



## Researchstudie (Initial Coverage)



**Marktführer für Decken- und Beleuchtungssysteme  
für Schienenfahrzeuge**

-

**Hohes Wachstum nach Abschluss der intensiven  
Investitionsphase erwartet**

-

**Klare Steigerung der Rentabilität im Zuge von Skaleneffekten**

**Kursziel: 1,92 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 35

## Corona Equity Partner AG\*<sup>5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 1,92**

Aktueller Kurs: 0,82  
 19.11.2014 / ETR  
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006341183  
 WKN: 634118  
 Börsenkürzel: CY1  
 Aktienanzahl<sup>9</sup>: 26,625  
 Marketcap<sup>3</sup>: 21,83  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 25,25  
 in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 19,00 %

Transparenzlevel:  
 m:access

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

**Analysten:**

Felix Gode, CFA  
 gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 36

### Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungsgesellschaft  
 Fokus: Unternehmen des deutschen Mittelstands

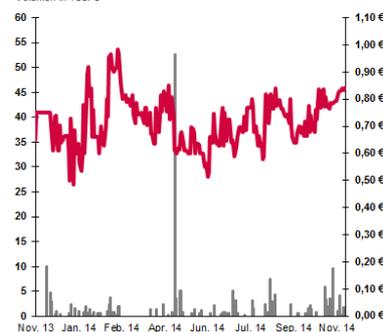
Mitarbeiter: 5

Gründung: 2010

Firmensitz: Grünwald bei München

Vorstand: Lars Jörges

Volumen in Tsd. €



Die CORONA EQUITY Partner AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich auf mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum spezialisiert hat und dabei auf jahrzehntelange Erfahrung zurückgreifen kann. Die Zielgruppe sind mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz von mindestens 30 Mio. €, welche mit einer zukunftsfähigen Produktstruktur in einer attraktiven Branche tätig sind. Zielsetzung ist es, die Wettbewerbsfähigkeit dieser Unternehmen langfristig und nachhaltig zu stärken.

Die wesentliche Beteiligung der CORONA Equity Partner AG ist derzeit die SBF Spezialleuchten GmbH (100 %), ein führendes Unternehmen im Bereich der Schienenfahrzeug-Beleuchtung. Die SBF Spezialleuchten GmbH blickt dabei auf eine lange Tradition zurück und verfügt über eine stabile Kundenbasis. In den vergangenen Jahren wurden in den Aufbau des Unternehmens rund 20 Mio. € investiert und das Unternehmen zum Marktführer für Deckensysteme für Schienenfahrzeuge ausgebaut.

### Kennzahlen der SBF Spezialleuchten GmbH

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	10,50	16,29	20,10	35,20
EBITDA	-2,48	0,21	1,37	6,91
EBIT	-3,19	-0,60	0,54	6,04
Jahresüberschuss	-3,44	-0,82	0,42	5,96

Cashflow-Rechnung in Mio. EUR	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Operativer Cashflow	-3,85	-1,06	2,01	6,21
Investitionscashflow	-3,25	-0,50	-3,00	-0,50
Free-Cashflow	-7,10	-1,56	-0,99	5,71

Bilanzkennzahlen	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Eigenkapital	8,44	11,12	14,53	20,49
EK-Quote	49,0 %	57,5 %	71,4 %	77,8 %
Nettoverschuldung	5,40	3,93	1,85	-3,91
Operatives Anlagevermögen	9,47	9,62	11,73	11,30
Net Working Capital	4,37	5,42	4,65	5,28

### Finanztermine

24.11.14 – Ivory Club – Frankfurt/Main

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden



## EXECUTIVE SUMMARY

- Seit dem Einstieg der CORONA Equity Partner AG (CORONA) als Investor in die SBF Spezialleuchten GmbH (SBF) konnte das Unternehmen erfolgreich nach vorne gebracht werden. Mit einem massiven Investitionsprogramm von rund 20 Mio. € wurden die Produktionskapazitäten ausgebaut und auf den neusten Stand der Technik gebracht. Gleichzeitig wurde die Wertschöpfungstiefe erweitert und das Angebotsspektrum auf ganze Deckensysteme für Schienenfahrzeuge erweitert.
- Die SBF ist eines der marktführenden Unternehmen für Decken- und Beleuchtungssysteme für Schienenfahrzeuge in Europa. Dabei zählen alle großen Zughersteller, wie Siemens, Alstom, Bombardier und Stadler zum Kundenkreis des Unternehmens.
- Nach mehreren verlustreichen Jahren haben die Investitionen und die Restrukturierungsanstrengungen dazu geführt, dass die SBF heute wieder zu einem dynamischen Wachstum zurückgekehrt ist. Allein im 1. HJ 2014 konnte das Unternehmen ein Umsatzwachstum in Höhe von 50,3 % aufweisen. Gleichzeitig wurde auf Halbjahresbasis seit vielen Perioden wieder ein positives Periodenergebnis ausgewiesen.
- In den kommenden Jahren gehen wir von einem anhaltenden Wachstum im klar zweistelligen Prozentbereich aus. Darüber hinaus sollten insbesondere aber die Ergebnisse merklich zulegen können. Während wir erwarten, dass im GJ 2015 bei einem Umsatzvolumen von rund 20 Mio. € ein knapp positives EBIT erreicht werden wird, sollten die Skaleneffekte durch weiter steigende Umsatzerlöse dann im GJ 2016 zu EBIT-Margen oberhalb der 15 %-Marke führen.
- Ein Großteil des Wachstums in den kommenden beiden Geschäftsjahren ist bereits heute durch den Auftragsbestand gedeckt. So lag dieser Anfang November 2014 bei über 85 Mio. €. Maßgeblich zu diesem Auftragsbestand beigetragen haben zwei jüngst gewonnene Großaufträge für Deckensysteme, welche zusammen den größten Auftragseingang in der Unternehmenshistorie darstellen.
- Angesichts der erwarteten dynamischen Wachstumserwartung und damit einhergehenden Ergebnisverbesserungen haben wir für die SBF unter Berücksichtigung von konservativ angesetzten Eigenkapitalkosten in Höhe von 15,0 % einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 53,69 Mio. € ermittelt. Der derzeitige Bilanzansatz der SBF bei der Muttergesellschaft CORONA lag zum 30.06.2014 bei 12,64 Mio. €.
- **Da die SBF die wesentliche Beteiligung der CORONA darstellt, haben wir in der Sum-of-the-parts-Betrachtung für die weiteren Beteiligungen lediglich die Buchwerte angesetzt. Unter Berücksichtigung der ausstehenden, unverwässerten Aktienzahl von 26,63 Mio. ergibt sich ein fairer Wert je CORONA-Aktie von 1,92 €. Bei einem derzeitigen Kurs von 0,82 € ergibt sich damit eine deutliche Unterbewertung. Das Rating lautet aus diesem Grund KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

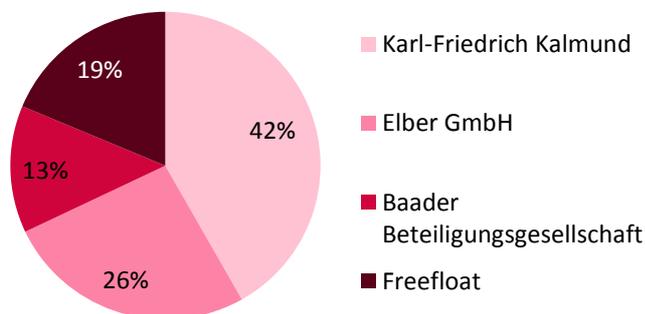
<b>Executive Summary .....</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Unternehmensstruktur .....	5
Wichtige Kunden .....	5
Geschäftsmodell .....	6
Historische Geschäftsentwicklung .....	6
Produkte .....	7
Wertschöpfungstiefe .....	9
Wichtige Kunden .....	11
Projekte .....	11
Wettbewerb .....	12
Vorstand und Aufsichtsrat .....	14
Vorstand .....	14
Aufsichtsrat .....	14
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>15</b>
Nah- und Fernverkehrsmarkt in Deutschland .....	15
Eisenbahnverkehrsmarkt in Deutschland .....	16
Schienenverkehr und Bahnindustrie weltweit .....	17
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>19</b>
Kennzahlen im Überblick .....	19
Historische Geschäftsentwicklung .....	20
Umsatzentwicklung .....	20
Ergebnisentwicklung .....	21
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014 .....	23
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung .....	24
SWOT-Analyse SBF Spezialleuchten GmbH .....	26
Prognosen und Modellannahmen .....	27
Umsatzprognosen .....	27
Ergebnisprognosen .....	28
<b>Bewertung SBF Spezialleuchten GmbH .....</b>	<b>31</b>
Modellannahmen .....	31
Bestimmung der Kapitalkosten .....	31
Bewertungsergebnis .....	31
<b>DCF-Modell SBF Spezialleuchten GmbH .....</b>	<b>32</b>
<b>Bewertung CORONA Equity Partner AG .....</b>	<b>33</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>35</b>

## UNTERNEHMEN

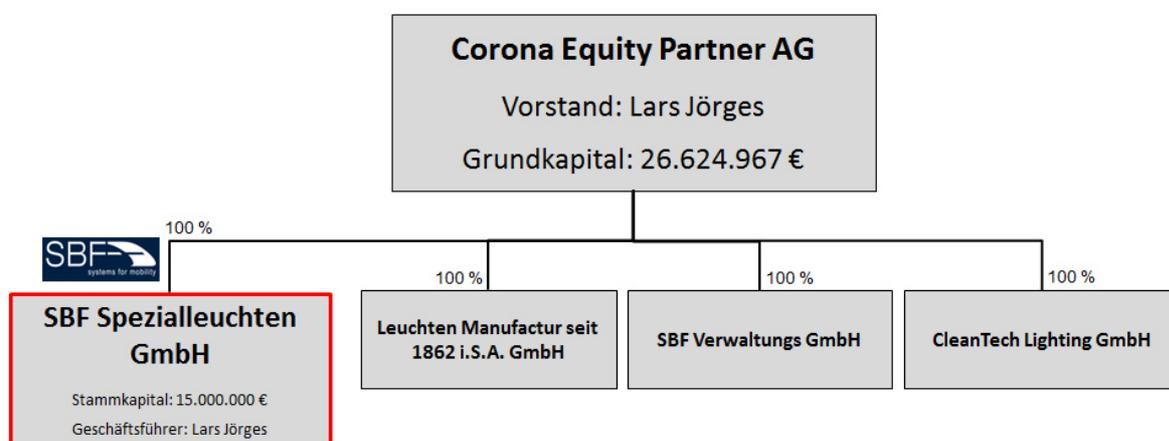
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2013
Karl-Friedrich Kalmund (Aufsichtsratsvorsitzender)	42 %
Elber GmbH	26 %
Baader Beteiligungsgesellschaft	13 %
Freefloat	19 %

Quelle: Corona Equity Partner AG; GBC AG



### Unternehmensstruktur



Quelle: Corona Equity Partner AG; GBC AG

Die SBF Spezialleuchten GmbH ist in ihrer heutigen Form die einzige Tochtergesellschaft unter der Corona Equity Partner AG, die derzeit ein nennenswertes operatives Geschäft ausübt und entstand aus der Übertragung des operativen Geschäfts der ehemaligen SBF Spezialleuchten Wurzten GmbH. Die Tochtergesellschaft Leuchten Manufactur i.S.A. GmbH stellte Anfang Juli 2014 einen Antrag auf Insolvenz in Eigenverwaltung, um Restrukturierungsmaßnahmen erfolgreich fortzuführen. Die CleanTech Lighting GmbH wurde 2013 gegründet und verfügt derzeit noch nicht über ein operatives Geschäft von maßgeblicher Größe. Die SBF Verwaltungs GmbH ist Eigentümerin der Geschäftsimmobilie der Leuchten Manufactur i.S.A. GmbH und betreibt ebenfalls kein operatives Geschäft.

### Wichtige Kunden

**SIEMENS**

**STADLER**  
Chassis Lösungen auf der Schiene

**ALSTOM**

**BOMBARDIER**

**Die Bahn** **DB**

## Geschäftsmodell

Die Corona Equity Partner AG ist eine reine Beteiligungsgesellschaft deren hauptsächlichlicher Fokus auf der SBF Spezialleuchten GmbH liegt. Daneben besteht mit der CleanTech Lighting GmbH eine weitere Tochtergesellschaft, die von dem Know-how und der Erfahrung der SBF profitiert, jedoch operativ noch keine nennenswerten Beiträge liefert. Daher wird im Folgenden vorwiegend auf die operative Situation der SBF Spezialleuchten GmbH eingegangen.

