösung im Innenraum werden sollen. Die hier entstehenden virtuellen Systemkomplexe bieten detailgenaue Vorgaben, die anschließend in einem konkreten Produktentwurf umgesetzt werden.



Stufe 3: Elektronik

Bei diesem Schritt der Wertschöpfung, bei dem die Produktentwürfe als Funktionsmodelle in Muster umgesetzt werden, wird die Differenzierung von SBF gegenüber dem Wettbewerb auch auf praktischer Ebene deutlich. Unter Berücksichtigung individueller Kundenwünsche entwickelt das Unternehmen hochwertige Prototypen als Vorstufe für die Serienfertigung, die aufgrund ihrer technischen Eigenschaften Alleinstellungsmerkmale aufweisen. Die Entwicklungsingenieursquote von rund 30% sichert SBF einen Know-how- und Technologievorsprung. Zusätzlich bieten Partnerschaften mit den Forschungsinstituten der TU Dresden und der Fraunhofer Gesellschaft eine hochwertige Weiterbildung der Mitarbeiter. Zu den neuesten Entwicklungen von SBF gehört etwa die weltweit erste variable, an den Tagesrhythmus angepasste Leuchtensteuerung, mit der eine optimale Beleuchtung des Innenraums während der gesamten Fahrt- bzw. Tageszeit ermöglicht wird.



Stufe 4: Fertigung

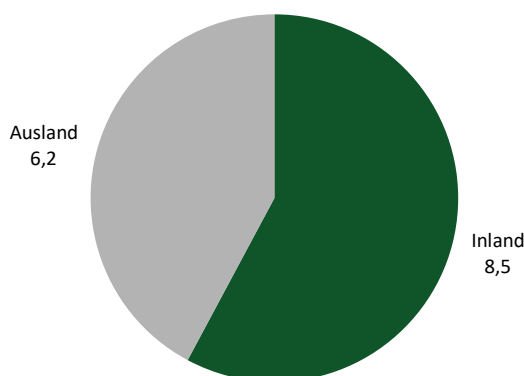
In der modernen Fabrik werden die Leiterplatten, Schaltungstopografien sowie die restlichen Elemente zu einem finalen Beleuchtungssystem oder einer Deckenkonstruktion vereint. Ein effizientes Kanban-System im Rahmen der Produktionsprozesssteuerung und ein intensives Qualitätsmanagement sichern eine konstant hohe Fertigungsqualität unabhängig davon, ob Kleinstmengen oder Großserien produziert werden. Die hohe Fertigungstiefe von SBF ermöglicht eine ausgeprägte Individualisierung der Komponenten.

Nachdem SBF in der jüngeren Vergangenheit umfangreiche Investitionen in neue Maschinen und Produktionsanlagen getätigt hat, soll in den nächsten Jahren die Wertschöpfungstiefe zur Gewinnung zusätzlicher Marktanteile weiter ausgebaut werden. Erste Schritte zur Erweiterung der Wertschöpfung und zur Erschließung neuer Produktgruppen wurden bereits zu Beginn des Geschäftsjahres 2019 vollzogen. So wurden im Rahmen einer Investitionsoffensive rund 2 Mio. Euro in neue Produktionsanlagen investiert. Eine Kapazitätserweiterung der Laseranlage zum Schneiden von Blechen und Rohren sowie zum Laserschweißen ermöglicht zukünftig beispielsweise die Herstellung von Haltestangen, die das Angebotsportfolio von SBF im Bereich Interieur sinnvoll ergänzen. Die präzise, flexible und kundenspezifische Fertigung stärkt insgesamt die bereits bestehende Positionierung als bevorzugter Tier-1-Zulieferer innerhalb der Wertschöpfungskette für verschiedene Produkte im Innenausbau von Schienenfahrzeugen.

Wesentliche Absatzregionen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 erwirtschaftete SBF rund 42% des Umsatzes in Deutschland. Die restlichen 58% wurden in anderen europäischen Ländern mit einem regionalen Schwerpunkt in der Schweiz, Österreich und Polen generiert.

Umsätze nach Regionen (2018)
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Die Attraktivität des europäischen Marktes begründet sich durch den offenen Marktzugang und die hohe Dichte an Verkehrsbetrieben sowie führenden Schienenfahrzeugherstellern, sodass auch künftig eine stetig steigende Nachfrage in dieser Region erwartet werden kann. Gestützt wird die positive Marktentwicklung durch die regionale Produktionsdichte der Zughersteller, von der SBF dank seines Hauptsitzes in Deutschland wesentlich profitiert. In den Bundesländern Brandenburg und Sachsen befinden sich beispielsweise in einem Umkreis von etwa 250 Kilometern um SBF Produktionsstätten der vier führenden europäischen Zughersteller.

