



Researchstudie (Anno)



**GJ 2023 mit robuster Umsatzentwicklung und
rückläufigen Ergebnissen abgeschlossen**

-

**Deutlicher Umsatzzuwachs und Ergebnisverbesserungen
im Kerngeschäft für das aktuelle Geschäftsjahr erwartet**

-

**Dynamische Ergebniserholung durch den Ausbau des
Bahntechnikgeschäfts und Kostenoptimierungen in
den kommenden Jahren erwartet**

Kursziel: 7,00 € (zuvor: 9,00 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 35

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 14.08.2024 (9:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 14.08.2024 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

SBF AG*5a;6a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 7,00 €
(zuvor: 9,00 €)

aktueller Kurs: 2,28 €
12.08.2024 (Xetra, Schlusskurs Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2AAE22
WKN: A2AAE2
Börsenkürzel: CY1k
Aktienanzahl³: 9,71
Marketcap³: 22,13
EnterpriseValue³: 17,41
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 22,2%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Skontroführer:
Baader Bank AG

Designated Sponsor:
ICF Bank AG
Wertpapierhandelsbank

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 36

Unternehmensprofil

Branche: Operative Holdinggesellschaft (Beteiligungen)

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

Mitarbeiter der SBF-Gruppe: 308 (Stand: 07/2024)

Firmensitz: Leipzig; Gründung: 2002

Vorstand: Rudolf Witt, Robert Stöcklinger

Der SBF-Konzern hat sich mit seinen modernen Technologien hauptsächlich auf den Bahntechnik- und öffentlichen Beleuchtungs-/Infrastruktursektor fokussiert. Mit ihren LED-basierten Systemlösungen adressiert die Technologiegesellschaft insbesondere die weltweit führenden Zugerhersteller (Stadler, Siemens etc.) und öffentliche/kommunale Kunden, wie bspw. Gemeinden, Städte, den Deutsche Bahn-Konzern oder kommunale Energieversorger. Durch ihren Schwerpunkt auf moderne und energieeffiziente LED-Beleuchtungslösungen 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 der AMS im vergangenen Geschäftsjahr ist SBF ebenfalls in das Geschäftsfeld der Sensorik und Elektromechanik eingestiegen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024e*	31.12.2025e*	31.12.2026e*
Konzernumsatzerlöse	34,84	33,96	47,26	51,71	55,26
EBITDA	2,32	-0,99	1,22	3,59	5,02
EBIT	0,06	-3,00	-0,37	1,93	3,29
Konzernergebnis (EAT)	-0,65	-3,36	-1,14	1,34	1,98
EPS	-0,07	-0,35	-0,12	0,14	0,20

*inkl. anorganischem Wachstum (AMS-Übernahme, Vollkonsolidierung ab 1.1.2024)

Kennzahlenüberblick					
EV/Umsatz	0,50	0,51	0,37	0,34	0,32
EV/EBITDA	7,50	neg.	14,27	4,85	3,47
EV/EBIT	290,14	neg.	neg.	9,02	5,29
KGV	neg.	neg.	neg.	16,52	11,18
KBV		0,66			

Finanztermine

Aug. 2024: Veröffentlichung Halbjahresgeschäftsbericht GJ 2024
09./10.10.24: m:access Fachkonferenz Technologie (München)

** letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.12.2023: RS / 9,00 € / KAUFEN
07.06.2023: RS / 11,00 € / KAUFEN
22.08.2022: RS / 14,15 € / KAUFEN
05.11.2020: RS / 16,50 € / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- SBF agiert in seinem Hauptgeschäftsfeld (Umsatzanteil zuletzt: >50,0%) „Schienenfahrzeuge“ im nachhaltigen Wachstumssektor Bahntechnik, für den Marktexperten in den kommenden Jahren ein moderates Wachstum prognostizieren (CAGR: 4,4% bis 2026). Branchenschwergewichte wie Siemens Mobility und Stadler Rail, Hauptkunden von SBF, geben sogar einen deutlich stärkeren Geschäftsausblick. So erwartet Stadler Rail einen Umsatzsprung für das Geschäftsjahr 2026 um rund 52,8% auf bis zu 5,5 Mrd. € im Vergleich zum vergangenen Geschäftsjahr 2023. Siemens Mobility rechnet für das laufende Geschäftsjahr 2023/24 im Vergleich zum Vorjahr mit einem erneuten zweistelligen Umsatzwachstum um 8,0% bis 11,0% für sein Bahntechnikbusiness.
- Die Konzernumsatzerlöse von SBF haben sich im vergangenen Geschäftsjahr v.a. bedingt durch das schwierige Umfeld mit erwirtschafteten Erlösen in Höhe von 33,96 Mio. € nahezu stabil entwickelt. Der überwiegende Teil der Konzernumsätze entfiel hierbei auf das Bahntechnikgeschäft mit Segmenterlösen in Höhe von 19,00 Mio. €. Hierdurch konnte die Gesellschaft ihre angepasste Umsatzguidance (Umsatz zwischen 34,0 Mio. € bis 35,0 Mio. €) am unteren Ende der Bandbreite erfüllen. Auch unsere Umsatzprognose (Umsatz GBCe: 34,11 Mio. €) wurde damit nahezu erreicht.
- Auf operativer Ergebnisebene musste bedingt durch die schwache Konjunktur, erhöhte Beschaffungspreise, höhere Personalaufwände sowie vereinzelte Projektverschiebungen ein deutlicher EBITDA-Rückgang auf -0,99 Mio. € (VJ: 2,32 Mio. €) hingenommen werden. Korrigiert um M&A-bedingte Sonderbelastungen (AMS-Übernahme) wurde ein ausgeglichenes bereinigtes EBITDA erzielt. Damit hat SBF seine Ergebnisguidance (EBITDA von rund 1,00 Mio. €) nicht erfüllt. Auch unsere EBITDA-Schätzung (EBITDA GBCe: 0,79 Mio. €) wurde nicht erreicht.
- Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 rechnet der SBF-Konzern v.a. aufgrund der getätigten AMS-Übernahme mit einem deutlichen Umsatzsprung auf 48,0 Mio. € bis 50,0 Mio. €. Bedingt durch die schwache konjunkturelle Lage, einen temporär noch vorhandenen kostenintensiven (angemieteten) Lunux-Fertigungsstandort in Springe (Kündigung zum 31.10.2024) und Produktionsverlagerungskosten an den Lunux-Standort in Budweis (Tschechien), rechnet die Gesellschaft hierbei mit einem negativen Konzernnettoergebnis im mittleren sechsstelligen Bereich.
- Angesichts der unter unseren Erwartungen liegenden Umsatz- und Ergebnisentwicklung, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach unten angepasst. Für das aktuelle Geschäftsjahr rechnen wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 47,26 Mio. € (zuvor: 53,92 Mio. €). Bedingt durch den noch temporär hohen Kostenapparat am Lunux-Produktionsstandort in Springe und den Sonderbelastungen durch die Verlagerung und Bündelung der Lunux-Fertigung in Budweis (Tschechien), kalkulieren wir mit einem EBITDA in Höhe von 1,22 Mio. €. In Bezug auf das Folgejahr 2025 gehen wir basierend auf einem erwartet wachsenden Bahntechnikgeschäft von Umsatzerlösen in Höhe von 51,71 Mio. € (zuvor: 57,45 Mio. €) und einem signifikanten EBITDA-Anstieg auf dann 3,59 Mio. € (zuvor: 4,74 Mio. €) aus. Für das Folgejahr 2026 rechnen wir v.a. aufgrund von prognostizierten Zuwächsen im Bahntechniksegment mit einem erneuten Konzernumsatzanstieg auf 55,26 Mio. € und einem deutlichen EBITDA-Zuwachs auf 5,02 Mio. €.
- Insgesamt sehen wir den SBF-Konzern weiterhin gut aufgestellt, um v.a. mittel- und langfristig von den verstärkten Investitionen in den Bahn- und öffentlichen Infrastruktursektor zu profitieren. Gerade die Rekordauftragsbestände der Hauptkunden (Stadler Rail, Siemens Mobility etc.) im Kerngeschäft und die starken Geschäftsausblicke dieser führenden Zugerhersteller sollten das Bahntechnikbusiness künftig wieder deutlich „anschieben“ können. Insbesondere durch das eingeleitete Kostensparprogramm, woraus wir massive Kosteneinsparungseffekte erwarten, und das prognostizierte Wachstum in der Bahntechniksparte, sollte ab dem Geschäftsjahr 2025 zu einer dynamischen operativen Profitabilitäts- und Ertragerholung führen.

- **Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir angesichts unserer reduzierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen ebenfalls unser bisheriges Kursziel auf 7,00 € je Aktie (zuvor: 9,00 €) gesenkt. Daneben haben sich ebenso angestiegene Kapitalkosten (Zunahme des risikofreien Zinses von 2,00% auf 2,50%) kurszielsenkend ausgewirkt. Entgegengesetzt wirkte hingegen der eingesetzte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das GJ 2025 statt zuvor GJ 2024). Basierend auf dem aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der SBF-Aktie.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Geschäftsmodell allgemein	5
Aktionärsstruktur	6
Unternehmensstruktur zum 31.12.2023	6
Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“	8
Beschreibung des Geschäftsfelds	8
Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“	9
Beschreibung des Geschäftsfelds	9
Geschäftsbereich „Sensortechnologie und Elektromechanik“	11
Beschreibung des Geschäftsfelds	11
Synergien zwischen den komplementären Sparten des Konzerns	12
Markt und Marktumfeld	14
Weltweite Bahntechnikindustrie	14
Deutscher Bahnverkehrssektor	16
Investitionen im öffentlichen Infrastruktursektor in Deutschland	18
Unternehmensentwicklung und Prognose	21
Geschäftsentwicklung 2023	21
Umsatzentwicklung	21
Ergebnisentwicklung	22
Bilanzielle/finanzielle Situation der SBF AG	25
SWOT-Analyse	27
Prognosen und Modellannahmen	28
Umsatzprognosen	28
Ergebnisprognosen	31
Bewertung	33
Modellannahmen	33
Bestimmung der Kapitalkosten	33
Bewertungsergebnis	33
DCF-Modell	34
Anhang	35

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 Zuginterieursbereich und unterhält als markführendes Unternehmen umfangreiche Entwicklungskooperationen mit den weltweit führenden Bahnherstellern. Der hohe Individualisierungsgrad der Systeme und das Plug-in-Konzept der Branchenlösung 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



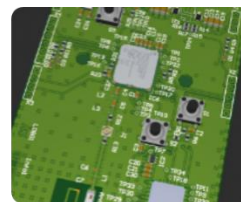
Interieur- und Lichtlösungen für Schienenfahrzeuge

- 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 deutlich 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.

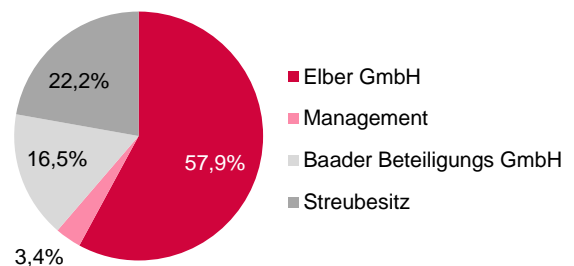
Durch diese Zukäufe ist SBF somit auch in das synergetische **Geschäftsfeld „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“** mit smarten und energieeffizienten LED-Beleuchtungssystemen eingetreten und beliefert hierbei überwiegend öffentliche Kunden mit modernen und energieeffizienten bzw. umweltfreundlichen 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.

Mit der Übernahme von 100,0% der Anteile an der AMS Software & Elektronik GmbH im August 2023 hat die SBF-Gruppe ihre Elektronikkompetenz gestärkt und ist hierdurch 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 zugleich 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.