## Historische Geschäftsentwicklung

Überblick über die wichtigsten Meilensteine der SBF Spezialleuchten GmbH	
1862	Gründung Sächsische Broncewarenfabrik K.A. Seyffert
1968	Beginn der Produktion von Beleuchtungen für Schienenfahrzeuge
1972	Umfirmierung und Verstaatlichung
1990	Reprivatisierung und Gründung der SBF Spezialleuchten Wurzen GmbH
2002	Ausgründung der LMW GmbH, der Manufaktur für dekorative Leuchten
2005	Beginn der Entwicklung & Produktion von LED-Beleuchtungen
2007	Weltweit erste Produktion von LED-Beleuchtungen für Schienenfahrzeuge
2008	Weltweit erste Produktion von Deckenelementen mit LED-Beleuchtung
2009	Internationalisierung mit Aktivitäten in China, Indien, USA, Japan und Frankreich
2010	Weltweit erste Produktion von LED-Beleuchtungen für Hochgeschwindigkeitszüge
2011	Corona Equity Partner AG wird Gesellschafterin und neue Besetzung der Geschäftsführung, weitreichende Restrukturierung
2012	Bezug des neuen, hochmodernen Werkes in Leipzig und Umbenennung in SBF Spezialleuchten GmbH
2013	Nochmalige Erweiterung der Werksfläche von 5.000 m <sup>2</sup> auf 12.000 m <sup>2</sup>
2014	Erhalt des größten Auftrages in der Firmengeschichte über 20 Mio. €

Zum Zeitpunkt des Einstiegs der Corona Equity Partner AG (Corona) im Jahr 2011 als Gesellschafterin befand sich die SBF Spezialleuchten GmbH in einer kritischen Situation. Durch fortlaufende Verluste in den Vorjahren war das Eigenkapital aufgezehrt und die Insolvenz drohte. Jedoch verfügte das Unternehmen über einen sehr treuen Kundenstamm, welcher die großen Namen des internationalen Schienenfahrzeugbaus aufwies. So waren und sind die Unternehmen Siemens, Bombardier, Alstom und Stadler wesentliche Kunden der SBF. Wenngleich die Umsatzentwicklung daher gut und die Produkte hinsichtlich der technischen Anforderungen und dem Design überzeugen konnten, sah sich das Unternehmen nicht in der Lage das Potenzialvolumen zu erreichen bzw. dieses profitabel abzarbeiten.

Mit dem Einstieg von Corona wurde ein massives Investitionsprogramm aufgelegt, welches die Produktionsbedingungen von veralteten Standards auf den neusten Stand der Technik hob. Neben einem Umzug vom alten Standort in Wurzen in ein eigens neu errichtetes Werk in Leipzig, wurden auch die technische Ausrüstung und der Maschinenpark vollständig neu aufgesetzt.

Unter diesen Voraussetzungen wurde laut Unternehmensaussage der Grundstein für das zukünftige Wachstum gelegt, das nicht nur deutlich höhere Umsatzvolumina bei bester Produktqualität ermöglicht, sondern auch die Voraussetzungen geschaffen hat, um nachhaltig profitabel zu arbeiten und positive Cashflows zu erwirtschaften.

## Produkte

Die SBF Spezialleuchten GmbH (SBF) ist laut eigenen Aussagen europäischer Technologie- und Marktführer für Decken- und Beleuchtungssysteme für Schienenfahrzeuge. Das Unternehmen hat sich dabei auf LED-Systeme für den Außen- und Innenbereich von Schienenfahrzeugen jeglicher Bauart, von der Straßenbahn, über Regional-, bis hin zu Hochgeschwindigkeitszügen spezialisiert. Das Leistungsspektrum erstreckt sich dabei von Hochgeschwindigkeitsfrontleuchten oder Trittstufenbeleuchtungen im Exterieur über Lichtbänder in Deckensystemen und Leseleuchten im Interieur, bis hin zu hochmodernen Lichtsystemen, mit denen Keime und Bakterien auf Oberflächen oder in der Luft, z.B. in der Nasszelle von Zügen, desinfiziert werden können.

Gerade diese breite Wertschöpfungskette führt gegenüber Konkurrenten zu einem großen Wettbewerbsvorteil. Zudem führt die Konzentration auf ganze **Deckensysteme** zu einem Alleinstellungsmerkmal gegenüber Konkurrenten. Die breite Möglichkeit der Technik der SBF führt dazu, dass alle wichtigen Unternehmen aus dem Schienentransportsektor wie die **Deutsche Bahn, Siemens, Alstom, Bombardier** oder **Stadler** zum Kundenstamm gehören, wodurch die SBF einerseits ihre Wettbewerbsposition stärkt und andererseits für mehr Stabilität im operativen Geschäft sorgt.

Nachfolgend sind einige Produkte der SBF exemplarisch aufgeführt, um die Breite des Produktspektrums zu verdeutlichen. Dabei ist jedoch zu betonen, dass die Spezialisierung in den vergangenen beiden Jahren im Zuge der Investitionsoffensive klar auf die Deckensysteme ausgerichtet wurde. Dies hat nicht nur die Wertschöpfungstiefe, sondern auch die Attraktivität der Produkte gegenüber den Kunden erhöht.

### Deckensysteme

Im Bereich Deckensysteme, der für das Unternehmen eine immer bedeutendere Rolle einnimmt, um sich mehr und mehr zum Komplettanbieter zu entwickeln und sich so weiter vom Wettbewerb abzusetzen, bietet die SBF beispielsweise Deckensysteme oder Mitteldeckensysteme mit integrierten LED-Spots und Leuchtbändern.



### Interieursysteme

Bei Interieursystemen konzentriert man sich beispielsweise auf die Ausleuchtung von Gepäckablagen oder integrierte Leseleuchten in Decken und Wänden von Zügen.



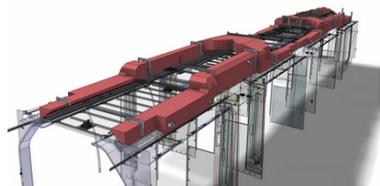
### Exterieur- und Signalbeleuchtung

Im Bereich Exterieur konzentriert sich die SBF beispielsweise auf Hochgeschwindigkeitsfrontleuchten, Halogen-LED-Kombileuchten, Trittstufenbeleuchtungen oder Logobleuchtungen.



### Luftführungssysteme

Im Rahmen ihrer Kompetenz für gesamte Deckensysteme bietet SBF auch Belüftungssysteme für Schienenfahrzeuge an, welche als geschlossenes System oder in das gesamte Deckensystem integriert geliefert werden können.



### GridLight

GridLight ist ein Voll-LED-Beleuchtungssystem, welches nicht nur Kennleuchten, sondern auch die bisher hauptsächlich in Halogen- bzw. Xenontechnik realisierten Zugfernscheinwerfer in LED-Technik zur Verfügung stellt.



### Safety Light

Safety Light hingegen soll dem Fahrgast ein Gefühl von Wohlbefinden und Sicherheit vermitteln, beispielsweise durch Lichtleiter am Boden oder zuschaltbare Bodenbeleuchtungen



## Wertschöpfungstiefe

Mit der Wandlung vom reinen Produkthanbieter zum Systemanbieter kann SBF ihren Kunden, den Herstellern von Schienenfahrzeugen, nunmehr ganze Beleuchtungs- bzw. Deckensysteme für Schienenfahrzeuge anbieten und deckt daher auch die komplette Wertschöpfungskette von der Planung bis zur Fertigung ab. Dabei wurde die Wertschöpfungstiefe im Rahmen der Investitionsoffensive der vergangenen Jahre vertieft und damit auch das Know-how des Unternehmens erweitert.



- In der ersten Stufe, der Lichtplanung, wird eine virtuelle, lichttechnische Simulation vorgenommen, bei der die Beleuchtung anhand gegebener Daten hinsichtlich der Sitzlandschaft und Geometrie des Schienenfahrzeugs, der Reflektionsflächen oder der Leuchtmittleigenschaften konzipiert wird. Diese Planung dient dann als Grundlage für Design- und Entwicklungsingenieure.
- Im Bereich der Konstruktion erfolgt per 3D-System die Entwicklung der Innen- und Außenbeleuchtungen. Dabei werden auch komplette Decken- oder Gepäckträgerlösungen konstruiert, in denen die Beleuchtungssysteme integriert werden. Die Produktentwürfe werden dann ebenfalls vor Ort als Funktionsmodelle in Muster umgesetzt.
- Neben den Baukomponenten gehört auch die Entwicklung der elektronischen Komponenten zur Wertschöpfung der SBF, um eine optimale Abstimmung der Produkte zu gewährleisten. Hierzu werden von Entwicklungsingenieuren entsprechende Leiterplattenlayouts sowie Schaltungstopografien entwickelt, die dabei auf ein Produktsortiment anerkannter Hersteller zurückgreifen.
- Letztlich verfügt die SBF zudem durch den Umzug nach Leipzig, wo man massiv in neue Maschinen und Fertigungsanlagen investiert hat, im Bereich der Fertigung über modernste Produktionssysteme. Zugleich besitzt das Unternehmen die Flexibilität von der Kleinstserie bis zur Großserie die Kapazitäten individuell anzupassen. Zudem greift die SBF für die Herstellung von mechanischen Bauteilen von Beleuchtungssystemen auf verschiedene Partner zurück, wodurch Auftragsspitzen ausgeglichen werden können. Moderne IT-Systeme, eine optimierte interne Logistik, ein effizientes Kanban-System sowie ein modernes Qualitätsmanagement stellen den reibungslosen Produktionsablauf sicher.

Um die gesamte Wertschöpfungskette bestmöglich abdecken zu können, wurden seit 2011 rund **20 Mio. € in die SBF investiert**. Neben dem Kauf eines Grundstücks wurde in einen hochmodernen Maschinenpark sowie in zwei neue Produktionsgebäude mit einer Gesamtfläche von 12.000 m<sup>2</sup> investiert. Da das gesamte Grundstück 41.000 m<sup>2</sup> umfasst, bestehen weitere Ausbau- bzw. Erweiterungsmöglichkeiten. Insgesamt kann konstatiert werden, dass die SBF heute über ausreichend Kapazitäten, den neuesten Stand der Technik und hocheffiziente Produktionsmöglichkeiten verfügt.



*Draufsicht auf die beiden Werksgebäude in Leipzig sowie das angrenzende Areal (dunkelblau umrandet), das für zukünftige Erweiterungen genutzt werden kann.*



*Einblick in die neue Produktionshalle und den neu errichteten Maschinenpark*

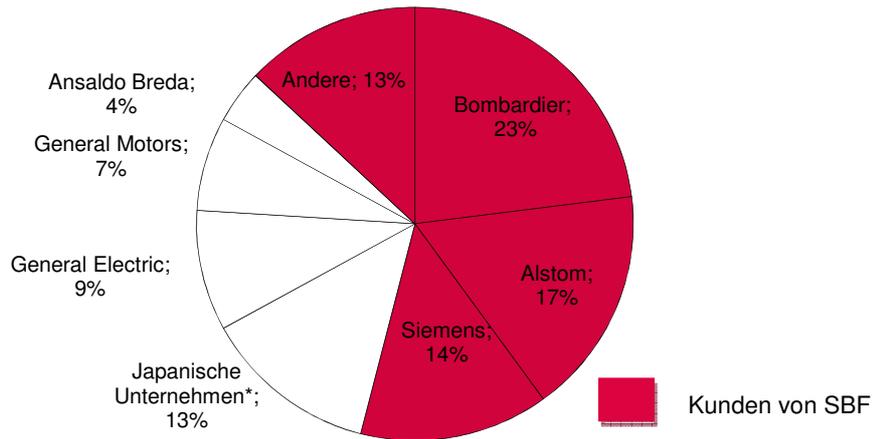


*Außenansicht des neuen Produktions- und Verwaltungsgebäudes in Leipzig*

### Wichtige Kunden

Alle großen Zugerhersteller Europas zählen zum Kundenkreis der SBF. Dazu gehören insbesondere Siemens, Bombardier, Stadler und Alstom. Zusammen nehmen diese einen Weltmarktanteil von mehr als 50 % ein. Zu allen diesen Kunden bestehen seit Jahren sehr gute Beziehungen, die zu immer wiederkehrenden Aufträgen führen. Des Weiteren ist die Deutsche Bahn ein wichtiger Kunde, wenn es beispielsweise um Umbauten oder Erneuerungen (Refurbishment) von Zügen im Beleuchtungsbereich geht.

