GBC Research Annostudie

SBF AG

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 38.

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“.

SBF AG[*5a, 5b, 7, 11]

Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung im GJ 2024 erzielt, Starker Auftragsbestand ermöglicht künftiges profitables Wachstum; Kursziel angehoben

Branche: Bahntechnik & Infrastruktur
Fokus: Beleuchtungslösungen für Schienenfahrzeuge und öffentliche Infrastrukturen
Gründung: 2002

Mitarbeiter: 296 (Ende 2024)
Firmensitz: Leipzig
Vorstand: Robert Stöcklinger

Der SBF-Konzern hat sich mit seinen modernen Technologien hauptsächlich auf den Bahntechnik- und öffentlichen Infrastruktursektor fokussiert. Mit ihren LED-basierten Systemlösungen adressiert die Technologiegesellschaft insbesondere die weltweit führenden Zughersteller (Stadler Rail, Siemens, Alstom, CAF etc.) und öffentliche/kommunale Kunden, wie bspw. Gemeinden, Städte, den DB-, SBB-, ÖBB-Konzern oder kommunale Energieversorger. Mit ihrem Schwerpunkt auf moderne und energieeffiziente LED-Beleuchtungssysteme ist die SBF-Gruppe stark in der voranschreitenden Energie-/Mobilitätswende (Stichwort: „Green Mobility“ und „Clean Tech Solutions“) involviert und trägt mit ihrem Produktportfolio zu einer deutlich nachhaltigeren Mobilität und Infrastruktur bei. Durch die Übernahme des Elektronikspezialisten AMS Software & Elektronik GmbH ist SBF ebenfalls in das Geschäftsfeld der Sensorik und Elektromechanik eingestiegen.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	33,96	47,20	47,31	53,18	57,28
EBITDA	-0,99	0,56	2,51	4,67	6,31
EBIT	-3,00	-0,93	1,07	3,30	4,99
Nettoergebnis (EAT)	-3,36	-1,99	0,43	1,94	3,15
Gewinn je Aktie	-0,35	-0,21	0,04	0,20	0,33
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	2,54	1,83	1,83	1,62	1,51
EV/EBITDA	neg.	154,27	34,42	18,50	13,69
EV/EBIT	neg.	neg.	80,74	26,18	17,31
KGV	neg.	neg.	195,26	43,28	26,65
KBV		2,67			

Investment Case

- Der SBF-Konzern ist mit seinen LED-basierten Beleuchtungssystemen v.a. im wachsenden Bahntechnik- und (öffentlichen) Infrastruktursektor aktiv, wobei SBF im Rail-Business in der Nische Zug-Deckensysteme eine marktführende Position innehat.
- Durch den konzerneigenen Elektronikzulieferer AMS erhöht SBF seine Wertschöpfungstiefe, reduziert Beschaffungsrisiken und eröffnet sich zusätzliche Wachstumspotenziale im Marktsegment Sensortechnologien und Elektromechanik.
- Der enorme Auftragsbestand von zuletzt über 100 Mio. € (Stand: 31.03.25) sorgt für eine hohe Sichtbarkeit und Planbarkeit bezüglich der künftigen Geschäftsaktivitäten.
- Die geplante massive staatliche Investitionsoffensive (deutliche Erhöhung des Kernhaushalts; Sondervermögen für Infrastruktur & Finanzpaket für Verteidigung) könnten die zukünftige Wachstumsdynamik des Konzerns nochmals deutlich erhöhen.
- Durch eine stärkere Kapazitätsauslastung der Produktion, v.a. im traditionell margenstarken Bahntechnikgeschäft, sind starke Skaleneffekte und deutlich überproportionale Ergebniszuwächse möglich. Die erheblich verbesserte Kostenbasis und die Neuausrichtung der Lunux Lighting-Sparte eröffnet deutliches Umsatz- und Ertragspotenzial.
- **Attraktive Bewertung und Kurspotenzial:** Basierend auf unseren angepassten Schätzungen und einem hieraus abgeleiteten Kursziel von 12,00 € vergeben wir das Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,00 EUR

Aktie und Stammdaten

Schlusskurs vom Vortag	8,65 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000A2AAE22
WKN	A2AAE2
Aktienzahl (in Mio.)	9,71
MCap (in Mio. EUR)	83,96
Enterprise Value (in Mio.	86,39
Transparenzlevel	m:access
Marktsegment	Freiverkehr
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Elber GmbH	58,6%
Sonstige Kerninvestoren	9,1%
Management	4,4%
Free Float	27,9%

Finanztermine

16.10.2025	Börse München (Technologiekonferenz)
12.11.2025	Münchner Kaitalmarkt Konferenz (MKK)

Analysten

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

Letzter GBC Research**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.10.2024: RS / 7,00 € / Kaufen
14.08.2024: RS / 7,00 € / Kaufen
13.12.2023: RS / 12,00 € / Kaufen

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 12.08.2025 (7:52 Uhr)
Erste Weitergabe: 12.08.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 39

EXECUTIVE SUMMARY

Der SBF-Konzern hat sich mit seinem Leistungsangebot rund um LED-Beleuchtungssysteme auf innovative Kundenlösungen in den Bereichen Schienenfahrzeuge, öffentliche Beleuchtung, Elektromechanik und Sensorik spezialisiert. Das breite SBF-Produktportfolio erstreckt sich von Zug-Deckensystemen über Bahnsteigs-/Straßenbeleuchtungen bis hin zu Beleuchtungslösungen für öffentliche Gebäude und Bahnhöfe. Mit ihren traditionellen Geschäftsaktivitäten im Bahntechnik-/Rail-Sektor und öffentlichen Infrastrukturbereich ist der SBF-Konzern in der voranschreitenden Mobilitätswende und der von der Bundesregierung angestoßenen Infrastrukturmodernisierungsoffensive maßgeblich involviert.

Das vergangene Geschäftsjahr 2024 der SBF-Gruppe war v.a. geprägt durch organisches und anorganisches Wachstum und verschiedene ergebnisbelastende Sondereffekte. So konnte die SBF-Gruppe durch deutliche Umsatzzuwächse im Bahntechnikgeschäft und anorganische Wachstumseffekte (AMS-Übernahme) einen Anstieg der Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 39,0% auf 47,20 Mio. € (VJ: 33,96 Mio. €) erzielen. Trotz Sonderbelastungen und einer derzeit noch defizitären Lunux Lighting-Sparte hat SBF eine starke EBITDA-Verbesserung auf 0,56 Mio. € (VJ: -0,99 Mio. €) erreicht. Korrigiert um Sonder- und Einmaleffekte wurde sogar ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 3,93 Mio. € erzielt, woraus sich eine bereinigte EBITDA-Marge von 8,3% ergab.

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 stellt das SBF-Management Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 43,0 Mio. € bis 46,0 Mio. € und ein EBITDA von 1,50 Mio. € bis 2,50 Mio. € in Aussicht. Basierend auf einem Rekordauftragsbestand von zuletzt über 100,0 Mio. € (Anteil Bahnbusiness GBCe: über 85,0 Mio. €) rechnet SBF ab dem Geschäftsjahr 2026 mit einer verstärkten Auftragsabarbeitung von Großprojekten im Bahntechnik-Kernsegment, was unseres Erachtens auf eine künftig signifikant verbesserte Umsatz- und Ertragslage des Konzerns hindeutet.

Angesichts des eher defensiven Unternehmensausblicks und des erst Ende Mai 2025 bekannt gegebenen Hochlaufs des Lunux Lighting-Maschinenparks (nach der Produktionsverlagerung von Deutschland nach Tschechien) in Budweis, rechnen wir zunächst für das laufende GJ 2025 mit einem stabilen Geschäftsverlauf und entsprechend mit Umsatzerlösen in Höhe von 47,31 Mio. € und einem EBITDA von 2,51 Mio. €. Für das darauffolgende GJ 2026 kalkulieren wir mit einem deutlichen Umsatz- und EBITDA-Anstieg auf 53,18 Mio. € bzw. 4,67 Mio. €. In Bezug auf das nachfolgende GJ 2027 rechnen wir, basierend auf einer verstärkten Kapazitätsauslastung über alle Sparten hinweg, v.a. im Rail-Business, mit einem Umsatzzuwachs auf 57,28 Mio. € und bedingt durch erwartete starke Skaleneffekte mit einem EBITDA-Anstieg auf dann 6,31 Mio. €.

Insgesamt sehen wir den SBF-Konzern aussichtsreich positioniert, um ab dem Geschäftsjahr 2026 eine Wachstumsserie zu starten. Als zukünftiger Hauptwachstumstreiber sollte sich unverändert das Bahntechnik-Kerngeschäft erweisen. Das Geschäftsvolumen im Hauptgeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ sollte zukünftig deutlich stärker durch die Rekordauftragsbestände und die großen Wachstumsambitionen der Hauptkunden (v.a. hinsichtlich Stadler Rail, mit einem geplanten Umsatzsprung im GJ 2026 auf über 5,00 Mrd. CHF vs. 3,3 Mrd. CHF im GJ 2024) zulegen können. Durch die vorgenommene Optimierung des Geschäftsmodells der Lunux Lighting-Sparte (massive Kosteneinsparungen durch Produktionsverlagerung etc.) sollte dieser Geschäftsbereich nun über ein vielversprechendes Fundament für künftiges profitables Wachstum verfügen. Daneben sollte das Bahntechnikbusiness auch beflügelt werden können durch die voranschreitende

Marktkonsolidierung (Stichwort: Konkurs der Schweizer Schlegel AG im 1. HJ 2025) in dem ohnehin stark konzentrierten Deckensysteme-Nischenmarkt und hieraus erwarteten Marktanteilsgewinnen für die Spezialleuchten-Tochtergesellschaft.

- Sowohl der Spezialleuchten- als auch der Lunux Lighting-Geschäftsbereich dürfte auch weiterhin von den verstärkten Bahn- und Infrastrukturinvestitionen signifikant profitieren. Die von der Bundesregierung geplante Investitionsoffensive (starke Erhöhung des Kernhaushalts, 500 Mrd.-EUR-Sondervermögen Infrastruktur) zur Modernisierung der Infrastruktur sollte das mittel- und langfristige Wachstum der SBF-Gruppe zusätzlich befeuern und für eine deutlich höhere Wachstumsdynamik sorgen. Hinsichtlich der AMS-Elektroniksparte rechnen wir nach dem durchgeführten “Performance-Optimierungsprogramm“ im vergangenen Geschäftsjahr mit substanziellen nachhaltigen Ergebnisbeiträgen zum SBF-Gruppenergebnis ab dem laufenden Geschäftsjahr. Durch die verstärkten inländischen Verteidigungsausgaben ergeben sich für dieses Segment auch zusätzliche Wachstumspotenziale, da der Elektronikspezialist auch zum Teil Kunden aus dem Verteidigungssektor bedient.

- **Basierend auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2027 in unsere Detailschätzperiode, was zu einer höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Perioden geführt hat, haben wir unser bisheriges Kursziel deutlich auf 12,00 € (zuvor: 7,00 €) erhöht. Kurszielsteigernd wirkten sich insbesondere unsere signifikant erhöhten langfristigen Wachstumserwartungen (Erhöhung der prognostizierten Wachstumsrate in der sog. „Consistency-Phase“ auf 8,5% von zuvor 6,5%) aufgrund des deutlich verbesserten Marktumfelds (staatliche Investitionsoffensive) aus. Daneben haben ebenfalls moderat gesenkte Kapitalkosten (Reduzierung des WACC von 8,1% auf 7,4%) aufgrund der deutlichen Optimierung des Lunux-Geschäftsmodells und verbesserte Perspektiven bzw. Rahmenbedingungen (fiskalische Ausgabenprogramme etc.) für die Lunux Lighting-Sparte sich kurszielerhöhend ausgewirkt. Angesichts des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 3
Unternehmen 6
Geschäftsmodell allgemein 6
Organisationsstruktur des SBF-Konzerns 7
Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“ 8
Geschäftsfeld „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“ 9
Geschäftsfeld „Sensortechnologie & Elektromechanik“ 11
Synergien zwischen den SBF-Konzernsparten 12
Markt und Marktumfeld 14
Weltweite Bahntechnikindustrie 14
Deutscher Bahnverkehrssektor 17
Investitionen im öffentlichen Infrastruktursektor in Deutschland 19
Geschäftsentwicklkung 2024 23
Umsatzentwicklung im GJ 2024 23
Ergebnisentwicklung im GJ 2024 24
Bilanz- und Finanzlage zum 31.12.2024 27
SWOT-Analyse 29
Prognosen und Modellannahmen 30
Umsatzprognosen 30
Ergebnisprognosen 33
Bewertung 36
DCF Modell 37
Anhang 38

UNTERNEHMEN

Geschäftsmodell allgemein

SBF ist ein spezialisierter Anbieter von intelligenter und energieeffizienter LED-Beleuchtung und Produkten für das Zug-Interieur (Deckensysteme, Haltestangen etc.) für Kunden aus der Schienenfahrzeugindustrie (z.B. Siemens Mobility oder Stadler Rail) und dem öffentlichen Sektor (z.B. Gemeinden, Städte, Deutsche Bahn, Energieversorger usw.). Durch ihre umfassende LED-Lichtkompetenz, langjährige Erfahrung und hohe Wertschöpfungstiefe, verfügt SBF über eine starke Wettbewerbsposition in seinen Schlüsselmärkten.

Im Geschäftsfeld **„Schienenfahrzeuge“** zählt das Unternehmen mit seinen individuellen Plug-in-Decken- und Beleuchtungssystemen zu den Technologie- und Kostenführern im Zug-Interieursbereich und unterhält als markführendes Unternehmen umfangreiche Entwicklungskooperationen mit den weltweit führenden Bahnherstellern. Der hohe Individualisierungsgrad der Systeme und das Plug-in-Konzept ermöglicht den Kunden eine einfache Montage, die Abbildung jeglicher adaptiver Licht- und Elektroniksteuerung und einen hohen Komfort.