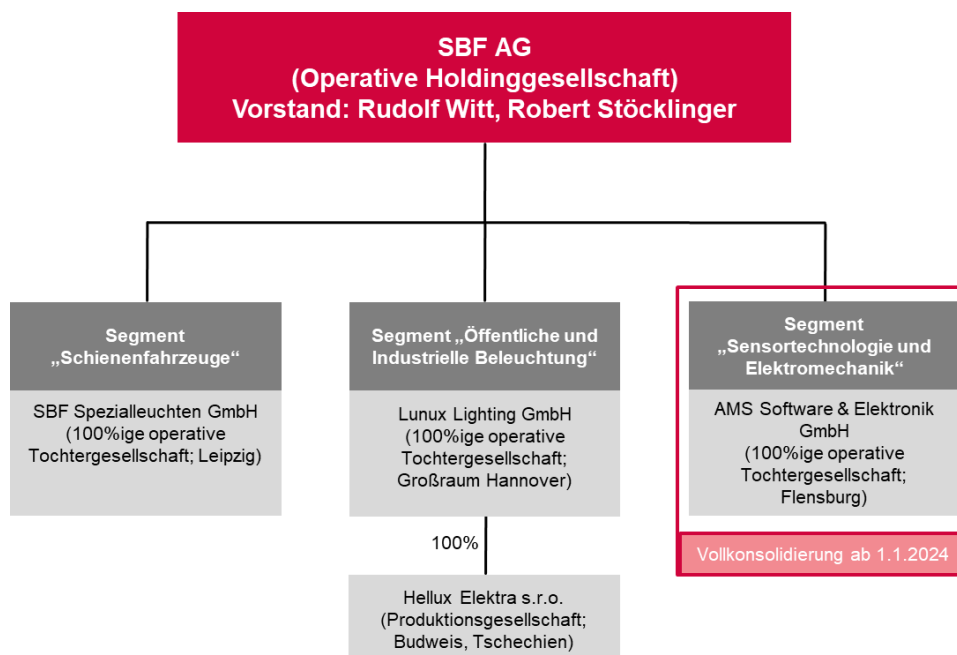
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Stand: August 2024
Elber GmbH	57,9%
Management	3,4%
Baader Beteiligungs GmbH	16,5%
Streubesitz	22,2%

Quelle: SBF AG



Unternehmensstruktur zum 31.12.2023



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. Bei letzterer Tochtergesellschaft erfolgt die Vollkonsolidierung erst seit dem Januar des aktuellen Geschäftsjahres 2024. Von besonders großer Bedeutung für das operative Geschäft sind vor allem die SBF Spezialleuchten GmbH (Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“) und die Lunux Lighting GmbH (Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“). Beide Gesellschaften sind in der Entwicklung, Produktion und dem Vertrieb von LED-basierten Produkten und Systemen für vorrangig die Schienenfahrzeugindustrie und die öffentliche Hand aktiv.

Durch die Übernahme der Assets der Nordeon Lighting GmbH besitzt die Lunux Lighting GmbH eigene Produktionsanlagen, die seit Mai 2022 die Fertigung von Lunux-Produkten am Standort in Springe aufgenommen haben. Im Zuge des eingeleiteten Kostenoptimierungsprogramms soll dieser Produktionsstandort in Springe zum Ende des aktuellen Geschäftsjahres aufgegeben werden und die gesamten Produktionsaktivitäten nach Budweis verlagert und an diesem Fertigungsstandort gebündelt werden. An diesem Standort in Tschechien fertigt die Hellux Elektra s.r.o. bereits seit mehreren Jahren erfolgreich Komponenten und Vorprodukte für die Lunux Lighting GmbH.

Abgerundet wird das Geschäftsmodell des Konzerns über die Geschäftsaktivitäten der Tochtergesellschaft AMS Software & Elektronik GmbH (Geschäftsbereich „Sensortechnologie und Elektromechanik“). Dieser Elektronikspezialist übernimmt einerseits die konzerneigene Fertigung von Elektronikteilen für verschiedene Tochtergesellschaften (v.a. SBF Spezialleuchten GmbH) des SBF-Konzerns. Andererseits beliefert die AMS-Tochtergesellschaft mit seinen Produkten und individuellen Lösungen primär externe Kunden außerhalb des Bahntechnik- und Infrastruktursektors und ergänzt damit die traditionelle Kundenstruktur des SBF-Konzerns.

Geschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“

Beschreibung des Geschäftsfelds

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-Projekte) 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 durch Alstom im 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.

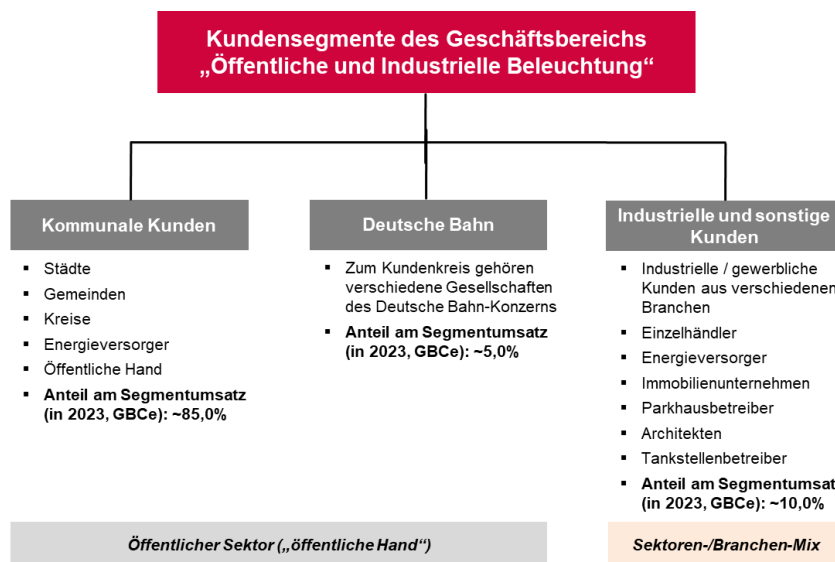
Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“

Beschreibung des Geschäftsfelds

Durch die Übernahme der Aktiva der damaligen Lunux GmbH (Asset Deal), einem traditionsreichen Hersteller von LED-Beleuchtungssystemen, Ende 2020, hat der SBF-Konzern seinen Kundenkreis v.a. in Richtung öffentlicher Kunden massiv diversifiziert. Daneben wurden ebenfalls die LED-Technologiekompetenzen in Bezug auf neue Anwendungsfelder deutlich ausgeweitet.

Die „neue Lunux“ firmiert seit dem als Lunux Lighting und 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. In Bezug auf die Fertigung der Lunux-Produkte hat der SBF-Konzern damit begonnen, diese an den bisherigen Lunux-Produktionsstandort in Budweis (Tschechien) zu verlagern und dort zu bündeln.

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 bisher lediglich die Lieferung der gewünschten Beleuchtungslösungen übernommen und damit keine Projektierungs- oder Installationstätigkeiten für Kunden durchgeführt hat. In der jüngsten Vergangenheit hat die Gesellschaft damit begonnen, das bisherige Leistungsangebot in Richtung Full Service

auszubauen. Hierdurch sollen künftig im Kundenauftrag neben den Entwicklungsarbeiten auch Projektierungs- und Installationsarbeiten abgedeckt werden können. Durch diesen strategischen Schritt zum Komplettanbieter verspricht sich die Lunux Lighting insbesondere ein größeres Auftragsvolumen und eine stärkere Kundenbindung.

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 Lunux 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 limitierten Kreis an gelisteten Anbietern von Bahnstreckenbeleuchtung.

Typische Einsatzbereiche der smarten & effizienten LED-Technologien der LUNUX



Stadt

Effiziente Beleuchtung für Verkehrswege, Parks, Plätze, etc.



Architektur

Beleuchtung moderner u. historisch geprägter Städte.



Bahn (DB-Konzern)

Beleuchtung für Bahnsteige, Personen-Unterführungen, Gleisfelder, etc.



Industrie & Logistik

Intelligent gelenktes Licht für Industrie-, Logistik- und Lagerhallen.



Parkhäuser

Lichtlenkung und flexible Anpassung in Tiefgaragen und Parkhäusern.



Tankstellen

Individuelle Beleuchtungssysteme für den Innen- und Außenbereich.



Shops

Leuchten und Strahler für stimulierende Atmosphäre in Ladengeschäften.



Öffentliche Gebäude

Spezielles Leuchtenprogramm für öffentliche Gebäude.

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-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



Beleuchtungssysteme für Verkehrswege und öffentliche Infrastruktur



Beleuchtungssysteme für Bahnhöfe und Schienennetz



LED-Lichtbänder für Industriekunden (z.B. für Parkhäuser oder Einzelhandelsgeschäfte)

Quelle: SBF AG; GBC AG

Geschäftsbereich „Sensortechnologie und Elektromechanik“

Beschreibung des Geschäftsfelds

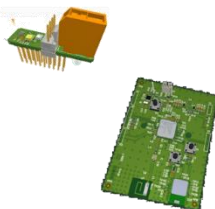
Mit der Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH (AMS) mit Sitz in Flensburg im dritten Quartal des vergangenen Geschäftsjahres 2023 ist SBF in das Geschäftsfeld „Sensortechnologie und Elektromechanik“ eingestiegen. Damit hat der Technologiekonzern unter anderem seinen angestoßenen strategischen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

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

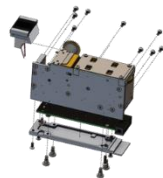
Innovative Entwicklung & Schnelles Prototyping

- **Marktführende Innovationen:** Entwicklung und Konstruktion von Hard- und Softwarelösungen mit schneller Umsetzung vom Konzept zu Prototypen.
- **Technologische Flexibilität:** Breite technologische Expertise ermöglicht flexible Reaktionen auf Marktveränderungen und die Erfüllung vielfältiger Kundenbedürfnisse.



Exzellenz in EMS & Elektronikfertigung

- **Hochwertige Produktion:** Qualität und Skalierbarkeit in der Fertigung, unterstützt durch fortschrittliche Fertigungstechnologien.
- **Anpassungsfähige Fertigungsprozesse:** Schnelle Anpassung an veränderte Kundenanforderungen in der dynamischen EMS-Branche.



Führend in Sensorik & Connectivity

- **Original Equipment Manufacturer (OEM),** in den Bereichen Sensorik, Metering und Connectivity (Kommunikationstechnologie)
- **Zukunftsweisende Anwendungen** in Bereichen künstliche Intelligenz, IoT, Smart Cities, Industrie 4.0
- **Langfristige Partnerschaften:** Starke Beziehungen zu Schlüsselkunden zur Sicherung kontinuierlicher Umsätze.

Konstruktion / Produktion / Montage

- **Effiziente Montageprozesse** und straffe Produktionsketten zur Minimierung von Kosten und Zeitverlusten.
- **Qualität:** Starker Fokus auf Qualitätskontrolle in jeder Produktionsphase zur Sicherstellung der Integrität der Endprodukte.

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.

Laut eigenen Angaben 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. Darüber hinaus soll AMS mit seiner umfangreichen Software- und Elektronikkompetenz eine wichtige Rolle einnehmen bei dem Ausbau und der Weiterentwicklung der Lunux-Gesellschaft (Segment „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“) zu einem Full-Service-Anbieter.

Synergien zwischen den komplementären Sparten des Konzerns

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 wird SBF sein LED-Knowhow und seine (Beleuchtungs-)Expertise der entsprechenden Geschäftsfelder bzw. Sparten bündeln und strebt gemeinsame **F&E-Aktivitäten** auf Gruppenebene an. 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.

Synergieeffekte zwischen den komplementären Geschäftsbereichen von SBF



Quelle: 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. Daneben soll AMS mit seiner umfangreichen Software- und Elektronikkompetenz auch eine wichtige Rolle einnehmen bei dem Ausbau und der Weiterentwicklung der Lunux-Gesellschaft zu einem Full-Service-Anbieter.

