

SBF AG*5a, 7, 11

Deutliche Profitabilitätsverbesserung im 1.HJ 2025, enormer Auftragsbestand ermöglicht künftiges Wachstum

Branche: Bahntechnik & Infrastruktur
Fokus: Beleuchtungslösungen für Schienenfahrzeuge und öffentliche Infrastrukturen
Gründung: 2022

Mitarbeiter: 335 (zum 30.06.25)
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	44,26	53,18	57,28
EBITDA	-0,99	0,56	2,02	4,67	6,31
EBIT	-3,00	-0,93	0,63	3,30	4,99
Nettoergebnis	-3,36	-1,99	-0,08	1,94	3,15
Ergebnis je Aktie	-0,35	-0,21	-0,01	0,20	0,33
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	1,90	1,37	1,46	1,21	1,13
EV/EBITDA	neg.	115,27	31,96	13,82	10,23
EV/EBIT	neg.	neg.	102,46	19,56	12,94
KGV	neg.	neg.	neg.	32,02	19,72
KBV		1,97			

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. € (zum 30.06.25) 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 Linux Lighting-Sparte eröffnet deutliches Umsatz- und Ertragspotenzial.
- Attraktive Bewertung und Kurspotenzial:** Basierend auf unseren angepassten und bestätigten Schätzungen und einem hieraus abgeleiteten Kursziel von 12,00 € vergeben wird das Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,00 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (vom Vortag)	6,40 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000A2AAE22
WKN	A2AAE2
Aktienzahl (in Mio.)	9,71
MCap (Mio. EUR)	62,12
Enterprise Value (Mio. EUR)	64,55

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

12.11.25	Münchner Kapitalmarkt Konferenz
24.11.25	Eigenkapitalforum

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.08.2025: RS / 12,00 € / Kaufen
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: 29.10.2025 (8:20 Uhr)
Erste Weitergabe: 29.10.2025 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 9

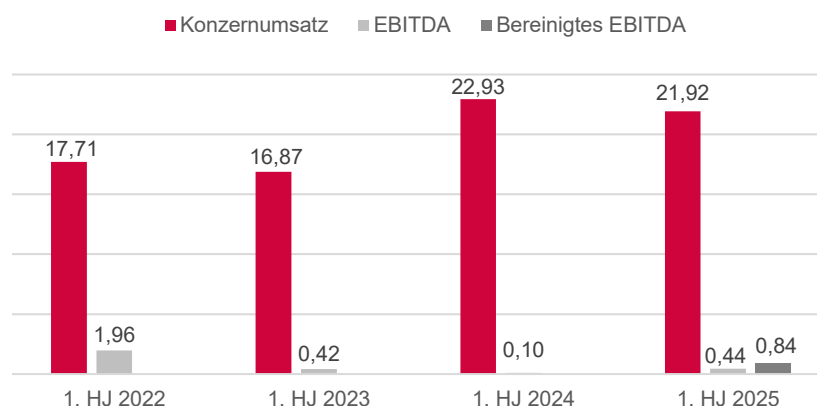
GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2025

GuV in Mio. €	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024	1.HJ 2025
Umsatz	17,71	16,87	22,93	21,92
EBITDA	1,96	0,42	0,10	0,44
EBIT	1,22	-0,38	-0,73	-0,25
Nettoergebnis	0,63	-0,59	-1,05	-0,70

Quelle: SBF AG; GBC AG

Am 8. Oktober 2025 hat der SBF-Konzern seine Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr bekannt gegeben. Hiernach war das erste Halbjahr v.a. durch ein schwieriges Marktumfeld (schwache Industriekonjunktur etc.), Verzögerungen bei Abrufaufträgen und Sondereffekten geprägt. So hat die SBF-Gruppe, insbesondere aufgrund kurzfristiger Verzögerungen bei Abrufaufträgen durch (Rail-)Kunden einen leichten Umsatzrückgang auf 21,92 Mio. € (1. HJ 2024: 22,93 Mio. €) verzeichnet. Entgegengesetzt hierzu konnte jedoch dank eingeleiteter Restrukturierungsmaßnahmen und Effizienzsteigerungen eine Verbesserung des EBITDA auf 0,44 Mio. € (1. HJ 2024: 0,10 Mio. €) erzielt werden.

SBF-Performance im Halbjahresvergleich (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG

In Bezug auf die operative Ergebnisentwicklung ist zudem zu berücksichtigen, dass das Konzern-EBITDA durch eine Einzelwertberichtigung auf eine Kundenforderung infolge der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens in Höhe von 0,40 Mio. € signifikant belastet wurde. Korrigiert um diesen Sondereffekt betrug das bereinigte EBITDA 0,84 Mio. €, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 3,8% (EBITDA-Marge 1. HJ 2024: 0,40%) entsprechen würde.