Überblick über die sich ergänzenden Geschäftsfelder des SBF-Konzerns

Interieur- und Lichtlösungen für Schienenfahrzeuge

- Entwicklung von intelligenten und modernen Interieur- und Lichtkonzepten für Schienenfahrzeuge
- Langfristiges und stabiles Geschäft mit Großaufträgen für Schienenfahrzeuge sowie Retrofit-Projekte zur Modernisierung von Rail-Flotten

Beleuchtung für öffentliche und industrielle Anwendungen

- Umfangreiches und etabliertes Sortiment an Leuchten sowie Full-Service Provider für Licht as a Service
- Dynamisch und volatil geprägtes Geschäftsfeld mit Einzelaufträgen und Rahmenverträgen für Kommunen und die Industrie

Produkte und Services für Sensortechnologie & Elektromechanik

- Entwicklung elektromechanischer Komponenten, Sensorik und Software für industrielle Anwendungen und KI
- Hohe interne Synergieeffekte durch interne Leistungserbringung sowie hohes Wachstumspotenzial mit Megatrends wie Sensorik oder KI

Quelle: SBF AG

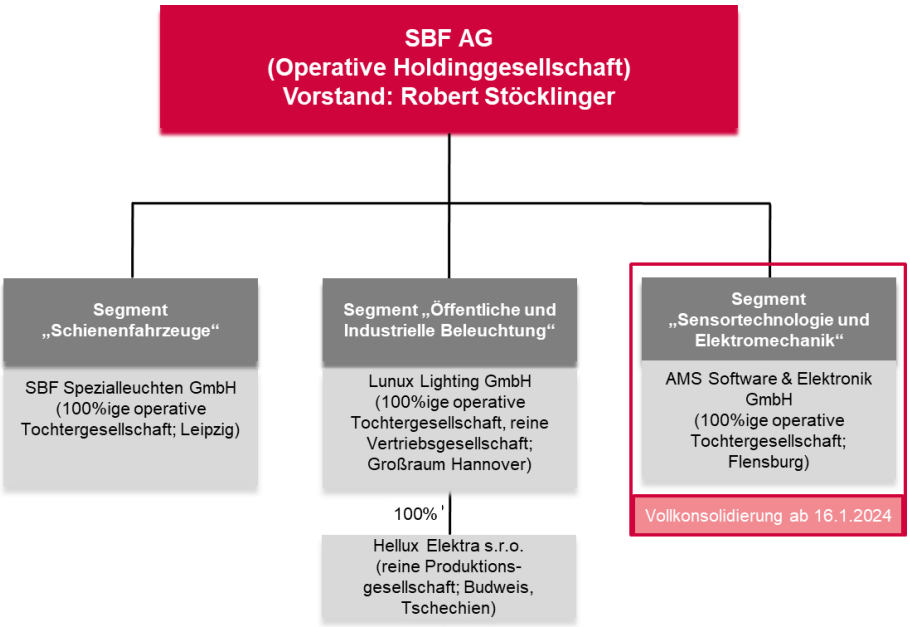
Durch die Übernahme der Aktiva und des Kundenstamms der Lunux GmbH (Asset-Deal) in 2020 wurde der bisherige Kundenkreis stark diversifiziert und das bestehende Technologieportfolio um LED-Technologien für verschiedene Anwendungsbereiche signifikant erweitert. Im Anschluss hieran wurde mit der Nordeon-Übernahme (Asset Deal) durch die Lunux Lighting GmbH der Maschinenpark um modernste Produktionsanlagen und die Produktpalette um LED-Lichtbänder erweitert.

Durch diese Zukäufe ist SBF somit auch in das synergetische Geschäftsfeld **„Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“** mit smarten und energieeffizienten LED-Beleuchtungssystemen eingetreten und beliefert hierbei überwiegend öffentliche Kunden mit modernen und energieeffizienten bzw. umweltfreundlichen Technologien für deren Infrastrukturprojekte. Mit denen im Zuge der Akquisition erworbenen Traditionsmarken HELLUX und HELLA adressiert SBF in diesem Geschäftsbereich v.a. kommunale Kunden, die Deutsche Bahn und die öffentliche Hand. SBF agiert somit als technologischer Ausrüster von Beleuchtungslösungen für den öffentlichen Infrastruktursektor bei Erneuerungs- und Modernisierungsinvestitionsprojekten.

Durch die Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH im August 2023 hat die SBF-Gruppe ihre Elektronikkompetenz gestärkt und ist zugleich in das Geschäftsfeld der **„Sensortechnologie und Elektromechanik“** eingestiegen. Mit diesem Zukauf soll durch die Inhouse-Produktion von bedeutenden Elektronikprodukten für alle Konzernsparten die Abhängigkeit von externen (Elektronik-)Lieferanten deutlich reduziert und das Leistungsangebot ausgebaut (Verbreiterung des Umsatzmixes durch ergänzende Kundenstrukturen) werden. Mit den Produkten von AMS weitet SBF die Angebotspalette in den Bereichen Elektronik sowie Sensor- und Kommunikationstechnologie deutlich aus.

Organisationsstruktur des SBF-Konzerns

Unternehmensstruktur der SBF AG zum 31.12.2024



Quelle: SBF AG; GBC AG

Die SBF AG als operative Holdinggesellschaft verfügt über die drei Tochtergesellschaften (jeweils 100% Beteiligung) SBF Spezialleuchten GmbH, Lunux Lighting GmbH und die AMS Software & Elektronik GmbH, die das operative Geschäft des Konzerns darstellen bzw. repräsentieren.

Von besonders großer Bedeutung für das operative Geschäft sind vor allem die Geschäftsaktivitäten der Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH (Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“), die traditionell für den Großteil (zuletzt ca. 45,0%) der Konzernumsatzerlöse und aufgrund des besonders margenstarken Bahntechnikgeschäfts auch für den “Löwenanteil“ der Erträge der SBF-Gruppe stehen.

Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“

Das Geschäftsfeld **„Schienenfahrzeuge“** mit dem Fokus auf Decken- und Beleuchtungssysteme für Züge repräsentiert im SBF-Konzern die Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH. Diese hat sich auf LED-Beleuchtungssysteme für den Außen- und Innenbereich von Schienenfahrzeugen jeglicher Bauart, von der Straßenbahn, über Regional-, bis hin zu Hochgeschwindigkeitszügen spezialisiert.

Durch seine hohe technologische Expertise und Innovationskraft sowie umfangreiche Erfahrung, konnte sich die SBF Spezialleuchten GmbH über die vergangenen Jahre hinweg im Bereich integrierter Deckensysteme für den Zuginnenbereich laut eigenen Aussagen im europäischen Markt eine marktführende Position in diesem stark konzentrierten Nischensegment (Oligopol) sichern. Entsprechend zählt das Unternehmen ebenfalls zu den OEM-Zulieferern (Original Equipment Manufacturer) und Tier-One-Suppliern der führenden europäischen Zughersteller (sog. Rolling Stock-Hersteller). Zudem unterhält das Unternehmen auch langjährige Entwicklungspartnerschaften mit diesen marktführenden Bahnherstellern und ist aufgrund dessen auch regelmäßig in großen Zugprojekten involviert.

Bedeutende Kunden der SBF Spezialleuchten GmbH

Quelle: SBF AG; GBC AG

Das Unternehmen bietet seinen Kunden, bei denen es sich neben der Deutschen Bahn (Retrofit-/Modernisierungsprojekte bei der DB-Bestandszugflotte) überwiegend um namhafte Zughersteller (u.a. Siemens Mobility, Stadler und Alstom) handelt, kundenspezifische und hochinnovative Plug-in-Komplettlösungen aus einer Hand an. Zu den besonders bedeutenden Kunden der Gesellschaft zählen vor allem die Schienenfahrzeughersteller Stadler Rail, Siemens Mobility und Bombardier (Segmentumsatzanteil GBCe: ca. 80,0%). Letzterer ist nach der Übernahme im französischen Alstom-Konzern aufgegangen.

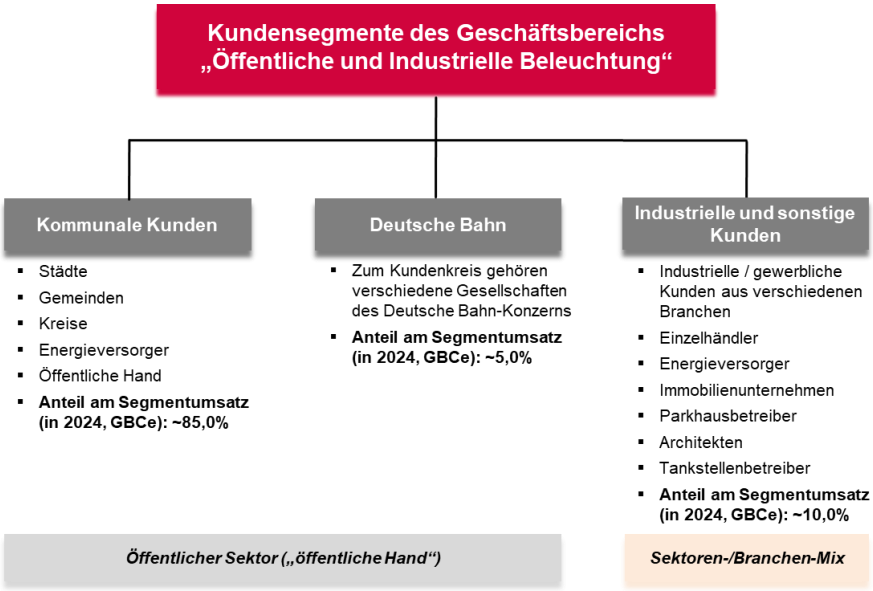
In Bezug auf sein Geschäftsmodell deckt das Unternehmen die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung (inkl. Prototypenerstellung) über die Komponentenfertigung bis hin zur Produktion von komplexen Deckensystemen ab. Die vom Unternehmen individuell gefertigten Deckensysteme stehen traditionell für den Großteil der Umsatzerlöse (Segmentumsatzanteil GBCe: >90,0%) in der Schienenfahrzeuge-Sparte bzw. dem Bahntechnikbusiness des Konzerns.

Kennzeichnend für das Bahntechnikgeschäft des Unternehmens sind hohe individuelle Kundenanforderungen, die zu geringen bis mittleren Stückzahlen bei einer zugleich hohen Variantenanzahl an Produkten/Systemen führen. Dies erfordert eine sehr komplexe und umfangreiche Logistik- bzw. Fertigungsstruktur innerhalb der SBF Spezialleuchten GmbH und sorgt zugleich für eine hohe Markteintrittsbarriere. Gerade die führenden Zughersteller stellen traditionell hohe Anforderungen an ihre Bahntechnikzulieferer. Dies umfasst u.a. umfangreiche Zertifizierungen und hohe Anforderungen an die Qualität der Fertigung- und Fertigungsstruktur (moderner Maschinenpark, umfangreiche Produktionsfläche etc.). All dies führt zu hohen Eintrittshürden im Hinblick auf potenzielle neue Wettbewerber.

Geschäftsfeld „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“

Die Geschäftsaktivitäten im Segment „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ werden durch die operativ-tätige Tochtergesellschaft Lunux Lighting GmbH “abgewickelt“. Dieses auf LED-Beleuchtungssysteme spezialisierte Unternehmen vermarktet seine Produkte und Kundenlösungen unter dem Namen HELLUX und HELLA. Die Gesellschaft verfügt insbesondere über ein hohes Knowhow und Expertise im Wachstumsbereich energieeffiziente LED-Beleuchtung. Die Fertigung der gesamten Lunux Lighting-Produktpalette erfolgt ausschließlich am Lunux Lighting-Produktionsstandort in Budweis (Tschechien).

Kundenstruktur des Segments „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“



Quelle: SBF AG; GBC AG

Zum Kundenkreis der Lunux Lighting zählen hauptsächlich kommunale Kunden (Städte, Gemeinden etc.), die jeweils im Rahmen ihrer regelmäßigen Infrastrukturprojekte mit smarten und energieeffizienten Beleuchtungssystemen des Unternehmens ausgerüstet werden. An dieser Stelle ist zu betonen, dass Lunux Lighting in der Regel lediglich die Entwicklung, Herstellung und Lieferung der gewünschten Beleuchtungslösungen übernimmt bzw. abdeckt und damit keine Projektierungs- oder Installationstätigkeiten für den jeweiligen Kunden durchführt.

In Bezug auf die Segmentumsatzverteilung haben die kommunalen Kunden und die Deutsche Bahn im vergangenen Geschäftsjahr unserer Einschätzung nach für mehr als 90,0% der zuletzt erwirtschafteten Segmenterlöse gestanden. Laut

Unternehmensangaben besitzt die Lunux Lighting-Sparte einen Kundenstamm von über 1.000 verschiedenen Kunden, v.a. aus dem kommunalen/öffentlichen Sektor. Bei einem der bedeutendsten Einzelkunden, der Deutschen Bahn, zählt Lunux Lighting zu einem begrenzten Kreis an Anbietern von Bahnstrecken- bzw. Bahninfrastrukturbeleuchtungen und Beleuchtungslösungen von Bahnhöfen.

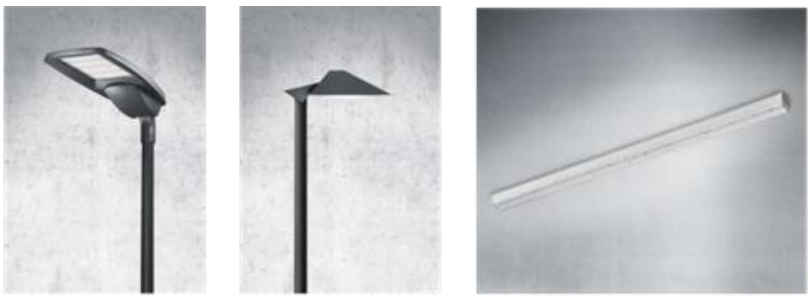
Typische Einsatzbereiche der LED-Technologien von Lunux Lighting

Quelle: SBF AG; GBC AG

Im Segment „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ besitzt die SBF-Gruppe ein breites Produktangebot an LED-Beleuchtungslösungen für den Außen -und Innenbereich von öffentlichen Straßen und Infrastrukturen (Parkhäuser, Bahnhöfe etc.) sowie für industrielle/gewerbliche Anwendungen (u.a. Beleuchtung von Lebensmittelmärkten und Produktions- und Lagerflächen). Zu den typischen Einsatzfeldern des Lunux Lighting-Produktprogramms gehört v.a. die Beleuchtung von Verkehrswegen, Plätzen/Parks, Bahnsteigen, Gleisfeldern, Bahnhofsinnenbereichen und öffentlichen Gebäuden.

Ein Großteil der Segmentumsatzerlöse der Lunux Lighting wird unserer Einschätzung nach vor allem mit LED-basierter Straßen- und Gebäudebeleuchtung sowie Beleuchtungssystemen für Schienentrassen und Bahnhöfe erwirtschaftet. Gerade der Bereich der LED-basierten Straßenbeleuchtung und LED-Beleuchtung von öffentlichen Infrastrukturen stellt unseres Erachtens nach einen Wachstumssektor dar, da aufgrund der voranschreitenden Energiewende und hohen Energiekosten verstärkt in klimafreundliche und energieeffiziente Beleuchtungslösungen investiert wird.

Ausgewählte besonders umsatzstarke Produktgruppen der Lunux Lighting



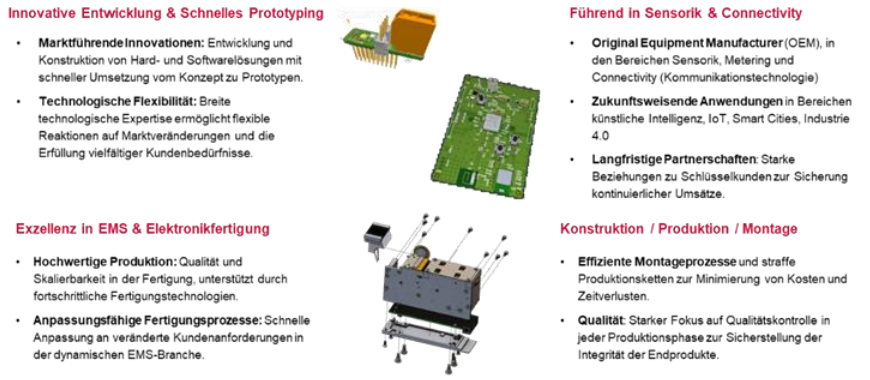
Quelle: SBF AG; GBC AG

Geschäftsfeld „Sensortechnologie & Elektromechanik“

Mit der Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH (AMS) mit Sitz in Flensburg im dritten Quartal des Geschäftsjahres 2023 ist SBF in das Geschäftsfeld **„Sensortechnologie und Elektromechanik“** eingestiegen. Damit hat der Technologiekonzern unter anderem seinen angestoßenen strategischen Ausbau der Wertschöpfungstiefe speziell im Bereich der Elektronikfertigung fortgesetzt.