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-Produkten in diesem Geschäftsfeld signifikant zu erhöhen. Daneben sind die Produktportfolios beider Sparten des SBF-Konzerns in vielen Bereichen sehr komplementär zueinander, was erhebliche Cross-Selling-Potenziale eröffnet.

MARKT UND MARKTUMFELD

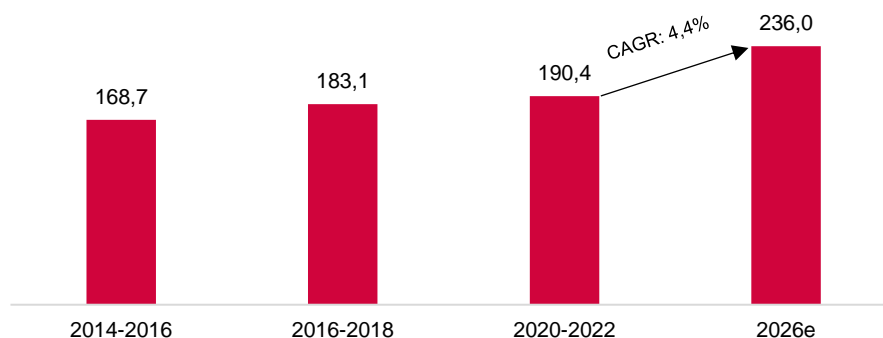
Weltweite Bahntechnikindustrie

Der SBF-Konzern fokussiert sich mit seinen LED-basierten Technologien v.a. auf die Bahntechnikindustrie (Schwerpunkt: Schienenfahrzeuge) und den öffentlichen (Infrastruktur-)Sektor (Kommunen, Städte, Dt. Bahn etc.) und vermarktet hierbei seine Produkte insbesondere in der DACH-Region. Entsprechend konzentrieren sich die nachfolgenden Erläuterungen bzw. Darstellungen primär auf diese Bereiche bzw. 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: Energiewende), 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 schienegebundenen 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. Daneben haben die entwickelten Bahntechnikmärkte, wie z.B. England und Deutschland, primär durch die Umsetzung von Großprojekten, die auf einer 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. USA gibt es eine zunehmende Nachfrage nach schienegebundenem Personenverkehr, nachdem in diesen Regionen die Schiene bisher primär für den Güterverkehr genutzt wurde.

Durchschnittliches Marktvolumen der globalen Bahntechnikindustrie (in Mrd. €)



Quelle: SCI Verkehr; GBC AG

Entsprechend ist laut einer Marktstudie 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. Bis zum Jahresende 2026 erwarten die Branchenkenner eine signifikante Fortsetzung des Marktwachstums auf 236,0 Mrd. €, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von rund 4,4% entspricht. 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 haben dem Bahn- bzw. Bahntechniksektor zusätzlichen Auftrieb gegeben.

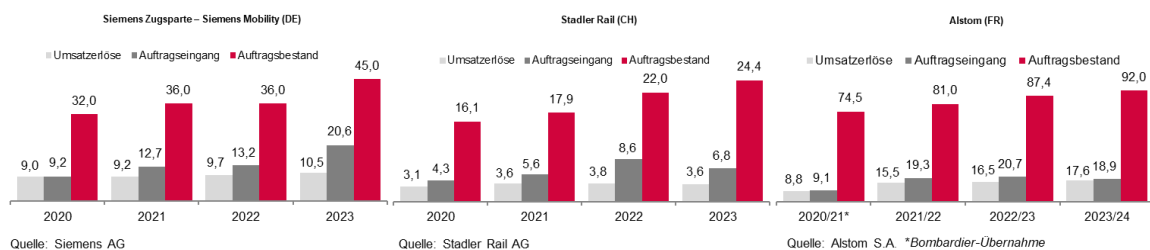
Die Europäische Union sieht sich als globaler Vorreiter im Bereich des Umwelt- und Klimaschutzes und verfolgt hierbei eine ambitionierte „grüne Politik“ (Stichwort: „European Green Deal“; „Fit for 55-Initiative“). Dies spiegelt sich unter anderem auch im Europäischen Klimagesetz wider, in dem festgeschrieben 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 werden. Entsprechend zielt das Gesetz darauf ab, Investitionen zu fördern und verbesserte Bedingungen für den Cleantech-Markt in Europa zu schaffen, v.a. für Technologien, die die Energiewende maßgeblich 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-CO₂-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 7,00% des Personen- und 11,0% des Güterverkehrs über das EU-Schiennetz. Parallel hierzu entfallen bisher rund 25,0% der Treibhausgasemissionen der EU auf den bisher noch verbrennerlastigen Verkehrssektor. Basierend auf den Zielen des europäischen „Green Deal“ 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 1990 reduziert werden.

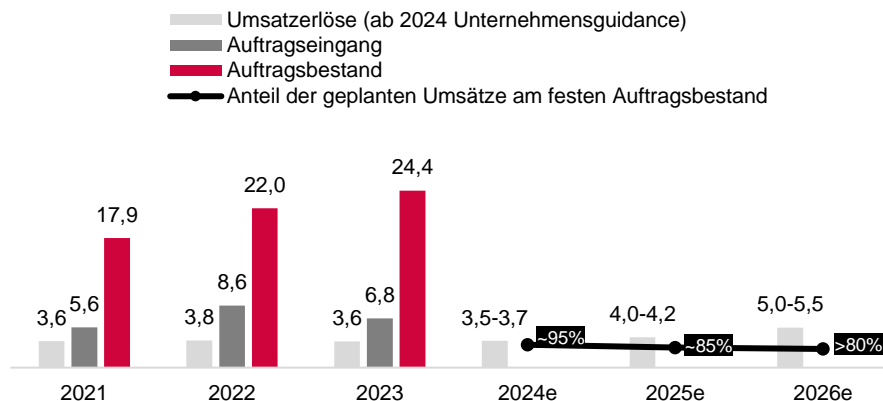
Umsatz- und Auftragsentwicklung der Top-3 SBF-Kunden im Geschäftsfeld Schienenfahrzeuge (Kennzahlen in Mrd. € /CHF)



Das nachhaltige Wachstum in der Bahntechnikindustrie und die vielversprechenden Wachstumsperspektiven des Sektors spiegeln sich auch in den bisher erzielten positiven Umsatzentwicklungen und enormen Auftragsbeständen der weltweit führenden Zugbauer bzw. Bahnherstellern wider. So konnten viele bedeutende Branchenakteure in den vergangenen Jahren deutliche Umsatzzuwächse und ansteigende Auftragseingänge erzielen und stetig neue Auftragsbestandsrekorde verzeichnen.

Vor allem die europäischen Branchenschwergewichte Stadler Rail und Siemens Mobility, 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 Aussicht gestellt. Insbesondere der Schweizer Zugbauer Stadler Rail rechnet bis 2026 mit einem sprunghaften Umsatzanstieg um rund 53,0% auf bis zu 5,50 Mrd. CHF im Vergleich zum vergangenen Geschäftsjahr 2023 (Umsatz: rund 3,60 Mrd. CHF). Der Wettbewerber Siemens Mobility 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: 15,0% Umsatzwachstum auf vergleichbarer Basis).

Umsatzentwicklung und Auftragsentwicklung Stadler Rail (in Mrd. CHF)

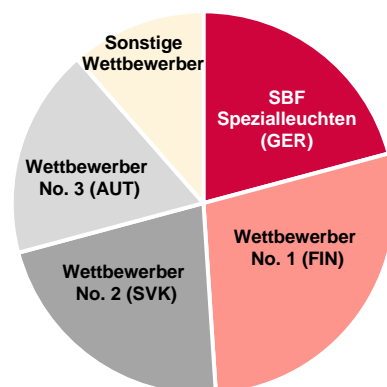


Quelle: Stadler Rail; GBC AG

Ein Großteil der 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 Zügen werden die Bahnhersteller von einem umfangreichen Netzwerk an 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 Anbietern, die spezielle Produkte bzw. Produktsysteme für diese führenden Zugerhersteller (z.B. Siemens Mobility oder Stadler Rail) entwickeln und fertigen.

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



Quelle: GBC AG

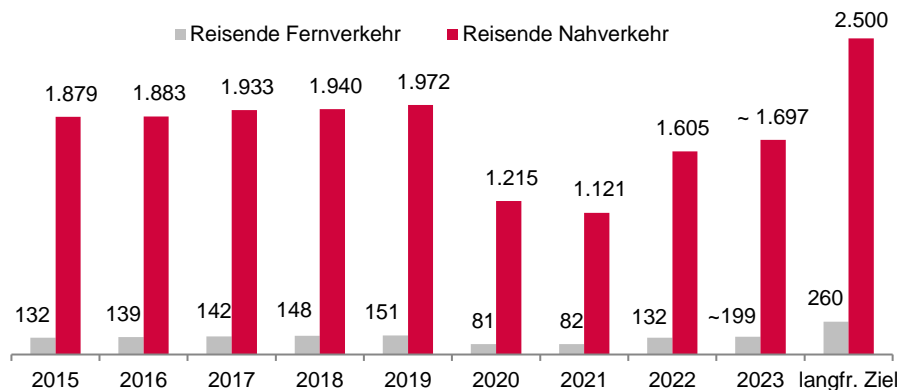
Darüber hinaus greifen unserer Einschätzung nach Zugbauer traditionell bei Schlüsselprodukten, wie z.B. Deckensystemen, aus Risikogründen auf mindestens drei verschiedene Lieferanten zurück, die mit der Entwicklung und anschließende Produktion dieser speziellen Produktsysteme beauftragt werden.

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, in Bezug auf die Anzahl der beförderten Personen in 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.

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



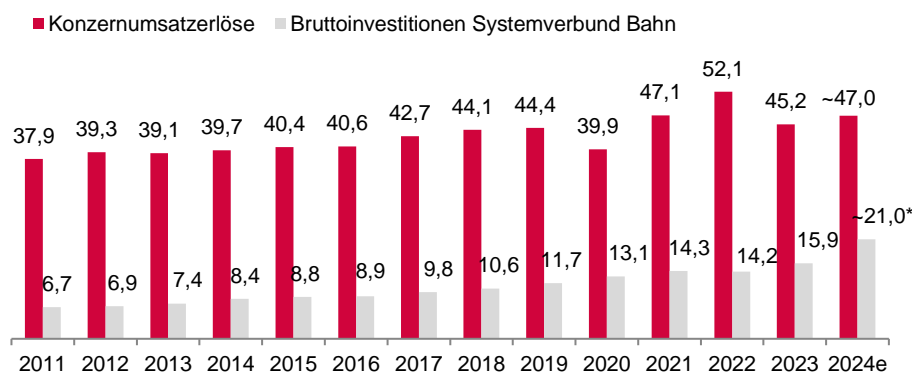
Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG

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 und 2023 konnte der DB-Konzern aufgrund von Erholungseffekten und staatlichen Mobilitätsanreizen (9-Euro-Ticket mit 10,0 Mio. Nutzern Ende 2023 etc.) dynamische Zuwächse bei den Personenbeförderungen erreichen. So konnte im vergangenen Jahr 2023 sogar im Fernverkehr eine Rekordanzahl von rund 199 Mio. Reisenden erzielt werden. Im Nahverkehr wurden im abgelaufenen Jahr rund 1.697 Reisende befördert, was einem signifikanten Zuwachs um 5,7% im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 1.605 Mio.) entspricht.

