



Researchstudie (Annostudie)



**GJ 2018 mit solider operativer Performance und weiterer
Verbesserung der Kostenstruktur abgeschlossen**

-

**Starke Marktpositionierung im Wachstumssektor Bahnindust-
rie sowie der vorhandene Rekordauftragsbestand ermöglichen
ein nachhaltiges profitables Wachstum**

-

**Deutliche Steigerung der Rentabilität durch Skaleneffekte im
Rahmen des eingeschlagenen Wachstumskurses**

Kursziel: 3,85 € (zuvor: 3,62 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 22

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

SBF AG^{*5a;5b;6a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,85 €
(zuvor: 3,62 €)

aktueller Kurs: 2,38 €
15.05.2019 (Frankfurt,
Schlusskurs)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2AAE22
WKN: A2AAE2
Börsenkürzel: CY1k
Aktienanzahl³: 7,84
Marketcap³: 18,66
EnterpriseValue³: 19,33
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 22,67%

Transparenzlevel:
m:access
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Skontroführer:
Baader Bank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Operative Holdinggesellschaft (Beteiligungen)

Kernbeteiligung: SBF Spezialleuchten GmbH

Mitarbeiter der SBF AG: 2 (Stand: Mai 2019)

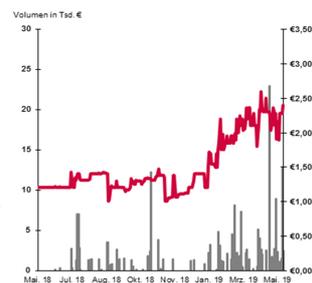
Mitarbeiter der SBF Spezialleuchten GmbH: ca. 125 (Stand: Mai 2019)

Firmensitz: Leipzig; Gründung: 2002

Vorstand: Rudolf Witt, Robert Stöcklinger

Die SBF AG (SBF) ist eine operative Holdinggesellschaft, die sich auf mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum konzentriert. Die SBF und ihre Beteiligungen sind im Mobilitätssektor, insbesondere der Schienenfahrzeugindustrie (sog. „rolling stock industry“) tätig, wobei erstere hierbei als Holdinggesellschaft fungiert. Den operativen Geschäftsbereich sowie die wesentliche Beteiligung der Holding bildet die Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH.

Die SBF Spezialleuchten GmbH kann auf eine lange Tradition zurückblicken (erste wirtschaftliche Geschäftstätigkeiten um 1862) und besitzt eine stabile Kundenbasis an namhaften Großkunden. In den vergangenen Jahren wurde ein zweistelliger Millionenbetrag in den Aufbau des Konzerns investiert und das Unternehmen zum Marktführer für Decken- und Beleuchtungssysteme für Schienenfahrzeuge in Europa ausgebaut.



GuV in Mio. EUR\ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	14,70	17,70	19,50	22,40
EBITDA	2,21	2,42	2,78	3,55
EBIT	1,58	1,67	1,93	2,55
Konzernergebnis (EAT)	1,39	1,43	1,60	2,13
EPS	0,18	0,18	0,20	0,27

Valuation multiples

EV/Umsatz	1,31	1,09	0,99	0,86
EV/EBITDA	8,75	7,99	6,95	5,44
EV/EBIT	12,23	11,57	10,02	7,58
KGV	13,42	13,05	11,66	8,76
KBV	1,61			

Finanztermine

03.06.2019: Hauptversammlung
in München

Juli/Aug. 2019: Halbjahresbericht 2019

** letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.03.2019: RS / 3,62 € / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 23