Management

Das operative Geschäft wird derzeit von den beiden Vorstandsmitgliedern **Rudolf Witt** (CEO) und **Robert Stöcklinger** (CTO) geleitet.



Rudolf Witt wurde im August 2015 zum Vorstand der SBF AG ernannt und übernahm im gleichen Jahr ebenso die Geschäftsführung der SBF Spezialleuchten GmbH sowie der SBF Verwaltungs GmbH. Der studierte Diplom-Betriebswirt verfügt dank seiner bisherigen Laufbahn über eine umfangreiche Berufserfahrung in der Finanz- und Industriebranche. So war er vor seinem Eintritt in die heutige SBF AG (damals „Corona Equity Partner AG“) neben leitenden Tätigkeiten in mehreren Bankhäusern unter anderem als Vorstand der G+R Technology Group Beteiligungs AG sowie als geschäftsführender Gesellschafter der GreenTech GmbH aktiv. Entsprechend seiner Expertise verantwortet Herr Witt heute den kaufmännisch-finanziellen Bereich des Konzerns.



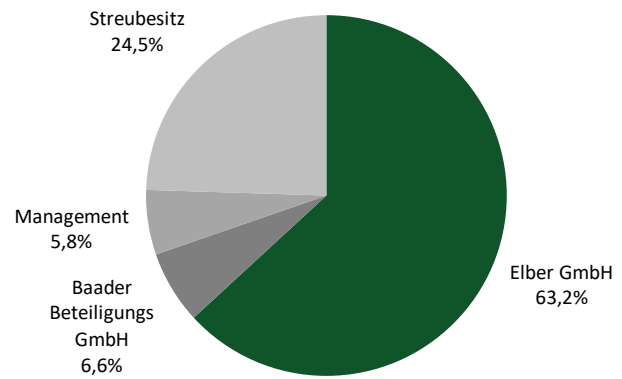
Robert Stöcklinger leitet seit Dezember 2015 als mitverantwortlicher Geschäftsführer der SBF Spezialleuchten GmbH den technisch-operativen Teil des Unternehmens. Seit Beginn 2018 gehört er darüber hinaus dem Vorstand der SBF AG an. Der gebürtige Österreicher bekleidete nach seinem Studium im Wirtschaftsingenieurwesen leitende Positionen bei verschiedenen Unternehmen aus der Maschinenbau- und Automobilindustrie, wodurch er eine langjährige und branchenübergreifende Expertise im operativen Führungswesen aufweist. Im Jahr 2010 wurde ihm von der internationalen Beratungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young der in mehr als 60 Ländern vergebene Titel „Entrepreneur des Jahres“ verliehen.

Listing und Aktionärsstruktur

Die Aktien der SBF AG werden seit Juni 2010 an der Bayerischen Börse in München im Segment „m:access“ gehandelt. Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt seit einer durchgeführten Kapitalherabsetzung und einer anschließenden -erhöhung im Jahr 2016 7,844 Mio. Euro und ist dabei in ebenso viele Stückaktien mit einem Nennwert von je 1,00 Euro eingeteilt.

Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von der Beteiligung der Industrieholding Elber GmbH geprägt, die als langjähriger Ankerinvestor bereits im Jahr 2013 die Schwelle von 25,0% der Stimmrechte überschritten hat und derzeit rund 63,2% des Aktienbestandes hält. Weitere signifikante Beteiligungen entfallen auf die Baader Beteiligungs GmbH (6,6%) sowie das Management um Herrn Witt und Herrn Stöcklinger (5,8%). Die übrigen 24,5% befinden sich nach aktuellem Stand im Streubesitz.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
Angaben in Mio.Euro								
Umsatz	20,8	24,6	28,3	31,7	34,2	36,3	37,7	38,5
Veränderung	21,2%	18,0%	15,0%	12,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%
EBIT	3,9	4,7	5,5	6,2	6,5	6,7	6,6	6,3
EBIT-Marge	18,8%	19,2%	19,5%	19,5%	19,0%	18,5%	17,5%	16,5%
NOPAT	3,5	4,2	4,9	4,3	4,6	4,7	4,6	4,4
Abschreibungen	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
in % vom Umsatz	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,2%	3,9%	3,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,2
- Investitionen	-2,3	-0,2	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4
Investitionsquote	11,2%	0,9%	3,6%	3,5%	3,5%	3,3%	3,1%	3,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,1	4,3	4,3	3,7	4,1	4,4	4,5	4,2
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Present Value	1,1	3,9	3,6	2,8	2,9	2,8	2,6	31,4
Kumuliert	1,1	5,1	8,7	11,5	14,4	17,2	19,9	51,3