Auch in Bezug auf die mittel- und langfristigen Perspektive rechnet die Deutsche Bahn im Nah- und Fernverkehr mit weiteren Zuwächsen an Reisenden und entsprechend mit einer Fortsetzung des Unternehmenswachstums. Parallel zu der deutlichen 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, 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 (in Mrd. €)



Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG *Bruttoinvestitionen DB-Konzern und Bund

Vor dem Hintergrund, 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 hohe Summen, 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, plant der Bahnkonzern auf langfristige Sicht 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 verstärkt in die Bahn. So investiert allein die Deutsche Bahn bis 2030 rund 12,0 Mrd. € in neue Fernverkehrszüge, die traditionell von der Siemens-Zugsparte (Siemens Mobility) geliefert werden. Die Deutsche Bahn hat in den vergangenen Monaten bereits ihre Flotte mit zahlreichen neuen ICEs der Baureihen ICE 4 und ICE3neo verjüngt und ausgebaut. Allein im vergangenen Jahr hat der DB-Konzern laut eigenen Angaben durchschnittlich drei neue ICE pro Monat erhalten. Bis zum Ende des Jahrzehnts sollten mehr als 450 ICEs (Ende 2023: 402 Züge) im DB-Netz unterwegs sein, und damit deutlich mehr als bisher. Die angestrebten neuen ICEs sollen nicht nur die bestehende ICE-Flotte erweitern, sondern auch einen Teil der älteren Fernverkehrszüge ersetzen.

Das vergangene Jahr 2023 markierte für die Bahn eine Zeitenwende. So hat der DB-Konzern gemeinsam mit dem Bund das größte und umfassendste Investitionsprogramm seit der Bahnreform 1994 beschlossen. Damit soll das Schienennetz nicht länger auf Verschleiß, sondern die Infrastruktur von Grund auf saniert und modernisiert werden. Dank der starken Aufstockung der Haushaltsmittel durch den Bund kann die Bahn künftig rund 30,0 Mrd. € zusätzlich in seine Infrastruktur investieren und damit die Strategie der starken Schiene weiter vorantreiben.

Den wesentlichen Hebel der geplanten Infrastruktursanierung des DB-Konzerns für mehr Stabilität und Qualität ist die Generalsanierung von rund 40 sogenannten Korridoren im hochbelasteten Schienennetz. Dabei sollen die Netzstrecken durchgängig saniert werden- vom verlängerten Bahnsteig über den Oberbau bis hin zum digitalen Stellwerk. Bis zum Jahr 2030 soll so ein über 9.000 Kilometer langes Hochleistungsnetz in ganz Deutschland zur Verfügung stehen. Die Investitionen des Deutsche Bahn-Konzerns gemeinsam mit dem Bund in die Bahninfrastruktur sollen sich allein im laufenden Jahr 2024 auf rund 21 Mrd. € belaufen.

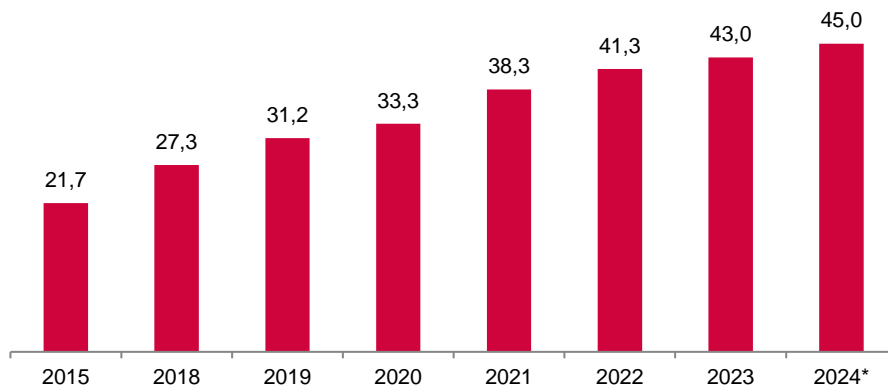
Investitionen im öffentlichen Infrastruktursektor in Deutschland

Nicht nur die Investitionen in Schienenfahrzeuge und die Schiene bzw. die Deutsche Bahn sind in den vergangenen Jahren stetig angewachsen, sondern ebenso die Investitionen in die kommunale bzw. öffentliche Infrastruktur der Bundesrepublik Deutschland.

Gerade die bedeutenden (Infrastruktur-) Investitionen der öffentlichen Hand entfallen zu rund 60,0% auf die Kommunen, d.h. primär auf Städte, Gemeinden und Kreise. Laut einer aktuellen Studie der Förderbank KfW haben die Brutto-Anlageinvestitionen in die kommunale Infrastruktur von 2015 bis 2023 dynamisch um 98,2% auf 43,0 Mrd. € (2015: 21,7 Mrd. €) zugelegt.

Für das aktuelle Jahr 2024 erwartet die KfW-Bank einen erneuten signifikanten Anstieg der öffentlichen Infrastrukturinvestitionen um 4,7% auf 45,0 Mrd. € und damit ein neues Rekordniveau. Der überwiegende Teil dieser geplanten Gesamtinvestitionen soll hierbei auf die Bereiche Schulen (12,9 Mrd. €) und Straßen (10,8 Mrd. €) entfallen.

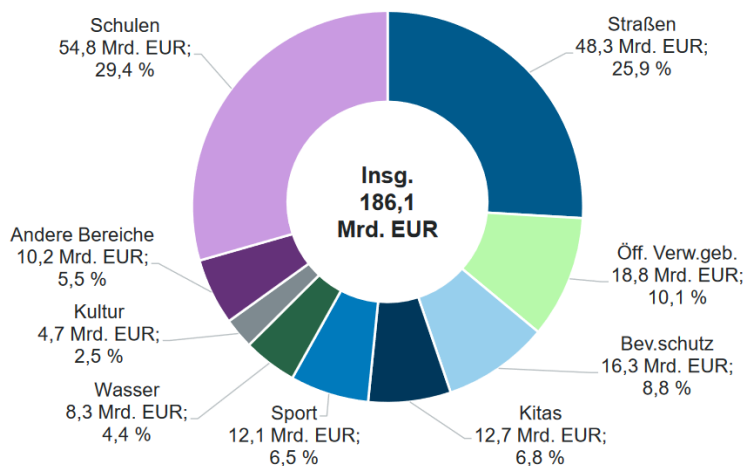
Kommunale Brutto-Anlageinvestitionen in Deutschland (in Mrd.€)



Quelle: KfW; GBC AG *geplante kommunale Investitionen

Trotz der weiter anwachsenden Investitionen in die kommunale Infrastruktur, besteht laut den Studienautoren der KfW im öffentlichen Bereich bei den Gemeinden und Städten ein massiver (wahrgenommener) Investitionsrückstau von 186,1 Mrd. €, der sogar im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 166,0 Mrd. €) erneut deutlich um 12,1% angewachsen ist.

Wahrgenommener Investitionsrückstau der Kommunen (2023)



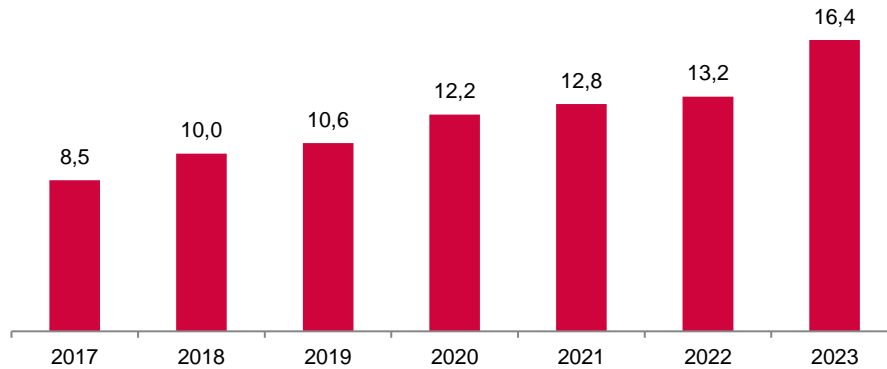
Quelle: KfW; GBC AG

Insbesondere in den Bereichen der Straßen- und Verkehrsinfrastruktur (48,3 Mrd. € bzw. 25,9%), öffentlichen Verwaltungsgebäuden (18,8 Mrd. € bzw. 10,1%) und Schulen (54,8 Mrd. € bzw. 29,4%) wurde ein großer Investitionsnachholbedarf identifiziert.

Vor dem Hintergrund der Bewältigung wichtiger Transformationsaufgaben (Digitalisierung etc.) und der voranschreitenden Energiewende, benötigen die Kommunen laut einhelliger Expertenmeinung vom Bund und den Ländern künftig eine bessere Finanzausstattung. Den Umfang der notwendigen Investitionen in die Transformation bzw. Modernisierung und Verbesserung der kommunalen Infrastruktur prognostiziert der Deutsche Städte- und Gemeindebund (DStGB) auf über eine Billion Euro im kommenden Jahrzehnt.

Darüber hinaus investiert auch der Staatskonzern Deutsche Bahn bereits seit mehreren Jahren verstärkt in seine Bahninfrastruktur (Bahnhöfe, Schienennetz etc.). Demzufolge sind die Infrastrukturausgaben der Bahn zum Ende des vergangenen Jahres 2023 im Vergleich zu 2017 um 92,9% auf den neuen Rekordwert von 16,4 Mrd. € (Vgl. 2017: 8,5 Mrd. €) angestiegen.

Jährliche Infrastrukturausgaben der Deutschen Bahn AG (in Mrd. €)



Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG

Trotz der verstärkten Investitionen in die Schiene, wird laut dem aktuellen Netzzustandsbericht (für 2023) der „altersbasierte Nachholbedarf“ bzw. Erneuerungsbedarf der Bahninfrastruktur auf mehr als 92,0 Mrd. € geschätzt. Hinzu kommen prognostizierte 17,6 Mrd. € für sanierungsbedürftige Bahnhöfe.

Gerade das überalterte und überlastete Schienennetz gilt als wesentliche Ursache für die auftretende Unpünktlichkeit der DB-Züge. Um diesen Investitionsstau im Bahnnetz abzubauen, hat der Bahnkonzern, wie zuvor erläutert, eine Generalsanierung in seinem Schienennetz begonnen.

Alles in allem besteht bei den aktuellen Investitionen der Deutschen Bahn und der Kommunen noch signifikantes Steigerungspotenzial, um den vorhandenen Investitionsstau schrittweise abzubauen und zugleich zusätzliche notwendige Transformations- und Zukunftsinvestitionen auf den Weg zu bringen. Zumal laut Expertenmeinungen die Bundesrepublik Deutschland nach wie vor im internationalen Vergleich zu wenig in seine Staatsbahn bzw. Schieneninfrastruktur und öffentliche Infrastruktur investiert.

Insgesamt sehen wir SBF als vollintegrierten Technologiekonzern mit LED-Beleuchtungslösungen für Zughersteller und öffentliche Kunden (DB-Konzern, Kommunen etc.) gut positioniert, um von den zunehmenden Investitionen in die Bahn bzw. Schienenfahrzeuge und öffentliche Infrastrukturen deutlich zu profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2023

Kennzahlen in Mio. EUR (gerundet)	2021	2022	2023
Umsatzerlöse	31,18	34,84	33,96
EBITDA	5,24	2,32*	-0,99
EBIT	4,02	0,60*	-3,00
Nettoergebnis	4,73	-0,65*	-3,36

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

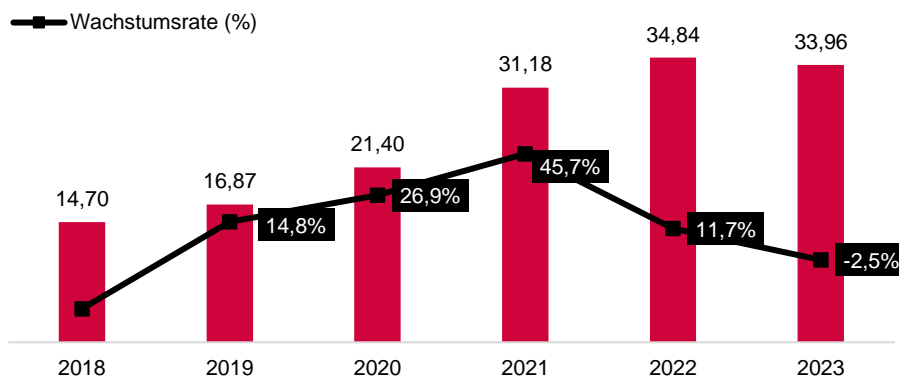
Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr des SBF-Konzerns war insbesondere geprägt von herausfordernden Rahmenbedingungen (hohe Inflation, schwache Konjunktur, instabile Lieferketten etc.), die sich negativ auf die Geschäftsentwicklung ausgewirkt haben. Trotz dieses schwierigen Umfelds ist es der SBF-Gruppe im vergangenen Geschäftsjahr gelungen, mit erzielten Umsatzerlösen in Höhe von 33,96 Mio. € (VJ: 34,84 Mio. €) eine robuste Umsatzentwicklung zu erzielen.