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2018 hat der SBF-Konzern Umsatzerlöse in Höhe von 14,70 Mio. € erwirtschaftet, welche konsolidierungsphasenbedingt unter dem Vorjahresniveau von 19,53 Mio. € lagen. Laut Unternehmensangaben soll nach diesem Rückgang der Tiefpunkt beim Umsatz erreicht sein und so erwartet die Gesellschaft ab dem Geschäftsjahr 2019 steigende Umsatz- und Ertragszahlen. Auf operativer Ebene konnte das Unternehmen trotz eines erwarteten Umsatzrückgangs mit 1,58 Mio. € ein Betriebsergebnis (EBIT) auf nahezu Vorjahresniveau (VJ: 1,67 Mio. €) erzielen. Bedingt durch ein verbessertes Finanzergebnis wurde im GJ 2018 auf Nettoergebnisebene sogar ein leichter Gewinnanstieg von 1,39 Mio. € (VJ: 1,36 Mio. €) verzeichnet.
- Im Zuge der Veröffentlichung des Konzernabschlusses (GJ 2018) hat die SBF bekannt gegeben, dass sie über einen hohen Auftragsbestand in Höhe von rund 31,00 Mio. € (Stand: März 2019) verfügt und sich zudem weitere Angebote im Umlauf befinden. Wir gehen davon aus, dass die im Umlauf befindlichen Angebote ein Vielfaches des aktuellen Auftragsbestands ausmachen und damit weiteres deutliches Geschäftspotenzial eröffnen. Für das laufende Geschäftsjahr 2019 rechnet die SBF AG auf Ebene ihrer Kernbeteiligung SBF Spezialleuchten GmbH mit einem Umsatz von 17,00 Mio. €, sowie einem Jahresüberschuss vor Steuern (EBT) von 2,00 Mio. €.
- Nach der Konsolidierungsphase der vergangenen Jahre befindet sich das Unternehmen nun im Wachstumsmodus und strebt einen weiteren Ausbau des Geschäftsmodells als Systemanbieter für die Bahntechnikindustrie an. Dies spiegelt sich bspw. auch im vermeldeten hohen Auftragsbestand und in der geplanten Investitionsoffensive wider. Wesentliche Elemente der wachstumsorientierten Unternehmensstrategie der SBF stellen hierbei der Ausbau des Leistungsangebots, die Erhöhung der Wertschöpfungstiefe sowie die Internationalisierung dar.
- Im Rahmen des eingeschlagenen Wachstumskurses sollte die Gesellschaft insbesondere von den erwarteten verstärkten Investitionen in den weltweiten Bahntechniksektor profitieren können. Laut einer Studie von SCI Verkehr beträgt das aktuelle Geschäftsvolumen im weltweiten Bahntechnikmarkt 183,0 Mrd. €. Die Studienexperten rechnen für dieses Segment bis 2022 mit einem zukünftigen durchschnittlichen Marktwachstum von 2,8% (CAGR). Darüber hinaus sollte sich auch die geplante regionale Expansion in neue Bahntechnikmärkte sowie die beabsichtigte Ausweitung der Wertschöpfungstiefe und -breite positiv auf die zukünftige Geschäftsentwicklung auswirken.
- Darauf aufbauend erwarten wir ab dem laufenden Geschäftsjahr 2019 den Beginn einer profitablen Wachstumsphase. Konkret kalkulieren wir für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 sowie die Folgejahre 2020 und 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 17,70 Mio. €, 19,50 Mio. € bzw. 22,40 Mio. €. Im Rahmen dieser erwarteten dynamischen Umsatzentwicklung und einsetzenden Skaleneffekten sollte ebenso das Nettoergebnis deutlich auf 1,43 Mio. €, 1,60 Mio. € und 2,13 Mio. € zulegen.
- **Vor dem Hintergrund der starken Marktpositionierung, des eingeschlagenen Wachstumskurses sowie den erwarteten weltweit verstärkten Investitionen in den Bahntechniksektor, haben wir die SBF AG mithilfe unseres DCF-Modells bewertet und hierbei einen fairen Wert von 3,85 € je Aktie (zuvor: 3,62 € je Aktie) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus sehen wir ein hohes Kurspotenzial und stufen die Aktie weiterhin mit dem Rating Kaufen ein.**