AMS realisiert seit über 35 Jahren Entwicklungs- und Fertigungsvorhaben in den Bereichen Elektronik, Sensorik, Mechanik und Softwaretechnik. Konkret entwickelt und produziert die Technologiegesellschaft zukunftsweisende elektromechanische Komponenten und Software für Produkte wie Platinen und Sensoren. Daneben gehört auch die Produktion bestückter Leiterplatten -als Herzstück elektronischer Geräte- zum Leistungs- und Kompetenzspektrum des Unternehmens.

Leistungsangebot und Kernkompetenzen der AMS



Quelle: SBF AG; GBC AG

AMS verfügt über einen robusten Kundenstamm mit jahrzehntelang gewachsenen Kundenbeziehungen. Hierbei zählen insbesondere Unternehmen aus den Bereichen Lichttechnik, Gebäudetechnik, Industrieelektronik, Medizintechnik und Kommunikations-/Informationstechnik zu den wesentlichen Kundengruppen der Gesellschaft.

AMS nimmt ebenfalls eine Schlüsselrolle bei der Eigenversorgung der verschiedenen Konzernsparten mit Elektroniksystemen ein. So hat AMS bereits mit der Inhouse-Fertigung von Elektronikteilen/-systemen (z.B. Bestückung von Leiterplatten für die Bahntechniksparte) für die einzelnen Geschäftsbereiche des SBF-Konzerns begonnen. Damit reduziert insbesondere die SBF-Bahntechniksparte mit ihrem Hauptprodukt (vollintegrierte) Deckensysteme seine Abhängigkeit von externen Elektroniklieferanten, v.a. im Bereich der Bestückung von Leiterplatten (sog. Longboards). Hierbei ist anzumerken, dass große Leiterplatten eines der wesentlichen Kernelemente eines jeden Zug-Deckensystems der SBF-Gruppe sind.

Synergien zwischen den SBF-Konzernsparten

Durch den sukzessiven Aufbau der ergänzenden Geschäftsfelder „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ und „Sensortechnologie und Elektromechanik“ und der Kombination dieser Segmente mit dem Stammgeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“, nutzt SBF erhebliche Synergieeffekte auf mehreren Ebenen innerhalb des gesamten Konzerns.

Auf technologischer Ebene bündelt SBF sein LED-Knowhow und seine (Beleuchtungs-)Expertise der entsprechenden Geschäftsfelder bzw. Sparten und unternimmt gemeinsame F&E-Aktivitäten auf Gruppenebene. Zudem besteht ein reger Technologietransfer und -austausch im Bereich der LED-Technologien zwischen den Tochtergesellschaften Lunux Lighting und Spezialleuchten. Hierdurch werden signifikante F&E-Kosten eingespart und zugleich die technologische Basis gestärkt und damit auch die Wettbewerbsposition weiter gefestigt.

Leistungsangebot und Kernkompetenzen der AMS

Nutzung erheblicher **Synergiepotenziale** zwischen den sich ergänzenden Geschäftsbereichen des SBF-Konzerns. Umfangreiche Synergien werden hierbei auf mehreren Ebenen genutzt:

- **Beschaffung:** insbesondere zentraler gebündelter Materialeinkauf; Inhouse-Fertigung von Elektronikteilen und –systemen für einzelne Konzernsparten
- **Fertigung:** Übertragung von bewährten Produktionsprozessen und –strukturen auf alle Fertigungsbereiche der komplementären Konzerngeschäftsfelder
- **F&E**: u.a. Knowhow-Bündelung und -Transfer im Bereich LED-Technologien, gemeinsame Entwicklung von neuen Technologien und Technologieweiterentwicklungen
- **Marketing- und Vertrieb:** Ausschöpfung vorhandener Cross-Selling-Potenziale, gegenseitige Nutzung vorhandener Kundenkontakte etc.

Quelle: SBF AG; GBC AG

Darüber hinaus existieren auch umfangreiche Synergien im Bereich des Einkaufs bei beiden Sparten bzw. Tochtergesellschaften, da beide Geschäftsfelder für die Fertigung ihrer Beleuchtungsprodukte/-systeme ähnliche oder gleiche Materialien und Vorprodukte verwenden. Entsprechend erfolgt in diesem Bereich ein gebündelter und zentralisierter Einkauf, um durch Volumeneffekte deutliche Einsparungen im Beschaffungsbereich zu erzielen.

Um die Beschaffungsseite weiter zu optimieren, hat SBF nach der Übernahme des Elektronikspezialisten AMS mit der Inhouse-Produktion von Elektronikteilen/-systemen (z.B. bestückte Leiterplatten) für einzelne Geschäftsbereiche des Konzerns begonnen. An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass auch die Lunux Lighting-Sparte in Budweis verschiedene Vorprodukte für die Bahntechniksparte des Konzerns herstellt.

Daneben soll AMS mit seiner umfangreichen Software- und Elektronikkompetenz auch eine wichtige Rolle einnehmen bei dem perspektivischen Ausbau und der Weiterentwicklung der Lunux Lighting-Gesellschaft in Richtung eines Full-Service-Anbieters.

In Bezug auf die Produktion werden innerhalb des SBF-Konzerns Knowhow und Kompetenzen ausgetauscht und damit bewährte Fertigungsprozesse und -verfahren auf weitere ergänzende Geschäftsfelder übertragen. Durch diese gezielte Weitergabe sollen schlanke und effiziente Kostenstrukturen und eine hohe Produktivität in allen Fertigungsbereichen des Konzerns erfolgreich etabliert werden.

In diesem Zusammenhang sollten gerade die noch relativ jungen Geschäftsbereiche „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ und „Sensortechnologien und Elektromechanik“ vom Zugang zu bewährten Fertigungsprozessen und -strukturen des „Schienenfahrzeuge“-Geschäftsbereichs profitieren können und damit sehr wettbewerbsfähige Kostenstrukturen für seine Geschäftsaktivitäten nutzen können.

Des Weiteren ergeben sich auch auf der Vertriebsebene signifikante Synergien innerhalb des Konzerns durch bspw. Cross-Selling-Effekte und die gegenseitige Nutzung von vorhandenen Kundenkontakten und hierdurch können die Umsatzerlöse zusätzlich gesteigert werden. So verfügt bspw. das Schienenfahrzeug-Segment über einen sehr guten Zugang zu Bahnunternehmen, der wiederum genutzt werden kann, um Umsatzerlöse mit Lunux Lighting-Produkten in diesem Geschäftsfeld signifikant zu erhöhen. Daneben sind die Produktportfolios beider Sparten des SBF-Konzerns in vielen Bereichen komplementär zueinander, was erhebliche Cross-Selling-Potenziale eröffnet.

MARKT UND MARKTUMFELD

Weltweite Bahntechnikindustrie

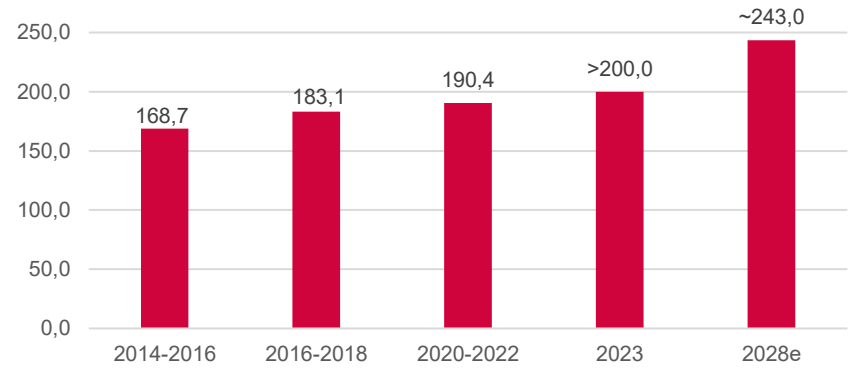
Der SBF-Konzern fokussiert sich mit seinem LED-Technologie-basierten Produktportfolio insbesondere auf die Bahntechnikindustrie (Schwerpunkt: Schienenfahrzeuge/Rail-Sektor) und den öffentlichen (Infrastruktur-)Sektor (Kommunen, Städte, Deutsche Bahn etc.) und vermarktet hierbei seine Produkte v.a. in der DACH-Region. Industrielle Hauptabnehmer der Bahntechnik-Kundenlösungen sind führende europäische Zughersteller, die v.a. in Deutschland und der Schweiz sitzen. Entsprechend konzentrieren sich die nachfolgenden Erläuterungen bzw. Darstellungen primär auf diese Branchen bzw. Sektoren und Absatzgebiete.

Der globale Bahntechnikmarkt gilt allgemein als ein nachhaltiger Wachstumssektor, der durch langfristig wirkende Fundamentalfaktoren, wie z.B. Bevölkerungswachstum, Urbanisierung und verstärkter Umwelt- und Klimaschutz (Stichwort: Energie-/Verkehrswende), positiv beeinflusst wird. Diese Faktoren haben zu einer verstärkten Nachfrage nach Bahntechnik (v.a. Schienenfahrzeuge) und in der Folge zu einer starken Zunahme der globalen schienengebundenen Mobilität bzw. des Schienenverkehrs geführt.

Insbesondere der weiter voranschreitende Urbanisierungstrend hat zu einer Zunahme der Nachfrage nach Schienenfahrzeugen, Bahninfrastruktur und Signaltechnik, besonders in den Schwellenländern (Emerging Markets), geführt. Gerade die weltweit wachsende Bevölkerung in den regionalen Ballungsräumen benötigt eine einfache, schnelle, zuverlässige und kostengünstige Mobilitätsform.

Daneben haben die entwickelten Bahntechnikmärkte, wie z.B. in England und Deutschland, primär durch die Umsetzung von Großprojekten, die auf eine Erneuerung und Modernisierung der bestehenden Infrastruktur samt Zugflotten und einen verstärkten Umwelt-/Klimaschutz abzielen, deutlich an Marktvolumen zugelegt. Selbst in bedeutenden westlichen Ländern wie z.B. in den USA gibt es eine zunehmende Nachfrage nach schienengebundenem Personenverkehr, nachdem in diesen Regionen die Schiene bisher hauptsächlich für den Güterverkehr genutzt wurde.

Entwicklung des Marktvolumens der globalen Bahntechnikbranche (Mrd. €)



Quelle: SCI Verkehr; GBC AG

Entsprechend ist laut den Erhebungen der Beratungsgesellschaft „SCI Verkehr" das durchschnittliche globale Marktvolumen des Bahntechniksektors zwischen den Zeiträumen 2014-2016 und 2020-2022 deutlich um 12,9% auf 190,4 Mrd. €

angewachsen. Im Jahr 2023 hat gemäß SCI-Marktstudien die weltweite Bahntechnikbranche erstmals mehr als 200,0 Mrd. € an Marktvolumen umgesetzt. Bis zum Jahresende 2028 erwarten die Branchenkenner eine signifikante Fortsetzung des positiven Branchentrends und das Anwachsen des weltweiten Marktvolumens auf rund 243,0 Mrd. €, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate ($CAGR_{23-28}$) von rund 4,0% entsprechen würde.

Gerade die in den vergangenen Jahren weltweit zunehmende Bedeutung des Umwelt- und Klimaschutzes (Stichwort: Eindämmung der Erderwärmung auf 1,5°C) und die damit verbundene notwendige Energiewende bzw. Mobilitätswende haben dem Bahn- bzw. Bahntechniksektor zusätzlichen Auftrieb gegeben. So stehen bspw. viele Länder und Städte vor der Herausforderung die verkehrsbedingte CO_2- und Lärmemission zu senken und gleichzeitig den Flächenbedarf und die Kosten der wesentlichen (Haupt-)Mobilitätsträger zu reduzieren.

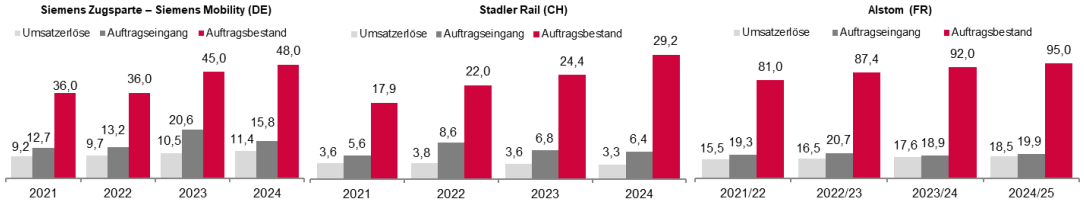
Die Europäische Union sieht sich als globaler Vorreiter im Bereich des Umwelt- und Klimaschutzes und verfolgt hierbei eine ambitionierte „grüne Politik“ (Stichwort: „European Green Deal“; „Fit for 55-Initiative“). Dies spiegelt sich unter anderem auch im Europäischen Klimagesetz wider, in dem festgeschrieben wurde, dass bis 2050 im Zuge der Energiewende eine klimaneutrale Wirtschaft und Gesellschaft in Europa etabliert werden soll. Auch das zuletzt verabschiedete Netto-Null-Industrie-Gesetz (Net Zero Industry Act) als Teil des EU-Green Deals soll dafür sorgen, dass mehr saubere Technologien in der EU produziert und vermarktet werden. Entsprechend zielt dieses Gesetz darauf ab, Investitionen zu fördern und verbesserte Rahmenbedingungen für den Cleantech-Markt in Europa zu schaffen, v.a. für Technologien, die die Energiewende maßgeblich sind vorantreiben und nur geringe bis gar keine Treibhausgasemissionen verursachen.

Ein wesentlicher Schlüsselfaktor zur Erreichung der Klimaneutralität in der EU ist der verstärkte Einsatz sauberer und umweltfreundlicherer Verkehrsmittel bzw. Mobilitätsformen im traditionell stark-CO_2-lastigen Verkehrs-/Mobilitätssektor. In Bezug hierauf kann v.a. die Bahn als klimaneutraler und damit besonders klimafreundlicher Mobilitätsträger einen deutlich positiven Beitrag zur Transformation des Verkehrssektors Richtung „Grüner Mobilität“ leisten.

Nach den EU-Bestrebungen und-Initiativen („2021 das europäische Jahr der Schiene“) sollen die Bürger und Unternehmen Europas verstärkt die klimafreundliche Bahn nutzen. Bislang rollen lediglich rund 7,0% des Personen- und 11,0% des Güterverkehrs über das EU-Schienennetz. Parallel hierzu entfallen bisher rund 25,0% der Treibhausgasemissionen der EU auf den bisher noch verbrennerlastigen Verkehrssektor. Basierend auf den Zielen des europäischen „Green Deals“ strebt Europa an, bis 2050 der erste klimaneutrale Kontinent ohne Netto-Treibhausgasemissionen zu werden. Auf dem Weg dorthin sollen die Netto-Treibhausgasemissionen bis 2030 um mindestens 55,0% gegenüber dem Referenzjahr 1990 reduziert werden.