Getragen wurden die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse v.a. vom Hauptgeschäftsfeld „**Schiene**fahrzeuge“ mit beigesteuerten Erlösen von 19,00 Mio. € (Umsatzanteil: 55,9%). Entsprechend bewegten sich die Segmentumsatzerlöse des Bahntechnikgeschäfts nahezu auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: 21,10 Mio. €) und zugleich konnten die von SBF geplanten Umsätze für dieses Geschäftsfeld (Planumsatz: 19,40 Mio. €) nahezu erreicht werden. Kundenseitige Projektverschiebungen und zeitliche Verlängerungen bei einzelnen Projekt- und Ausschreibungsvorbereitungen haben jedoch einer noch positiveren Erlösentwicklung entgegengestanden.

Somit konnte der Konzern erneut von einer stabilen und anhaltend hohen Nachfrage der Schienenfahrzeugindustrie nach Decken- und Beleuchtungslösungen (Umsatzanteil SBF-Bahntechniksegment: >90,0%) der SBF-Gruppe profitieren. Laut Unternehmensangaben waren im abgelaufenen Geschäftsjahr insbesondere die führenden europäischen Zughersteller namens Siemens Mobility, Stadler Rail und Alstom (inkl. Bombardier nach M&A in 2021) die wesentlichen Auftraggeber bzw. Kunden des Bahntechniksegments.

Entwicklung der Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



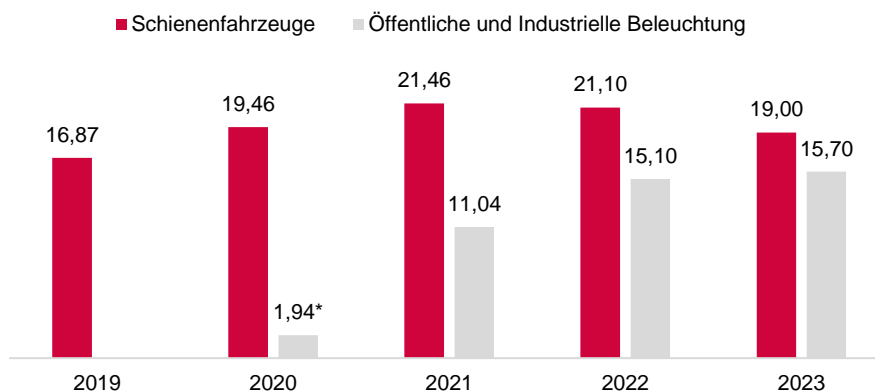
Quelle: SBF AG; GBC AG

Im zweitgrößten Segment „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“ wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein moderater Umsatzanstieg um rund 4,0% auf 15,70 Mio. €

(VJ: 15,10 Mio. €) erzielt. Wir gehen davon aus, dass die Umsatzerlöse vor allem mit kommunalen Kunden bzw. der öffentlichen Hand erzielt (Umsatzanteil GBCe: >85,0%) wurden und produktseitig überwiegend auf Beleuchtungssysteme für öffentliche Straßen und Gebäude (Umsatzanteil GBCe: >70,0%) entfallen sind. Bedingt durch die allgemeine Marktschwäche wurde das ursprünglich avisierte deutlich stärkere Umsatzwachstum, das einen Planumsatz von 24,2 Mio. € vorsah, nicht erreicht. Vor allem im Industriesektor blieben die angepeilten Umsatzerlöse deutlich hinter den Erwartungen zurück.

Damit hat der SBF-Konzern seine angepasste Umsatzguidance (Konzernerlöse zwischen 34,0 Mio. € bis 35 Mio. €) nahezu erreicht. Auch unsere Umsatzschätzung (Umsatz GBCe: 34,21 Mio. €) wurde nahezu erfüllt.

Entwicklung der Segmentumsatzerlöse (in Mio. €, vor Konsolidierungsbuchungen)



Quelle: SBF AG; GBC AG AG *Rumpfgeschäftsjahr der neu gegründeten Lunux (Konsolidierung seit Oktober 2021)

Das vergangene Geschäftsjahr war zudem auch von einem wichtigen strategischen Schritt geprägt. So wurde im dritten Quartal der Elektronikspezialist AMS erworben und damit die Wertschöpfungstiefe insbesondere im Bahntechnikgeschäft deutlich erhöht und zugleich Effizienzsteigerungspotenziale genutzt. Daneben weitet SBF mit den Produkten von AMS seine Angebotspalette in den Bereichen Elektronik und Sensorik- und Kommunikationstechnik signifikant aus. Mit Wirkung ab dem 1. Januar 2024 wird dieses neue Geschäftssegment „Sensortechnologie und Elektromechanik“ vollumfänglich in den Finanzkennzahlen des laufenden Geschäftsjahres berücksichtigt bzw. konsolidiert.

Ergebnisentwicklung

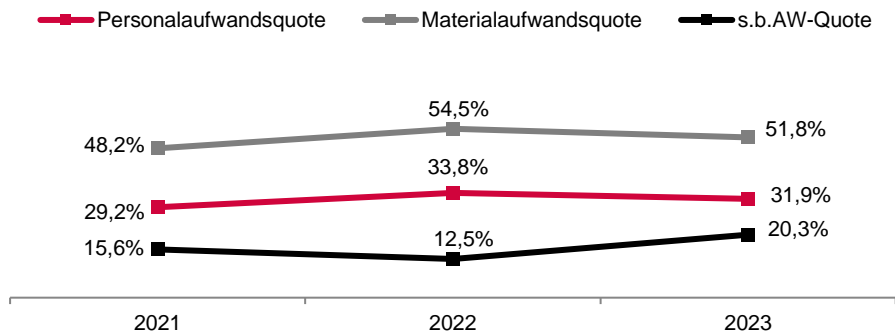
Entgegengesetzt zur Umsatzerlösentwicklung musste SBF v.a. aufgrund der Kapazitätsminderauslastung am mietkostenintensiven Produktionsstandort in Springe (im Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“) und hohen eingetretenen Sonderbelastungen (AMS-Übernahme, Lunux-Firmenwertabschreibung etc.) deutliche Ergebnisminderungen auf allen Ergebnisebenen hinnehmen. Zudem haben erhöhte Beschaffungspreise, gestiegene Personalaufwände und einzelne Projektverschiebungen ergebnismindernd gewirkt.

Auf Kostenebene sind die Materialaufwendungen des Technologiekonzerns im Vergleich zum Vorjahr leicht um auf 17,58 Mio. € (VJ: 18,99 Mio. €) gesunken. Parallel hierzu sank die Materialaufwandsquote signifikant auf 51,8% (VJ: 54,5%). Im gleichen Zuge reduzierten sich die Personalaufwendungen um 8,1% auf 10,83 Mio. € (VJ: 11,78 Mio. €). Die Personalaufwandsquote ging gleichfalls auf 31,9% (VJ: 33,8%) zurück.

Gegensätzlich entwickelten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 63,0% auf 6,90 Mio. € (VJ: 4,35 Mio. €) angestiegen sind.

Hauptursächlich hierfür waren erhöhte Mietaufwendungen für den Lunx-Produktionsstandort in Springe (jährliche Mietkosten GBCe: ca. 1,40 Mio. €), Leasingraten aus einem Sales-and-Lease-back-Geschäft und angefallene Sonderkosten im Zusammenhang mit der AMS-Übernahme sowie zusätzliche einmalige IT- und Rechtsberatungskosten. Entsprechend erhöhte sich im gleichen Schritt die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (s.b.AW-Quote) signifikant auf 20,33% (VJ: 12,5%).

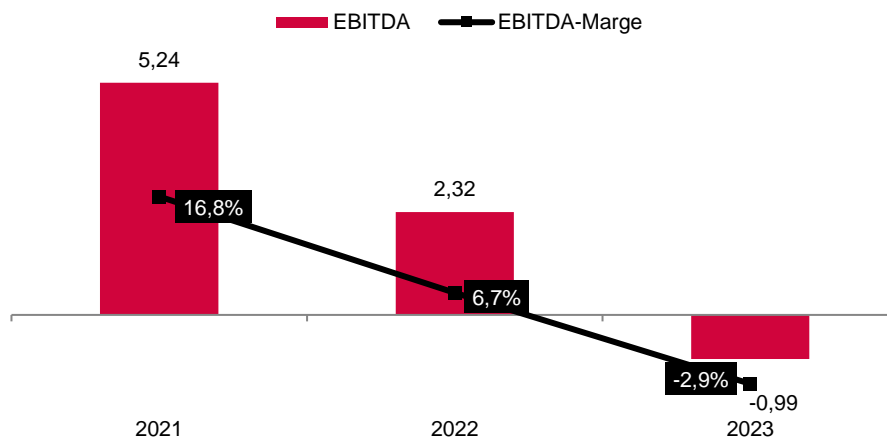
Entwicklung bedeutender Kostenpositionen (in % bezogen auf Umsatzerlöse)



Quelle: SBF AG; GBC AG

In der Summe ergab sich damit ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von -0,99 Mio. € und damit ein deutlicher Ergebnismrückgang im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 2,32 Mio. €). Korrigiert um angefallene Sonderkosten (laut Unternehmensangaben ca. 1,0 Mio. €) wurde hingegen ein ausgeglichenes bereinigtes Konzern-EBITDA erzielt. Parallel hierzu sank die EBITDA-Marge mit -2,9% in den negativen Bereich (VJ: 6,7%)

Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. € / Marge in %)



Quelle: SBF AG; GBC AG

Aufgrund dessen hat SBF seine angepasste Ergebnisguidance (EBITDA von ca. 1,0 Mio. €) verfehlt. Auch unsere EBITDA-Prognose (EBITDA GBCe: 0,79 Mio. €) wurde unterschritten.

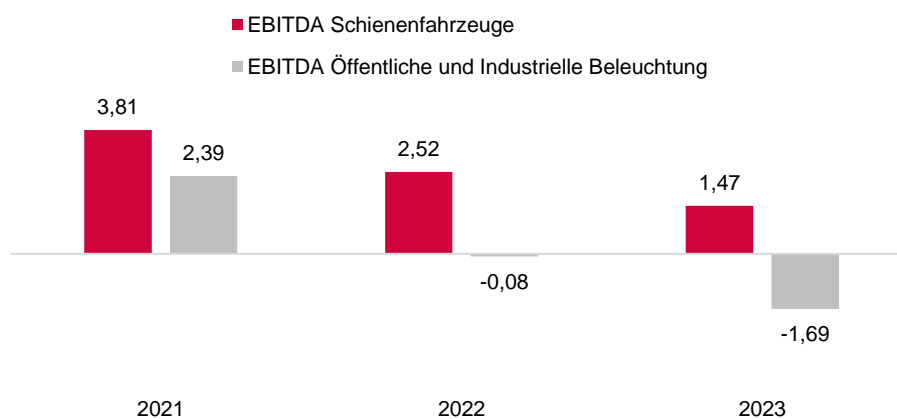
In Bezug auf die Ergebniszusammensetzung entfiel der alleinige positive Ergebnisbeitrag auf das Hauptgeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“. In diesem Segment wurde ein EBITDA (vor Konsolidierungsbuchungen) in Höhe von 1,47 Mio. € erzielt, welches somit unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 2,52 Mio. €) lag.