Wertermittlung (Mio. Euro)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	51,3
Terminal Value	31,4
Anteil vom Tpv-Wert	61%
Verbindlichkeiten	1,7
Liquide Mittel	1,5
Eigenkapitalwert	51,0
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2020-2023 15,0%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2020-2026 10,4%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2027 2,0%
	EBIT-Marge 2020-2023 19,2%
	EBIT-Marge 2020-2026 18,9%
	Langfristige EBIT-Marge ab 2027 16,5%

Aktienzahl (Mio.)	7,84	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum					
Wert je Aktie (Euro)	6,51	WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
+Upside / -Downside	71%	9,73%	5,77	5,98	6,10	6,22	6,49
Aktienkurs (Euro)	3,80	9,48%	5,95	6,17	6,29	6,43	6,72
		9,23%	6,13	6,37	6,51	6,65	6,97
		8,98%	6,33	6,59	6,74	6,89	7,24
		8,73%	6,54	6,82	6,98	7,15	7,54

Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2027e						
Fremdkapitalquote	25,0%	WACC	16,00%	16,25%	16,50%	16,75%	17,00%
Fremdkapitalzins	3,0%	9,73%	5,98	6,04	6,10	6,15	6,21
Marktrendite	9,0%	9,48%	6,17	6,23	6,29	6,36	6,42
risikofreie Rendite	2,50%	9,23%	6,38	6,44	6,51	6,57	6,64
		8,98%	6,60	6,67	6,74	6,80	6,87
		8,73%	6,84	6,91	6,98	7,05	7,12

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	19,5	14,7	17,2	20,8	24,6	28,3
Bestandsveränderungen	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	19,4	14,5	17,2	20,8	24,6	28,3
Materialaufwand	10,8	7,2	7,5	9,4	11,4	13,4
Rohertrag	8,7	7,4	9,7	11,5	13,2	14,8
Personalaufwendungen	4,7	4,2	3,9	4,4	5,0	5,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,1	1,5	2,1	2,4	2,5	2,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,6	0,2	0,3	0,2	0,3
EBITDA	2,4	2,2	4,0	4,9	5,9	6,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3
EBITA	1,7	1,6	3,3	3,9	4,7	5,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,7	1,6	3,2	3,9	4,7	5,5
Finanzergebnis	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,4	1,5	3,1	3,8	4,6	5,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,4	1,5	3,1	3,8	4,6	5,4
EE-Steuern	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,4	1,4	2,8	3,4	4,1	4,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,4	1,4	2,8	3,4	4,1	4,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,4	1,4	2,8	3,4	4,1	4,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,6%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	99,4%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	55,1%	48,9%	43,5%	45,0%	46,5%	47,5%
Rohertrag	44,3%	50,1%	56,5%	55,0%	53,5%	52,5%
Personalaufwendungen	24,1%	28,4%	22,5%	21,1%	20,5%	19,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,8%	10,5%	12,0%	11,4%	10,0%	9,5%
Sonstige betriebliche Erträge	2,7%	3,9%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%
EBITDA	12,2%	15,0%	23,4%	23,7%	24,0%	24,2%
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,3%	4,1%	4,5%	4,8%	4,7%	4,6%
EBITA	8,9%	11,0%	18,9%	18,9%	19,3%	19,6%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,5%	10,7%	18,8%	18,8%	19,2%	19,5%
Finanzergebnis	-1,3%	-0,8%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,4%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7,2%	9,9%	18,2%	18,3%	18,7%	19,1%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	7,2%	9,9%	18,2%	18,3%	18,7%	19,1%
EE-Steuern	0,2%	0,4%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,0%	9,5%	16,6%	16,5%	16,8%	17,1%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,0%	9,5%	16,6%	16,5%	16,8%	17,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	7,0%	9,5%	16,6%	16,5%	16,8%	17,1%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sachanlagen	8,9	8,1	9,5	10,8	9,8	9,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	9,0	8,1	9,6	10,9	9,9	9,6
Vorräte	5,7	5,6	6,6	7,7	8,8	9,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Liquide Mittel	1,0	1,1	1,5	3,2	7,3	11,4
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Umlaufvermögen	7,5	7,7	9,1	12,1	17,2	22,4
Bilanzsumme	16,5	15,8	18,7	22,9	27,1	32,0
PASSIVA						
Eigenkapital	10,2	11,6	14,3	17,6	21,6	26,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,4	1,7	1,7	2,5	2,5	2,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Verbindlichkeiten	6,3	4,3	4,4	5,3	5,5	5,7
Bilanzsumme	16,5	15,8	18,7	22,9	27,1	32,0