Das nachhaltige Wachstum in der Bahntechnikindustrie und die weiterhin vielversprechenden Wachstumsperspektiven des Sektors spiegeln sich auch in den bisher erzielten positiven Umsatzentwicklungen und enormen Auftragsbeständen der weltweit führenden Zugbauer bzw. Bahnhersteller wider. So konnten viele bedeutende Branchenakteure in den vergangenen Jahren deutliche Umsatzzuwächse und regelmäßig neue Auftragsbestandsrekorde verzeichnen. Andererseits wurde die Branche durch instabile Lieferketten bedingt durch Covid-Nachwirkungen negativ beeinflusst, was bei einigen Zugbauern die Wachstumsdynamik abgeschwächt hat oder sogar teilweise zu leicht rückläufigen Umsätzen geführt hat, was zuletzt bspw. bei dem Bahnhersteller Stadler Rail zu beobachten war.

Umsatz- und Auftragsentwicklung der Top-3 SBF-Kunden im Geschäftsfeld Schienenfahrzeuge (Kennzahlen in Mrd. € /CHF)



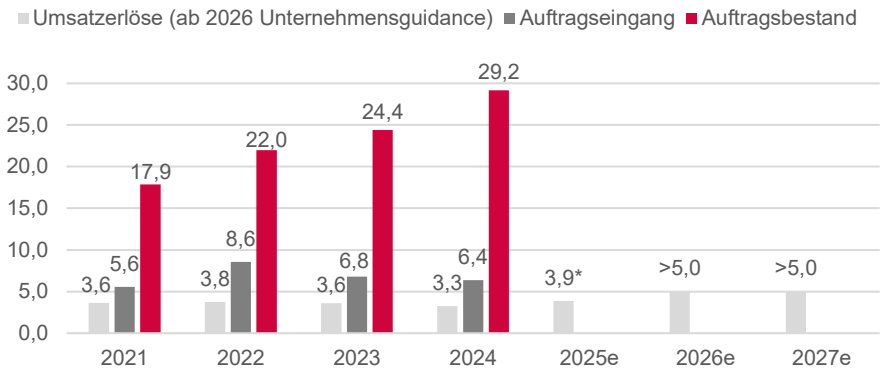
Quelle: GBC AG; Unternehmensangaben

Vor allem die europäischen Branchenschwergewichte Stadler Rail und Siemens Mobility, traditionell die Hauptkunden des SBF-Konzerns (Umsatzanteil SBF-Bahntechnikgeschäft GBCe: ca. 80,0%), konnten in den vergangenen Jahren starke Auftragseingänge erzielen und hierbei stetig neue Auftragsbestandsrekorde verzeichnen. In Anbetracht dessen sind diese führenden Bahnhersteller für die künftige Geschäftsentwicklung besonders positiv gestimmt und haben laut eigenen Angaben dynamische Umsatzzuwächse in Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung in Aussicht gestellt.

Insbesondere der Schweizer Zugbauer Stadler Rail rechnet basierend auf einem groben Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2025 mit einem Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr, wobei Kapitalmarktanalysten für diese Geschäftsperiode konkret einen deutlichen (durchschnittlichen) Umsatzanstieg um 18,0% auf 3,90 Mrd. CHF (VJ: 3,3 Mrd. CHF) prognostizieren. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2026 ist der Konzern nochmals deutlich optimistischer und rechnet mit einem erstmaligen Umsatzsprung über die Marke von 5,0 Mrd. CHF. Auf mittelfristige Sicht erwartet Stadler Rail sogar Rekordkonzernumsatzerlöse von über 5,50 Mrd. CHF.

Der Konkurrent Siemens Mobility (Bahntechniksparte des Siemens-Konzerns) erwartet für das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24 erneut ein zweistelliges profitables Wachstum für sein Bahntechnikbusiness in einer Bandbreite von 8,0% bis 11,0% (VJ: 8,3% Erlöswachstum auf vergleichbarer Basis).

Umsatz- und Auftragsentwicklung Stadler Rail (in Mrd. CHF)

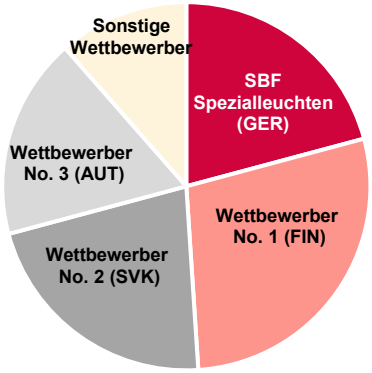


*Quelle: Stadler Rail; GBC AG *basierend auf Analystenkonsensus*

Ein Großteil der weltweit führenden Bahnhersteller haben ihren Hauptsitz und wesentliche Geschäftsaktivitäten in Europa und unterhalten zugleich auch bedeutende Produktionsstätten in Deutschland bzw. der DACH-Region.

In Bezug auf die Produktion von Regional- und Fernzügen werden die Bahnhersteller von einem umfangreichen Netzwerk an unzähligen Zulieferern beliefert, die sich auf die Entwicklung und Fertigung einzelner Produkte oder Systeme spezialisiert haben. Hierbei bestehen unserer Einschätzung nach bei einzelnen Komponenten oder Systemen eine starke Konzentration seitens der Bahntechnikzulieferer (zweiseitiges Oligopol). So gehört bspw. SBF im Bereich der Zug-Deckensysteme unseren Recherchen nach zu lediglich einer stark begrenzten Anzahl von ungefähr einem halben Dutzend Anbietern, die spezielle Produkte bzw. Produktsysteme für diese führenden Zughersteller (z.B. Siemens Mobility oder Stadler Rail) entwickeln und fertigen. Zudem ist in dieser Deckensysteme-Marktnische zuletzt mit dem Konkurs der Schweizer Schlegel AG (Jahresumsatz GBCe: ca. 13,0 Mio. €) ein weiterer relevanter Marktakteur ausgeschieden, was zu einer nochmals stärkeren Segmentkonzentration geführt hat.

Geschätzte Marktanteile bedeutender Akteure im Bereich der Zug-Deckensysteme in der DACH-Region



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus greifen unserer Einschätzung nach Zughersteller bei Schlüsselprodukten, wie z.B. Deckensystemen, aus Risikogründen traditionell auf mindestens drei verschiedene Lieferanten zurück, die mit der Entwicklung und anschließenden Produktion dieser speziellen Produktsysteme beauftragt werden. Bei der Lieferantenauswahl spielt auch die bisherige Lieferperformance und der geografisch gelegene Fertigungsstandort eine entscheidende Rolle, um die Produktion dieser hochkomplexen Zugprojekte im vorab festgelegten Zeitrahmen auch planmäßig umsetzen zu können.

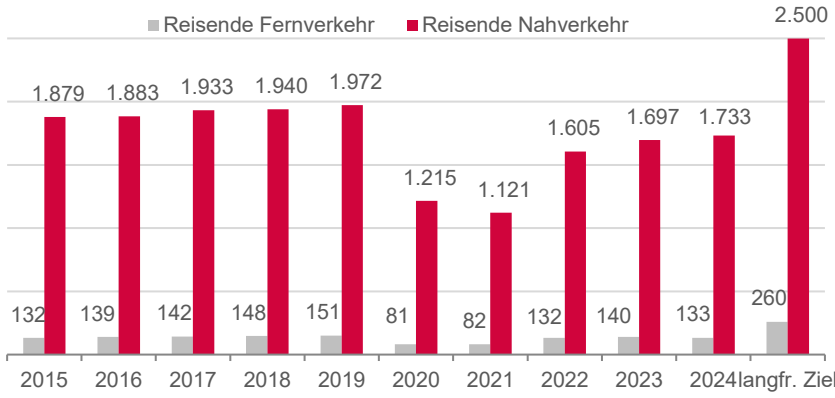
Deutscher Bahnverkehrssektor

Auch in Deutschland hat sich der Bahnsektor in den vergangenen Jahren vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie äußerst positiv entwickelt und ist stetig gewachsen. So hat der Deutsche Bahn-Konzern, das mit weitem Abstand größte Bahnverkehrsunternehmen in Deutschland, hinsichtlich der Anzahl der beförderten Personen im Jahr 2019 einen neuen Rekordwert mit 151,0 Mio. Reisenden im Fernverkehr (Vgl. 2015: 132 Mio.) und 1.972 Mio. Reisenden im Nahverkehr (Vgl. 2015: 1.879 Mio.) erreicht.

Nach dem Ausbruch der Corona-Krise ist die Anzahl der Reisenden im Jahr 2020 massiv eingebrochen und hat sich im darauffolgenden Jahr 2021 stabilisiert. In den Folgejahren 2022, 2023 konnte der DB-Konzern aufgrund von Erholungseffekten und staatlichen Mobilitätsanreizen (z.B. Deutschlandticket mit zuletzt 13,5 Mio. Abo-Nutzern) wieder deutliche Zuwächse bei den Personenbeförderungen

erreichen. So wurde im Nahverkehr im vergangenen Jahr 2024 erneut ein leichter Anstieg der Reisenden um 2,1% auf 1.733 Mio. (VJ: 1.697 Mio.) erzielt. Im Fernverkehr musste hingegen ein moderater Rückgang auf 140 Mio. (VJ. 133 Mio.) Reisende hingenommen werden, wobei sich damit die Anzahl der beförderten Personen immer noch im Bereich des langjährigen Durchschnitts bewegt.

Entwicklung der Anzahl der Reisenden der Deutschen Bahn AG (in Mio.)

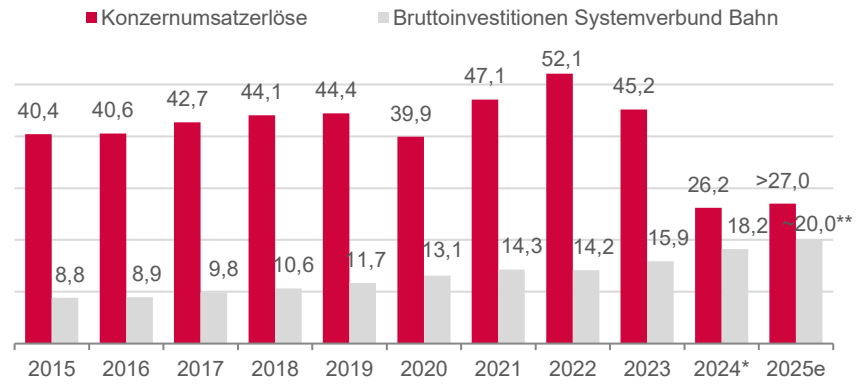


Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG

Auch in Bezug auf die mittel- und langfristige Perspektive rechnet die Deutsche Bahn im Nah- und Fernverkehr mit weiteren Zuwächsen und entsprechend mit einer Fortsetzung des Unternehmenswachstums. Parallel zu der spürbaren Zunahme der Bahnreisenden in den vergangenen Jahren hat der DB-Konzern ebenfalls seine erzielten Konzernumsatzerlöse und Investitionen in die Infrastruktur (Schienennetz, Bahnhöfe etc.) und Zugflotte nachhaltig erhöht.

Um auch künftig mehr Personen- und Güterverkehr auf die klimafreundliche Schiene zu verlagern und die verstärkt auftretenden Pünktlichkeitsdefizite der Bahn zu beheben, sind umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur und die Zugflotte erforderlich, um die hierfür notwendigen Kapazitäten bereitzustellen und einen attraktiven Beförderungsservice (inkl. Pünktlichkeit) für die Kunden gewährleisten zu können.

Umsatzerlöse und Bruttoinvestitionen des Deutsche Bahn-Konzerns (Mrd. €)



*Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG * Kennzahlen deutlich beeinflusst durch DB Schenker-Verkauf **geplante Bruttoinvestitionen des DB-Konzerns und Bunds*

Angesichts der Tatsache, dass nur mit einer Mobilitätswende hin zu einer verstärkten Nutzung der Schiene Deutschland und Europa seine ehrgeizigen klimaschutzspezifischen und verkehrspolitischen Ziele erreichen kann, ist die Bahnbranche

und Politik bestrebt, mit milliardenschweren Investitionen mehr Personen- und Güterverkehr auf die Schiene zu verlagern bzw. für eine schienengebundene Mobilität zu gewinnen. Auch die EU investiert signifikantes Kapital, um die europäischen Länder untereinander besser mit dem Schienenverkehr zu verbinden.

Entsprechend plant bspw. der Deutsche Bahn-Konzern langfristig eine Verdopplung der Reisendenanzahl im Fernverkehr auf 260 Mio. (+100% bezogen auf 2015). Im gleichen Schritt soll auch die Reisendenanzahl im Nahverkehr deutlich um 1 Mrd. und die Verkehrsleistung im Schienengüterverkehr signifikant um 70,0% (bezogen auf 2015) zulegen. Um diese Ziele auch erreichen zu können, strebt der Bahnkonzern auf langfristige Sicht an, die Kapazitäten in der Bahninfrastruktur um mehr als 30,0% zu erhöhen.

Um somit zukünftig mehr klimafreundliche Mobilität und Güterverkehr auf der Schiene zu erreichen, investiert der DB-Konzern und der Bund immer stärker in die Bahn (Rolling Stock) samt dazugehöriger Infrastruktur. Im Rahmen dessen hat die Deutsche Bahn im Zeitraum von 2017 bis 2023 seine ICE-Flotte von rund 260 Zügen auf 402 Züge massiv erhöht. Bis Ende des Jahrzehnts soll die ICE-Flotte weiter auf insgesamt rund 450 Züge anwachsen. Allein im vergangenen Jahr 2023 wurden noch 56 ICE L beim spanischen Hersteller Talgo und 17 weitere ICE 3 neo bei Siemens Mobility in Auftrag gegeben. Derzeit sind laut Medienberichten seitens des DB-Konzerns insgesamt 90 ICE's bei Siemens Mobility bestellt, wovon 14 Fernzüge noch im laufenden Jahr ausgeliefert werden sollen. Um die Modernisierung und Erweiterung seiner Zugflotte weiter voranzutreiben, veranschlagt der DB-Konzern nach derzeitigen Planungen für den Zeitraum 2024 bis 2031 Investitionen in Höhe von rund 6,0 Mrd. €.

Auch in Bezug auf die Bahninfrastruktur erhöht der Staatskonzern zunehmend sein finanzielles Engagement und hat im vergangenen Jahr 2024 eine Rekordsumme investiert, um den vorhandenen Investitionsrückstau, v.a. im Schienennetz, nicht weiter ansteigen zu lassen. So hat die Deutsche Bahn-Infrastrukturgesellschaft DB InfraGO im abgelaufenen Jahr 2024 16,9 Mrd. € in Schienen, Bahnhöfe und andere Teile der Infrastruktur investiert. Zu den größten umgesetzten Vorhaben zählten dabei die Generalsanierung der Riedbahn zwischen Frankfurt/Main und Mannheim, die den Auftakt für 40 weitere Korridorsanierungen in den nächsten Jahren bildeten. Insgesamt hat der Bund der Deutschen Bahn im abgelaufenen Jahr knapp 17,0 Mrd. € für die Infrastruktur zur Verfügung gestellt. In den Vorjahren waren es nahezu stets weniger als 10,0 Mrd. €. Der DB-Konzern, gemeinsam mit dem Bund, strebt im aktuellen Jahr rund 20,0 Mrd. € an (Bahn-)Infrastrukturinvestitionen an.