Der eingetretene Ergebnismrückgang des Stammgeschäfts resultierte hierbei primär aus höher als erwartet angefallenen Materialbeschaffungskosten und Personalauf-

wendungen. Die höhere Personalaufwandsquote war in erster Linie auf personalintensive Neuanläufe von künftigen Zugherstellerprojekten zurückzuführen, die sich aber mit fortschreitender Projektdauer wieder nivellieren sollen.

Im noch relativ jungen Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ musste, bedingt durch die niedrige Umsatzwachstumsgeschwindigkeit und einen auf höhere Kapazitäten ausgelegten Kostenapparat (Kapazitätsmaximum GBCe: ca. 30,0 Mio. € an Umsatzvolumen), ein negatives EBITDA in Höhe von -1,68 Mio. € hingenommen werden, welches damit unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: -0,08 Mio. €) lag.

Entwicklung der Segmentperformance (in Mio. €)*



Quelle: SBF AG; GBC AG *vor Konsolidierungsbuchungen

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten, wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein negatives Konzernnettoergebnis in Höhe von -3,36 Mio. € erzielt und damit ein Nettoergebnis unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: -0,65 Mio. €) verzeichnet. Hierbei wurde das Nachsteuerergebnis zusätzlich durch außergewöhnliche Abschreibungen in Höhe von 0,40 Mio. € belastet.

In Anbetracht der unbefriedigenden Profitabilität und Ertragslage, hat SBF zudem im vergangenen Geschäftsjahr umfangreiche und tiefgreifende Maßnahmen zur Effizienzsteigerung und Kostenoptimierung innerhalb des Konzerns eingeleitet. Dieses gestartete Maßnahmenprogramm betrifft vor allem den Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“, in dem die Fertigung von Produkten am bereits bestehenden Lunux-Standort in Budweis (Tschechien) gebündelt werden soll. Die damit verbundenen Investitionen in Produktions- und Lagerhallen belaufen sich laut Unternehmensangaben in einem ersten Schritt auf einen niedrigen einstelligen Millionenbetrag.

Durch die Zentralisierung und Verlagerung der Produktion nach Budweis ergeben sich hohe Kosteneinsparungen durch die eingesparte Miete am bereits gekündigten Produktionsstandort in Springe (zum 31.10.2024) sowie deutliche Kostenvorteile durch das lokal wesentlich niedrigere Lohnkostenniveau.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass es dem SBF-Konzern trotz eines schwierigen Umfelds gelungen ist, eine robuste Umsatzentwicklung zu erzielen. Angesichts der Minderauslastung der kostenintensiven Hauptproduktionskapazitäten im Geschäftsfeld „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ und hohen Sonderbelastungen, musste ein negatives Konzernergebnis hingenommen werden. Mit der AM-Übernahme hat die Technologiegesellschaft ihre Wertschöpfungstiefe deutlich erhöht. Durch das eingeleitete umfangreiche Kostenoptimierungsprogramm soll die künftige Konzernprofitabilität und -ertragslage deutlich verbessert werden.

Bilanzielle/finanzielle Situation der SBF AG

Konzernbilanz (in Mio. €)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital	29,19	36,84	33,53
Eigenkapitalquote (in %)	68,7%	75,3%	73,9%
Finanzverbindlichkeiten (Bankkredite)	7,56	7,46	6,08
Liquide Mittel	9,85	13,70	10,80
Nettoverschuldung (bei pos. VZ: Nettoliquidität)	-2,29	6,24	4,72
Operatives Anlagevermögen	11,60	11,25	11,20
davon immaterielles Vermögen	1,44	0,77	0,11
Vorräte	17,03	17,69	17,73

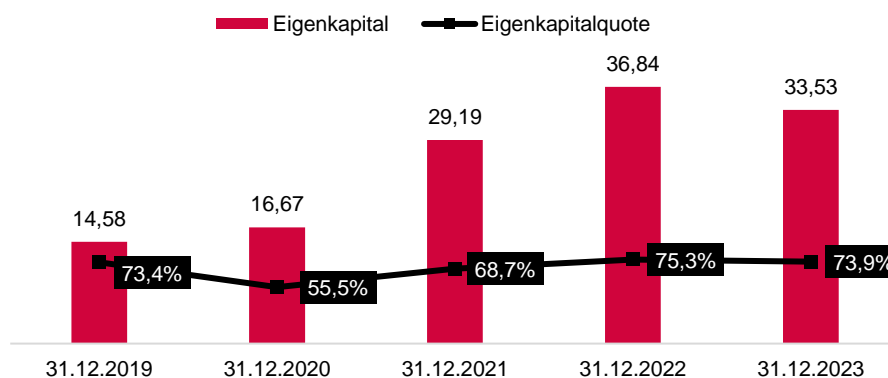
Quelle: SBF AG

Die bisherige Unternehmensperformance und die getätigten Investitionen in den Aufbau und die Weiterentwicklung des Geschäftsfelds „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ haben sich in verschiedener Form auch in der Unternehmensbilanz niedergeschlagen.

Der SBF-Konzern besitzt aufgrund seines produktionsbasierten Geschäftsmodells traditionell eine hohe Sachanlagenintensität mit einem Anteil an der Bilanzsumme zum Stichtag 31.12.2023 von 24,7% (31.12.2022: 23,0%). Bedingt durch insbesondere Investitionen in Grundstücke und Gebäude (ca. 1,26 Mio. €) und technische Anlagen und Maschinen (ca. 0,56 Mio. €), erhöhte sich zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres das operative Anlagevermögen moderat auf 11,20 Mio. € (31.12.2022: 11,25 Mio. €). Entgegengesetzt wirken außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 0,42 Mio. € auf den Geschäfts- und Firmenwert der Lunux Lighting, die parallel hierzu auch zu einer Senkung des immateriellen Vermögens auf 0,11 Mio. € (31.12.2022: 0,77 Mio. €) geführt haben.

Das Vorratsvermögen hat sich zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahr leicht auf 17,73 Mio. € (31.12.2022: 17,69 Mio. €) erhöht. Das Sachanlagevermögen und die Vorräte standen zum Bilanzstichtag 31.12.2023 für 63,7% (31.12.2022: 59,1%) der Bilanzsumme.

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



Quelle: SBF AG; GBC AG

Die Geschäftsaktivitäten des SBF-Konzerns werden traditionell überwiegend über Eigenkapital finanziert. Aufgrund des negativen Konzernergebnisses reduzierte sich das Eigenkapital zum Stichtag 31.12.2023 auf 33,53 Mio. € (31.12.2022: 36,84 Mio. €). Parallel hierzu sank die Eigenkapitalquote leicht auf 73,9% (31.12.2022: 75,3%), bewegt sich damit jedoch weiterhin auf einem überdurchschnittlichen Niveau.

In Bezug auf in Anspruch genommenes Fremdkapital bestanden zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres Bankverbindlichkeiten in Höhe von 6,08 Mio. €, welche sich im Vergleich zum Vorjahresniveau € (31.12.2022: 7,46 Mio. €) signifikant reduziert haben.

Demgegenüber standen zum Bilanzstichtag 31.12.2023 umfangreiche liquide Mittel in Höhe von 10,80 Mio. € (31.12.2022: 13,70 Mio. €), die die Kreditverbindlichkeiten betragsmäßig bei weitem überstiegen haben. Folglich war der SBF-Konzern zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres im Prinzip bankschuldenfrei.

Insgesamt verfügt SBF weiterhin über eine solide und gesunde Bilanzstruktur. Durch die umfangreichen liquiden Mittel ist das Unternehmen weiterhin in einer komfortablen Situation, um bspw. auch zusätzliche Wachstumsimpulse zu initiieren oder anorganische Wachstumschancen nutzen zu können.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Erfahrenes Top-Management mit guter Vernetzung innerhalb der Bahntechnikindustrie • Starke Marktposition als Technologie- und Kostenführer im Bahntechnikbusiness • Hohe Markteintrittsbarrieren und starke Anbieterkonzentration (Oligopol) im Bereich Schienenfahrzeuge • SBF Spezialleuchten GmbH ist enger Entwicklungspartner und OEM-Zulieferer bei weltweit führenden Zugherstellern (z.B. Siemens oder Stadler) • Robustes Geschäftsmodell mit langjährigen Großkunden im Bahntechnikgeschäft und über 1.000 kommunalen Kunden sowie der Deutschen Bahn im öffentlichen Infrastrukturgeschäft • Starke Bilanzstruktur mit hoher Eigenkapitalquote und niedriger Verschuldung; finanzstarker Ankeraktionär 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von einzelnen Führungspersonen auf Konzern- und Tochtergesellschaftsebene • Weitergabe von Kostensteigerungen im Geschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ nur teilweise möglich, jedoch gute Preisdurchsetzungsmöglichkeiten im Geschäftsfeld „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ • Abhängigkeit von wenigen Zugherstellern innerhalb des Geschäftsfelds „Schienenfahrzeuge“, jedoch auch gegenseitige Abhängigkeit aufgrund des geringen Wettbewerbs in der Marktnische • Geringer Freefloat in der Aktie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die Ausrichtung auf die Wachstumssektoren Bahntechnik, öffentliche Infrastruktur und Bahninfrastruktur eröffnet erhebliche Umsatzpotenziale • Das gestartete Kostenoptimierungsprogramm könnte zu enormen Ergebnisverbesserungen führen, v.a. im Linux-Geschäftsbereich • Eine Ausweitung des Leistungsangebots und Erhöhung der Wertschöpfungstiefe könnten zusätzliche Wachstums- und Kostensenkungspotenziale eröffnen • Ansteigende Investitionen im Schienen- und öffentlichen Infrastruktursektor bieten große Wachstumschancen • Kooperationen oder M&As in der hochkonzentrierten Bahntechnische Deckensysteme könnten zu sprunghaftem Wachstum und zu einer nochmals stärkeren Marktposition führen 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein verstärkter Wettbewerb im Geschäftsfeld „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ könnte zu einem Margenrückgang führen • Eine Konsolidierung oder Kooperationen innerhalb der Zugbauerindustrie könnten sich negativ auf die Rentabilität der SBF Spezialleuchten GmbH auswirken • Die SBF-Beleuchtungslösungen erfordern permanente F&E-Aufwendungen. Ohne adäquate Investitionen in diesem Bereich besteht die Gefahr, dass SBF's Kundenlösungen nicht mehr „state-of-the-art“ sind und damit Nachfragerückgänge drohen könnten • Einzelne spezielle elektronische Komponenten der Beleuchtungslösungen müssen primär von asiatischen Lieferanten bezogen werden. Sollten diese Belieferungen plötzlich ausbleiben oder sich verringern, hätte dies deutlich negative Geschäftsauswirkungen

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2025e (neu)	GJ 2025e (alt)	GJ 2026e
Umsatzerlöse	33,96	47,26	53,92	51,71	57,45	55,26
EBITDA	-0,99	1,22	2,86	3,59	4,74	5,02
EBIT	-3,00	-0,37	1,04	1,93	2,88	3,29
Nettoergebnis	-3,36	-1,14	0,42	1,34	1,67	1,98

Quelle: SBF; Schätzungen GBC AG

Umsatzprognosen

Der SBF-Konzern hat sich mit seinen LED-basierten Technologien v.a. auf die Wachstumssektoren Bahntechnik und öffentliche Infrastrukturlösungen ausgerichtet. In Anbetracht dessen verfolgt die Technologiegesellschaft auch eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie, die sich besonders stark auf das Bahntechnikbusiness und damit auf das Kerngeschäftsfeld fokussiert.