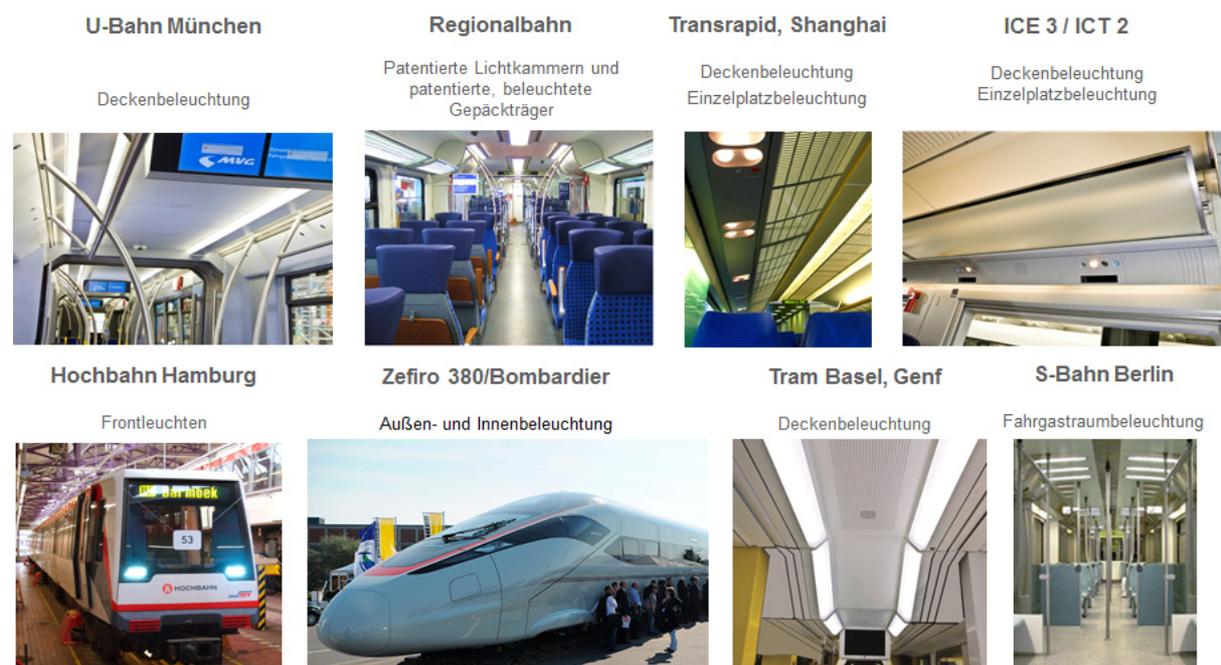
### Weltmarktanteile in der Bahnausrüstungsindustrie



Quelle: Eurofund; \*z.B. Nippon Sharyo, Tokyu Car Co., Kinki Sharyo

### Projekte

Durch den Zugang zu den bedeutendsten Schienenfahrzeugherstellern hat die SBF in der Vergangenheit zahlreiche Projekte von der U-Bahn in München bis hin zum Transrapid in Shanghai umgesetzt. Die Breite und Vielzahl der Projekte verdeutlicht zudem die starke Positionierung der SBF bei ihren Kunden und im Wettbewerb.



Quelle: SBF

## Wettbewerb

Der Schienenfahrzeugbeleuchtungsmarkt ist einerseits ein sehr zersplitterter Markt und wird andererseits vorwiegend von mittelständischen Unternehmen dominiert. So hat die SBF zwar national eine führende Rolle inne, sieht sich jedoch überwiegend mit deutlich kleineren Wettbewerbern konfrontiert. Daher ist die Systemlieferfähigkeit, d.h. Gesamtlösungen aus einer Hand, von starker Bedeutung, worauf sich die SBF bereits heute konzentriert.

In Deutschland gibt es im Bereich der Schienenfahrzeugbeleuchtung mehrere kleinere Wettbewerber sowie mit der Pintsch Bamag GmbH, einer Tochtergesellschaft der Schaltbau Holding AG, einem der weltweit führenden Anbieter von Komponenten und Systemen für die Verkehrstechnik, einen deutlich größeren Wettbewerber. Im europäischen Raum gibt es darüber hinaus vier weitere nennenswerte Wettbewerber aus Finnland, England, der Schweiz und der Slowakei.

Deutsche Wettbewerber	Wichtige Unternehmensdaten
ELEG Interiors GmbH	Licht- und Deckensysteme für Schienenfahrzeuge Bilanzsumme 2012: 877 TEUR Eigenkapital 2012: 326 TEUR Jahresüberschuss 2012: 56 TEUR
Helmholz & Pauli GmbH	Leuchten für Schienenfahrzeuge Bilanzsumme 2012: 1,90 Mio. € Eigenkapital 2012: 521 TEUR
Varialux GmbH	Schienenfahrzeugleuchten für den Innen- und Außenbereich 80 Mitarbeiter Bilanzsumme 2012: 2,18 Mio. € Eigenkapital 2012: 1,90 Mio. € Jahresüberschuss 2012: 304 TEUR
Pintsch Bamag GmbH	Lichttechnik für Lokomotiven und Triebfahrzeuge Segment Stationäre Verkehrstechnik der Schaltbau Holding AG Umsatz 2013: 145,5 Mio. € EBIT 2013: 12,7 Mio. € EBIT-Marge 2013: 8,7 %
TSL-Escha GmbH	Beleuchtungen und sonstige Komponenten von Schienenfahrzeugen & Bussen im Innen- und Außenbereich Bilanzsumme 2012: 3,34 Mio. € Eigenkapital 2012: 879 TEUR Jahresüberschuss 2012: 123 TEUR
Ceit GmbH	Beleuchtung und Innenausstattung von Schienenfahrzeugen Bilanzsumme 2012: 360 TEUR Eigenkapital 2012: negativ Jahresfehlbetrag: -64 TEUR
CBK Intelligente Licht- und Profilsysteme GmbH	Beleuchtung, Verkleidungskomponenten und Aluminium-Profilsysteme für den Innenausbau von Schienenfahrzeugen Bilanzsumme 2012: 942 TEUR Eigenkapital 2012: 402 TEUR Jahresüberschuss 2012: 199 TEUR

Quelle: GBC

Als wesentlichen Wettbewerbsvorteil kann die SBF inzwischen ihre Systemkompetenz für sich beanspruchen. Auf Grund der umfangreichen Investitionen der vergangenen Jahre und der Weiterentwicklung hinsichtlich der Wertschöpfungstiefe kann SBF ganzheitliche Lösungen auch in großen Stückzahlen anbieten, was bei der Auftragsvergabe der großen Zugerhersteller ein wesentliches Kriterium ist.

Ein weiterer besonderer Wettbewerbsvorteil der SBF ist der Einsatz von LED-Technik in sämtlichen Komponenten, worauf sich das Unternehmen schon frühzeitig spezialisiert

hat. Seit 2005 entwickelt sowie produziert das Unternehmen LED-Beleuchtungen und ist in diesem Bereich mittlerweile Markt- und Technologieführer. Dies macht einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil aus. Infolgedessen basieren heute bereits die meisten aller Projekte, welche die SBF umsetzt, auf LED-Technologie.

Durch den Einsatz von LEDs können beispielsweise Betriebskosten um bis zu 30 % gesenkt werden, da diese bis zu 90 % weniger Strom als herkömmliche Glühlampen verbrauchen, aber eine höhere Lebensdauer sowie eine niedrigere CO<sub>2</sub>-Emission im Gegensatz zu Standard Glühlampen oder Energiesparlampen aufweisen. Zudem sind sie auch in der späteren Entsorgung deutlich umweltfreundlicher als herkömmliche Glühbirnen, da sie keine schädlichen Inhaltsstoffe enthalten. Ein weiterer, sehr entscheidender Vorteil der LED-Technik ist der hohe Wirkungsgrad sowie die hohe Lichtausbeute und führt somit einerseits zu einer größeren Freiheit in Bezug auf Formgebung und Design sowie andererseits zu einer zunehmenden Kombination von Licht und Zusatznutzen, was sich wiederum positiv auf den Fahrkomfort der Passagiere auswirkt.

Des Weiteren ist der Einsatz von LED-Beleuchtungen im Gegensatz zu anderen Leuchtmitteln an Orten möglich, an denen konventionelle Leuchtmittel beispielsweise aus Brandschutzgründen nicht eingesetzt werden dürfen bzw. generell die Verbauung von LEDs in umgebenden Materialien leichter ist. Außerdem ist es mittlerweile möglich, das UV-Licht der LED-Systeme zur Desinfektion von Bakterien und Keimen auf Oberflächen oder in der Luft zu nutzen, wodurch einerseits die Gesundheit der Passagiere geschützt wird und andererseits das Wohlbefinden im Zug deutlich zunimmt.

## Vorstand und Aufsichtsrat

### *Vorstand*

#### **Lars Jörges, CEO**



- 1994 – 1997 Studium mit Abschluss zum Dipl. Ing. (FH) Maschinenbau, Vertiefung Fahrzeugtechnik
- 1997 Konstrukteur und Projektleiter bei der Firma Oener Prototypenbau in Nieder-Olm
- 1998 Technischer Leiter bei der Firma Oener Prototypenbau in Nieder-Olm
- 1999 – 2010 selbstständiger Unternehmer und Geschäftsführer der PRE-PROTOTYPING GmbH, Krauthausen/Eisenach
- 2010 Verkauf des eigenen Unternehmens
- 2012 – 2013 Interims-Werksleiter bei der Firma Fräger Antriebstechnik GmbH, Altenburg
- Seit Anfang 2014 CEO der Corona Equity Partner AG und Geschäftsführer der SBF Spezialleuchten GmbH

### *Aufsichtsrat*

#### **Karl-Friedrich Kalmund, Aufsichtsratsvorsitzender**

- Seit 1988 Investor, Finanzier und Restrukturierer
- Vielzahl von Beteiligungen mit erfolgreichen Exits über Börsengänge oder Block Trades
- Mehr als 20 Jahre Erfahrung im Kapitalmarkt als Börsenhändler bei deutschen und amerikanischen Banken

#### **Uto Baader, Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender**

- Gründer und Vorstandsvorsitzender der Baader Bank AG
- Verschiedene Aufsichtsratsmandate wie z.B. bei der Bayerischen Börse AG, München
- Vorsitzender des Börsenrates der Börse München

#### **Herr Dipl.-Math. Christian Bretthauer**

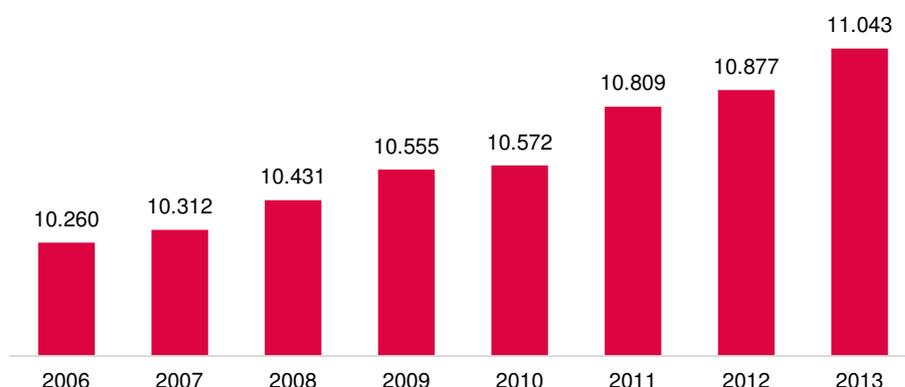
- Geschäftsführer der Dr. Vielberth Verwaltungsgesellschaft mbH, Regensburg
- Mitglied des Aufsichtsrates der CORONA Equity Partner AG seit Juli 2013

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Nah- und Fernverkehrsmarkt in Deutschland

Vergangenes Jahr wurden im deutschen Liniennahverkehr, das heißt mit Bussen und Bahnen, ca. 11 Mrd. Fahrgäste befördert. Betrachtet man diese Zahl einmal anders, bedeutet dies, dass jeder Bundesbürger im Jahr 2013 im Schnitt 134 Mal mit Bus oder Bahn gefahren ist, bzw. rund alle 3 Tage öffentliche Verkehrsmittel im Nahverkehr genutzt hat. Im Vergleich mit 2006, als noch 10,26 Mrd. Menschen befördert wurden, ist festzustellen, dass sich die Zahl der beförderten Personen im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland damit um knapp 8 % erhöht hat, wohingegen sich die Einwohnerzahl in Deutschland im selben Zeitraum sogar leicht rückläufig entwickelte.