Hinweis: Unsere Kurszielerhöhung basiert neben den leicht besser als erwartet ausgefallenen 2018er-Zahlen insbesondere auf dem Roll-Over-Effekt durch turnusgemäße Einbeziehung der nächsten Schätzperiode in unser Bewertungsmodell.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Kernbeteiligung SBF-Spezialleuchten GmbH auf einen Blick	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur zum 31.12.2018.....	4
Geschäftsmodell	5
Referenzkunden	5
Leistungsangebot und Referenzprojekte.....	6
Ausgewählte Referenzprojekte	6
Markt und Marktumfeld	7
Bahnindustrie allgemein.....	7
Schienenverkehr und globale Bahnindustrie.....	8
Wirtschaftliche Entwicklung bedeutender SBF-Kunden	9
Unternehmensentwicklung und Prognose.....	11
Historische Unternehmensentwicklung	11
Historische Umsatzentwicklung.....	11
Historische Ergebnisentwicklung.....	12
Bilanzielle/finanzielle Situation der SBF AG.....	14
SWOT-Analyse	15
Prognosen und Modellannahmen	16
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	20
Modellannahmen	20
Bestimmung der Kapitalkosten	20
Bewertungsergebnis	20
DCF-Modell.....	21
Anhang	22

UNTERNEHMEN

Kernbeteiligung SBF-Spezialleuchten GmbH auf einen Blick

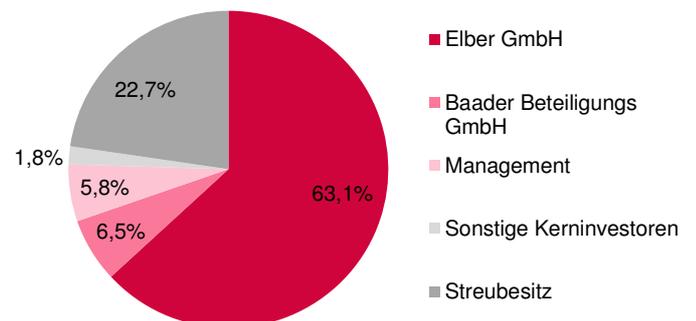
<p>Führend</p> <p>Technologie- und Marktführer im Bereich Decken- und Beleuchtungssysteme für Schienenfahrzeuge in Europa, als Tier-1-Lieferant, Systemanbieter & Entwicklungspartner</p>	<p>Erfahren</p> <p>Referenzprojekte: Glacier Express, CH S-Bahn München, DE Desiro City Thameslink, UK ICE 4, DE Transrapid Shanghai, CN</p>	<p>International</p> <p>Chinesisches Joint Venture „SBF Xian“ sichert internationale Beschaffungsressourcen und Märkte. UK und USA in Vorbereitung</p>
<p>Unternehmenssitz</p> <p>Leipzig mit ca. 125 Mitarbeitern</p>		

Quelle: SBF AG

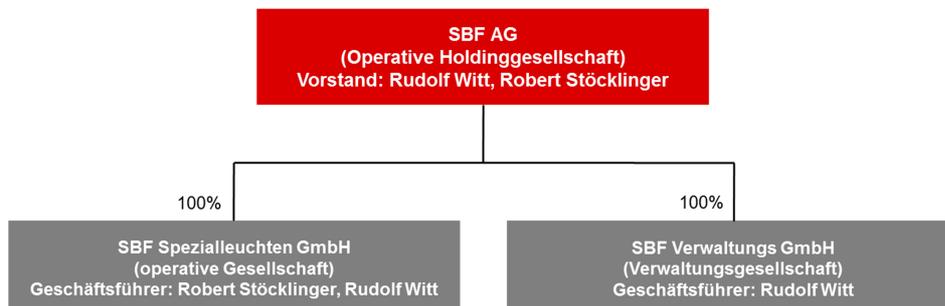
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %*	Stand: Mai 2019
Elber GmbH	63,15%
Baader Beteiligungs GmbH	6,55%
Management	5,80%
Sonstige Kerninvestoren	1,84%
Streubesitz	22,67%

