

SBF AG*5a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,00 €
(bisher: 11,10 €)

Aktueller Kurs: 4,30
12.12.2023 / Xetra
(10:14 Uhr)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2AAE22
WKN: A2AAE2
Börsenkürzel: CY1k
Aktienanzahl³: 9,71
Marketcap³: 41,74
EnterpriseValue³: 35,50
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 22,2%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Bank AG
Wertpapierhandelsbank

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 13.12.2023 (8:57 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 13.12.2023 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Operative Holdinggesellschaft (Beteiligungen)

Kernbeteiligungen: SBF Spezialleuchten GmbH und Lunux Lighting GmbH

Fokus der Beteiligungen: smarte und energieeffiziente Beleuchtungstechnologien für die Schienenfahrzeugindustrie („Green Mobility“) und den öffentlichen sowie industriellen Sektor („Clean Tech Solutions“)

Mitarbeiter der SBF-Gruppe: >250 GBCe (Stand: Juni 2023)

Firmensitz: Leipzig; Gründung: 2002

Vorstand: Rudolf Witt, Robert Stöcklinger

Die SBF AG (SBF) ist eine operative Holdinggesellschaft, die sich auf mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum konzentriert. Die SBF und ihre Beteiligungen mit dem Fokus auf smarte und energieeffiziente (LED-)Lichtsysteme sind hauptsächlich im Schienenfahrzeug- und öffentlichen Beleuchtungssektor tätig. Mit ihren LED-basierten Systemlösungen adressiert SBF insbesondere die weltweit führenden Schienenfahrzeughersteller (Stadler, Siemens, Alstom etc.) und öffentliche/kommunale Kunden, wie bspw. Gemeinden, Städte, Deutsche Bahn-Konzern oder kommunale Energieversorger. Mit ihrer Fokussierung auf moderne und energieeffiziente LED-Beleuchtungslösungen ist die SBF-Gruppe damit ebenfalls in der voranschreitenden Energie-/Mobilitätswende (Stichwort: „Green Mobility“ und „Clean Tech Solutions“) involviert und unterstützt mit ihrem Produktportfolio die klima-, umwelt- und verkehrspolitischen Ziele einzelner Länder und Unternehmen.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatzerlöse	34,84	34,11	53,92	57,45
EBITDA	2,32	0,79	2,86	4,74
EBIT	0,06	-0,94	1,04	2,88
Konzernergebnis (EAT)	-0,65	-1,32	0,42	1,67

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	-0,07	-0,14	0,04	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,02	1,04	0,66	0,62
EV/EBITDA	15,30	44,93	12,41	7,49
EV/EBIT	591,63	neg.	34,13	12,33
KGV	neg.	neg.	99,38	24,99
KBV		1,13		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

07.06.2023: RS / 11,10 / KAUFEN

22.08.2022: RS / 14,15 / KAUFEN

05.11.2020: RS / 16,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

1. HJ 2023: Robuste Umsatzentwicklung trotz schwierigen Umfelds; Ergebnissituation durch höhere Material- und Betriebskosten belastet; GBC-Ergebnisschätzungen und Kursziel nach Guidance-Senkung reduziert; Rating: Kaufen

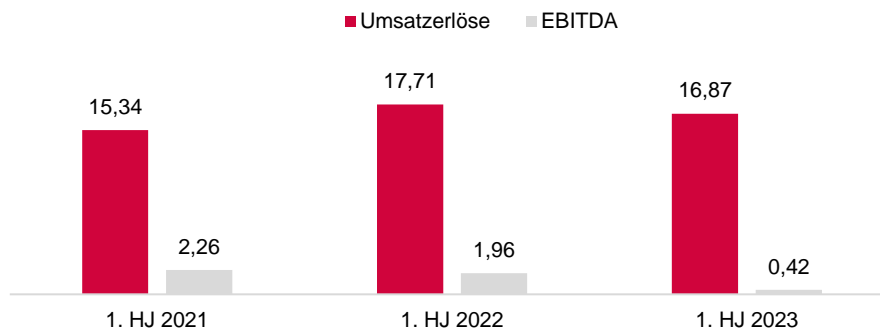
Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2023