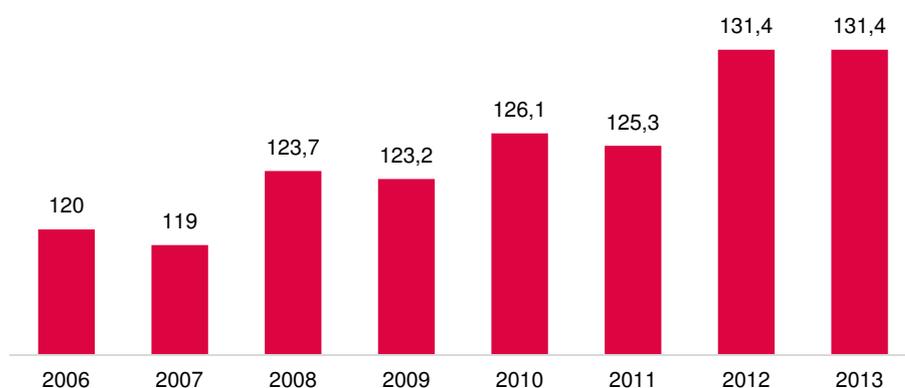
#### Beförderte Personen im Liniennahverkehr in Deutschland seit 2006 (in Mio.)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Auch im deutschen Schienenfernverkehr ist der Trend zum öffentlichen Verkehrsmittel zu erkennen, was beispielsweise auf ein höheres ökologisches Bewusstsein der Menschen zurückzuführen ist, wie auch durch gestiegene Benzinpreise in den letzten Jahren, wodurch der Zugverkehr an Attraktivität gewonnen hat. So hat sich die Zahl der beförderten Personen auf der Schiene seit 2006 um fast 10 % erhöht und stieg damit sogar noch stärker als im Nahverkehr.

#### Beförderte Personen im Schienenfernverkehr in Deutschland seit 2006 (in Mio.)

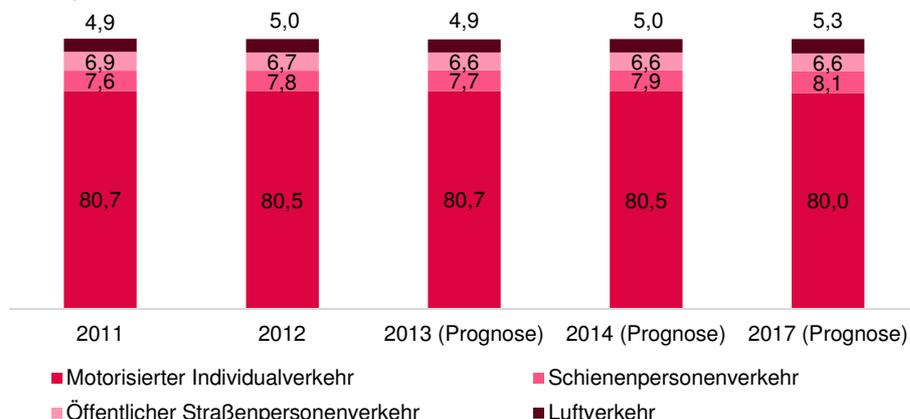


Quelle: Statistisches Bundesamt

Damit wird klar, dass der Personenverkehr sowohl im Nah-, als auch im Schienenfernverkehr, eine immer wichtigere Rolle einnimmt und sich damit positiv auf die Geschäftsentwicklung der SBF auswirken sollte. Deutlich wird dies auch bei der Betrachtung des Modal Splits, d.h. der Verteilung der verschiedenen Verkehrsmittel am gesamten Perso-

nenverkehr in Deutschland. Prognosen vom Bundesministerium für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVBS) in Zusammenarbeit mit dem Bundesamt für Güterverkehr (BAG) und der Intraplan Consult München (IPT) sehen bis 2017 eine Erhöhung des Schienenpersonenverkehrs am gesamten deutschen Personenverkehr von derzeit 7,7 % auf 8,1 %, was deutlich für eine Fortsetzung des Trends seit 2006 spricht.

**Modalsplit im deutschen Personenverkehr bis 2017 (in %)**

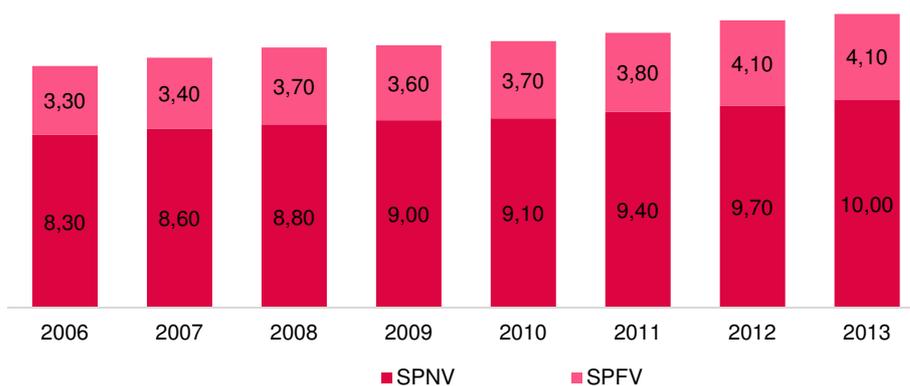


Quelle: BMVBS, BAG, ITP

**Eisenbahnverkehrsmarkt in Deutschland**

Dies zeigt sich auch bei der Betrachtung des Eisenbahnverkehrsumsatzes, der seit 2006 um 21,6 % gestiegen ist und sich damit pro Jahr durchschnittlich um 2,8 % erhöht hat. Dabei hat sich auch der Umsatz im Schienenpersonenfernverkehr (SPFV) mit 24,4 % respektive 3,2 % pro Jahr etwas stärker entwickelt als im Schienenpersonennahverkehr (SPNV), der im Schnitt jährlich um 2,7 % bzw. seit 2006 kumuliert um 20,5 % anstieg.

**Umsatz im deutschen Eisenbahnverkehrsmarkt seit 2006 (in Mrd. €)**

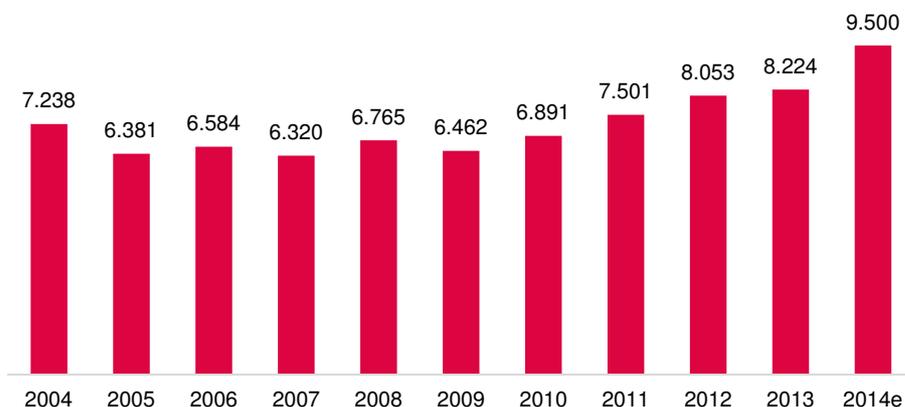


Quelle: Bundesnetzagentur

Steigt auf der einen Seite die Anzahl der beförderten Personen, erfordert dies auch höhere Investitionen, beispielsweise in den Ausbau des Netzes, für neue Fahrzeuge oder die Instandhaltung. Gerade die Investitionen in Schienenfahrzeuge sind für die SBF ein wichtiger Treiber im operativen Geschäft. Wie in der unten abgebildeten Grafik zu sehen ist, hat sich dies in den letzten Jahren auch so entwickelt. Seit 2004 haben sich die Bruttoinvestitionen der Deutschen Bahn AG um 13,6 % erhöht und stiegen damit ebenso wie die Umsätze im deutschen Eisenbahnverkehr leicht stärker als die Zahl der beförderten Personen.

Besonders für das laufende Jahr hat die Deutsche Bahn nochmals einen deutlichen Investitionsanstieg um beachtliche 15,5 % auf 9,5 Mrd. € im Vergleich zu 2013 bekannt gegeben, wovon Zughersteller wie Bombardier, Siemens und Alstom und damit auch Hersteller für Beleuchtungssysteme, wie SBF, profitieren. Da die Deutsche Bahn AG im deutschen Raum der größte Anbieter bei der Personenbeförderung ist, sind deren Investitionen für diese Konzerne daher entscheidend bzw. richtungsweisend.

**Bruttoinvestitionen der Deutschen Bahn in den letzten 10 Jahren (in Mio. €)**



Quelle: Deutsche Bahn AG

**Schienerverkehr und Bahnindustrie weltweit**

Auch auf globaler Ebene ist dieser Trend klar zu beobachten und wird wohl weiter anhalten. Laut Prognosen von Alstom und UNIFE aus dem vergangenen Jahr sollen sich die Umsätze im weltweiten Schienenverkehr bis 2017 um 25,2 % im Vergleich zu 2007 erhöhen.

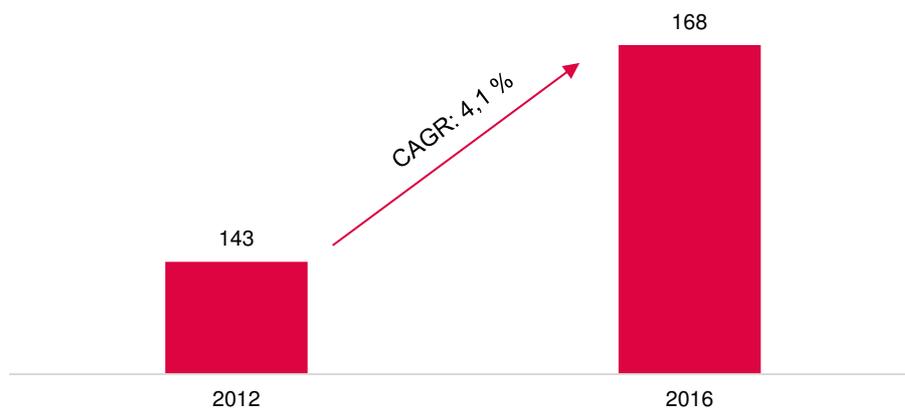
**Umsatz im weltweiten Schienenverkehr bis 2017 (in Mrd. €)**



Quelle: Alstom, UNIFE

Begründet ist dies beispielsweise durch die zunehmende Urbanisierung. Lebten 1985 gerade einmal 42,1 % der Weltbevölkerung in Städten, sind es derzeit bereits rund 53 %. Einer Prognose der UN nach, soll sich dieser Anteil bis 2015 sogar noch bis auf 58 % erhöhen. Diesen Trend bestätigt auch eine Studie von SCI Verkehr, wonach sich der Umsatz der globalen Bahnindustrie, ausgehend von 2012, bis 2016 jährlich um 4,1 % erhöhen soll.

### Umsatz der globalen Bahnindustrie bis 2016 (in Mrd. €)



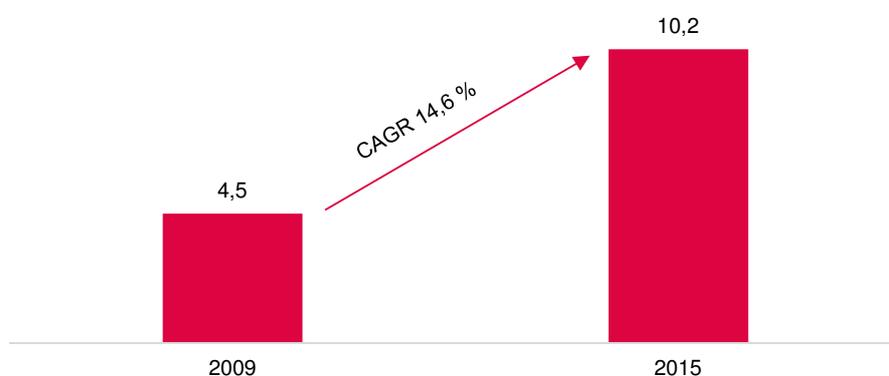
Quelle: SCI Verkehr

Somit zeigt sich auch, dass der Schienenmarkt ein sehr stabiler Markt ist, da zukünftig einerseits mehr Menschen in den Städten Busse und Bahnen nutzen werden, wodurch es zu zusätzlichen Investitionen kommen wird und andererseits der ökologische Aspekt eine immer wichtigere Rolle einnimmt.

Insgesamt lässt sich damit sagen, dass die SBF auf einem relativ konjunkturunsensitiven Markt aktiv ist, der in den kommenden Jahren einerseits durch die zunehmende Urbanisierung und damit verbundenen Investitionen weiter an Bedeutung gewinnen wird und andererseits aufgrund der zunehmenden Umweltthematik zusätzlich gefördert werden könnte, wenn es sowohl um die Fortbewegung in Großstädten, als auch überregional, geht.