Wesentliche Elemente dieser Wachstumsstrategie bilden der weitere Geschäftsausbau des Hauptgeschäftsfelds („Schienenfahrzeuge“) und ergänzender Geschäftsfelder, die Internationalisierung des Bahntechnik- und Infrastrukturgeschäfts sowie strategische Kooperationen und Übernahmen (M&A's) im Bahntechnikbusiness. Der SBF-Konzern strebt entsprechend laut eigenen Angaben an, den Umsatz kontinuierlich zu steigern und zukünftig wieder zweistellige EBITDA-Margen zu erreichen.

Wesentliche Eckpfeiler der SBF-Wachstumsstrategie



Quelle: SBF AG; GBC AG

Im Kernsegment „**Schienenfahrzeuge**“ sollen die Umsatzerlöse v.a. durch den angestrebten Ausbau der Bahntechnikgeschäftsaktivitäten der Hauptkunden (v.a. Stadler Rail und Siemens Mobility,) mittel- und langfristig deutlich ausgebaut werden können. Im Rahmen dessen sollte SBF durch seine langjährigen engen Geschäftsbeziehungen zu diesen Zugfabrikanten (Entwicklungspartner und Tier-1-Zulieferer der Zugbauer) und der starken Anbieterkonzentration (Oligopol) in der Marktnische Zugdeckensysteme von den Rekordauftragsbeständen und den vielversprechenden Geschäftsausblickten dieser namhaften Zugerhersteller deutlich profitieren können.

Die mit der Corona-Pandemie eingetretenen Lieferkettenprobleme und die allgemeine Verschlechterung der Rahmenbedingungen hatten sich in der jüngsten Vergangenheit negativ auf die Geschäftsentwicklung der weltweit führenden Zugerhersteller ausgewirkt, was bei einigen Marktakteuren zu einer deutlichen Abschwächung der Wachstumsdynamik (z.B. bei Siemens Mobility) oder gar zu einer beinahe Stagnation der Umsatzerlösentwicklung (z.B. bei Stadler Rail) geführt hatte. Unbeeindruckt hiervon entwickelte sich jedoch aufgrund der anhaltend hohen globalen Nachfrage nach umweltfreundlichen und

leistungsfähigen Zügen die Auftragslage bzw. die Auftragsbestände der globalen Zughersteller. So konnten die SBF-Hauptkunden Siemens Mobility und Stadler Rail im vergangenen Geschäftsjahr mit anhaltend starken Auftragseingängen ihre bisherigen Rekordauftragsbestände (Siemens: +25% auf 45,0 Mrd. €; Stadler: +11,0% auf 24,4 Mrd. CHF) im Vergleich zum Vorjahr nochmals deutlich steigern auf neue Rekordniveaus.

Infolge der sukzessiven Stabilisierung der Lieferketten und der allmählichen Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, hat die allgemeine Wachstumsdynamik in der weltweiten Schienenfahrzeugindustrie zuletzt wieder spürbar zugenommen. Entsprechend konnte bspw. Siemens Mobility im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatzanstieg um 8,8% auf 10,55 Mrd. € (VJ: 5,3% auf 9,69 Mrd. €) erzielen und stellt für das aktuelle Geschäftsjahr einen erneuten Umsatzzuwachs zwischen 8,0% bis 11,0% in Aussicht. Der Wettbewerber Stadler Rail, zweitgrößter europäischer Passagierzughersteller, erwartet nach einer robusten Umsatzentwicklung im vergangenen Jahr für das laufende Geschäftsjahr 2024 ebenso eine stabile Umsatzentwicklung mit Umsatzerlösen von 3,60 Md. CHF und strebt für die Folgejahre 2025 und 2026 eine sehr dynamische Umsatzentwicklung auf bis zu 4,2 Mrd. CHF bzw. 5,50 Mrd. CHF an.

Der SBF-Konzern ist ebenso bestrebt die Geschäftsaktivitäten im ergänzenden Segment „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“ mittel- und langfristig deutlich zu steigern. Hierbei soll vor allem der umfangreiche Kundenstamm an kommunalen Kunden (über 1.000 öffentliche Kunden) und dem Deutsche Bahn-Konzern eine Schlüsselrolle einnehmen. Zuletzt wurde in diesem Geschäftsbereich ein moderater Umsatzanstieg auf rund 15,70 Mio. € (VJ: 15,3 Mio. €) verzeichnet.

Aufgrund der bisherigen Minderauslastung der kostenintensiven Produktionskapazitäten (Anmietung des großen Lunux-Fertigungsstandorts in Springe) in diesem Geschäftsfeld, hat der SBF-Konzern die Verlagerung und Bündelung der gesamten inländischen Fertigungsstrukturen an den bestehenden Lunux-Standort in Budweis (Tschechien) beschlossen. Im Zuge dessen plant die Gesellschaft die Erweiterung der bisherigen Kapazitäten an diesem Standort in Form eines Neubaus eines Produktionswerks in Budweis (Investitionssumme GBCe: 3,50 Mio. €), an dem neben Vorprodukten für den Bahntechnikbereich auch primär Lunux-Beleuchtungsprodukte gefertigt werden sollen. Durch die Zentralisierung und Verlagerung der Lunux-Fertigungskapazitäten und die allgemeinen kostenseitigen Standortvorteile, beabsichtigt SBF massive Kosteneinsparungen in dieser Sparte zu erzielen und damit dieses Geschäftsfeld bereits ab dem Geschäftsjahr 2025 in die operative Profitabilität zu überführen.

In Bezug auf das angepeilte Wachstum in diesem Geschäftssegment sollte SBF von den verstärkten Investitionen im Bereich der öffentlichen Infrastruktur und Bahninfrastruktur signifikant profitieren können. Diese resultieren unseres Erachtens nach hauptsächlich aus dem enormen Investitionsrückstau in Höhe von rund 186,0 Mrd. € (lt. KfW-Studie) alleine auf kommunaler Ebene und zu stummenden transformativen Aufgabenbereichen (Digitalisierung, Energiewende etc.) im öffentlichen Sektor, die erhebliche finanzielle Ressourcen erfordern. So streben bspw. die deutschen Kommunen laut dem aktuellen KfM-Kommunalpanel (2024) für das aktuelle Jahr 2024 Rekordinvestitionen im Umfang von ca. 45,0 Mrd. € in ihre öffentlichen Infrastrukturen (Sanierung und Erneuerung von Gebäuden, Straßenlampen etc.) an, mit ansteigender Tendenz. Auch die Deutsche Bahn plant gemeinsam mit dem Bund für das laufende Jahr Rekordinvestitionen von rund 21,0 Mrd. € in die Bahninfrastruktur, insbesondere in das marode Schienennetz.

Umsatzseitig sollte insbesondere durch die verstärkte Gewinnung von Großaufträgen (nach der „Reaktivierung“ des übernommenen Lunux-Kundenstamms), die Lieferantenleistung bei der Deutschen Bahn und den Ausbau des Auslandsgeschäfts das Wachstum in diesem Geschäftsbereich sukzessive vorangebracht werden können.

Daneben beabsichtigt SBF auch im Hauptgeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ die Internationalisierung seines Bahntechnikgeschäfts, um zusätzliches Wachstumspotenzial zu nutzen. Trotz der bisherigen Verschiebung der Internationalisierungsbemühungen aufgrund u.a. der Covid-19-Pandemie und der Lieferkettenproblematik, strebt das Unternehmen weitere Produktionsstandorte bspw. in den USA oder England an.

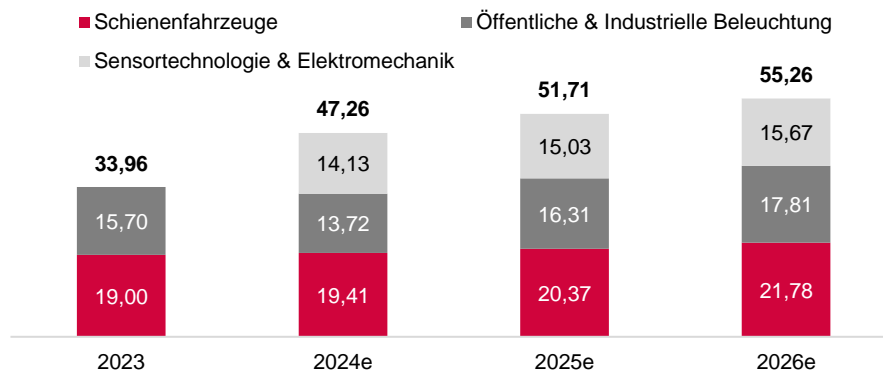
Des Weiteren sind auch **strategische Kooperationen und Übernahmen (M&A's)** ein wichtiges Element der Wachstumsstrategie des Konzerns. Nach den bisherigen getätigten M&A-Transaktionen zur Vertiefung der Wertschöpfung und Verbreiterung des Leistungsangebots, strebt SBF auch weitere M&As im Bahntechniksektor an, um anorganische Wachstumspotenziale zu heben. Zudem hält sich SBF hinsichtlich strategischer Kooperationen auch jederzeit alle Optionen offen, um auch hierdurch das Bahntechnikbusiness weiter voranzubringen.

In Anbetracht des weiterhin hohen Konzernauftragsbestands in Höhe von 52,7 Mio. € (Stand: 12/2023), welcher mit 40,7 Mio. € v.a. auf den Bahntechnikbereich entfällt, und dem hohen Konzernangebotsbestand in Höhe von 106,6 Mio. € und der getätigten AMS-Übernahme, erwartet das SBF-Management für das aktuelle Geschäftsjahr einen Umsatzsprung auf 48,0 Mio. € bis 50,0 Mio. €. Parallel hierzu rechnet die Gesellschaft aufgrund der bisherigen Minderkapazitätsauslastung im Lunux-Geschäftsfeld und den erwarteten Kostenbelastungen aus dem eingeleiteten Sparprogramm mit einem negativen Konzernnettoergebnis im mittleren sechsstelligen Bereich. Die eingeleiteten strukturellen Maßnahmen in allen Bereichen sollen ihre positive Wirkung bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 vollumfänglich zur Entfaltung bringen.

Bedingt durch die aktuell unter unseren Erwartungen liegende Umsatz- und Ergebnisentwicklung, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach unten angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnen wir nun mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 47,26 Mio. € (zuvor: 53,92 Mio. €) und entsprechend mit einem dynamischen Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahresniveau (VJ: 33,96 Mio. €). Dieser sollte primär durch den anorganischen Umsatzzuwachs aus der AMS-Akquisition (Umsatzbeitrag GBCe: 14,13 Mio. €) gelingen. Die prognostizierten Konzernumsatzerlöse sollten hierbei mit erwarteten Bahntechnikerlösen in Höhe von 19,41 Mio. € im Wesentlichen vom Geschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ (Konzernumsatzanteil GBCe: ca. 41,1%) getragen werden, wobei die prognostizierten Bahntechnikerlöse recht komfortabel durch den starken Segmentauftragsbestand von ca. 41,0 Mio. € (davon Anteil GJ 2023 GBCe: ca. 50,0%) realisierbar sein sollten.

Für das „Schienenfahrzeuge-Segment“ rechnen wir für die Folgejahre 2025 und 2026 basierend auf den Rekordauftragsbeständen der Hauptkunden (Stadler Rail, Siemens Mobility) und den zuvor dargestellten vielversprechenden zukünftigen Umsatzplanungen bzw. Geschäftsausblicke dieser Zugerhersteller mit deutlichen Umsatzzuwächsen. Auch die beiden anderen ergänzenden Geschäftssegmente des SBF-Konzerns sollten durch die geplanten Wachstumsinitiativen in diesen Geschäftsfeldern ebenfalls in den kommenden Jahren in punkto Geschäftsvolumen moderat zulegen können. Für das Lunux-Geschäftsfeld rechnen wir aufgrund der strukturellen Optimierungsmaßnahmen mit einem temporären Umsatzrückgang (Umsatzverschiebung durch Produktionszentralisierung in Budweis ins Folgejahr 2025) im aktuellen Geschäftsjahr 2024 auf 13,72 Mio. € (VJ: 15,70,0 Mio. €), der jedoch in den Folgejahren deutlich überkompensiert werden sollte. Folglich sollten die Konzernumsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2025 und 2026 deutlich auf 51,71 Mio. € (zuvor: 53,92 Mio. €) und 55,26 Mio. € (zuvor: 57,45 Mio. €) anwachsen können. Das Geschäftsjahr 2026 haben wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.