Investitionen im öffentlichen Infrastruktursektor in Deutschland

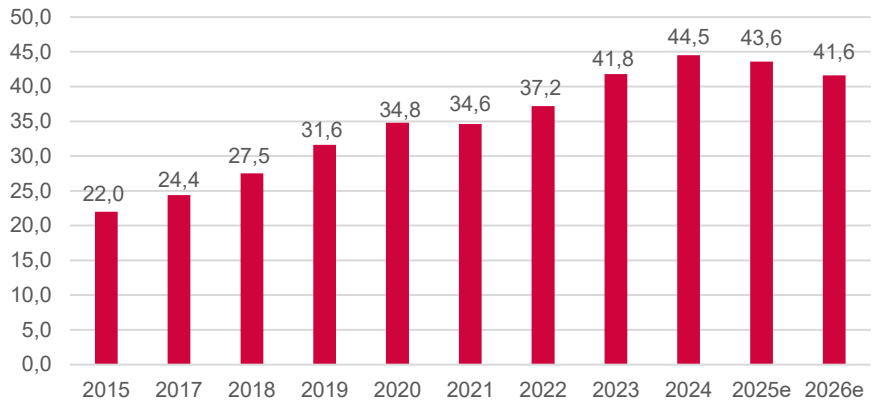
Nicht nur die Investitionen in Züge und die inländische Bahninfrastruktur sind in den vergangenen Jahren stetig angewachsen, sondern auch die Investitionen in die kommunale bzw. öffentliche Infrastruktur der Bundesrepublik Deutschland.

Gerade die bedeutenden öffentlichen Infrastrukturinvestitionen entfallen traditionell zu mehr als 50,0% auf die Kommunen, d.h. primär auf Städte, Gemeinden und Kreise. Sie stellen einen Großteil der Infrastruktur für bspw. Schulen, Verkehr, Energie- und Wassernetze oder Krankenhäuser bereit und sind damit ein zentraler Faktor für den wirtschaftlichen Erfolg und Wohlstand Deutschlands.

Laut Erhebungen des Statistischen Bundesamts sind die kommunalen Sachinvestitionen in die öffentliche Infrastruktur von 2015 bis 2024 dynamisch um 102,3%

auf 44,5 Mrd. € (2015: 22 Mrd. €) angestiegen. Basierend auf Analysen der Bundesvereinigung der kommunalen Spitzenverbände wird für das aktuelle Jahr 2025 und das Folgejahr angesichts der angespannten Finanzlage der Kommunen mit einem moderaten Rückgang der kommunalen Investitionen auf 43,6 Mrd. € bzw. 41,6 Mrd. € gerechnet, wobei sich die erwarteten Investitionen damit dennoch auf einem deutlich überdurchschnittlichen Niveau bewegen. Das zuletzt beschlossene Sondervermögen „Infrastruktur" soll dem stark entgegenwirken und die kommunalen Investitionen steigern bzw. zumindest auf einem weiterhin hohen Niveau halten.

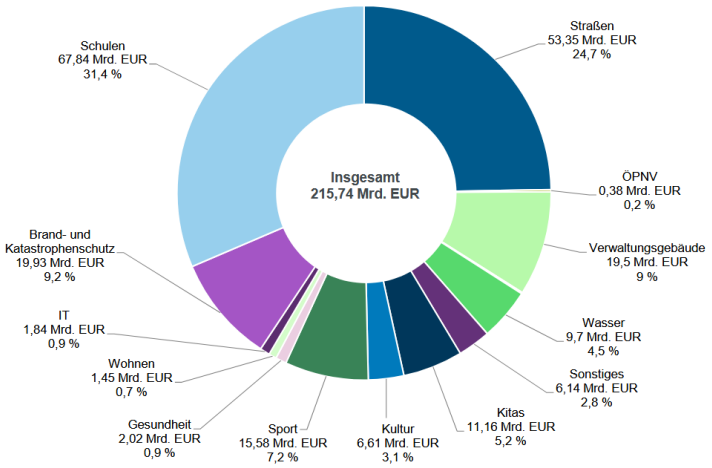
Kommunale Ausgaben für Sachinvestitionen in Deutschland (Mrd. €)



Quelle: Statistisches Bundesamt; Bundesvereinigung der kommunalen Spitzenverbände (Prognosen); GBC AG

Trotz der anwachsenden Investitionen in die kommunale Infrastruktur, besteht laut Studien der staatlichen Förderbank KfW im öffentlichen Bereich bei den Gemeinden und Städten weiterhin ein massiver (wahrgenommener) Investitionsrückstau, der laut jüngsten Erhebungen nochmals deutlich auf 215,7 Mrd. € angewachsen ist und damit erstmals die Marke von 200 Mrd. € durchbrochen (zuvor: ca. 186,0 Mrd. €) hat. Insbesondere in den Bereichen der Straßen- und Verkehrsinfrastruktur (53,4 Mrd. € bzw. 24,7%), öffentlichen Verwaltungsgebäuden (19,5 Mrd. € bzw. 9,0%) und Schulen (67,8 Mrd. € bzw. 31,4%) wurde ein großer Investitionsnachholbedarf identifiziert.

Wahrgenommener Investitionsrückstau der Kommunen (2024)



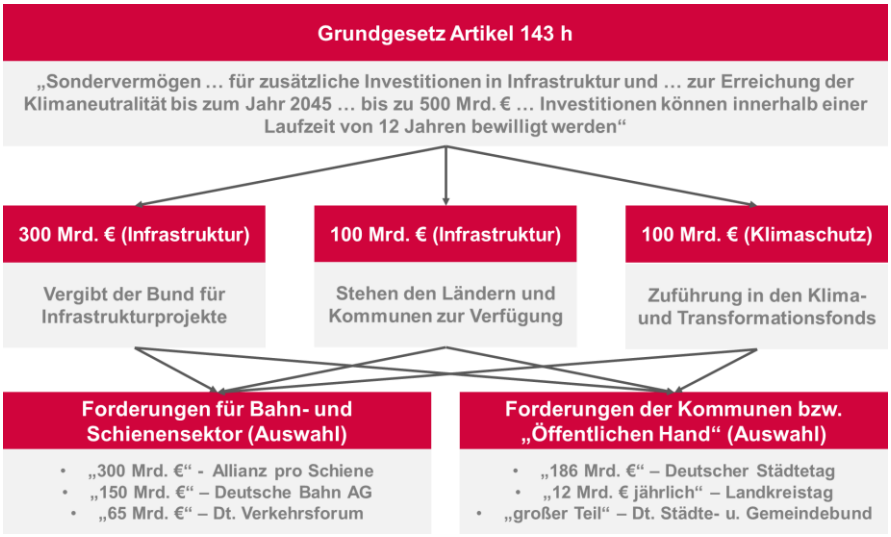
Quelle: KfW; GBC AG

Auf gesamtstaatlicher Ebene sehen führende Wirtschaftsinstitute einen nochmals deutlich größeren Investitionsrückstau bei den öffentlichen Infrastrukturen. So taxieren das Kölner IW und IMK den Investitionsbedarf in diesem Sektor auf rund 600,0 Mrd. €.

Um den aufgelaufenen Rückstau in der öffentlichen Infrastruktur zu beheben, die Wirtschaft zu stärken und das Wachstum Deutschlands zu fördern (Hebung des Potenzialwachstums), hat die neue Regierung mit dem zu Beginn des Jahres geschaffenen Sondervermögen für primär Infrastruktur von bis zu 500,0 Mrd. € einen entsprechenden Verfügungsrahmen zur Finanzierung öffentlicher Infrastrukturprojekte geschaffen. Dieses geplante staatliche Ausgabenprogramm beinhaltet ein spezielles Budget in Höhe von 100 Mrd. € zur Förderung des Klimaschutzes, das in den Klima- und Transformationsfonds fließen soll. Der Hauptanteil des Gesamtbudgets mit 300 Mrd. € entfällt auf den Bund, der dies für Infrastrukturprojekte vergibt. Daneben sind 100 Mrd. € für die Bundesländer vorgesehen, die diese finanziellen Mittel an ihre Kommunen weitergeben sollen.

Die mit dem Sondervermögen geplante Investitionsoffensive zielt dabei vor allem auf die Modernisierung der Bahninfrastruktur (Schienennetz) und der Schiene sowie der öffentlichen bzw. kommunalen Infrastruktur (u.a. Straßen und öffentliche Gebäude).

Staatliches Ausgabenprogramm für den inländischen Infrastruktursektor



Quelle: Bundesministerium der Justiz; GBC AG

Nach der Schaffung des Sondervermögens haben verschiedene Interessensgruppen finanzielle Ansprüche für ihre Investitionsbedarfe an das staatliche Ausgabenprogramm angemeldet, wie bspw. die Deutsche Bahn (150,0 Mrd. €) oder der Deutsche Städtetag (186 Mrd. €), die kumuliert das Gesamtbudget von 500 Mrd. € bei weitem übersteigen. Viele Ökonomen rechnen damit, dass von den geplanten Investitionen in die öffentliche Infrastruktur und den Klimaschutz positive gesamtwirtschaftliche Impulse ausgehen werden, v.a. aber in den Sektoren, wo diese Ausgaben gezielt getätigt bzw. anfallen werden.

Ende Juni hat das Bundeskabinett den Regierungsentwurf für den Bundeshaushalt 2025 den Gesetzesentwurf zur Errichtung des Sondervermögens Infrastruktur und Klimaneutralität sowie die Eckwerte 2026 bis 2029 beschlossen.

Basierend auf dem Bundeshaushalt 2025 und dem 500-Milliarden-Investitionspaket (Sondervermögen), die beide nun auf den Weg gebracht wurden, plant die Bundesregierung für dieses Jahr Rekordinvestitionen in Höhe von über 115,0 Mrd. €. Bis 2029 sollen die jährlichen Investitionen des Bundes auf fast 120,0 Mrd. € pro Jahr ansteigen. Mit diesem enormen fiskalischen Ausgabenprogramm strebt die Regierung den notwendigen Modernisierungsschub für die Bundesrepublik Deutschland an: für moderne Bahnstrecken, Brücken und Straßen, für gute Schulen, Kitas und Krankenhäuser, für den Klimaschutz und die Digitalisierung. Der neue Haushaltsentwurf der Bundesregierung soll voraussichtlich im Parlament bzw. Bundestag im September verabschiedet werden.

Der SBF-Konzern hat sich mit seinen LED-Beleuchtungslösungen für Zughersteller und öffentliche Kunden (DB-Konzern, Kommunen etc.) vielversprechend positioniert, um von den verstärkten Investitionen in die Schiene bzw. Bahn und öffentliche Infrastrukturen signifikant zu profitieren. Die Rekordauftragsbestände und signifikanten Wachstumsambitionen der europäischen Zughersteller sorgen für ein starkes Fundament, um im SBF-Bahntechnik-Kernsegment zukünftig deutlich profitabel wachsen zu können. Die geplante staatliche Investitionsoffensive (Erhöhung Kernhaushalt, Sondervermögen Infrastruktur etc.) eröffnet auf mittel- und langfristige Sicht signifikante zusätzliche Marktchancen.

GESCHÄFTSENTWICKLKUNG 2024

GuV in Mio. €	2022	2023	2024
Umsatz	34,84	33,96	47,20
EBITDA	2,32	-0,99	0,56
EBIT	0,60*	-3,00	-0,93
Nettoergebnis	-0,65*	-3,36	-1,99

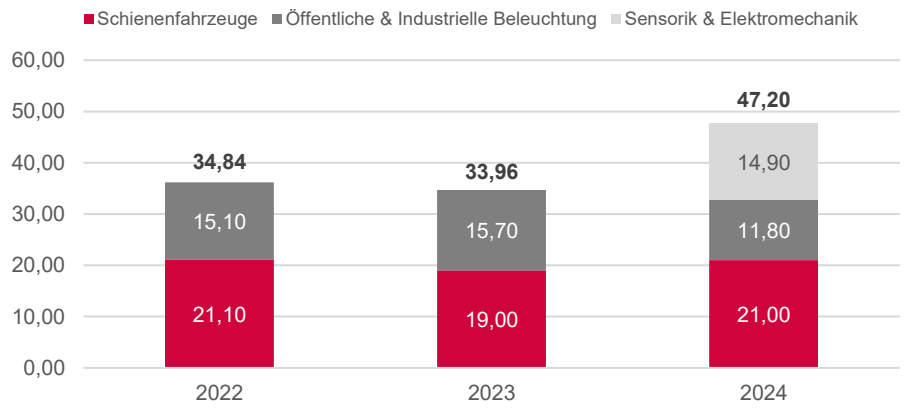
*Quelle: SBF AG; GBC AG *positiv beeinflusst durch einen Sonderertrag i.H.v. 3,0 Mio. € aus einem Sale-and-Lease-back-Geschäft*

Umsatzentwicklung im GJ 2024

Das vergangene Geschäftsjahr des SBF-Konzerns war v.a. geprägt durch organisches und anorganisches Wachstum und verschiedene ergebnisbelastende Sondereffekte sowie Transformationskosten (v.a. in Lunux Lighting-Sparte). Angesichts von deutlichen Umsatzzuwächse im Bahntechnikgeschäft und einem anorganischen Wachstumseffekt (AMS-Übernahme, Erstkonsolidierung seit Januar 2024), konnte die SBF-Gruppe einen deutlichen Anstieg der Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 39,0% auf 47,20 Mio. € (VJ: 33,96 Mio. €) erzielen.

Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden dabei insbesondere vom Hauptgeschäftsfeld **„Schienenfahrzeuge“** mit einem Konzernumsatzanteil von 44,5% getragen. Die Umsatzerlöse im Bahntechnik-Segment konnten dabei deutlich um 10,5% auf 21,0 Mio. € (VJ: 19,0 Mio. €) gesteigert werden. Damit hat der Technologiekonzern weiterhin von einer anhaltend hohen Nachfrage der Schienenfahrzeugindustrie bzw. Zugherstellerbranche nach vollintegrierten SBF-Deckensystemen (Anteil am Rail-Business GBCe: >90,0%) profitiert. Gemäß Unternehmensangaben waren im vergangenen Geschäftsjahr erneut die führenden Zugbauer Stadler Rail, Siemens Mobility und Alstom (inkl. Bombardier nach M&A in 2021) die wesentlichen Auftraggeber bzw. Kunden des Bahntechnikgeschäftsfelds.

Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (Mio. €)*



*Quelle: SBF AG; GBC AG *vor Konsolidierungsbuchungen*

Auch im derzeit volumenmäßig zweitgrößten Geschäftsbereich **„Sensortechnologie & Elektromechanik“**, der durch die AMS-Tochtergesellschaft repräsentiert wird, wurden die Segmentumsatzerlöse gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresniveau moderat um 5,7% auf 14,9 Mio. € (Pro-forma Vorjahr: 14,1 Mio. €) gesteigert. Hierbei konnte die Elektroniksparte unserer Einschätzung nach von einer stabilen Kundennachfrage, v.a. aus den Sektoren Gebäudetechnik und Medizintechnik, spürbar profitieren. Daneben wurde laut Unternehmensangaben in

diesem Geschäftsfeld mit der Inhouse-Produktion von Elektronikteilen- und Systemen für die Konzernsparten „Schienenfahrzeuge“ (Aufnahme einer SMD-Produktionsline für große Leiterplatten für Deckensysteme) und „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“ begonnen.

Entgegengesetzt entwickelte sich hingegen das Segment **„Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“** mit einem signifikanten Umsatzrückgang um rund 24,8% auf 11,8 Mio. € (VJ: 15,7 Mio. €). Damit konnte der vom Unternehmen geplante Umsatz (Planumsatz: 15,6 Mio. €) in diesem Segment nicht erreicht werden. Hauptursächlich hierfür waren projektbezogene Verzögerungen im kommunalen Bereich und eine zurückhaltende Investitionstätigkeit (wegen höherer Finanzierungskosten etc.) vor allem im industriellen Sektor. Wir gehen davon aus, dass die erwirtschafteten Segmenterlöse überwiegend auf gelieferte Beleuchtungslösungen für öffentliche Straßen und kommunale Gebäude (Umsatzanteil GBCe: über 70,0%) basierten und damit endkundenseitig aus Investitionsprojekten der sog. „Öffentlichen Hand“ resultierten.

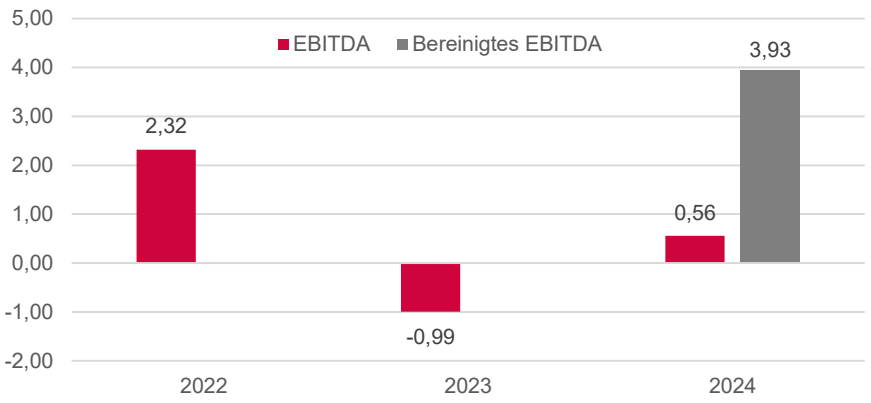
Damit hat der SBF-Konzern seine herausgegebene Umsatzguidance (Konzernumsatz von 48,0 Mio. € bis 50,0 Mio. €) für das vergangene Geschäftsjahr 2024 nur knapp verfehlt. Unsere Umsatzschätzung (GBCe: 47,26 Mio. €) bezüglich dieser Geschäftsperiode wurde erreicht.

Ergebnisentwicklung im GJ 2024

Parallel zum positiven Umsatztrend hat der SBF-Konzern ebenfalls auf allen Ergebnisebenen, trotz verschiedener Sonderbelastungen (Sonderkosten Verlagerung-Lunux Lighting-Hauptproduktion, Sonderabschreibungen auf Vorrate bei AMS) und einer bisher noch defizitären „Lunux Lighting-Sparte“, deutliche Ertragsverbesserungen erzielt.

So konnte das operative Ergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr mit 0,56 Mio. € deutlich in den positiven Bereich (VJ: -0,99 Mio. €) “gedreht“ werden. Damit übertraf SBF seine EBITDA-Prognose (EBITDA über 0,30 Mio. €) deutlich. Unsere EBITDA-Prognose (EBITDA GBCe: 1,22 Mio. €) wurde insbesondere bedingt durch die hohe AMS-Sonderabschreibung nicht erreicht.

Entwicklung des Konzern-EBITDA und bereinigtem EBITDA (in Mio. €)



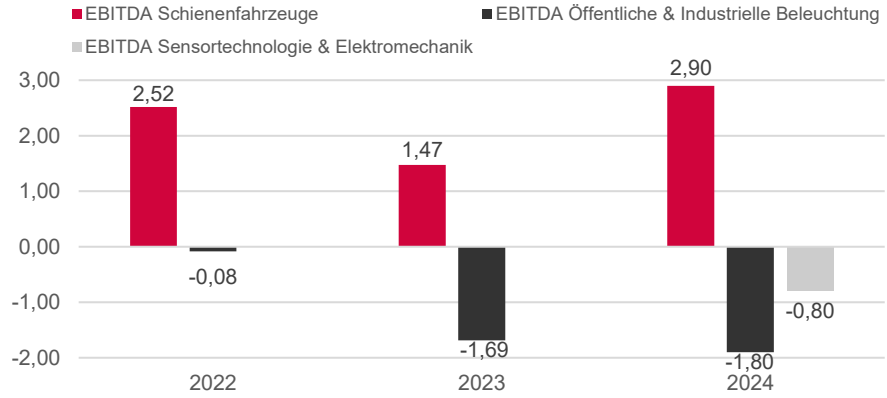
Quelle: SBF; GBC AG

Daneben hat das EBITDA auch von einem positiven außerordentlichen Ertrag in Höhe von 0,93 Mio. € profitiert, der aus der Auflösung eines passiven Unterschiedsbetrags aus der AMS-Kapitalkonsolidierung resultierte. Unter

Herausrechnung dieser Sonder- und Einmaleffekte sowie außerordentlichen Erträgen wurde sogar ein bereinigtes Konzern-EBITDA in Höhe von 3,93 Mio. € erzielt. Entsprechend betrug die bereinigte EBITDA-Marge 8,3%.

In Bezug auf die Ergebniszusammensetzung entfiel der alleinige positive Ergebnisbeitrag auf das Kerngeschäftsfeld **„Schienenfahrzeuge“**. In diesem Segment wurde bedingt durch stark einsetzende Skaleneffekte (wegen höherer Kapazitätsauslastung) im Rahmen der deutlichen Umsatzausweitung und wirksam gewordener Preisgleitklauseln in den Kundenverträgen ein dynamischer EBITDA-Anstieg um rund 97,0% auf 2,90 Mio. € (VJ: 1,47 Mio. €) erzielt. Gleichzeitig konnte die EBITDA-Marge im Bahntechnikgeschäftsbereich deutlich überproportional auf 13,8% (VJ: 7,7%) gesteigert werden.

Entwicklung der Segmentperformance (in Mio. €)*



*Quelle: SBF AG; GBC AG; *vor Konsolidierungsbuchungen*

Im Geschäftsbereich **„Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“** musste hauptsächlich aufgrund der unter den Unternehmenserwartungen liegenden Umsatzentwicklung (Planumsatz GJ 2024: 15,6 Mio. €) und einem auf höheren Kapazitäten ausgelegten Kostenapparat (Kapazitätsmaximum Springe-Produktionsstandort GBCe: ca. 30,0 Mio. € Umsatzvolumen) ein negatives EBITDA in Höhe von -1,80 Mio. € hingenommen werden, welches damit unterhalb des Vorjahresniveaus lag (VJ: -1,69 Mio. €).

Ergebnismindernd wirkten sich ebenso eingetretene Sonderkosten in Höhe von 0,80 Mio. € aus, die im Rahmen der im zweiten Halbjahr durchgeführten Verlagerung der bisherigen Springe-Fertigung an den Lunux Lighting-Produktionsstandort nach Budweis (Bündelung der gesamten Lunux Lighting-Fertigung an diesem tschechischen Produktionsstandort) angefallen sind. Korrigiert um diesen Effekt wurde ein bereinigtes Segmentergebnis in Höhe von -1,10 Mio. € erzielt.

Die operative Ergebnisentwicklung des neu hinzugekommenen Geschäftsbereichs **„Sensortechnologie & Elektromechanik“**, der durch die übernommene AMS-Tochtergesellschaft (Erstkonsolidierung ab 16.01.2024) repräsentiert wird, war v.a. geprägt von einer erheblichen Sonderabschreibung auf das Vorratsvermögen (Abwertung von Lageraltbeständen) in Höhe von 1,70 Mio. €. Daneben wirkten sich temporäre Mehrkosten durch den Einsatz von Leiharbeitern (1,10 Mio. €), die zur Kapazitätssicherung eingeplant waren und Anlaufkosten im Zuge der Inbetriebnahme einer neuen SMD-Produktionslinie für sog. „Longboards“ ergebnisbelastend aus.

Insgesamt ergab sich schließlich für das Elektronik-Segment ein negatives EBITDA in Höhe von -0,80 Mio. €, welches sich damit leicht gegenüber dem vergleichbaren operativen Vorjahresergebnis (Pro-forma EBITDA Vorjahr: -1,0 Mio. €) verbessert hat. Korrigiert um die starken Sonderabschreibungen auf das Vorratsvermögen wurde jedoch ein deutlich positives bereinigtes EBITDA von 0,90 Mio. € erzielt, was einer bereinigten EBITDA-Marge von ca. 6,0% entsprechen würde.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten, wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein im Vergleich zum Vorjahr verbessertes Konzernnettoergebnis in Höhe von -1,99 Mio. € (VJ: -3,36 Mio. €) erzielt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das Jahresergebnis des vergangenen Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahr (zusätzlich) unter einer deutlich erhöhten Sondersteuerbelastung, resultierend aus der Auflösung von aktiven latenten Steuern in Höhe von 0,60 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €), gelitten hat.

Damit hat der SBF-Konzern v.a. aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Lunux Lighting-Sparte und den verschiedenen Sonderbelastungen seine Ergebnisguidance (Jahresfehlbetrag im mittleren fünfstelligen Bereich) verfehlt. Auch unsere Nettoergebnisprognose (Konzernergebnis von -1,14 Mio. €) wurde hauptsächlich bedingt durch die deutlich über unseren Erwartungen liegende Gesamtsteuerbelastung nicht erreicht.

Fazit: Insgesamt konnte der SBF-Konzern dank eines starken Kerngeschäfts (Rail-Business) ein deutlich positives EBITDA erzielen, dass die negative operative Ergebnisentwicklung der sonstigen Konzernsparten nicht vollständig kompensieren konnte. Auf Nettoergebnis-Ebene musste, vor allem bedingt durch eingetretene Sondereffekte bzw. Sonderbelastungen, ein negatives Konzernergebnis hingenommen werden.

Bilanz- und Finanzlage zum 31.12.2024

in Mio. €	31.12.22	31.12.23	31.12.24
Eigenkapital	36,84	33,53	31,50
EK-Quote (%)	75,3%	73,9%	63,8%
Finanzverbindlichkeiten (Bankkredite)	7,46	6,08	9,16
Liquide Mittel	13,70	10,80	6,73
Nettoverschuldung (bei neg. VZ: Nettoliquidität)	-6,24	-4,72	2,43
Operatives Anlagevermögen	11,25	11,20	11,38
davon immaterielles Vermögen	0,77	0,11	0,05
Vorräte	17,69	17,73	23,48

Quelle: SBF AG; GBC AG

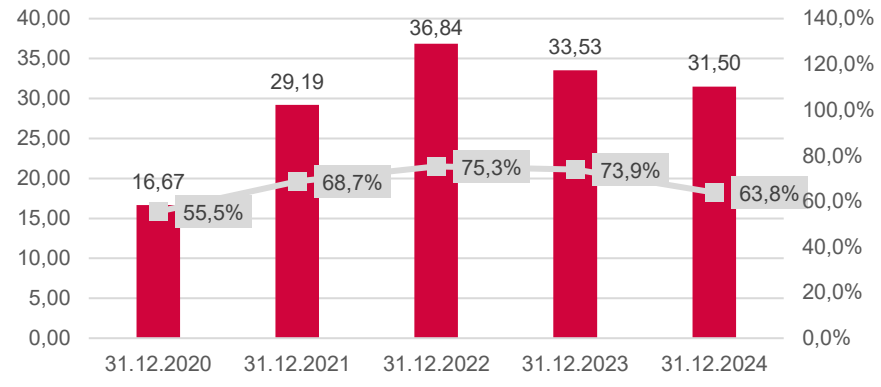
Die bisherige Performance der SBF-Gruppe, die getätigten Investitionen in den Aufbau und die Weiterentwicklung der Geschäftsfelder sowie die AMS-Übernahme (Erstkonsolidierung ab 16.01.2024) haben sich auch in unterschiedlicher Form in der Konzernbilanz niedergeschlagen.

Der SBF-Konzern besitzt v.a. aufgrund seines produktionsbasierten Geschäftsmodells traditionell eine hohe Sachanlagenintensität mit einem Anteil an der Bilanzsumme zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres von 23,1% (31.12.2023: 24,7%). Das operative Anlagevermögen konnte zum Bilanzstichtag 31.12.2024 mit 11,38 Mio. € im Vergleich zum Vorjahresstichtag (31.12.2023: 11,20 Mio. €) bedingt durch signifikante Investitionen in den AMS-Maschinenpark und Reinvestitionen bei der Spezialleuchten-Tochtergesellschaft auf einem stabilen Niveau gehalten werden.

Das Vorratsvermögen hat sich hingegen zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres hauptsächlich durch die Erstkonsolidierung der übernommenen AMS-Gesellschaft und einer gezielten erhöhten Bevorratung bei Spezialleuchten-Tochtergesellschaft zur Absicherung langfristiger Projekte im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 32,4% auf 23,48 Mio. € (31.12.2023: 17,73 Mio. €) erhöht.

Die Vorräte und das operative Anlagevermögen (Sachanlagevermögen) standen damit zum Bilanzstichtag 31.12.2024 zusammen für 70,6% (31.12.2023: 63,7%) der Bilanzsumme und machten damit den “Löwenanteil“ des Gesamtvermögens aus.

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



Quelle: SBF; GBC AG

Da die Geschäftsaktivitäten der SBF-Gruppe primär über Eigenkapital finanziert werden, ist die Passivseite der Konzernbilanz v.a. durch einen hohen Eigenkapitalanteil geprägt. Bedingt durch das negative Jahresergebnis im vergangenen Geschäftsjahr sank das Eigenkapital des Konzerns zum Stichtag 31.12.2024 auf 31,50 Mio. € (31.12.2023: 33,53 Mio. €). Gleichzeitig reduzierte sich die Eigenkapitalquote moderat auf 63,8% (31.12.2023: 73,9%), bewegt sich jedoch weiterhin auf einem überdurchschnittlichen Niveau.

Hinsichtlich des zum Eigenkapital ergänzend in Anspruch genommenen Fremdkapitals bestanden zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres Bankverbindlichkeiten in Höhe von 9,16 Mio. €, welche sich primär aufgrund der verstärkten Working Capital-Investments im Vergleich zum Vorjahresniveau (31.12.2023: 6,08 Mio. €) deutlich erhöht haben.

Demgegenüber standen zum Bilanzstichtag 31.12.2024 umfangreiche liquide Mittel in Höhe von 6,73 Mio. € (31.12.2023: 10,80 Mio. €). Hieraus ergab sich zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres eine Nettoverschuldung in Höhe von 2,43 Mio. € (31.12.2023: Nettoliquidität von 4,72 Mio. €).