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	15,34	17,71	16,87
EBITDA	2,26	1,96	0,42
EBIT	1,70	1,22	-0,38
Konzernergebnis	1,41	0,63	-0,59

Quelle: SBF; GBC AG

Die SBF AG (SBF) hat am 24.08.2023 ihre Halbjahreszahlen für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht. Hiernach hat das Unternehmen trotz eines herausfordernden Umfelds (hohe Materialpreisinflation, Lieferengpässe etc.) seine erzielten Konzernumsatzerlöse in Höhe von 16,87 Mio. € nahezu auf dem hohen Niveau des Vorjahreszeitraum (1. HJ 2022: 17,71 Mio. €) halten können. Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden unserer Einschätzung nach hauptsächlich vom Kerngeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ (Segmentumsatzerlöse GBCe: ca. 10,00 Mio. €) getragen.

Umsatz- und EBITDA-Entwicklung über die vergangenen Halbjahre (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG

Bedingt durch die seit der Corona- und Lieferkettenkrise weiterhin deutlich höheren Kostenniveaus für den Materialeinkauf und einem erhöhten Personalaufwand infolge aktueller Projektanläufe und kundenbedingter Projektverschiebungen musste die Gesellschaft jedoch einen deutlichen EBITDA-Rückgang auf 0,42 Mio. € (1. HJ 2022: 1,96 Mio. €) hinnehmen. Parallel hierzu sank die EBITDA-Marge auf 2,4% (1. HJ 2021: 11,1%).

Auf Segmentebene war SBF insbesondere im Bahntechnikgeschäft von einer reduzierten Ertragskraft betroffen, da die gestiegenen Beschaffungskosten nur teilweise über die Folgejahre zeitversetzt an die Kunden weitergegeben werden können. Im Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ führten die ebenfalls deutlich gestiegenen Beschaffungskosten und die anhaltende konjunkturelle Zurückhaltung der Industriekunden zu einer stagnierenden Umsatzentwicklung und damit in der Folge auch zu einer negativen Ergebnisentwicklung.

In Bezug auf das Auftragsvolumen konnte SBF im Geschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ zum Ende des ersten Halbjahres einen dynamischen Anstieg des Auftragsbestands um 48,1% auf 42,5 Mio. € (30.06.2022: 28,7 Mio. €) erzielen. Der hohe Auftragsbestand bestätigt damit das weiterhin hohe Interesse der Schienenfahrzeugindustrie an den

Technologien des Unternehmens und spiegeln zugleich auch die politischen Initiativen zur Förderung des Schienenverkehrs wider.

Das erste Halbjahr 2023 war auch geprägt von strategischen Maßnahmen und damit verbundenen Investitionen. So hat sich SBF mit der Integration der Nordeon Lighting Solutions und der im Sommer erfolgten Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH (AMS), einem Spezialisten für Elektronikfertigung, nochmals v.a. produkt- und beschaffungsseitig besser aufgestellt. Durch die geplanten Investitionen in einen Maschinen- und Anlagenpark für innovative Pulver- und Nassbeschichtung soll die Wertschöpfungstiefe weiter erhöht werden. Mit diesen vorgenommenen und angestoßenen strategischen Schritten stellt sich der SBF-Konzern breiter auf, erhöht die eigene Wertschöpfung (im Einklang mit verstärkten Local-Content-Anforderungen) und reduziert zugleich Beschaffungsrisiken.