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Sachanlagen	53,9%	51,1%	50,8%	47,2%	36,3%	29,8%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	54,3%	51,5%	51,2%	47,5%	36,6%	30,0%
Vorräte	34,5%	35,6%	35,3%	33,6%	32,5%	30,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,3%	1,2%	1,1%	1,3%	1,1%	1,3%
Liquide Mittel	6,2%	6,7%	8,1%	14,1%	26,9%	35,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,7%	5,2%	4,4%	3,6%	3,0%	2,6%
Umlaufvermögen	45,7%	48,8%	48,9%	52,6%	63,5%	70,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	61,7%	73,2%	76,6%	76,7%	79,7%	82,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	8,9%	8,9%	7,5%	6,1%	5,2%	4,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,4%	10,9%	9,2%	11,0%	9,3%	7,9%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,5%	4,1%	4,3%	3,9%	4,1%	4,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	4,4%	3,1%	2,6%	2,1%	1,8%	1,5%
Verbindlichkeiten	38,3%	27,0%	23,6%	23,2%	20,4%	17,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

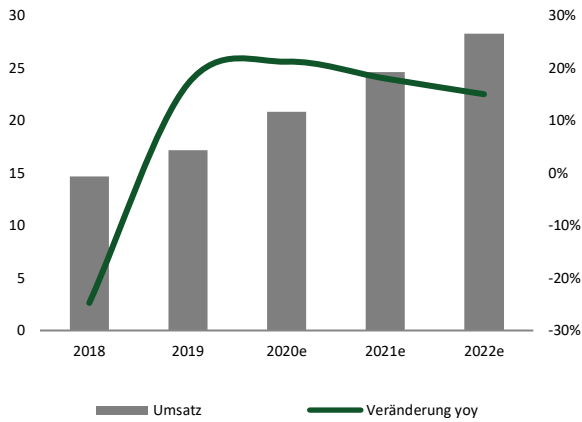
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,4	1,4	2,8	3,4	4,1	4,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,4	1,6	3,6	4,5	5,3	6,2
Veränderung Working Capital	0,5	0,0	-0,8	-1,1	-0,9	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,9	1,6	2,8	3,4	4,4	5,3
CAPEX	-0,2	-0,3	-2,2	-2,3	-0,2	-1,0
Sonstiges	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,2	0,3	-2,2	-2,3	-0,2	-1,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,9	-1,6	0,0	0,8	0,0	0,0
Sonstiges	1,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,3	-1,8	-0,1	0,7	-0,1	-0,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,1	0,0	0,5	1,7	4,1	4,1
Endbestand liquide Mittel	1,0	1,1	1,5	3,2	7,3	11,4

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

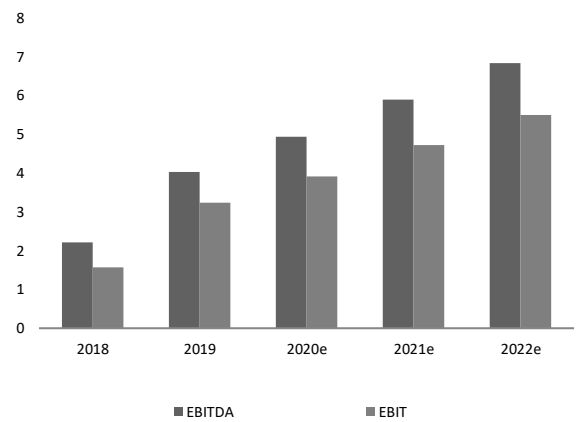
Kennzahlen SBF AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	44,3%	50,1%	56,5%	55,0%	53,5%	52,5%
EBITDA-Marge (%)	12,2%	15,0%	23,4%	23,7%	24,0%	24,2%
EBIT-Marge (%)	8,5%	10,7%	18,8%	18,8%	19,2%	19,5%
EBT-Marge (%)	7,2%	9,9%	18,2%	18,3%	18,7%	19,1%
Netto-Umsatzrendite (%)	7,0%	9,5%	16,6%	16,5%	16,8%	17,1%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	9,1%	8,7%	24,2%	25,0%	28,0%	32,2%
ROE (%)	15,4%	13,7%	24,6%	24,1%	23,6%	22,4%
ROA (%)	8,2%	8,8%	15,2%	15,0%	15,3%	15,1%
Solvanz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	2,3	0,7	0,2	-0,7	-4,8	-8,9
Net Debt / EBITDA	1,0	0,3	0,1	-0,1	-0,8	-1,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,7	1,2	0,6	1,0	4,2	4,2
Capex / Umsatz (%)	1%	2%	13%	11%	1%	4%
Working Capital / Umsatz (%)	28%	35%	32%	31%	31%	30%
Bewertung						
EV/Umsatz	1,6	2,1	1,8	1,5	1,2	1,1
EV/EBITDA	12,8	13,8	7,6	6,2	5,2	4,5
EV/EBIT	18,3	19,3	9,4	7,8	6,5	5,5
EV/FCF	18,1	24,7	52,2	29,2	7,3	7,2
KGV	22,4	21,1	10,6	8,6	7,2	6,1
KBV	2,9	2,6	2,1	1,7	1,4	1,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