Darüber hinaus bedeutet der zunehmende Einsatz der LED-Technologie bei Beleuchtungen für SBF einen großen Vorteil. So soll sich der Umsatz im weltweiten LED-Markt, ausgehend von 2009 bis 2015 jährlich um 14,6 % erhöhen, wovon die SBF aufgrund der Spezialisierung auf LED Beleuchtungen in Deckensystemen zusätzlich profitieren wird. Begründet ist dies vor allem durch den hohen ökologischen Vorteil, beispielsweise durch die hohe Energieersparnis sowie die längere Lebensdauer im Gegensatz zu herkömmlichen Glühbirnen.

### Umsatz weltweit mit LEDs im Jahresvergleich (in Mrd. €)



Quelle: Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie (ZVEI), McKinsey, Wieselhuber Partner

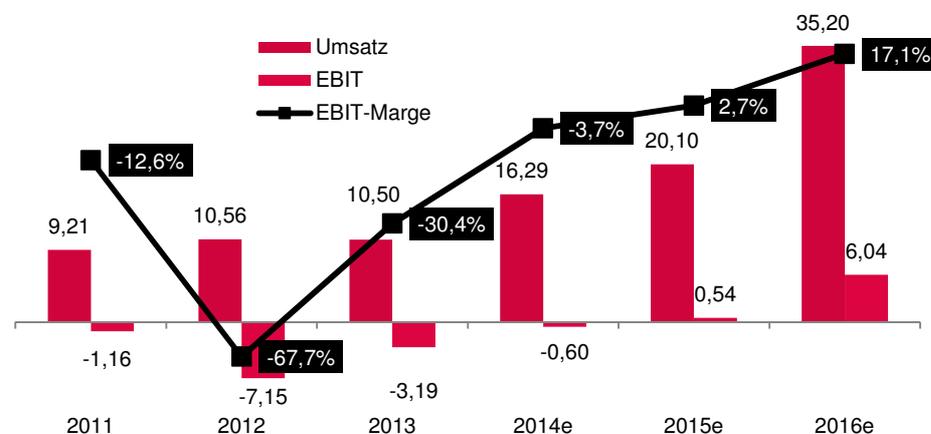
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>9,21</b>	<b>10,56</b>	<b>10,50</b>	<b>16,29</b>	<b>20,10</b>	<b>35,20</b>
Bestandsveränderung	0,28	0,20	0,25	0,23	0,30	0,40
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>9,50</b>	<b>10,76</b>	<b>10,82</b>	<b>16,52</b>	<b>20,40</b>	<b>35,60</b>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,37	0,54	0,21	0,53	0,10	0,10
Materialaufwand	-6,28	-7,91	-7,55	-10,25	-12,63	-21,71
Personalaufwand	-2,64	-4,13	-4,20	-4,86	-5,00	-5,36
Abschreibungen	-0,15	-3,35	-0,72	-0,81	-0,83	-0,88
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,97	-3,07	-1,76	-1,74	-1,50	-1,71
<b>EBIT</b>	<b>-1,16</b>	<b>-7,15</b>	<b>-3,19</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,54</b>	<b>6,04</b>
Finanzergebnis	-0,26	-0,17	-0,23	-0,19	-0,10	-0,06
Außerordentliches Ergebnis	-0,22	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-1,65</b>	<b>-7,32</b>	<b>-3,43</b>	<b>-0,80</b>	<b>0,44</b>	<b>5,98</b>
Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Steuern	-0,02	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-1,67</b>	<b>-7,34</b>	<b>-3,44</b>	<b>-0,82</b>	<b>0,42</b>	<b>5,96</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1,01</b>	<b>-3,80</b>	<b>-2,48</b>	<b>0,21</b>	<b>1,37</b>	<b>6,91</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>1,3 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>19,6 %</i>
<b>EBIT</b>	<b>-1,16</b>	<b>-7,15</b>	<b>-3,19</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,54</b>	<b>6,04</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>2,7 %</i>	<i>16,9 %</i>
Grundkapital in Mio. €	6,00	7,40	11,50	15,00	18,00	18,00

Quelle: SBF, GBC

### Entwicklung von Umsatz, EBIT und EBIT-Marge



Quelle: SBF, GBC

## Historische Geschäftsentwicklung

**Hinweis: Die folgenden Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf die SBF Spezialleuchten GmbH, da diese die wesentliche operative Tochtergesellschaft der Corona Equity Partner AG ist. Die weiteren Tochtergesellschaften verfügen derzeit über keine operativen Tätigkeiten oder nur in unwesentlichen Größenordnungen.**

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	7,72	9,21	10,56	-0,57 %	10,50
EBITDA	-0,36	-1,01	-3,80	k.A.	-2,48
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	k.A.	neg.
EBIT	-0,50	-1,16	-7,15	k.A.	-3,19
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	k.A.	neg.
Jahresüberschuss	-1,43	-1,67	-7,34	k.A.	-3,44

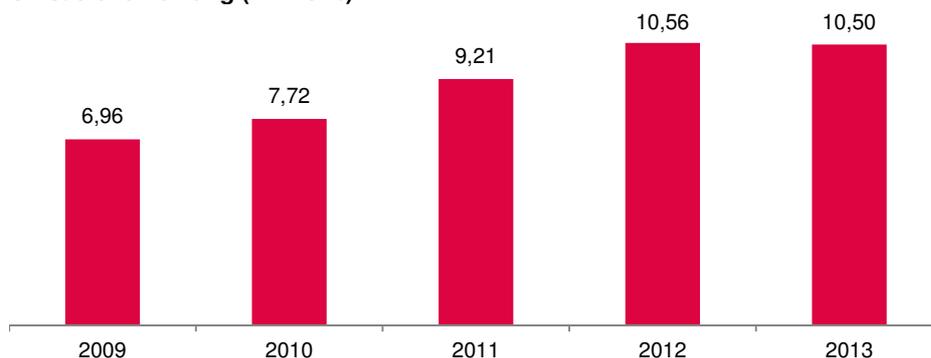
Quelle: Corona, GBC

### Umsatzentwicklung

Die SBF hat unserer Einschätzung nach eine hervorragende Marktstellung und hebt sich in wesentlichen Punkten vom Wettbewerb ab. So sind dabei nicht nur die großen verfügbaren Kapazitäten ausschlaggebend und die damit verbundene Möglichkeit der Lieferungen von ganzen Deckenbeleuchtungssystemen. Die modernen Produktionsanlagen ermöglichen es zudem eine qualitativ hochwertige Ware zu liefern, die technisch auf dem neusten Stand ist. Daher wird SBF von den großen europäischen Herstellern als einer der wenigen Anbieter überhaupt wahrgenommen, der ganze Systeme in großen Stückzahlen liefern kann.

Daher konnte SBF in den vergangenen Jahren auch stetige Zuwächse bei den Umsatzerlösen aufweisen, trotz der operativen Schwierigkeiten. Lediglich in 2013 war kein Wachstum zu verzeichnen, was zu großen Teilen auf die Modernisierungsanstrengungen und Kapazitätserweiterungen zurückzuführen war. Mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 8,6 % hat sich SBF jedoch klar überproportional zum Gesamtmarkt entwickelt.

### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



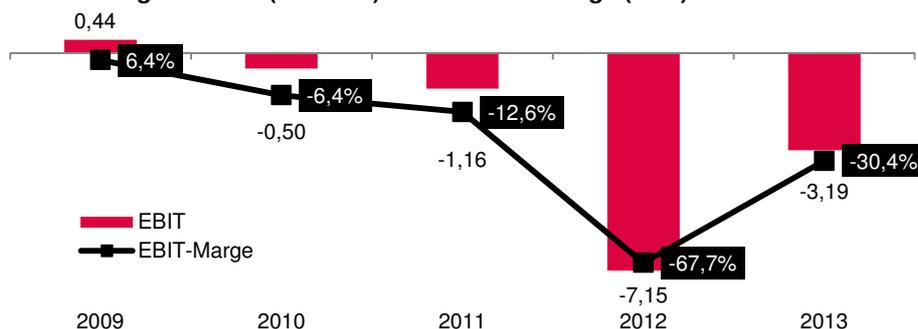
Quelle: Corona, GBC

Rund ein Fünftel der Umsatzerlöse erzielte SBF dabei mit ausländischen Kunden. Die Kunden sind jedoch internationale Unternehmen, deren Schienenfahrzeuge weltweit zum Einsatz kommen. Betrachtet man also den Auslandsanteil anhand der Zielmärkte, auf denen die Produkte von SBF zum Einsatz kommen, liegt der Auslandsanteil um ein Vielfaches höher.

## Ergebnisentwicklung

Wenngleich sich die Umsatzentwicklung zufriedenstellend zeigte, lagen die Ergebnisse in den vergangenen 5 Jahren noch stets im negativen Bereich. Dies hatte mehrere Gründe. Insbesondere ist der Grund in den unzureichenden Produktionsanlagen am vorherigen Standort Wurzeln zu sehen. In viel zu kleinen Räumlichkeiten wurde bis zum Einstieg von CORONA als Investor im Jahr 2011 mit veralteter Technik gearbeitet, was dazu führte, dass Aufträge nicht rechtzeitig abgeschlossen werden konnten oder mit Fehlern behaftet waren. Auch war die Fixkostenbelastung deutlich zu hoch und das Working Capital-Management unzureichend.

### Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: SBF, GBC

Im Zuge des Erneuerungsprogramms, bei welchem rund 20 Mio. € investiert wurden, konnten diese Ineffizienzen beseitigt werden. Insbesondere in 2013 wurden darüber hinaus bestehende, aber nicht profitable Aufträge erfolgreich zu Ende geführt, was zwar zwischenzeitlich noch einmal das Ergebnis belastete, aber eine gute Ausgangsbasis für profitables Wachstum in der Zukunft gelegt hat. Auch das GJ 2014 ist davon noch teilweise beeinflusst.

Das Ergebnis in 2012 war zudem von einmaligen Sonderaufwendungen in Höhe von 3,23 Mio. € geprägt, welche ebenfalls mit der Beendigung der Sanierung und Restrukturierung in Zusammenhang standen. Folgende Tabelle zeigt die Aufwendungen in Übersicht:

### Einmalige Sonderaufwendungen GJ 2012

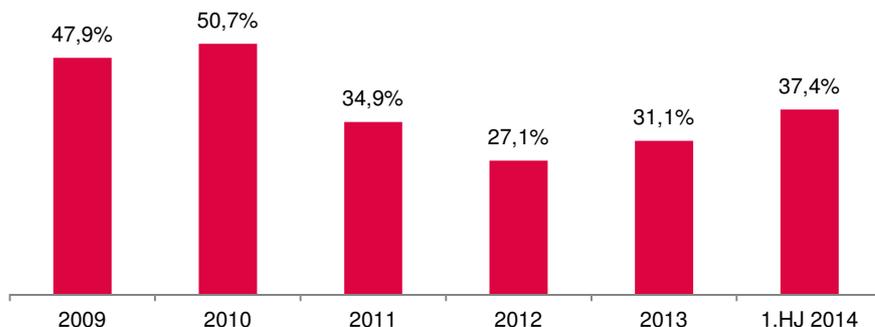
Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände	1,75 Mio. €
Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwert	0,92 Mio. €
Umzugskosten	0,18 Mio. €
Kosten für IT-Beratung	0,23 Mio. €
Kosten für Rechtsberatung	0,15 Mio. €
<b>Summe außerordentliche Aufwendungen 2012</b>	<b>3,23 Mio. €</b>

Quelle: SBF

Positiv ist in diesem Zusammenhang hervorzuheben, dass eine Drohverlustrückstellung in Höhe von zunächst 4,50 Mio. € im GJ 2013 vollständig wieder aufgehoben werden konnte, wodurch sich ein noch höherer Verlust im GJ 2013 vermeiden ließ. Hierbei konnte zum einen mit den Kunden nachverhandelt werden und zum anderen griffen bereits die verbesserte Kostenstruktur sowie optimierten Controlling-Maßnahmen. Dieser Vorgang macht deutlich, welche gute Positionierung die SBF gegenüber ihren Kunden hat und wie wirkungsvoll die ergriffenen Maßnahmen zur Effizienzsteigerung bereits jetzt schon sind.

Deutlich wird das ergebnisseitige Problem der Vorjahre insbesondere bei einer Betrachtung der Rohertragsmarge. Nachdem diese zunächst bei rund 50 % lag, drückte die Materialkostenbelastung diese auf 27,1 % im Tief. Hintergrund dessen war eine ineffiziente Nutzung der Ressourcen und Fehlkalkulationen bei Aufträgen.