Vor dem Hintergrund der unter den Erwartungen liegenden Halbjahreszahlen und der erwarteten temporären Abschwächung der Wachstumsdynamik infolge des schwierigen Marktumfelds, hat SBF seine bisherige Unternehmensguidance (Umsatz von mehr als 40,0 Mio. € und ein ansteigendes EBITDA auf mehr als 2,30 Mio. €) für das aktuelle Geschäftsjahr nach unten angepasst. Das Management stellt nun Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 34,0 Mio. € und 35,0 Mio. € und ein EBITDA von ca. 1,0 Mio. € in Aussicht. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass diese angepasste Guidance noch nicht die Effekte aus der erstmaligen Konsolidierung (geplant ab dem 01.01.2024) der im Q3 übernommenen AMS beinhaltet.

AMS-Übernahme im Q3 2023

Am 1. August 2023 hat der SBF-Konzern bekannt gegeben, dass die Gesellschaft einen Kaufvertrag über den Erwerb der AMS Software & Elektronik GmbH abgeschlossen hat. Diese Übernahme stellt laut Unternehmensangaben einen wichtigen Baustein im Hinblick auf die Wachstumsstrategie der SBF dar und erhöht zugleich die Wertschöpfungstiefe der SBF-Gruppe.

Mit der getätigten Akquisition unternimmt SBF laut eigenen Angaben einen in seiner Unternehmensgeschichte einmaligen Wachstumssprung. So würden, bezogen auf das Geschäftsjahr 2022, die jährlichen Umsatzerlöse um rund 47,0% steigen, was auch zu signifikanten Ergebnissteigerungen auf Konzernebene führen sollte.

Im Rahmen dieser M&A-Transaktion erwarb SBF 100,0% der Anteile an AMS vom bisherigen Gesellschafter. Den Kaufpreis soll sich hierbei im niedrigen einstelligen Millionenbereich (GBCe: rund 2,5 Mio. €) bewegt haben und wurde aus einem Mix aus bestehenden liquiden Mitteln und Bankdarlehen finanziert.

AMS ist ein spezialisierter Anbieter im Bereich der Elektronikfertigung und erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 mit rund 100 Mitarbeitern Umsatzerlöse von ca. 16,4 Mio. € und ein EBITDA im hohen sechsstelligen Bereich. Laut Unternehmensangaben realisiert die Gesellschaft seit über 35 Jahren Entwicklungs- und Fertigungsvorhaben in den Bereichen Elektronik, Mechanik und Softwaretechnik und verfügt über einen robusten Kundstamm mit jahrzehntelang gewachsenen Kundenbeziehungen. Hierbei zählen insbesondere Unternehmen aus den Bereichen Lichttechnik, Haustechnik, Industrieelektronik, Medizintechnik und Kommunikationstechnik zu den wesentlichen Kundengruppen der Gesellschaft.

Unserer Einschätzung nach hat AMS bisher keine Bahntechnikkunden mit ihren Produkten und Kundenlösungen beliefert. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft nicht nur die SBF zukünftig mit Elektronikteilen/-systemen (Leiterplatten etc.) beliefern wird,

sondern auch anderen Unternehmen aus dem Bahntechniksektor in punkto Elektronikbelieferung in den Fokus rücken werden. Darüber hinaus soll AMS mit seiner umfangreichen Software- und Elektronikkompetenz eine wichtige Rolle einnehmen bei dem Ausbau und der Weiterentwicklung der Lunux-Gesellschaft zu einem Full-Service-Anbieter.

Für uns stellt die AMS-Übernahme einen wichtigen strategischen Schritt dar, mit dem es dem SBF-Konzern gelingen sollte, künftig eine weitere Umsatzsäule mit Kunden außerhalb des Bahnsektors aufzubauen und gleichzeitig die Risiken auf der Beschaffungsseite wesentlich zu senken. Laut Unternehmensangaben ergänzen sich die Kundenstrukturen von SBF und AMS ideal. Neben vertrieblichen Synergien (z.B. Nutzung der SBF-Kontakte im Bahnsektor), sollten sich auch auf der Kostenseite deutliche Synergiepotenziale (z.B. Bündelung und Optimierung des Elektronik Einkaufs, Verlagerung von bisher extern vergebenen Elektronikfertigungsleistungen zu AMS) ergeben, die sukzessive im Zuge der AMS-Integration gehoben werden können.