In Bezug auf die Erlöszusammensetzung entfiel der überwiegende Teil der Umsatzerlöse (Rail-Umsatzanteil 1. HJ 2025: 50,2%) auf den Kerngeschäftsbereich „**Schienenfahrzeuge**“. Im Bahntechnik-Segment konnte SBF trotz erheblicher kurzfristiger kundenseitiger Terminverschiebungen dank einer allgemein hohen Produktionsauslastung einen deutlichen Umsatzzanstieg um rund 22,0% auf 11,0 Mio. € (1. HJ 2024: 9,0 Mio. €) erzielen, wobei sich diese Terminverschiebungen v.a. im zweiten Halbjahr bemerkbar machen sollten. Eine teilweise Kompensation durch neue Aufträge konnte bereits erreicht werden.

Aufgrund des außergewöhnlich hohen Auftragsbestands (Rail-Auftragsbestand GBCe: >90,0 Mio. €) und den vertraglich gesicherten Projektlaufzeiten rechnet

SBF auch für die nachfolgenden Monate und Jahre mit einer guten Produktionsauslastung in seiner Bahntechniksparte. Ergebnisseitig sollte das Schienenfahrzeugsegment mit einem geschätzten bereinigten EBITDA (korrigiert um einzelwertberichtigte Kundenforderung von 0,40 Mio. €) von 1,51 Mio. € (bzw. Adj. EBITDA-Marge GBCE von: 13,7%) den „Löwenanteil“ des operativen Konzernergebnis ausgemacht haben.

Entgegengesetzt hierzu entwickelte sich das Segment **„Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“**, das in den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres einen deutlichen Umsatzrückgang auf 4,50 Mio. € (1. HJ 2024: 6,0 Mio. €) hinnehmen musste. Hauptsächlich hierfür war die gedämpfte inländische Industriekonjunktur und der allgemein schwächere Auftragseingang. Laut Unternehmensangaben sollen die Beschleunigungsmaßnahmen der Politik und Wirtschaft und insbesondere die staatlichen Investitionsprogramme (Sondervermögen für Investitionen in Verkehr, kommunale Infrastruktur & Verteidigung) künftig für eine sukzessive Verbesserung sorgen.

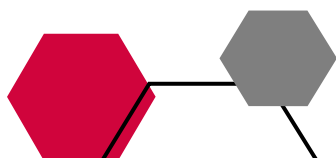
Zudem sollte die Bündelung und Verlagerung der Linux Lighting-Produktion an den Budweis-Standort und der damit verbundene schrittweise Hochlauf der Produktionskapazitäten (im Q2 2025) auch für temporäre Umsatzeinbußen in diesem Segment gesorgt haben, da rund um die „Relocation“ teilweise nur eingeschränkte Fertigungskapazitäten zur Abarbeitung von Aufträgen zur Verfügung standen.

Die Produktion der Linux Lighting-Beleuchtungsprodukte am Standort in Budweis ist nach der Verlagerung im Laufe des zweiten Quartals zu deutlich geringeren Miet- und Personalkosten (erwartete jährliche Kosteneinsparungen: ca. 1,7 Mio. €) vollständig in Betrieb genommen wurden. Damit wurde laut Unternehmensangaben die Basis für eine nachhaltige profitable Geschäftsentwicklung gelegt. Nach einer derzeit noch defizitären Ertragslage in diesem Geschäftsbereich (Segment-EBITDA GBCE: -0,74 Mio. €) erwartet das SBF-Management mittelfristig ein ausgeglichenes Ergebnis.

Auch in Anbetracht der angestoßenen staatlichen Ausgabenprogramme wurden bereits Maßnahmen zur Stärkung des Auftragseingangs in diesem Geschäftsfeld eingeleitet. So wurden vertriebsstrategische Optimierungen über Produktzertifizierungen für Projekte der Deutschen Bahn und mit Kommunen vorgenommen. Zudem soll zukünftig eine verstärkte Kooperation mit OEM-Kunden (z.B. Leuchtenherstellern) erfolgen und damit ein weiterer Vertriebskanal etabliert werden.