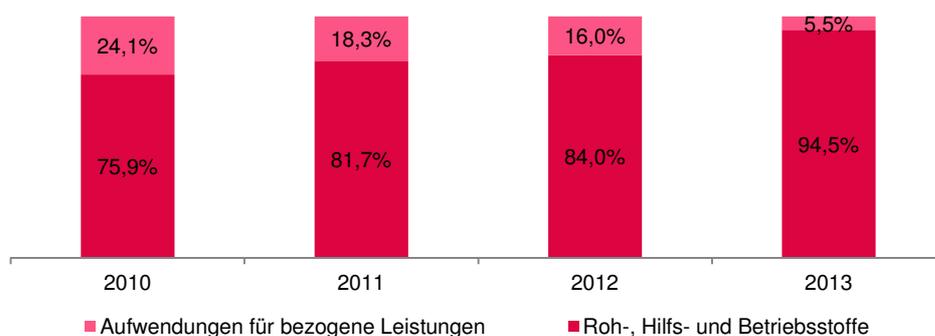
#### Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



Quelle: SBF, GBC

Seit 2013 sind bereits merkliche Verbesserungen zu beobachten gewesen, einhergehend mit den umgesetzten Optimierungen. Im Rahmen der Investitionen wurde eine Vielzahl von Prozessen, wie z.B. die Metallverarbeitung, eingegliedert, um als Systemanbieter mit hoher Wertschöpfungstiefe arbeiten zu können. Die steigende Wertschöpfungstiefe schlägt sich in einer steigenden Rohertragsmarge nieder. Zudem wurde die Auslastung erhöht, was entsprechend positive Margeneffekte bewirkt. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht den Insourcing-Prozess und die damit einhergehend sinkenden Aufwendungen für bezogene Leistungen.

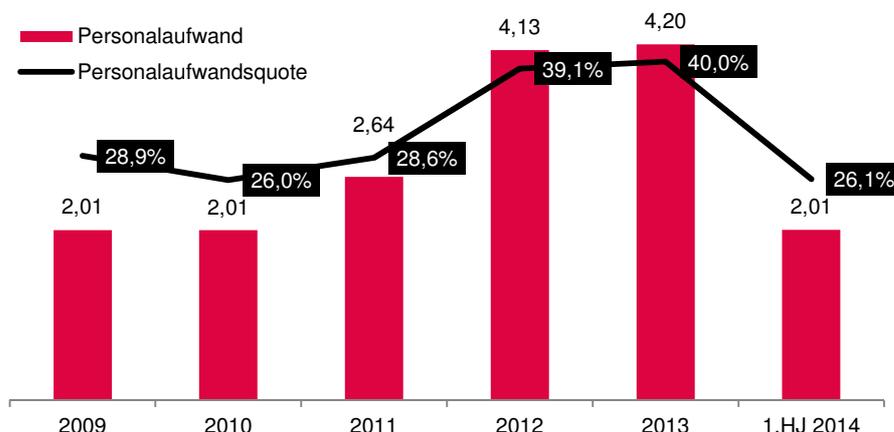
#### Zusammensetzung der Materialaufwendungen



Quelle: SBF, GBC

Die gesteigerte Wertschöpfungstiefe zeigt sich auch in der Entwicklung der Personalaufwendungen, welche in den vergangenen Jahren deutlich zugelegt haben. Die Personalaufwandsquote legte gleichzeitig zunächst zu, auf zuletzt 40,0 % im GJ 2013. Mit steigenden Umsatzerlösen sollte sich jedoch die Personalaufwandsquote in den kommenden Jahren merklich relativieren. Bereits im 1. HJ 2014 war eine deutlich verringerte Kostenquote von nur noch 26,1 % zu verzeichnen.

### Entwicklung der Personalaufwendungen (in Mio. €) und Personalaufwandsquote



Quelle: SBF, GBC

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2013	Δ zum VJ	1. HJ 2014
Umsatzerlöse	5,13	+50,3 %	7,72
EBITDA	-1,13	k.A.	0,58
EBITDA-Marge	neg.	k.A.	7,5 %
EBIT	-1,46	k.A.	0,16
EBIT-Marge	neg.	k.A.	2,0 %
Jahresüberschuss	-1,58	k.A.	0,02

Quelle: SBF, GBC

Im 1. HJ 2014 zeigte SBF bereits, welche positiven Auswirkungen das Investitionsprogramm der vergangenen Jahre bewirkt hat. So kletterten die Umsatzerlöse hochdynamisch um 50,3 % auf 7,72 Mio. €. Noch erfreulicher fielen die Ergebnisse aus. So konnte auf allen Ergebnisstufen ein positiver Wert erzielt werden, nachdem im Vorjahr noch ein klar negativer Wert zu Buche stand.

Die EBITDA-Marge lag mit 7,5 % auf dem höchsten Niveau seit 2009 und auf Ebene des Nettoergebnisses wurde erstmals seit 2008 wieder ein positiver Wert erzielt. Insofern machen die Halbjahreszahlen der SBF sehr deutlich, dass sich das Unternehmen nach vielen schwierigen Jahren, in denen jedoch auch sehr konstruktiv an den Produkten gearbeitet und investiert wurde, wieder klar nach oben entwickelt und auf einen profitablen Wachstumspfad zurückgekehrt ist.

Neben der positiven Umsatzentwicklung ist insbesondere die Verbesserung der Materialaufwandsquote ein ausschlaggebender Faktor. Die erhöhte Auslastung, die inzwischen weitgehend abgearbeiteten, unprofitablen Aufträge der Vorjahre sowie die Erhöhung der Wertschöpfungstiefe haben hierzu beigetragen. So lag die Materialaufwandsquote mit 65,6 % auf dem niedrigsten Stand seit dem Einstieg der CORONA im Jahr 2011.

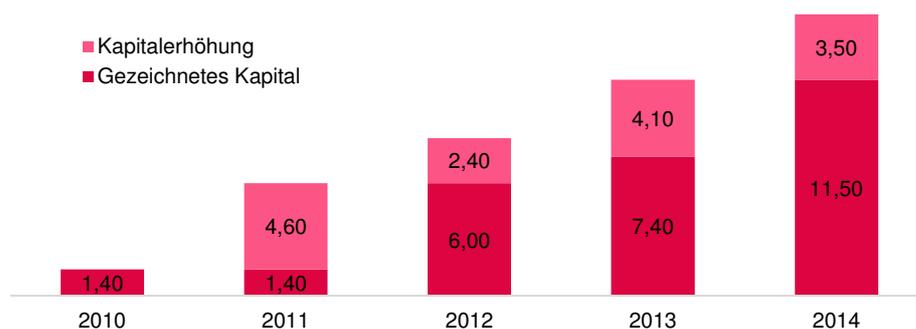
## Bilanzielle und finanzielle Entwicklung

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital	2,92	7,77	8,44	11,96
EK-Quote (in %)	46,3 %	62,4 %	49,0 %	56,9 %
Finanzverbindlichkeiten	0,70	3,24	6,92	5,84
Liquide Mittel	1,42	0,61	1,52	2,42
Nettoverschuldung	-0,72	2,64	5,40	3,42
Operatives Anlagevermögen	1,07	6,90	9,47	9,50
Net Working Capital	1,13	3,51	4,37	5,87

Quelle: Corona, GBC

Seit dem Einstieg der CORONA als Investor wurden der SBF in mehreren Schritten erhebliche Mittel in einer Gesamthöhe von 14,60 Mio. € zugeführt. Im Zuge der Kapitalmaßnahmen erhöhte sich das Stammkapital auf 15,00 Mio. € zum 30.06.2014. Neben dem Eigenkapital wurden Kreditverbindlichkeiten in Höhe von rund 6 Mio. € aufgenommen. Insgesamt wurde SBF in den vergangenen dreieinhalb Jahren damit mit rund 20 Mio. € finanziert.

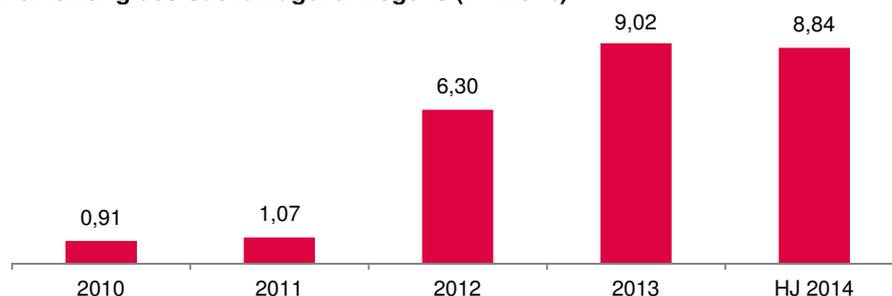
## Entwicklung des Grundkapitals und Kapitalerhöhungen seit Einstieg CORONA



Quelle: Corona, GBC

Die Mittel wurden benötigt, um zum einen die Modernisierung der Produktion zu bewerkstelligen und zum anderen den operativen Cashabfluss zu decken. So wurden im GJ 2012 2,57 Mio. € in das neue Produktions- und Verwaltungsgebäude in Leipzig investiert. Gleichzeitig flossen 1,84 Mio. € in neue Maschinen- und Anlagen, darunter in eine Laser-Stanz-Maschine, eine Fräsmaschine und eine Metallbiegemaschine. In 2013 wurden zudem weitere 2,62 Mio. € in das zweite Werksgebäude investiert, das die notwendigen Kapazitäten bietet, um große Serienfertigungen abzuwickeln. Daneben floss rund eine halbe Million € in neue Geschäftsausstattungen, wie etwa Büroeinrichtungen. In Summe wurde das Sachanlagevermögen um rund 8 Mio. € aufgebaut.

## Entwicklung des Sachanlagevermögens (in Mio. €)



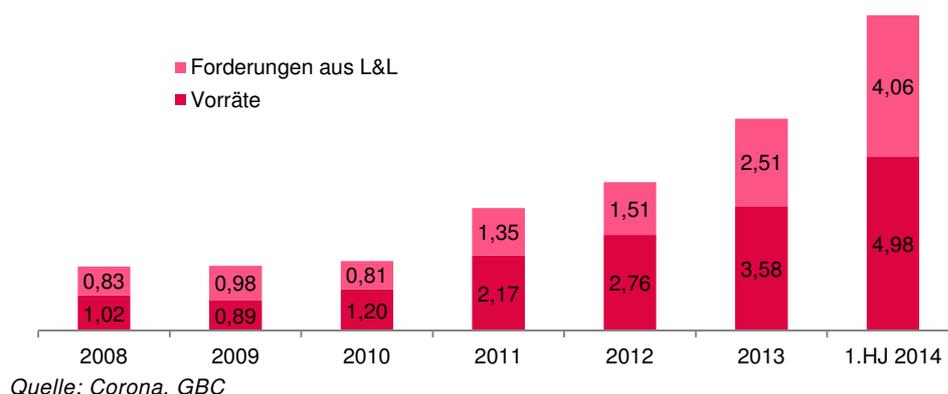
Quelle: Corona, GBC

Der operative Cashabfluß belief sich zudem in den Jahren 2012 und 2013 auf zusammengekommen 11,22 Mio. €. Neben den operativen Verlusten begründet sich dieser insbesondere mit einem deutlichen Aufbau des Working Capitals.

Die Erhöhung der Vorräte ist durch zwei Faktoren begründet. Zum einen wurde in der Vergangenheit auf Grund der schwachen Finanzierungsstärke ein Vorratsvermögen vorgehalten, das nicht ausreichend hoch war. Dies verursachte Verzögerungen in der Produktion und verspätete Auslieferungen. Zudem konnten zum Teil die qualitativen Anforderungen nicht erfüllt werden. Zum anderen hat die SBF ihre Wertschöpfungstiefe erhöht und muss im Zuge dessen nunmehr mehr Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe vorhalten.

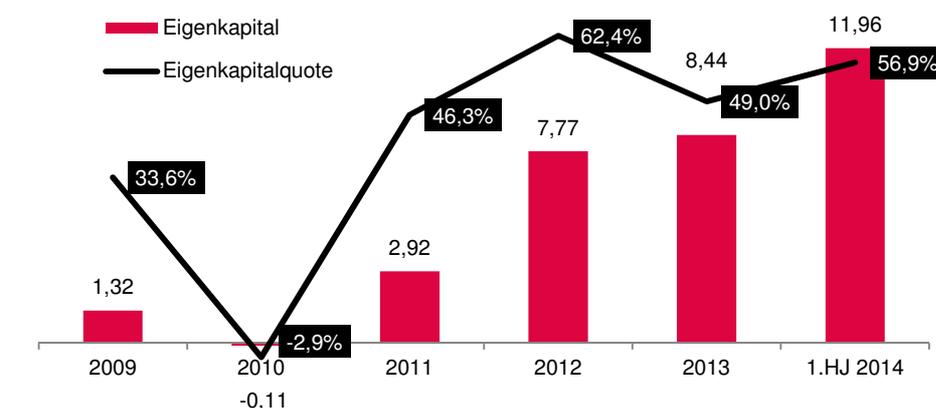
Die Forderungen aus Lieferungen & Leistungen erhöhten sich in den vergangenen Perioden insbesondere auf Grund der sich belebenden Geschäftsaktivität. Dies bestätigt sich insbesondere in der Entwicklung im 1. HJ 2014. Die anziehende Umsatzsituation sollte zudem in den kommenden Quartalen wieder dazu führen, dass sich die Relationen von Working Capital zum Umsatz wieder relativieren. Zudem sollte sich der Cashabfluß aus dem Working Capital-Aufbau merklich verringern.