Prognosen und Bewertung

Nach der Anpassung des Ausblicks für laufende Geschäftsjahr, hat der SBF-Konzern zuletzt seine Unternehmensguidance für das kommende Geschäftsjahr 2024 bekannt gegeben. Basierend hierauf rechnet SBF für 2024 mit einer deutlichen Umsatzsteigerung von rund 50,0% auf mehr als 50,0 Mio. € und mit einer EBITDA-Marge von über 5,0%. Diese erwartete positive Entwicklung soll hierbei von der erstmaligen Konsolidierung der im dritten Quartal übernommenen AMS Software & Elektronik GmbH und vom organischen Wachstum in allen Geschäftsbereichen getragen werden.

Im Oktober 2023 hat SBF im Rahmen der m:access-Konferenz seine langfristige Unternehmensguidance bekräftigt. Hiernach rechnet der Konzern weiterhin für das Geschäftsjahr 2027 mit Umsatzerlösen von mindestens 75,0 Mio. € und einem EBITDA von mindestens 11,0 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von ca. 14,7% gleichkommt. Auf mittelfristige Sicht erwartet die Gesellschaft eine EBITDA-Marge von mindestens 11,0%.

Vor dem Hintergrund der aktualisierten Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2023 und dem kurz- und mittelfristigen Ausblick, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre angepasst. Unsere Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2024 haben wir neben den erwartetem organischen Wachstumseffekten, insbesondere aufgrund der getätigten AMS-Übernahme und dem damit verbundenen Einstieg ins Elektronik- und Sensorik-Geschäft angehoben. Andererseits wurden unsere Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und auch die Folgejahre aufgrund der bisher unter unseren Erwartungen liegenden Ergebnisentwicklung und Profitabilität nach unten angepasst.

GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e (Neu)	GJ 2023e (Alt)	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025 (Neu)	GJ 2025e (Alt)
Umsatzerlöse	34,84	34,11	42,46	53,92	50,71	57,45	58,86
EBITDA	2,32	0,79	2,86	2,86	5,89	4,74	8,67
EBIT	0,06	-0,94	1,05	1,04	3,96	2,88	6,57
Nettoergebnis (EAT)	-0,65	-1,32	0,56	0,42	2,58	1,67	4,38

Quelle: SBF AG; Prognosen GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir nun Konzernumsatzerlöse in Höhe von 34,11 Mio. € (bisher: 42,46 Mio. €) und ein EBITDA von 0,79 Mio. € (bisher: 2,86 Mio. €). Für das Folgejahr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 53,92 Mio. € (bisher: 50,71 Mio. €) und einem EBITDA von 2,86 Mio. € (bisher: 5,89 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2025 sollten Konzernumsatzerlöse von 57,45 Mio. € (bisher: 58,86 Mio. €) und ein EBITDA von 4,74 Mio. € (bisher: 8,67 Mio. €) erzielt werden können.

Insgesamt sehen wir damit den SBF-Konzern gut aufgestellt, um ab dem Geschäftsjahr 2024 wieder auf den Wachstumskurs zurückzukehren. Durch die von uns erwartete Optimierung des Geschäftsmodells der SBF-Gruppe (v.a. Verbesserung der allgemeinen Kostenstrukturen- und Kapazitätsauslastungen) und die verstärkte Nutzung von Synergien innerhalb des Konzerns, sollte es zukünftig gelingen, die Profitabilität und Ertragslage wieder deutlich zu steigern. Auch die erfolgte AMS-Übernahme eröffnet weitere umfangreiche Synergiepotenziale, v.a. im Bereich der Beschaffung und Fertigung von Elektronikprodukten und sollte für zusätzliche Wachstums- und Ertragsimpulse sorgen.

Basierend auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen, senken wir unser bisheriges Kursziel auf 9,00 € (zuvor: 11,10 €) je Aktie. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der SBF-Aktie.