Im neuen Segment **„Sensortechnologie und Elektromechanik“** wurde mit einem erwirtschafteten Umsatz von 7,0 Mio. € (1. HJ 2024: 7,0 Mio. €) eine solide Geschäftsentwicklung erzielt. Damit hat dieser Geschäftsbereich unserer Einschätzung nach von einer robusten Nachfrage aus verschiedenen Branchen (u.a. Gebäudetechnik, Industrieelektronik und Medizintechnik) profitiert. Laut Unternehmensangaben zeigen die durchgeführten Maßnahmen zur Ertragssteigerung bereits positive Effekte. Basierend auf dem aussichtsreichen Auftragsbestand bis Ende 2025 rechnet die Gesellschaft mit einer weiteren positiven Fortentwicklung des Geschäftsbereichs. In Anbetracht dessen sollte dieses Segment bereits im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres ein geschätztes EBITDA in Höhe von 0,45 Mio. € (GBCE) zum Konzern-EBITDA beigesteuert haben.

In Bezug auf die Auftragslage hat der SBF-Konzern zum Ende des ersten Halbjahres einen enormen Auftragsbestand von über 100,0 Mio. € verzeichnet, der unserer Einschätzung nach größtenteils (Rail-Anteil GBCE: über 90,0%) auf das margenstarke Kernsegment „Schienenfahrzeuge“ bzw. Bahntechnik-Hauptgeschäft entfällt.



PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e (Alt)	GJ 25e (Neu)	GJ 26e	GJ 27e
Umsatzerlöse	47,20	47,31	44,26	53,18	57,28
EBITDA	0,56	2,51	2,02	4,67	6,31
EBIT	-0,93	1,07	0,63	3,30	4,99
Nettoergebnis	-1,99	0,43	-0,08	1,94	3,15

Quelle: SBF AG; GBC AG

Im Rahmen der Veröffentlichung seiner Halbjahreszahlen hat der SBF-Konzern ebenfalls seine bisherige Unternehmensguidance für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 bestätigt. Hiernach rechnet das SBF-Management für die laufende Geschäftsperiode weiterhin mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 43,0 Mio. € bis 46,0 Mio. € (VJ: 47,20 Mio. €) und einem EBITDA im Bereich von 1,50 Mio. € bis 2,50 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €). Auch für das kommende Geschäftsjahr 2026 strebt SBF eine erneute deutliche Profitabilitätsverbesserung an.

Vor dem Hintergrund des negativen Ergebniseffekts aus der eingetretenen Einzelwertberichtigung einer Kundenforderung (Ergebnisbelastung: 0,40 Mio. €) und den stärker als erwartet eingetretenen Umsatzeinbußen im Zuge des Hochlaufs der Lunux Lighting-Produktionskapazitäten infolge der Fertigungsverlagerung nach Budweis, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr moderat nach unten angepasst. Unsere bisherigen Prognosen für die Folgejahre 2026 und 2027 behalten wir weiterhin bei.

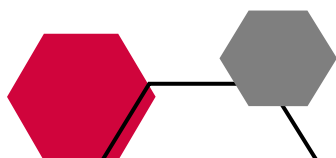
Für das aktuelle Geschäftsjahr erwarten wir nun Umsatzerlöse in Höhe von 44,26 Mio. € (zuvor: 47,31 Mio. €) und ein EBITDA in Höhe von 2,02 Mio. € (zuvor: 2,51 Mio. €). Entsprechend rechnen wir mit einer deutlichen operativen Margenerholung. Bereits im ersten Halbjahr konnte der SBF-Konzern eine signifikante Rentabilitätsverbesserung gegenüber dem Vorjahreszeitraum erzielen, die sich unserer Einschätzung nach auch im zweiten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres aufgrund einer erwarteten guten Kapazitätsauslastung fortsetzen sollte.

Angesichts des außergewöhnlich hohen Auftragsbestands (zuletzt über 100,0 Mio. €, davon geschätzter Rail-Anteil: über 90,0%) und den Wachstumsambitionen der Hauptkunden im Rail-Business (z.B. Stadler Rail mit angepeilten Umsatzsprung auf über 5,0 Mrd. CHF in 2026 vs. erwartete Umsätze von über 3,6 Mrd. CHF in 2025) und den zuletzt aufgetretenen terminlichen Verschiebungen von Kundenaufträgen (erwartete Verlagerung der Kundenabrufe in die künftige Geschäftsperiode), sollte es dem SBF-Konzern gelingen, aufgrund der hierdurch erwarteten starken Produktionsauslastung im Bahntechnik-Kernsegment ab dem kommenden Geschäftsjahr 2026 eine Wachstumsserie zu starten.