Quelle: Schätzungen GBC AG *gemäß HV-Präsenzliste 2018



Unternehmensstruktur zum 31.12.2018



Quelle: SBF AG; GBC AG

Die SBF AG als operative Holdinggesellschaft verfügt über die Tochtergesellschaften SBF Spezialleuchten GmbH sowie die SBF Verwaltungs GmbH. Die SBF Spezialleuchten GmbH ist in ihrer heutigen Form die einzige Tochtergesellschaft, die ein operatives Geschäft ausübt. Diese Tochtergesellschaft entstand aus der Übertragung des operativen Geschäfts der ehemaligen SBF Spezialleuchten Wurzten GmbH. Darüber hinaus unterhält das Unternehmen ein chinesisches Joint Venture „SBF Xian“ (5% Beteiligung), welches internationale Beschaffungsressourcen und Märkte sichert.

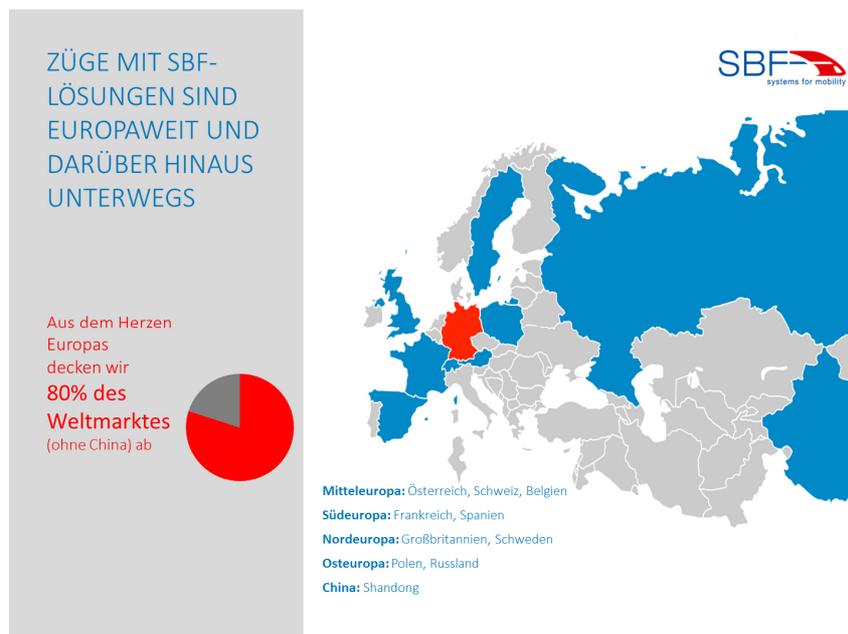
Geschäftsmodell

Die SBF AG ist eine operative Holdinggesellschaft deren Hauptfokus auf der SBF Spezialleuchten GmbH liegt. Im Rahmen des Beteiligungsmanagements soll insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit dieser Kernbeteiligung langfristig und nachhaltig gestärkt werden. Daneben bestehen derzeit keine weiteren operativen Tochtergesellschaften. Aus diesem Grund wird nachfolgend vorwiegend auf die SBF Spezialleuchten GmbH eingegangen.

Referenzkunden



Wo verkehren Züge mit SBF-Lösungen



Quelle: SBF AG

Leistungsangebot und Referenzprojekte

Die operative Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH (SBF) ist laut eigenen Angaben Technologie- und Marktführer im Bereich Decken- und Beleuchtungssysteme für Schienenfahrzeuge in Europa. Das Unternehmen agiert hierbei als Komplettanbieter (Systemlieferant) für Decken-, Beleuchtungs- und Belüftungssysteme im Bahnsektor. Die Gesellschaft hat sich dabei auf LED-basierte Lichttechnik (LED-Systeme) für den Außen- und den Innenbereich von Schienenfahrzeugen jeglicher Bauart, von der Straßenbahn, über Regional-, bis hin zu Hochgeschwindigkeitszügen spezialisiert. Zudem ist die SBF ein Entwicklungspartner der Bahnfahrzeughersteller (Rolling Stock Manufacturer) und ebenso ein OEM- (Original Equipment Manufacturer) und Tier-One-Supplier der Bahnindustrie.