BEWERTUNG

Die SBF AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1 und für die Jahre 2026 bis 2030 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 1 und in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SBF AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (zuvor: 2,00%).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,13 (zuvor: 1,13).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,19% (zuvor: 8,19%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% (zuvor: 90,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,48% (zuvor: 7,48%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,48% (zuvor: 7,48%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 9,00 € (zuvor: 11,10 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert primär aus unseren gesenkten Ergebnisprognosen. Der eingetretene Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf den 31.12.2024, statt zuvor 31.12.2023) hat einer noch stärkeren Kurszielreduktion entgegengewirkt.

DCF-Modell

SBF AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,8%-14,3%	ewige EBITA - Marge	12,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	35,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	34,11	53,92	57,45	61,19	65,17	69,40	73,91	78,72	
US Veränderung	-2,1%	58,1%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,00	4,77	5,23	5,88	6,73	6,97	7,22	7,45	
EBITDA	0,79	2,86	4,74	5,97	7,17	8,50	9,79	11,22	
EBITDA-Marge	2,3%	5,3%	8,2%	9,8%	11,0%	12,3%	13,3%	14,3%	
EBITA	-0,94	1,04	2,88	3,87	4,86	7,10	8,35	9,73	
EBITA-Marge	-2,8%	1,9%	5,0%	6,3%	7,5%	10,2%	11,3%	12,4%	12,4%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,31	-0,86	-1,16	-1,46	-2,13	-2,51	-2,92	
zu EBITA	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,94	0,73	2,01	2,71	3,40	4,97	5,85	6,81	
Kapitalrendite	-3,2%	2,5%	5,5%	7,7%	10,7%	15,3%	17,1%	18,9%	18,2%
Working Capital (WC)	17,40	25,34	24,13	21,42	22,81	24,29	25,87	27,55	
WC zu Umsatz	51,0%	47,0%	42,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in WC	0,30	-7,95	1,21	2,71	-1,39	-1,48	-1,58	-1,68	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,37	11,30	10,99	10,41	9,68	9,95	10,24	10,57	
AFA auf OAV	-1,73	-1,82	-1,86	-2,10	-2,31	-1,40	-1,44	-1,48	
AFA zu OAV	15,2%	16,1%	16,9%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
Investitionen in OAV	-1,85	-1,75	-1,55	-1,52	-1,58	-1,67	-1,73	-1,82	
Investiertes Kapital	28,77	36,65	35,12	31,83	32,49	34,24	36,11	38,12	
EBITDA	0,79	2,86	4,74	5,97	7,17	8,50	9,79	11,22	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,31	-0,86	-1,16	-1,46	-2,13	-2,51	-2,92	
Investitionen gesamt	-4,05	-9,70	-0,34	1,19	-2,97	-3,15	-3,31	-3,50	
Investitionen in OAV	-1,85	-1,75	-1,55	-1,52	-1,58	-1,67	-1,73	-1,82	
Investitionen in WC	0,30	-7,95	1,21	2,71	-1,39	-1,48	-1,58	-1,68	
Investitionen in Goodwill	-2,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,26	-7,15	3,54	6,00	2,74	3,22	3,98	4,80	112,98

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	79,22	92,30
Barwert expliziter FCFs	11,02	18,99
Barwert des Continuing Value	68,21	73,31
Nettoschulden (Net debt)	-2,61	4,99
Wert des Eigenkapitals	81,83	87,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	81,83	87,31
Ausstehende Aktien in Mio.	9,71	9,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,43	9,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,13
Eigenkapitalkosten	8,2%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	1,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	7,5%

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
17,7%	9,94	9,32	8,76	8,27	7,82
18,0%	10,08	9,44	8,88	8,38	7,92
18,2%	10,21	9,57	9,00	8,48	8,03
18,5%	10,35	9,69	9,11	8,59	8,13
18,7%	10,48	9,82	9,23	8,70	8,23

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

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

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Heinzlbecker, Email: Heinzlbecker@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de