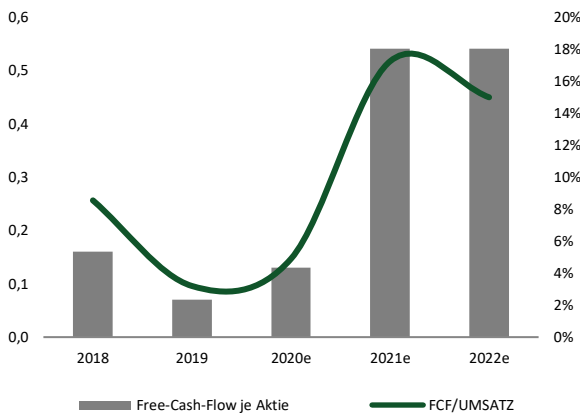
Umsatzentwicklung



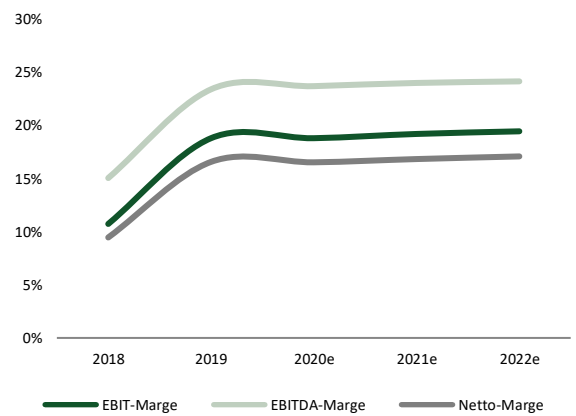
Ergebnisentwicklung



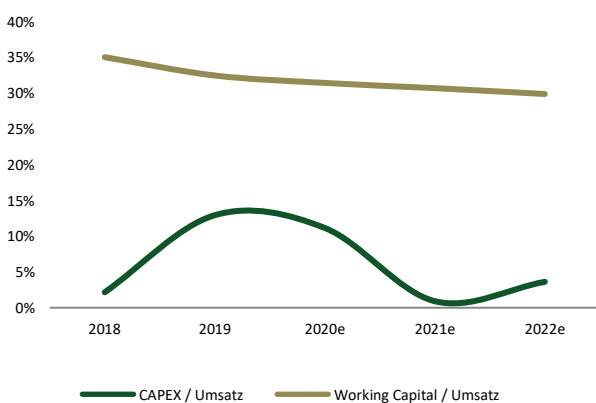
Free-Cash-Flow Entwicklung



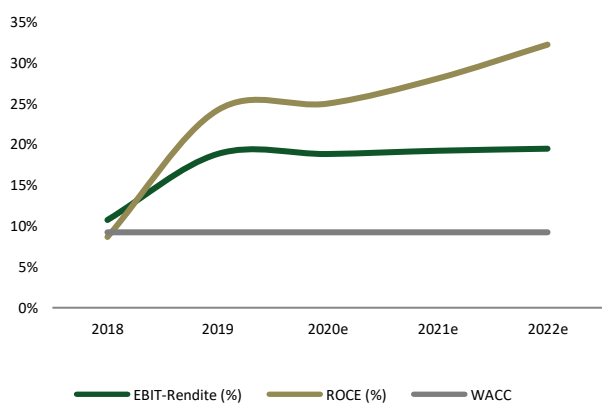
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	17.12.2019	3,00	4,00	+33%
Halten	24.01.2020	5,40	5,50	+2%
Kaufen	11.02.2020	5,80	6,50	+12%
Kaufen	19.03.2020	3,80	6,50	+71%