Produktangebot der SBF-Spezialleuchten

 <p>Deckensysteme</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kunststoff-, Aluminium- und Verbunddecken-systeme • Beleuchtung in LED- oder T5-Technik, meist als Leuchtenband und auf Wunsch durch Spots ergänzt 	 <p>Innenbeleuchtung & -ausstattung</p> <ul style="list-style-type: none"> • Direkte/indirekte LED- oder T5-Allgemeinbeleuchtung • Weiße oder farbige Spots • u.a. Kameramodule, Löschdüsen, Lautsprecher integrierbar • Dynamische Beleuchtung • Gepäckablagen und Haltestangen
 <p>Klimakanäle</p> <ul style="list-style-type: none"> • Belüftungssysteme mit Warm- und Kaltluft • Geschlossenes System oder integriert in Deckensystem • Luftkanäle sind thermisch getrennt und strömungsoptimiert 	 <p>Außenbeleuchtung</p> <ul style="list-style-type: none"> • Halogen-LED-Kombileuchten, Voll-LED-Spitzenlichter bis LED-Modulbaukasten • Je nach Modell: Kenn- und Schlussleuchten, Scheinwerferfunktion vollflächige Scheibenheizung

Quelle: SBF AG

Ausgewählte Referenzprojekte

Stadler Rail	Bombardier	Siemens	Deutsche Bahn
 <p>©RhB</p>	 <p>© Bombardier</p>		
<p>RhB Albula</p> <p>7 neue Gliederzüge auf der Albulastrecke im Kanton Graubünden (144 Brücken & 42 Tunnel)</p> <p>Durch SBF entwickelte dynamische Beleuchtung erleichtert den Fahrgästen den steten Wechsel zwischen Dunkelheit und grellem Tageslicht</p>	<p>Talent 2</p> <p>Elektrozüge mit bis zu 160 km/h</p> <p>Modulares Aufbaukonzept zum Einsatz als S-Bahn oder Regionalbahn</p> <p>SBF liefert Deckensysteme aus Stahl und Klimakanäle für die Reihen STS, RME, MD2 und NGM</p>	<p>Velaro D</p> <p>Hochgeschwindigkeitszüge auf Basis der Velaro-Plattform</p> <p>Deutlich verbesserter Komfort und erhöhte Energieeffizienz</p> <p>SBF liefert beleuchtete Gepäckträgerklappen sowie das komplette Innenbeleuchtungssystem in T5-Leuchtstoff- und LED-Technologie</p>	<p>ICE 3 Redesign</p> <p>Nach 15 Jahren Dienstzeit erhalten alle 66 Züge der ICE 3-Flotte ein neues Innendesign.</p> <p>Modernisierungsaktion bis Ende 2020</p> <p>SBF liefert neue Kunststoffblenden, Gepäckträgerklappen und Leuchenträger</p>

Quelle: SBF AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Bahnindustrie allgemein

Die SBF AG ist im Mobilitätssektor wirtschaftlich aktiv und hat sich insbesondere auf die europäische Bahnindustrie (rail industry) fokussiert. Der wichtigste Absatzmarkt für die Gesellschaft ist der Heimatmarkt Deutschland. Zudem ist das Nachbarland Schweiz eine bedeutende Absatzregion für das Unternehmen.