Insgesamt kann SBF bei seinen Geschäftsaktivitäten weiterhin auf eine solide und gesunde Bilanzstruktur zurückgreifen. Durch die umfangreichen liquiden Mittel und die geringe Verschuldung ist der Technologiekonzern unverändert in einer komfortablen Lage, seinen angestrebten Wachstumskurs weiter vorantreiben zu können.

SWOT-ANALYSE

Stärken	Schwächen
● Starke Marktposition als Technologie- und Kostenführer in der Bahntechniknische „Zug-Deckensysteme“ ● Hohe Markteintrittsbarrieren und starke Anbieterkonzentration im Schienenfahrzeuge-Segment bzw. Rail-Business ● Die Lunux- und AMS-Sparte sorgen für eine höhere kunden- und branchenseitige Diversifikation ● Robustes Geschäftsmodell mit langjährigen Großkunden im Bahntechnikgeschäft und über 1.000 kommunalen Kunden sowie der Deutschen Bahn als Kunde im öffentlichen Infrastrukturgeschäft ● Der hohe Konzernauftragsbestand von zuletzt über 100,0 Mio. € (Anteil Bahnbusiness GBCe: über 85,0 Mio. €) sorgt für eine hohe Plan- und Sichtbarkeit bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung	● Abhängigkeit von einzelnen Führungspersonen auf Konzern- und Tochtergesellschaftsebene ● Dynamische Kostensteigerungen, v.a. bei Elektronikteilen, können oftmals nicht im vollen Umfang und zeitverzögert weitergegeben werden ● Starke Abhängigkeit von wenigen Zugherstellern innerhalb des Bahntechnikbusiness, jedoch auch gegenseitige hohe Abhängigkeit aufgrund der sehr starken Anbieterkonzentration bei Deckensysteme-Zulieferern ● Geringer Freefloat in der Aktie
Chancen	**Risiken**
● Die Ausrichtung auf die Wachstumssektoren Bahntechnik, öffentliche Infrastruktur/Bahninfrastruktur und Elektrotechnologien eröffnen hohe Umsatz- und Ergebnissteigerungspotenziale ● Durch die stark verbesserte Lunux-Kostenbasis verfügt diese Infrastruktursparte nun über eine deutlich verbesserte Marktposition, was sich positiv auf die künftige Umsatz- und Ertragslage auswirken sollte ● Signifikant ansteigende (öffentliche) Investitionen im Bahn- und Infrastruktursektor bieten erhebliche Wachstumschancen ● Die von der Bundesregierung in Aussicht gestellte Investitionsoffensive (finanziert durch Kernhaushaltaufwuchs und Sondervermögen) könnte mittel- und langfristig zu einer deutlich höheren Wachstumsdynamik innerhalb der SBF-Gruppe führen ● Die geplanten massiv erhöhten Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben könnte für zusätzlichen Umsatzimpulse in der AMS-Sparte sorgen	● Eine Konsolidierung oder Kooperationen innerhalb der Zugherstellerbranche könnten sich negativ auf die Geschäfts- und Ertragslage von SBF auswirken ● Ein zunehmender Wettbewerb im Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ könnte Margenrückgänge im Infrastrukturbusiness zur Folge haben ● Verschiebungen oder Probleme bei Großprojekten würden sich negativ auf die Geschäftsentwicklung auswirken ● Einzelne elektronische Komponenten der SBF-Beleuchtungslösungen müssen primär von asiatischen Lieferanten bezogen werden. Sollte diese Belieferung plötzlich ausbleiben oder verringern, hätte dies deutliche negative Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung des Konzerns

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatzerlöse	47,20	47,31	53,18	57,28
EBITDA	0,56	2,51	4,67	6,31
EBIT	-0,93	1,07	3,30	4,99
Nettoergebnis (EAT)	-1,99	0,43	1,94	3,15

Quelle: SBF AG; GBC AG

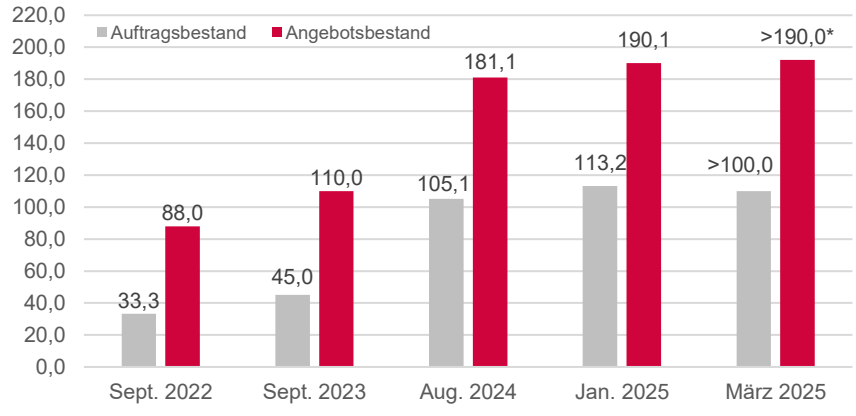
Umsatzprognosen

Mit Veröffentlichung seiner Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2024 hat der SBF-Konzern seine Unternehmensguidance für die laufende Geschäftsperiode bekannt gegeben. Hiernach stellt das SBF-Management für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 43,0 Mio. € bis 46,0 Mio. € und ein EBITDA von 1,5 Mio. € bis 2,5 Mio. € in Aussicht. Wir stufen diesen Unternehmensausblick als eher konservativ ein, da der SBF-Konzern bereits im vergangenen Geschäftsjahr mit einem erzielten Konzernumsatz von 47,20 Mio. € und einem bereinigten EBITDA von 3,93 Mio. € Resultate signifikant oberhalb dieser Bandbreiten erzielen konnte, v.a. auf operativer Ergebnisebene.

Daneben rechnet das SBF-Management zukünftig mit deutlich positiven Effekten auf die Geschäftsentwicklung und Auftragslage aus der von der Bundesregierung geplanten staatlichen Investitionsoffensive im öffentlichen Infrastruktur- und Verteidigungssektor (Stichwort: Mittelaufwuchs Kernhaushalt, 500 Mrd. €-Sondervermögen Infrastruktur und Sonderetat für Verteidigung).

Der SBF-Konzern verfolgt allgemein eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie. Ein zentraler Eckpfeiler dieser Strategie stellt die Ausweitung des Kerngeschäfts, dem Bahntechnikbusiness (Umsatzanteil zuletzt: ca. 45,0%), dar. Gleichzeitig ist der Technologiekonzern bestrebt, seine hierzu ergänzenden Geschäftsbereiche „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“ und „Sensortechnologie & Elektromechanik“ weiter sukzessive auszubauen.

Entwicklung des Auftragsbestands & Angebotsvolumens von SBF (Mio. €)



*Quelle: SBF AG; GBC AG *eigene Schätzung (GBCe)*

Um seine Konzernumsatzerlöse weiter vorantreiben zu können, kann SBF auf einen erheblichen Auftragsbestand von zuletzt über 100,0 Mio. € und Angebotsbestand von über 190,0 Mio. € (GBCe) zurückgreifen. Hierbei ist anzumerken, dass

unserer Einschätzung nach über 85,0% (bzw. über 85,0 Mio. €) dieses Auftrags- und Angebotsbestands auf das margenstarke Bahntechnik-Stammgeschäft entfallen.

Wir gehen davon aus, dass ein wesentlicher Teil des dem „Schienenfahrzeuge"-Segment zuzurechnenden Auftrags- und Angebotsbestands sich v.a. in den Geschäftsjahren 2026 und 2027 in den Kennzahlen des Unternehmens niederschlagen werden und aufgrund des starken Umsatzgewichts des Kernsegments auch für deutliches Wachstum auf Konzernebene in diesen Geschäftsperioden sorgen wird.

Unsere Annahme basiert hierbei unter anderem auf der geplanten massiven Expansion des SBF-Hauptkunden Stadler Rail (Umsatzanteil Bahntechniksegment GBCe: ca. 40,0%). So plant der Schweizer Zugbauer nach einem erwarteten signifikanten Wachstum auf 3,90 Mrd. CHF im aktuellen Geschäftsjahr 2025 (VJ: 3,30 Mrd. CHF) einen Umsatzsprung auf über 5,00 Mrd. CHF im kommenden Geschäftsjahr 2026, wobei das Stadler Management auf mittelfristige Sicht sogar Umsatzerlöse von über 5,50 Mrd. CHF in Aussicht stellt.

Bei diesen starken Wachstumsambitionen des Schweizer Zugbauers sollte der von Stadler Rail in 2019 erhaltene Großauftrag der Berliner Verkehrsbetriebe AöR (BVG) über die Lieferung von bis zu 1.500 U-Bahn-Wagen eine wesentliche Rolle spielen, da dieser Großauftrag mit einem Auftragswert von grob 3,0 Mrd. CHF für zuletzt rund 15,0% des schienenfahrzeugspezifischen Konzernauftragsbestands (Auftragsbestand „Rolling-Stock" Ende 2024: 20,9 Mrd. CHF) des Schweizer Zugbauers stand. Laut Medienberichten soll die Serienfertigung der ersten Tranche des Großauftrags in einem der größten Stadler-Produktionsstandorte in Berlin-Pankow noch im laufenden Jahr beginnen. So sollen zunächst bis Mitte 2026 130 Kleinspurwagen im Berliner-Stadler-Werk gefertigt werden und dann im Anschluss weitere 236 Großspurwagons bis Ende 2028. Daneben hat der BVG-Aufsichtsrat einen zweiten Fahrzeugabruf aus dem Rahmenvertrag mit Stadler über die Bestellung, Fertigung und Lieferung von weiteren 108 U-Bahn-Wagen freigegeben.

Auch der SBF-Konzern rechnet laut eigenen Angaben in seinem Schienenfahrzeugsegment ab dem Geschäftsjahr 2026 mit verstärkt anfallenden Projektabwicklungen mit Bahntechnikgroßkunden, woraus sich unseres Erachtens zukünftig deutliches Wachstum für das Hauptgeschäft und aufgrund des starken Umsatzgewichts des Kernsegments auch für den Konzern ab dieser Geschäftsperiode ableiten lässt. Das Bahntechnik-Kernsegment stellt damit unseres Erachtens unverändert den zukünftigen "Hauptwachstumsmotor" und den "Ertragshebel" des Konzerns dar.

Angesichts des eher defensiven Unternehmensausblicks und des erst Ende Mai 2025 bekannt gegebenen vollständigen Hochlaufs des Lunux Lighting-Maschinenparks in Budweis (nach der Verlagerung der Produktion von Deutschland nach Tschechien), rechnen wir für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 zunächst mit einem stabilen Geschäftsverlauf und entsprechend mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 47,31 Mio. € (VJ: 47,20 Mio. €).

Die erwarteten Umsatzerlöse im aktuellen Geschäftsjahr sollten hierbei hauptsächlich vom Kernsegment **Schienenfahrzeuge** (Segmentumsatz GBCe: 20,32 Mio. €) getragen werden, wobei wir für das Bahntechnikgeschäftsfeld zunächst mit einer soliden Geschäftsentwicklung gegenüber dem starken Vorjahresniveau (Rail-Umsatz 2024: 21,0 Mio. €) rechnen. Bedingt durch die Lunux Lighting-Produktionsverlagerung und der im Zuge dessen erst Ende Mai 2025 vollständig zur Verfügung stehenden Produktionskapazitäten in dieser Sparte, rechnen wir für das

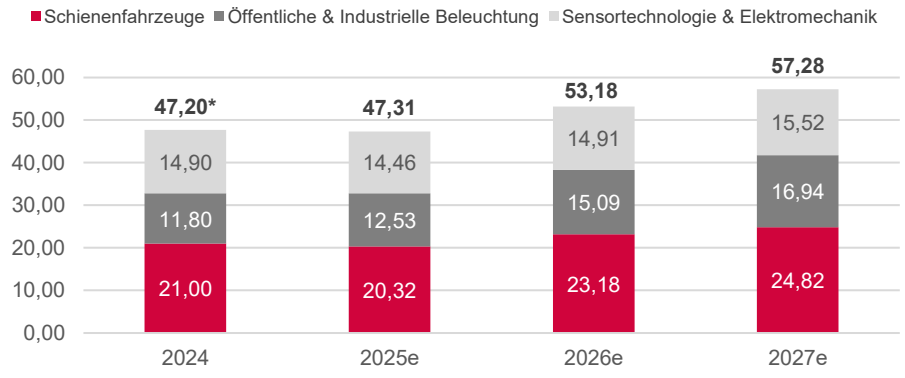
Lunux-Geschäftsfeld im laufenden Geschäftsjahr lediglich mit einem moderaten Segmentumsatzzuwachs auf 12,53 Mio. € gegenüber der Vorjahresperiode (VJ: 11,80 Mio. €). Hinsichtlich des **AMS-Geschäftsbereichs** gehen wir für die aktuelle Geschäftsperiode von einer robusten Geschäftsentwicklung aus und erwarteten Segmenterlösen in Höhe von 14,46 Mio. € (VJ: 14,90 Mio. €).

In Bezug auf das Folgejahr 2026 kalkulieren wir mit einem deutlichen Konzernumsatzanstieg um 12,4% auf 53,18 Mio. €. Als Hauptwachstumstreiber sollte sich hierbei das Bahntechnikbusiness erweisen. Basierend auf dem enormen (Rail-bezogenen) Auftragsbestand, der erwarteten verstärkten Auftragsabarbeitung des Unternehmens und den expansiven Geschäftsplanungen einzelner Hauptkunden rechnen wir für das Schienenfahrzeugsegment im GJ 2026 mit einem deutlichen Segmentumsatzanstieg auf 23,18 Mio. €.

Für das Lunux Lighting-Segment erwarten wir in dieser Geschäftsperiode bedingt durch die gestärkte Wettbewerbsposition (Relocation nach Budweis sorgt für eine deutlich wettbewerbsfähigere Kostenstruktur), das breite Portfolio an kommunalen und öffentlichen Kunden (Öffentliche Hand, DB-Konzern etc.) und das positive Marktumfeld einen signifikanten Umsatzzuwachs auf 15,09 Mio. €. Parallel hierzu kalkulieren wir für das AMS-Geschäftsfeld basierend auf dem umfangreichen (langjährigen) Kundenstamm mit einem leichten Umsatzanstieg auf 14,91 Mio. €.

In Bezug auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2027, welches wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen haben, rechnen wir mit einem erneuten deutlichen Konzernumsatzzuwachs auf dann 57,28 Mio. €. Dieser sollte durch eine weitere erwartete deutliche Geschäftsexpansion in der Spezialleuchten- und Lunux Lighting-Sparte gelingen. Der von uns prognostizierte Umsatzanstieg in dieser Geschäftsperiode sollte ebenfalls durch die fiskalischen Ausgabenprogramme der Bundesregierung zusätzlich befeuert werden.