#### Entwicklung der Vorräte und Forderungen aus Lieferungen & Leistungen (in Mio. €)



Insgesamt ist zu konstatieren, dass in den vergangenen drei Jahren eine solide Basis gelegt wurde, um in Zukunft erfolgreich zu wirtschaften. Mit einer Eigenkapitaldecke von 11,96 Mio. € und einer Eigenkapitalquote von 56,9 % ist SBF heute gut finanziert. Zudem betrug der Cashbestand zuletzt 2,42 Mio. €.

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



## SWOT-Analyse SBF Spezialleuchten GmbH

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nach 20 Mio. € Investitionsvolumen seit 2011 ist SBF auf dem neusten Stand der Technik ausgerüstet</li> <li>• Umfangreiche Kapazitäten und Erweiterungsmöglichkeiten ermöglichen zukünftig hohes Wachstum</li> <li>• Starke Ankeraktionäre haben Finanzierung über die Restrukturierungsphase hinweg gesichert</li> <li>• Operativer Turnaround im 1. HJ 2014 erreicht</li> <li>• Sehr hohe Loyalität der Kunden auch über die Restrukturierungsphase hinweg</li> <li>• Bilanzielle Verhältnisse nach verschiedenen Kapitalmaßnahmen überdurchschnittlich gut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ein Großteil der Umsatzerlöse wird mit einer geringen Anzahl von Kunden generiert</li> <li>• In den letzten Jahren wurden durchgehend negative Ergebnisse erwirtschaftet</li> <li>• Umsatzniveau ist derzeit noch nicht ausreichend, um eine nachhaltige Rentabilität sicherzustellen</li> <li>• Skaleneffekte entfalten derzeit auf Grund des noch niedrigen Umsatzniveaus noch nicht ihre volle Wirkung</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die weltweite Nutzung des Schienenverkehrs nimmt stetig zu. Dabei sind die zunehmende Urbanisierung und ökologische Anforderungen wesentliche Triebkräfte</li> <li>• Durch die Weiterentwicklung zum Systemanbieter von kompletten Deckensystemen eröffnen sich ganz neue Umsatzpotenziale, die vorher nicht erschlossen waren</li> <li>• Der Schienenverkehrsmarkt stellt sich als unzyklisch und konstant wachsend dar. Dies sollte für SBF unterstützend wirken</li> <li>• Als Markt- und Technologieführer in Deutschland sollte es SBF auch in der Zukunft möglich sein den Marktanteil auszuweiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einer der großen Kunden könnte sich zukünftig für einen anderen Wettbewerber entscheiden und somit das bestehende Umsatzniveau und Wachstumspotenzial schrumpfen</li> <li>• Die SBF könnte einen technologischen Trend verpassen und somit ihren Wettbewerbsvorsprung verlieren</li> <li>• Einer der Wettbewerber könnte sich rascher entwickeln als SBF und damit Marktanteile streitig machen</li> <li>• Die Erweiterung der Wertschöpfungstiefe erhöht die Fixkostenbasis, was bei Umsatzeinbrüchen zu hohen negativen Skaleneffekten führen kann</li> </ul>

## Prognosen und Modellannahmen

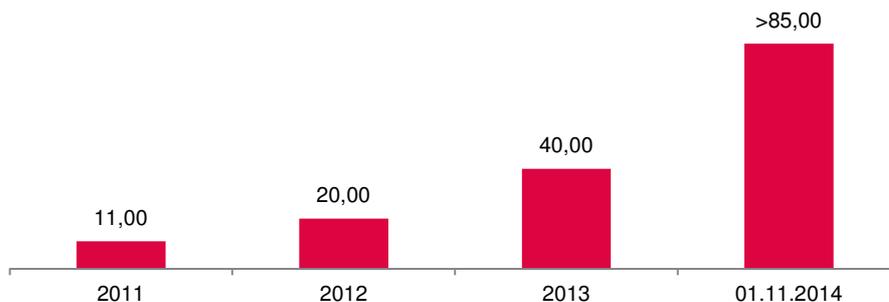
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	10,50	16,29	20,10	35,20
EBITDA	-2,48	0,21	1,37	6,91
EBITDA-Marge	neg.	1,3 %	6,8 %	19,6 %
EBIT	-3,19	-0,60	0,54	6,04
EBIT-Marge	neg.	neg.	2,7 %	17,1 %
Konzernjahresüberschuss	-3,44	-0,82	0,42	5,96

Quelle: Corona, GBC

### Umsatzprognosen

Im 1. HJ 2014 zeigten sich bereits die Auswirkungen der Veränderungen der vergangenen Jahre, mit einem Wachstum um über 50 % gegenüber dem Vorjahr. Die positive Entwicklung setzte sich auch im weiteren Jahresverlauf fort, was unter anderem den Gewinn zweier Großaufträge auf dem deutschen und skandinavischen Markt beinhalten. In der Folge kletterte der Auftragsbestand auf nunmehr über 85 Mio. €.

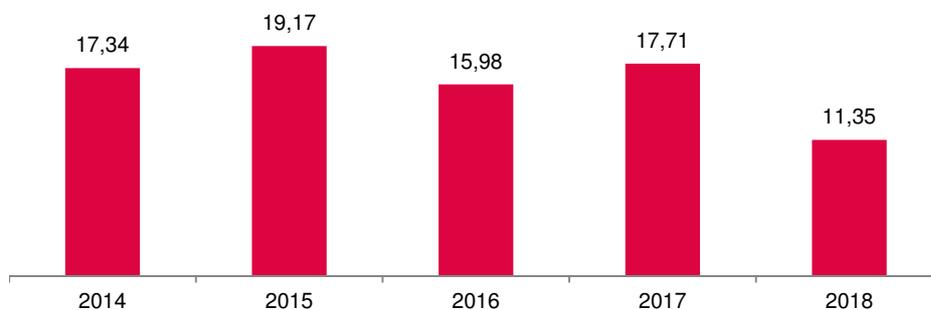
### Entwicklung des Auftragsbestands (in Mio. €)



Quelle: SBF, GBC

Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich der Auftragsbestand über einen mittelfristigen Zeitraum erstreckt. Die jüngst gewonnenen Großaufträge verteilen sich z.B. über den Zeitraum von 2015-2018. Dies erhöht nicht nur die Planungssicherheit des Unternehmens, sondern sollte auch für ein nachhaltiges Anheben des Umsatzniveaus sorgen.

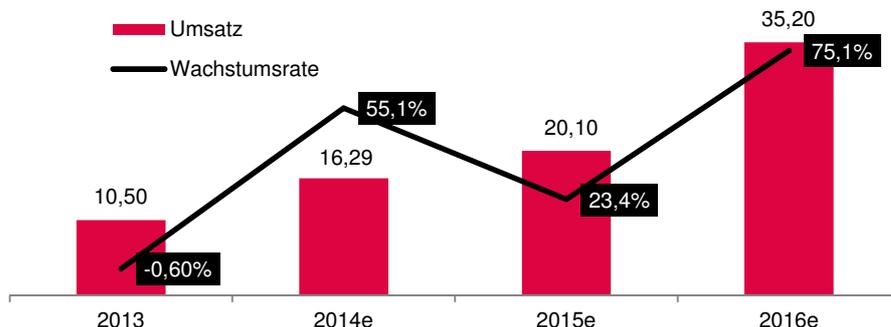
### Verteilung des Auftragsbestandes für die nächsten 5 Jahre (in Mio. €)



Quelle: SBF, GBC

Positiv hervorzuheben ist auch, dass die gewonnenen Großaufträge Systemlösungen umfassen. So liefert SBF im Rahmen dieser Aufträge ein breites Spektrum von der Außenbeleuchtung bis zu den Klimakanälen, was den vollzogenen Schritt in den vergangenen Jahren als erfolgreich belegt.

### Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse und der Wachstumsraten



Quelle: SBF, GBC

In der Folge der guten und sich weiter verbessernden Auftragslage sollte es der SBF möglich sein, die dynamische Umsatzentwicklung, die zuletzt an den Tag gelegt wurde, aufrecht zu erhalten. Dabei gehen wir davon aus, dass bis zum Jahresende 2014 die Wachstumsrate von über 50 % gehalten werden kann. In 2015 erwarten wir eine leichte Abflachung des Wachstums auf 23,4 %, was dennoch eine deutliche Steigerung darstellt, bevor in 2015 die jüngst gewonnenen Großaufträge voll zum Tragen kommen und das Umsatzniveau auf 35,20 Mio. € bringen sollten. Das Umsatzniveau von 35,20 Mio. € kann des Weiteren mit den derzeitig bestehenden Kapazitäten dargestellt werden.

Insgesamt sehen wir die SBF auf einem sehr guten Weg und erwarten in den kommenden Jahren deutlich zweistellige Wachstumsraten, welche auf sehr guten Kundenbeziehungen, einer technologischen Marktführerschaft und der Möglichkeit der Lieferung kompletter Deckensysteme für Schienenfahrzeuge beruhen. In den kommenden 5-6 Jahren sollte es SBF zudem gelingen die 50 Mio. € Umsatzmarke zu durchbrechen.

Noch nicht berücksichtigt in unseren Prognosen ist eine mögliche Expansion des Geschäfts auf weitere Kundenbranchen, die von der technologischen Seite her relativ einfach zu bewerkstelligen wäre. Zu denken ist hier etwa an den Markteintritt in den Bereichen Luftfahrt oder Nutzfahrzeuge, der mittelfristig angestrebt wird.

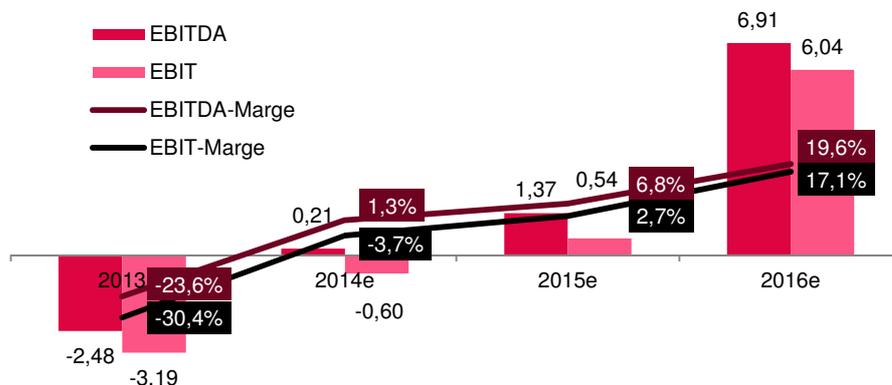
### Ergebnisprognosen

Vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzerlöse und den optimierten Kostenstrukturen sollten sich in den kommenden Jahren auch merkliche Ergebnisverbesserungen einstellen.

Für das GJ 2014 gehen wir noch von einem leicht negativen EBIT aus, nachdem im 1. HJ 2014 aber erstmals bereits ein positiver Wert von 0,16 Mio. € erwirtschaftet wurde. Dies ist auch vor dem Hintergrund der beiden im Oktober gewonnenen Großaufträge zu sehen, welche auch Investitionen im Personalbereich notwendig machen. Der damit in Zusammenhang stehende zu erwartende Anstieg der Personalaufwendungen von 4,20 Mio. € auf 4,86 Mio. € wirkt zunächst noch ergebnisbelastend. Zudem werden in 2014 noch verbleibende, nicht oder wenig profitable Aufträge der Vergangenheit abgearbeitet. Auf EBITDA-Basis sollte der Break-even aber bereits in 2014 erreicht werden können.

Ab dem GJ 2015 erwarten wir dann deutliche Skaleneffekte, vor allem im Personalbereich, so dass im GJ 2015 mit einem positiven EBIT zu rechnen ist. Ab dem GJ 2016 sollte sich dann die volle Ertragsstärke der „neuen“ SBF entfalten und EBIT-Margen von über 15 % ermöglichen. Auf EBITDA-Basis sollten sich die Margenniveaus bis 2016 sogar in Richtung 20 % bewegen.