Der globale Bahntechnikmarkt stellt insgesamt einen Wachstumsbereich dar und wird hierbei durch solide langfristige Einflussfaktoren unterstützt. Speziell die Urbanisierung erzeugt eine zunehmende Nachfrage nach Infrastruktur, Schienenfahrzeugen und Signaltechnik, besonders in den Schwellenländern (Emerging Markets). Daneben werden entwickelte Märkte, wie z.B. der deutsche Bahntechnikmarkt, hauptsächlich durch Projekte, die auf eine Erneuerung und Modernisierung der bestehenden Infrastruktur und von Schienenfahrzeugen abzielen, sowie durch ansteigende Umweltschutzbelange (an)getrieben.

So lässt sich z.B. beobachten, dass die Grünen in Deutschland und umweltorientierte weltweite Parteien im Vormarsch sind und entsprechend auch die Bahnindustrie fördern werden. Darüber hinaus ist seitens der EU-Umweltpolitik eine klare Tendenz in Richtung eines verstärkten Umweltschutzes festzustellen und das mit weitreichenden Folgen. Hiervon ist bspw. die Automobilindustrie durch ansteigende EU-Abgasgrenzwerte bzw. einzuhaltende CO₂-Vorgaben betroffen (Dieselskandal). Die umweltpolitischen EU-Maßnahmen zielen auf einen Übergang zu einer ressourceneffizienten, umweltschonenden und wettbewerbsfähigen CO₂-armen Wirtschaft sowie dem Schutz der europäischen Bürger/-innen vor umweltbedingten Belastungen, Gesundheitsrisiken und Beeinträchtigungen ihrer Lebensqualität ab. Im Rahmen dessen ist hervorzuheben, dass die Bahnindustrie mit ihrer CO₂-neutralen Mobilität bereits dort angekommen ist, wo die Automobilindustrie aktuell "hinsteuert".

Auch die neue Bahnpolitik der Koalitionsparteien aus Union und SPD sollte der deutschen Schienenfahrzeugindustrie zusätzlichen Rückenwind liefern. So strebt die neue Bundesregierung im Rahmen ihres Koalitionsvertrages vor allem den Ausbau der Schiene im Personen- und Güterverkehr an, um die im Koalitionsvertrag formulierten Ziele zur Verkehrsverlagerung auf die Schiene zu erreichen. Um diesen Wandel zu fördern, hat die Regierung zudem das Zukunftsbündnis Schiene ins Leben gerufen, eine Allianz aus Politik, Betreibern und Industrie.

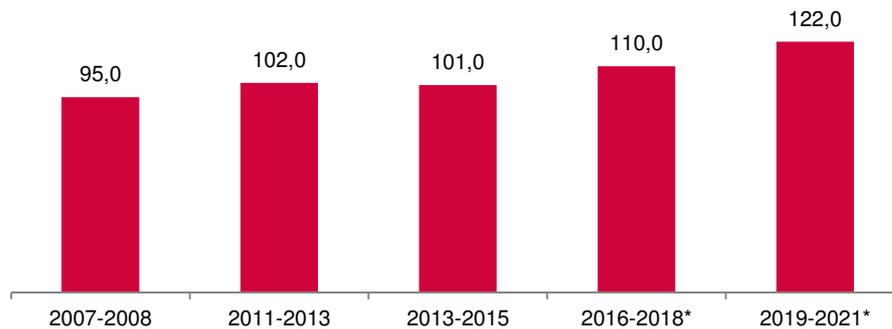
Der Bahnsektor insgesamt ist durch eine überschaubare Anzahl an Zugherstellern, wie bspw. Siemens, Alstom und Bombardier, gekennzeichnet, die bei der Herstellung ihrer Schienenfahrzeuge auf eine sehr große Anzahl an Zulieferern für einzelne Komponenten oder Systeme zurückgreifen. Zu diesen Bahntechniklieferanten zählt ebenso die SBF AG. Die meisten Zughersteller agieren international und nehmen insbesondere in ihren Heimatmärkten sowie in hieran angrenzenden Regionen eine sehr dominante Rolle ein.