Erwartete Konzern- und Segmentumsatzentwicklung (in Mio. €)

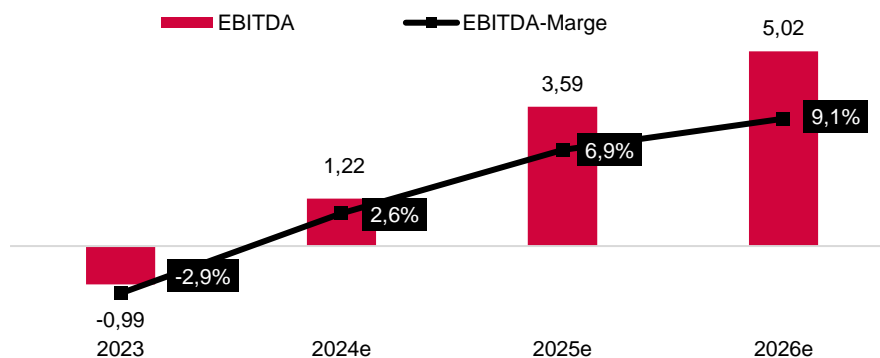


Quelle: SBF AG; Prognosen GBC AG

Ergebnisprognosen

Parallel zu unseren reduzierten Umsatzprognosen haben wir ebenfalls unsere bisherigen Ergebnisschätzungen nach unten angepasst. Das Geschäftsmodell des SBF-Konzerns ist traditionell sehr margenstark, was sich auch in den bisher erzielten hohen Rohmargen (typischerweise >45,0%) widerspiegelt. Dies resultiert einerseits aus der technologieführenden Marktposition und der Kostenführerschaft. Vor allem im Bahntechnikgeschäft mit den individuellen Kundenlösungen bzw. Produktsystemen erzielt SBF besonders hohe Margen. In Anbetracht dessen, rechnen wir auch künftig damit, dass es dem Unternehmen gelingt attraktive Preise bei seinen Kunden durchzusetzen und folglich das hohe Margenniveau weiter beizubehalten.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. € / in %)



Quelle: SBF AG; Schätzungen GBC AG

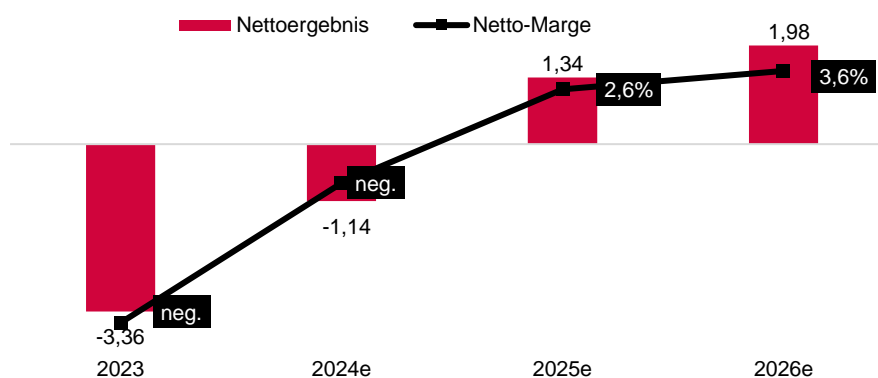
Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 rechnen wir bedingt durch die noch temporär anfallenden hohen Fertigungsstandortkosten in Springe (Kündigung des kostenintensiven Mietvertrags zum 31.10.2024) und den erwarteten Sonderkosten aufgrund der eingeleiteten Verlagerung und Bündelung der Lunux-Produktion am Lunux-Fertigungsstandort in Budweis mit einem operativen Ergebnis in Höhe von 1,22 Mio. € (zuvor: 2,86 Mio. €). Hieraus sollte eine EBITDA-Marge von 2,6% erzielt werden können (zuvor: 5,3%).

Im Folgejahr 2025 sollte v.a. das wieder anziehende Bahntechnikgeschäft und damit verbundene Skaleneffekte und die erwarteten umfangreichen Einsparungseffekte aus dem eingeleiteten Sparprogramm zu einer dynamischen EBITDA- und operativen Margenerholung führen. Alleine auf Lunux-Ebene rechnen wir aufgrund der erwarteten deutlichen Standortkostenvorteile und wegfallenden hohen Mietkostenbelastungen durch die

Zentralisierung und Verlagerung der Produktion nach Budweis (Tschechien) mit einer jährlichen Kosteneinsparung von mind. 1,50 Mio. € (GBCe). Entsprechend kalkulieren wir für diese Geschäftsperiode mit einem EBITDA-Sprung auf 3,59 Mio. € (zuvor: 4,74 Mio. €). Parallel hierzu sollte sich auch die operative Profitabilität bzw. EBITDA-Marge deutlich auf 6,9% erholen (zuvor: 8,3%).

Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2026 rechnen wir aufgrund der nochmals höheren Kapazitätsauslastung im Bahntechnikbusiness, die zu abermals stärkeren Skaleneffekten führen sollten, und (erwarteten) moderaten Ergebniszuwächsen in den beiden ergänzenden Geschäftssegmenten, mit einem erneuten deutlichen EBITDA-Zuwachs auf 5,02 Mio. €. Im gleichen Zuge sollte sich die EBITDA-Marge dann weiter auf 9,1% verbessern.

Erwartete Entwicklung des Nettoergebnisses und der Netto-Marge (in Mio. €/ in %)



Quelle: SBF AG; Schätzungen GBC AG

Auf Nettoebene kalkulieren wir unter Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten für das laufende Geschäftsjahr 2024 bedingt durch das vorübergehend niedrige erwartete operative Ergebnis ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -1,14 Mio. €. In den Folgejahren 2025 und 2026 sollte das Nettoergebnis parallel zur erwarteten dynamischen operativen Ergebnisentwicklung deutlich ansteigen können auf 1,34 Mio. € bzw. 1,98 Mio. €.

Insgesamt sehen wir den SBF-Konzern weiterhin gut aufgestellt, um v.a. mittel- und langfristig von den verstärkten Bahninvestitionen und öffentlichen Infrastrukturinvestitionen signifikant profitieren zu können. Gerade das Geschäftsvolumen im Kerngeschäftsfeld „Schienenfahrzeuge“ sollte zukünftig deutlich stärker durch die Rekordauftragsbestände bzw. vielversprechenden perspektivischen Umsatzplanungen der Hauptkunden (Siemens Mobility, Stadler Rail etc.) zulegen können. Daneben könnten die von SBF angestrebten strategischen Kooperationen und avisierten M&As mit dem Hauptfokus auf den Bahntechniksektor zu zusätzlichen deutlich positiven Umsatz- und Ergebniseffekten führen.

Basierend auf unseren reduzierten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir ebenfalls unser bisheriges Kursziel auf 7,00 € (bisher: 9,00 €) je Aktie gesenkt. Zudem hat auch der signifikante Anstieg des risikofreien Zinses (von bisher 2,00% auf nun 2,50%) und die damit verbundene Zunahme der Kapitalkosten zu einer zusätzlichen Kurszielminderung geführt. Entgegengesetzt wirkte hingegen der eingesetzte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf GJ 2025 statt zuvor GJ 2024). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit erneut das Rating „Kaufen“ und sehen weiterhin 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 2024 bis 2026 in Phase 1 und für die Jahre 2027 bis 2031 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 0,0% 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: 2,00%).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,14% (zuvor: 7,48%) (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 8,14% (zuvor: 7,48%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,14% (zuvor: 7,48%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2025 entspricht als Kursziel 7,00 € (zuvor: 9,00 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert primär aus unseren gesenkten Umsatz- und Ergebnisprognosen. Daneben hat sich der Anstieg des risikofreien Zinses (von bisher 2,00% auf nun 2,50%) und die damit verbundene Kapitalkostenerhöhung (WACC) kurszielmindernd ausgewirkt. Entgegengesetzt wirkte hingegen der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das GJ 2025 statt zuvor auf das GJ 2024).

DCF-Modell

SBF AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA - Marge	10,3%-13,7%	ewige EBITA - Marge	11,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	35,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz (US)	47,26	51,71	55,26	58,85	62,68	66,75	71,09	75,71	
US Veränderung	39,2%	9,4%	6,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,65	3,92	4,16	4,54	5,06	5,37	5,70	6,02	
EBITDA	1,22	3,59	5,02	6,04	7,18	8,23	9,35	10,33	
EBITDA-Marge	2,6%	6,9%	9,1%	10,3%	11,5%	12,3%	13,2%	13,7%	
EBITA	-0,37	1,93	3,29	3,94	4,87	6,56	7,67	8,65	
EBITA-Marge	-0,8%	3,7%	5,9%	6,7%	7,8%	9,8%	10,8%	11,4%	11,4%
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,10	-0,99	-1,18	-1,46	-1,97	-2,30	-2,59	
zu EBITA	-26,6%	5,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,47	1,82	2,30	2,76	3,41	4,59	5,37	6,05	
Kapitalrendite	-1,7%	4,9%	6,1%	7,6%	10,2%	13,4%	15,0%	16,2%	15,8%
Working Capital (WC)	24,10	24,30	23,21	20,60	21,94	23,36	24,88	26,50	
WC zu Umsatz	51,0%	47,0%	42,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in WC	-7,49	-0,20	1,09	2,61	-1,34	-1,43	-1,52	-1,62	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	12,96	13,19	13,27	12,96	12,39	12,43	12,48	12,58	
AFA auf OAV	-1,59	-1,66	-1,73	-2,10	-2,31	-1,67	-1,68	-1,68	
AFA zu OAV	12,3%	12,6%	13,0%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Investitionen in OAV	-3,35	-1,89	-1,81	-1,79	-1,74	-1,71	-1,73	-1,79	
Investiertes Kapital	37,06	37,49	36,48	33,56	34,33	35,79	37,36	39,08	
EBITDA	1,22	3,59	5,02	6,04	7,18	8,23	9,35	10,33	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,10	-0,99	-1,18	-1,46	-1,97	-2,30	-2,59	
Investitionen gesamt	-10,84	-2,09	-0,72	0,82	-3,08	-3,14	-3,25	-3,41	
Investitionen in OAV	-3,35	-1,89	-1,81	-1,79	-1,74	-1,71	-1,73	-1,79	
Investitionen in WC	-7,49	-0,20	1,09	2,61	-1,34	-1,43	-1,52	-1,62	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-9,72	1,39	3,32	5,68	2,64	3,13	3,80	4,33	87,99

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	68,42	72,60
Barwert expliziter FCFs	17,54	17,57
Barwert des Continuing Value	50,88	55,02
Nettoschulden (Net debt)	5,53	4,65
Wert des Eigenkapitals	62,89	67,95
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	62,89	67,95
Ausstehende Aktien in Mio.	9,71	9,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,48	7,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,13
Eigenkapitalkosten	8,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
15,3%	7,59	7,17	6,80	6,45	6,15
15,6%	7,71	7,28	6,90	6,55	6,24
15,8%	7,83	7,39	7,00	6,65	6,33
16,1%	7,95	7,50	7,10	6,74	6,42
16,3%	8,06	7,61	7,21	6,84	6,51

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <http://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,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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 & INVESTMENT ANALYSEN -

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