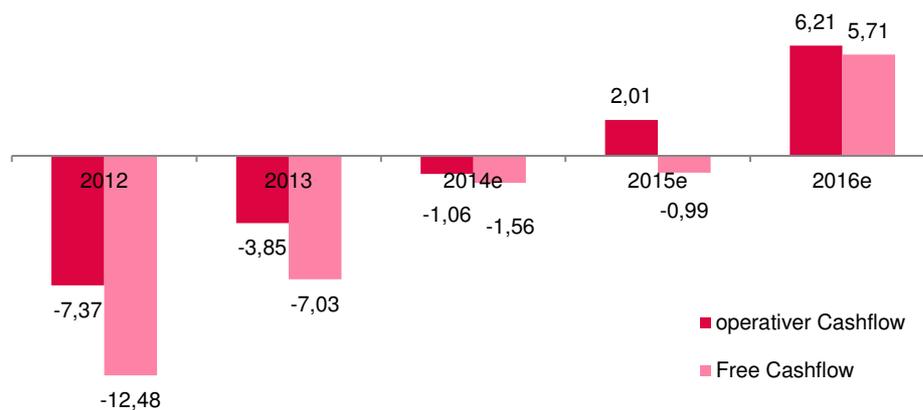
### Erwartete Entwicklung des EBITDA und EBIT (in Mio. €) sowie der Margen



Quelle: SBF, GBC

Während das Finanzergebnis auf Grund überschaubarer und erwartungsgemäß weiter sinkender Bankverbindlichkeiten niedrig ausfällt, sollten die aufgelaufenen Verlustvorträge der Vorjahre in den kommenden Perioden für eine minimale Steuerbelastung sorgen. Insofern sollten die Jahresergebnisse nur marginal unterhalb des EBIT-Niveaus ausfallen.

### Erwartete Entwicklung des operativen Cashflows



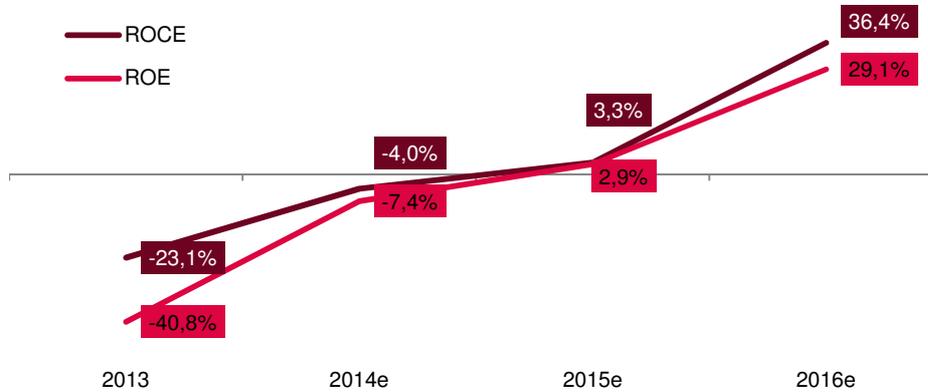
Quelle: SBF, GBC

Im Gleichklang mit den sich verbessernden Ergebnissen sollten auch die operativen Cashflows ab 2015 in den positiven Bereich zurückkehren. Im GJ 2014 sollte vor allem der Aufbau des Working Capitals im Bereich des Vorratsvermögens noch einmal belasten, während wir ab 2015 deutlich positive Werte erwarten. Ab dem GJ 2015 sollte das Vorratsvermögen in Relation zu den Umsatzerlösen dann deutlich reduziert werden können. Hintergrund dessen sind optimierte Planungsprozesse, die nun anfangen Wirkung zu entfalten. Das freigesetzte Kapital wird sich positiv auf den operativen Cashflow auswirken. Insbesondere in dem Jahr ab 2016 sollte dieser Effekt maßgeblich werden.

Aufgrund nochmaliger Erweiterungen in Vorbereitung auf die Abarbeitungen der Großaufträge wird der Investitions-cashflow im GJ 2015 voraussichtlich nochmals negativ ausfallen. Zur finalen Optimierung der Produktions- und Arbeitsabläufe sind eine Erweiterung des Logistikbereichs sowie weitere Maschinen- und Roboteranschaffungen notwendig, die in einem Gesamtvolumen von 3,00 Mio. € geplant sind. Ab dem GJ 2016 erwarten wir dann jedoch auch deutlich positive Free Cashflows. Der Investitionsbedarf sollte sich über das GJ 2015 hinaus in einem geringen Umfang darstellen, nachdem seit

2012 eine vollständige Erneuerung der Produktionskapazitäten und des gesamten Anlagevermögens stattgefunden hat.

**Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen**



Quelle: SBF, GBC

Nicht zuletzt sollte sich die verbesserte Rentabilitätssituation dann auch in den Kapitalrenditen niederschlagen. Während wir von klar steigenden Ergebnissen ausgehen, insbesondere ab 2016, werden die Erweiterungsinvestitionen im Sachanlagevermögen moderat ausfallen. Auch der Aufbau des Working Capitals, insbesondere im Vorratsvermögen, sollte sich normalisieren, so dass insgesamt mit einer flachen Entwicklung des Capital Employed zu rechnen ist. Kapitalrenditen (ROCE) von über 30 % sollten vor diesem Hintergrund erreichbar sein. Auch bei der Eigenkapitalrendite erwarten wir bis 2016 vergleichbare Größenordnungen von rund 30 %.

## BEWERTUNG SBF SPEZIALLEUCHTEN GMBH

### Modellannahmen

Die SBF Spezialleuchten GmbH wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SBF Spezialleuchten GmbH 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen Zinssatz). Auf Grund der kleinen Unternehmensgröße sowie der Tatsache, dass die SBF Spezialleuchten GmbH selbst nicht börsennotiert ist, schlagen wir auf die ermittelten Eigenkapitalkosten ein Small Cap- und Liquiditäts-Premium von 5,0 % auf. Damit ergeben sich zur Bewertung herangezogene Eigenkapitalkosten in Höhe von 15,0 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 13,9 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 13,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert der SBF Spezialleuchten GmbH zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht damit **53,69 Mio. €**. Auf Basis des für das GJ 2016 erwarteten Jahresüberschusses liegt damit ein Bewertungsniveau des 9-fachen Jahresüberschusses vor.

## DCF-MODELL SBF SPEZIALLEUCHTEN GMBH

### SBF Spezialleuchten GmbH - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%
EBITDA-Marge	20,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,5%
Working Capital zu Umsatz	15,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	18,4%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	16,29	20,10	35,20	40,48	46,55	53,53	61,57	70,80	
US Veränderung	55,2%	23,4%	75,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,69	1,71	3,11	3,25	3,44	3,69	3,99	4,35	
EBITDA	0,21	1,37	6,91	8,10	9,31	10,71	12,31	14,16	
EBITDA-Marge	1,3%	6,8%	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	-0,60	0,54	6,04	7,25	8,38	9,69	11,23	13,00	
EBITA-Marge	-3,7%	2,7%	17,1%	17,9%	18,0%	18,1%	18,2%	18,4%	18,4%
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,02	-0,02	-0,72	-1,26	-1,94	-2,81	-3,90	
zu EBITA	-2,6%	4,6%	0,3%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,61	0,52	6,01	6,52	7,12	7,75	8,42	9,10	
Kapitalrendite	-4,4%	3,4%	36,7%	39,3%	38,4%	37,8%	37,4%	36,9%	34,5%
Working Capital (WC)	5,42	4,65	5,28	6,07	6,98	8,03	9,23	10,62	
WC zu Umsatz	33,2%	23,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-1,05	0,76	-0,63	-0,79	-0,91	-1,05	-1,20	-1,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	9,62	11,73	11,30	12,45	13,52	14,51	15,42	16,26	
AFA auf OAV	-0,81	-0,83	-0,88	-0,85	-0,93	-1,01	-1,09	-1,16	
AFA zu OAV	8,4%	7,1%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in OAV	-0,97	-2,93	-0,45	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	15,04	16,38	16,58	18,53	20,50	22,54	24,65	26,88	
EBITDA	0,21	1,37	6,91	8,10	9,31	10,71	12,31	14,16	
Steuern auf EBITA	-0,02	-0,02	-0,02	-0,72	-1,26	-1,94	-2,81	-3,90	
Investitionen gesamt	-2,02	-2,17	-1,08	-2,79	-2,91	-3,05	-3,20	-3,39	
Investitionen in OAV	-0,97	-2,93	-0,45	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-1,05	0,76	-0,63	-0,79	-0,91	-1,05	-1,20	-1,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,82	-0,82	5,81	4,58	5,14	5,72	6,30	6,87	73,41
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	48,02	55,53							
Barwert expliziter FCFs	18,54	21,94							
Barwert des Continuing Value	29,48	33,59							
Nettoschulden (Net debt)	0,91	1,84							
Wert des Eigenkapitals	47,11	53,69							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	47,11	53,69							

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,36
Eigenkapitalkosten	15,0%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>13,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
32,5%	62,23	56,38	51,62	47,70	44,42
33,5%	63,61	57,57	52,66	48,60	45,21
34,5%	64,99	58,76	53,69	49,50	46,01
35,5%	66,37	59,94	54,72	50,41	46,80
36,5%	67,74	61,13	55,75	51,31	47,60

## BEWERTUNG CORONA EQUITY PARTNER AG

Die SBF Spezialleuchten GmbH ist die einzige operative Beteiligung der CORONA Equity Partner AG mit wesentlichem Umsatz- und Ergebniseinfluss. Die CleanTech Lighting GmbH ist derzeit noch von einer untergeordneten Bedeutung und wird aus diesem Grund nicht in unserer Betrachtung berücksichtigt. Auch die SBF Verwaltungs GmbH wird auf Grund ihrer nicht operativen Tätigkeit ebenfalls nicht in unserer Bewertung berücksichtigt.

Die CORONA Equity Partner AG erstellt keine Konzernbilanz, sondern bilanziert ihre 100 %ige Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH als Beteiligung. Zuletzt belief sich der Beteiligungsansatz zum 30.06.2014 auf 12,64 Mio. €. Das Eigenkapital der SBF Spezialleuchten GmbH belief sich zum gleichen Stichtag auf 11,95 Mio. €.

Da die CORONA Equity Partner AG keine weiteren Beteiligungen hält, die derzeit einen nennenswerten operativen Beitrag leisten, bestimmt sich ihr Wertansatz wesentlich über die Werthaltigkeit der SBF Spezialleuchten GmbH. Für diese haben wir, wie im vorherigen Abschnitt dargestellt, einen Wert in Höhe von 53,69 Mio. € ermittelt. Die weiteren Beteiligungen SBF Verwaltungs GmbH und CleanTec Lighting GmbH berücksichtigen wir lediglich mit ihrem Buchwert zum 30.06.2014.

Der Wert der CORONA Equity Partner AG bestimmt sich aus dem fairen Wertansatz der SBF Spezialleuchten GmbH sowie der Buchwerte der weiteren Beteiligungen, abzüglich der Finanzverbindlichkeiten und zuzüglich der liquiden Mittel zum letzten Bilanzstichtag am 30.06.2014:

Fairer Wertansatz SBF Spezialleuchten GmbH	53,69 Mio. €
Buchwert SBF Verwaltungs GmbH	0,53 Mio. €
Buchwert CleanTec Lighting GmbH	0,25 Mio. €
Buchwert Leuchten Manufactur seit 1862 in S.A. GmbH	0,00 Mio. €
Wandelanleihen	-3,74 Mio. €
Liquide Mittel	0,33 Mio. €
<b>Fairer Wert CORONA Equity Partner AG</b>	<b>51,06 Mio. €</b>
Ausstehende Aktien	26,625 Mio.
<b>Fairer Wert je Aktie der CORONA Equity Partner AG</b>	<b>1,92 €</b>

In Summe ergibt sich auf Basis von 26,625 Mio. ausstehenden Aktien der CORONA Equity Partner AG ein fairer **Wert je Aktie in Höhe von 1,92 €**. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus von 0,82 € errechnet sich damit ein Aufwärtspotenzial in Höhe von über 100 %.

Eine mögliche Verwässerung aus der Wandlung der ausstehenden Wandelanleihe haben wir nicht berücksichtigt, da der Wandlungspreis bei 1,40 € und der Aktienkurs damit noch deutlich darunter liegt. Derzeit sind 6,05 Mio. Teilschuldverschreibungen ausstehend und würden bei vollständiger Wandlung am Laufzeitende im März 2016 die Aktienanzahl um ebenso viele Aktien erhöhen.



## ANHANG

### **§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 andere 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:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

**§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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 §34b WpHG 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: (5)**

**§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: [lindermayr@gbc-ag.de](mailto:lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)





**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)