Durch die erfolgreich abgeschlossene Verlagerung und Bündelung der Lunux Lighting-Produktion am Standort in Budweis, was zu erheblichen erwarteten Kosteneinsparungen (prognostizierte jährliche Kosteneinsparung: ca. 1,70 Mio. €) führen soll, und den eingeleiteten Maßnahmen zur Optimierung des Produktangebots und des Vertriebs, verfügt dieses Segment nun über eine deutlich verbesserte Basis für künftiges profitables Wachstum. Durch diese Neuaufstellung und weitere Optimierung des Geschäftsmodells sollte dieser Geschäftsbereich bereits mittelfristig den Break-Even erreichen können.

Auch die von der Bundesregierung geplante Investitionsoffensive (starke Erhöhung des Kernhaushalts, 500 Mrd.-EUR-Sondervermögen Infrastruktur) zur Modernisierung der inländischen Infrastruktur sollte das mittel- und langfristige Wachstum der SBF-Gruppe zusätzlich befeuern können und für eine deutlich höhere Wachstumsdynamik sorgen. Die AMS-Elektroniksparte sollte zudem auch von den verstärkten Verteidigungsausgaben der Bundesregierung profitieren können, da der Elektronikspezialist mit seinem Produktportfolio zum Teil auch Kunden aus dem Verteidigungssektor bedient.

Die moderaten Anpassungen unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das aktuellen Geschäftsjahr 2025 hatten keinen wesentlichen Einfluss auf unser bisheriges Kursziel. Entsprechend bestätigen wir basierend auf unseren ansonsten beibehaltenen Prognosen für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 unser bisheriges Kursziel in Höhe von 12,00 €. In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit 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 30,0% in Phase 1 und in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50% (zuvor: 2,50%).

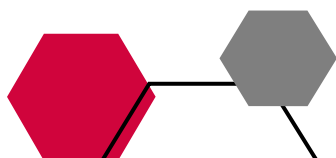
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,97 (zuvor: 0,97).

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

Bewertungsergebnis

Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2026 entspricht als Kursziel 12,00 € (zuvor: 12,00 €). Unsere Kurszielbestätigung resultiert primär aus unseren bekräftigten bzw. beibehaltenen Prognosen für die Geschäftsjahre 2026 und 2027.



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	44,26	53,18	57,28	62,15	67,43	73,16	79,38	86,13	
Umsatzwachstum	-6,2%	20,2%	7,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	2,0%
EBITDA	2,02	4,67	6,31	7,74	9,27	10,85	12,42	13,96	
EBITDA-Marge	4,6%	8,8%	11,0%	12,5%	13,8%	14,8%	15,6%	16,2%	
EBITA	0,63	3,30	4,99	6,42	7,90	9,43	10,96	12,48	
EBITA-Marge	1,4%	6,2%	8,7%	10,3%	11,7%	12,9%	13,8%	14,5%	14,6%
NOPLAT	0,45	2,31	3,49	4,49	5,53	6,60	7,67	8,73	
Working Capital (WC)	22,22	22,34	22,91	23,00	23,60	25,61	27,78	30,15	
Anlagevermögen (OAV)	11,86	12,32	12,81	13,28	13,67	14,03	14,36	14,67	
Investiertes Kapital	34,08	34,66	35,73	36,27	37,28	39,64	42,14	44,82	
Kapitalrendite	1,3%	6,8%	10,1%	12,6%	15,2%	17,7%	19,4%	20,7%	20,0%
EBITDA	2,02	4,67	6,31	7,74	9,27	10,85	12,42	13,96	
Steuern auf EBITA	-0,18	-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	0,52	-0,12	-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	0,48	1,73	2,43	3,95	4,53	4,24	5,17	6,06	149,67

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	111,26	117,73
Barwert expliziter FCFs	20,33	20,10
Barwert Continuing Value	90,92	97,63
Nettoschulden	2,49	1,29
Wert des Eigenkapitals	108,76	116,45
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	108,76	116,45
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	19,5%	13,32	12,47	11,72	11,05	10,45
	19,7%	13,48	12,62	11,86	11,18	10,57
	20,0%	13,65	12,77	12,00	11,31	10,69
	20,2%	13,81	12,92	12,14	11,44	10,81
	20,5%	13,97	13,07	12,28	11,57	10,93

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

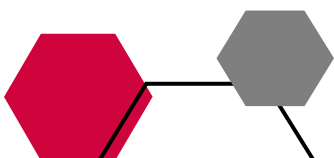
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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 automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

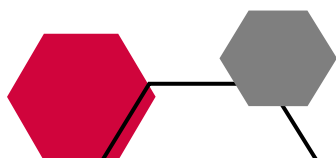
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der 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:

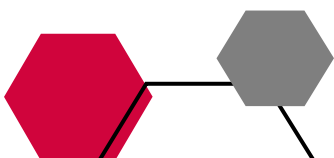
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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