Erwartete Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)



*Quelle: SBF AG; GBC AG *vor Konsolidierungsbuchungen*

Basierend auf dem enormen Auftragsbestand (über 100 Mio. €) und Angebotsvolumen (über 190 Mio. €) des SBF-Konzerns, den ambitionierten Wachstumsplänen (bzw. Rekordauftragsbeständen) der Hauptkunden im Bahntechnikbusiness (u.a. Stadler Rail und Siemens Mobility), sollte es gelingen, im Kerngeschäft ab 2026 deutliche Umsatzzuwächse zu erreichen und hierbei neue Erlösbestmarken zu erzielen. Zudem ergeben sich im Bahngeschäft künftig zusätzliche Wachstumschancen durch die verstärkte Marktkonzentration infolge der voranschreitenden Branchenkonsolidierung (z.B. durch den Konkurs des Schweizer Wettbewerbers

Schlegel AG im 1. HJ 2025) in der ohnehin äußerst stark konzentrierten Marktnische Zug-Deckensysteme.

Daneben rechnen wir auch damit, dass auf mittel- und langfristige Sicht die Spezialleuchten- und Lunux Lighting-Sparte (zusätzlich) signifikant von der geplanten staatlichen Investitionsoffensive (massive Erhöhung der Ausgaben des Bundeshaushalts, 500 Mrd.-Euro-Sondervermögen Infrastruktur) profitieren werden. Die von der Bundesregierung in Aussicht gestellten Rekordinvestitionen in die öffentliche Infrastruktur (Schienennetz, Bahnhöfe, Straßen, öffentliche Gebäude etc.), würden unseres Erachtens auf Ebene der SBF-Endkunden (z.B. DB-Konzern, Kommunen, Städte oder Landkreise) für eine wesentlich höhere Planungssicherheit und deutlich verbesserte finanzielle Spielräume/Budgets sorgen und damit zukünftig zu wesentlich höheren Investitionen in die öffentliche Infrastruktur führen.

Konkret sollten bspw. die geplanten Investitionen in die Modernisierung bzw. Sanierung des Schienennetzes und der Bahnhöfe die Attraktivität des Mobilitätsträgers Bahn deutlich erhöhen und auch anschließend eine Erweiterung und Modernisierung der Zugflotten der Bahnbetreiber nach sich ziehen. Durch die avisierten verstärkten Investitionen in öffentliche Straßen (samt Beleuchtung) und öffentliche Gebäude (Schulen, Kindergärten etc.) soll speziell die kommunale Infrastruktur deutlich modernisiert werden und der vorhandene massive Investitionsrückstau in der inländischen Infrastruktur abgebaut werden.

In der Folge sollten die künftigen Geschäftsaktivitäten des SBF-Konzerns durch die hieraus verstärkt erwarteten Aufträge aus dem Bahnsektor (z.B. von Zugherstellern, dem DB-Konzern bei Zug-Modernisierungsprojekten oder öffentlichen Kunden bzgl. Bahnhofsmodernisierungen) und dem kommunalen Sektor (von der „Öffentlichen Hand“) deutlich beflügelt werden können. Für die AMS-Tochtergesellschaft mit ihrem sensortechnologiebasierten Leistungsangebot eröffnen sich durch die geplanten massiv erhöhten Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben zusätzliche Wachstumspotenziale in den Bereichen der sicherheitsspezifischen Anwendungen für die Landesverteidigung und öffentliche kritische Infrastruktur (zusätzliches Upsidepotenzial).

Ergebnisprognosen

Parallel zu unserer erwarteten Wachstumsserie, die ab dem kommenden GJ 2026 beim SBF-Konzern beginnen soll, rechnen wir ebenfalls auch auf Ertrags- und Rentabilitätsebene mit deutlichen Zuwächsen bzw. Verbesserungen. Als wesentlichen Ergebnistreiber und Profitabilitätshebel sehen wir unverändert das margenstarke Bahntechnikgeschäft (traditionelle Rohertragsmarge GBCe: über 55,0%).

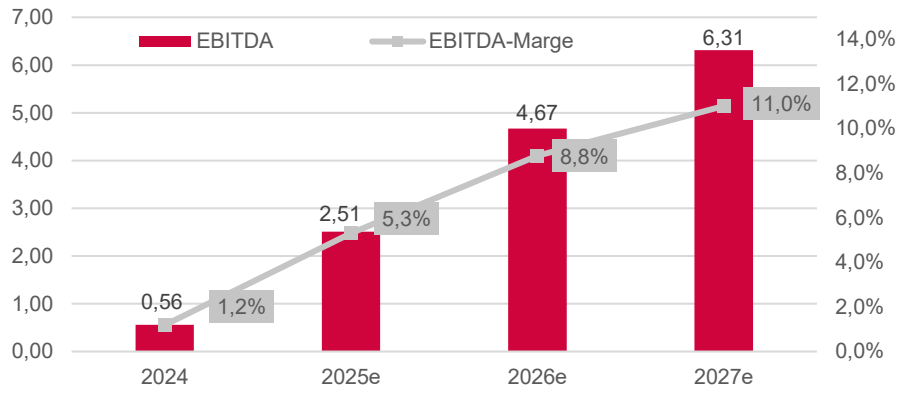
Für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 rechnen wir im Einklang mit der Ergebnisguidance der SBF-Gruppe mit einem EBITDA und einer EBITDA-Marge von 2,51 Mio. € bzw. 5,3% und entsprechend mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung gegenüber dem Vorjahresniveau (VJ: 0,56 Mio. €). Hierbei ist unsere EBITDA-Schätzung für die laufende Geschäftsperiode als eher konservativ einzustufen, da der SBF-Konzern im vergangenen Geschäftsjahr bereits ein bereinigtes operatives Ergebnis (EBITDA) von 3,93 Mio. € (GBCe) und eine bereinigte EBITDA-Marge von 8,3% erzielt hat.

Der von uns prognostizierte operative Konzernergebniszuwachs sollte primär aus einem robusten Ergebnisbeitrag aus dem Hauptgeschäft (Bahnbusiness) und AMS-Geschäftsfeld (Elektronikbusiness) resultieren. Die erwartete deutlich verbesserte Kostenbasis in der Lunux Lighting-Sparte durch die Mitte des Jahres erfolgreich abgeschlossene Hauptproduktionsverlagerung (erwartete jährliche Gesamtkostenersparnis durch Fertigungsverlagerung GBCe: rund 1,70 Mio. €) nach

Budweis und die hiermit verbundenen Segmentergebnisverbesserungen sollten ebenfalls den prognostizierten EBITDA-Anstieg in dieser Geschäftsperiode wesentlich begünstigen bzw. stützen.

In Bezug auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2026 rechnen wir basierend auf einer erwarteten verstärkten Produktions- bzw. Kapazitätsauslastung und hiermit verbundenen deutlichen Skaleneffekten und einem günstigeren Umsatzmix (höherer Anteil besonders margenträchtiges Bahntechnikgeschäft) mit einem weiteren dynamischen EBITDA-Anstieg auf 4,67 Mio. €. Parallel hierzu sollte durch den überproportionalen Ergebnisanstieg die EBITDA-Marge deutlich auf 8,8% zulegen können.

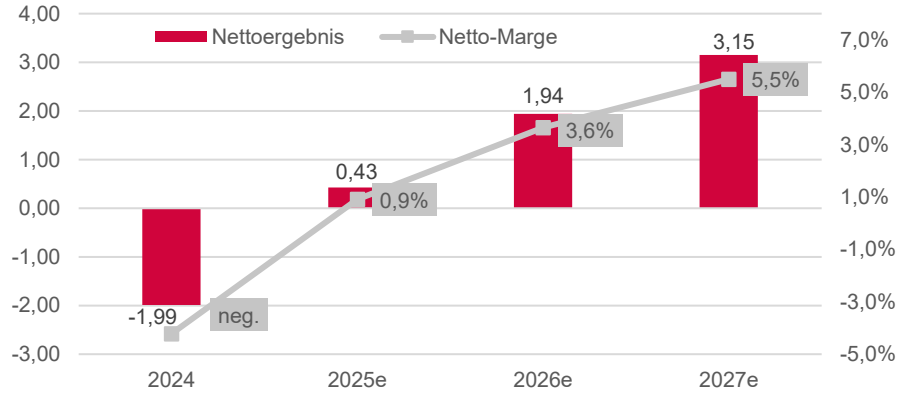
Erwartete künftige EBITDA-Entwicklung des SBF-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC *AG*

Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2027 kalkulieren wir eine nochmals stärkere konzernweite Produktionsauslastung und entsprechend mit noch stärker einsetzende Skaleneffekte, die in Kombination zu einem erneuten deutlichen EBITDA-Zuwachs auf dann 6,31 Mio. € führen sollten. Gleichzeitig rechnen wir mit einer weiteren deutlichen Verbesserung der EBITDA-Marge auf 11,0%.

Erwartete Entwicklung des Nettoergebnisses & Netto-Marge (Mio. € / %)



Quelle: SBF AG; GBC AG

Auf Nettoebene kalkulieren wir unter zusätzlicher Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten für das laufende Geschäftsjahr 2025 angesichts der erwarteten starken (operativen) Margenerholung wieder mit einem deutlich positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,43 Mio. € (VJ: -1,99 Mio. €). In den Folgejahren 2026 und 2027 sollte das Nettoergebnis, parallel zur erwarteten

dynamischen operativen Ergebnisentwicklung, rasant auf 1,94 Mio. € bzw. 3,15 Mio. € ansteigen.

Alles in allem sollte der SBF-Konzern, beginnend ab dem aktuellen Geschäftsjahr 2025, durch die bereits in der vergangenen Geschäftsperiode eingeleiteten Maßnahmen zur Kostenoptimierung, Effizienzsteigerung und Strukturverschlankung deutlich profitieren und im Zuge dessen eine signifikante Profitabilitätsverbesserung erzielen können. Gerade in der Lunux Lighting-Sparte wurde durch die erfolgreiche Produktionsverlagerung die allgemeine Kostenbasis massiv gesenkt und damit eine deutlich verbesserte Ausgangsbasis für das angestrebte profitable Wachstum geschaffen. Vor allem durch die erwartete verstärkte Kapazitätsauslastung im margenstarken Bahntechnikbusiness und den hierdurch erzielbaren starken Skaleneffekten sollte es SBF gelingen, seine Konzernprofitabilität in den kommenden Geschäftsjahren deutlich überproportional zu steigern.

Basierend auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2027 in unsere Detailschätzperiode, was zu einer höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Perioden geführt hat, haben wir unser bisheriges Kursziel deutlich auf 12,00 € (zuvor: 7,00 €) erhöht.

Kurszielsteigernd wirkten sich insbesondere unsere signifikant erhöhten langfristigen Wachstumserwartungen (Erhöhung der prognostizierten Wachstumsrate in der sog. „Consistency-Phase“ auf 8,5% von zuvor 6,5%) infolge des deutlich verbesserten Marktumfelds (staatliche Investitionsoffensive) aus. Daneben haben sich die ebenfalls moderat gesenkten Kapitalkosten (Reduzierung des WACC von 8,1% auf 7,4%) aufgrund der deutlichen Optimierung des Lunux-Geschäftsmodells und signifikant verbesserte Rahmenbedingungen für die Lunux Lighting-Sparte (durch fiskalische Ausgabenprogramme) kurszielerhöhend ausgewirkt. Angesichts des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der SBF-Aktie.

Bewertung

Modellannahmen

Die SBF AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1 und für die Jahre 2028 bis 2032 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 9,9% bis 30,0% in Phase 1 und mit 30,0% 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 2,50% (zuvor: 2,50%).

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 0,97 (zuvor: 1,13). Angesichts der deutlichen Optimierung des Lunux Lighting-Geschäftsmodells (v.a. massiv verbesserte Kostenbasis) und den verbesserten wirtschaftlichen Perspektiven bzw. Rahmenbedingungen für diese Sparte aufgrund der geplanten staatlichen Ausgabenprogramme für Infrastruktur, haben wir unser bisheriges Beta infolge des damit verbundenen geringeren Konzernrisikoprofils moderat gesenkt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,38% (zuvor: 8,14%) (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 7,38% (zuvor: 8,14%).

Bewertungsergebnis

Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2026 entspricht als Kursziel 12,00 € (zuvor: 7,00 €). Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2027 in unsere Detailschätzperiode, was zu einer höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Perioden führt. Kurszielsteigernd wirkte ebenfalls die Erhöhung unserer langfristigen Wachstumserwartungen (Erhöhung der Wachstumsrate in der Consistency-Phase auf 8,5% von zuvor 6,5%). Daneben haben sich ebenfalls die gesenkten Kapitalkosten (WACC) infolge der Reduktion unseres Betas kurszielerhöhend ausgewirkt.

DCF MODELL

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	47,31	53,18	57,28	62,15	67,43	73,16	79,38	86,13	
Umsatzwachstum	0,2%	12,4%	7,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	2,0%
EBITDA	2,51	4,67	6,31	7,74	9,27	10,85	12,42	13,96	
EBITDA-Marge	5,3%	8,8%	11,0%	12,5%	13,8%	14,8%	15,6%	16,2%	
EBITA	1,07	3,30	4,99	6,42	7,90	9,44	10,97	12,48	
EBITA-Marge	2,3%	6,2%	8,7%	10,3%	11,7%	12,9%	13,8%	14,5%	14,5%
NOPLAT	0,96	2,31	3,49	4,50	5,53	6,61	7,68	8,74	
Working Capital (WC)	22,24	22,34	22,91	23,00	23,60	25,61	27,78	30,15	
Anlagevermögen (OAV)	11,81	12,27	12,76	13,23	13,63	13,99	14,32	14,64	
Investiertes Kapital	34,05	34,61	35,68	36,23	37,24	39,60	42,11	44,79	
Kapitalrendite	2,8%	6,8%	10,1%	12,6%	15,3%	17,7%	19,4%	20,7%	19,9%
EBITDA	2,51	4,67	6,31	7,74	9,27	10,85	12,42	13,96	
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,99	-1,50	-1,93	-2,37	-2,83	-3,29	-3,74	
Veränderung OAV	-1,88	-1,83	-1,81	-1,79	-1,77	-1,77	-1,78	-1,80	
Veränderung WC	0,50	-0,10	-0,58	-0,08	-0,61	-2,01	-2,18	-2,36	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	1,02	1,75	2,43	3,94	4,53	4,24	5,17	6,06	148,88

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,97
Eigenkapitalkosten	7,84%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	28,66%
WACC	**7,38%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	110,79	117,21
Barwert expliziter FCFs	20,35	20,10
Barwert Continuing Value	90,44	97,12
Nettoschulden	2,00	0,78
Wert des Eigenkapitals	108,78	116,43
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	108,78	116,43
Ausstehende Aktien in Mio.	9,71	9,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,21	**12,00**

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		6,8%	**7,1%**	**7,4%**	**7,7%**	**8,0%**
Kapitalrendite	**19,4%**	13,31	12,46	11,72	11,05	10,45
	19,6%	13,47	12,61	11,86	11,18	10,57
	19,9%	13,64	12,77	**12,00**	11,31	10,70
	20,1%	13,80	12,92	12,14	11,44	10,82
	20,4%	13,96	13,07	12,28	11,57	10,94

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.

2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

oder

3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.

4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung" einzustufen und somit MiFiD II compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb

dieser Bereiche führen nicht automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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, 5b, 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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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 der Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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