Darüber hinaus beziehen die Bahnhersteller i.d.R. sehr spezifische und anspruchsvolle Produkt- und Systemlösungen von ihren Zulieferern (hoher Grad der Kundenspezifikation). Bei der Lieferantenauswahl bevorzugen sie im Allgemeinen leistungsfähige Systemlieferanten. Daneben besteht bei den Zugproduzenten ein Trend in Richtung Reduzierung der eigenen Fertigungstiefe, wodurch die Bedeutung der Lieferanten zunehmend steigt.

Schieneverkehr und globale Bahnindustrie

Vor dem Hintergrund, dass sich der weltweite Bahnsektor seit Jahren dynamisch entwickelt, sind auch verstärkte Investitionen in Bahntechnik zu beobachten und dieser aufwärtsgerichtete Trend scheint weiter anzuhalten. So sollen laut Prognosen von Alstom und UNIFE die Umsätze im weltweiten Schienenverkehr bis 2021 um 28,4% im Vergleich zu 2007 zulegen. Für den Zeitraum 2019-2021 im Vergleich zur aktuellen Situation (Zeitraum 2016-2018) erwarten die Branchenexperten eine Zuwachsrate von rund 11,0% und damit einen deutlichen Volumenanstieg.

Durchschnittlicher jährlicher Umsatz im weltweiten Schienenverkehr (in Mrd. €)



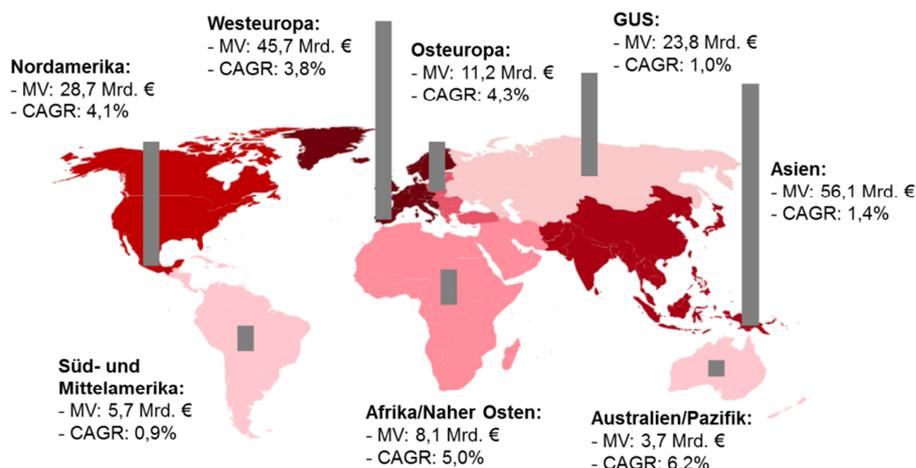
Quelle: Alstom, UNIFE

*Prognose

Begründet ist dies beispielsweise durch die zunehmende Urbanisierung („Verstädterung“). Parallel zum weltweiten Bevölkerungsanstieg verschiebt sich das Verhältnis zwischen Land- und Stadtbevölkerung. Lebten laut UN-Studien 1950 nicht einmal ein Drittel (30,0%) der Weltbevölkerung in Städten, waren es 2018 bereits mehr als die Hälfte (55,0%). Gemäß den Studienexperten soll dieser Anteil bis 2050 auf 68,0% weiter ansteigen.

Diesen positiven Trend bestätigt auch eine Studie von SCI Verkehr, wonach sich das Marktvolumen der weltweiten Bahnindustrie, ausgehend von 2018, bis 2022 um jährlich 2,8% (CAGR) erhöhen soll. Hierbei wird den Regionen West-/Osteuropa, Nordamerika, Afrika/Naher Osten sowie Australien/Pazifik ein besonders hohes Wachstumspotenzial zugesprochen, welches deutlich über der durchschnittlichen Wachstumsprognose liegt.

Aktuelles Marktvolumen der globalen Bahnindustrie sowie Marktentwicklung bis 2022 (CAGR in %)

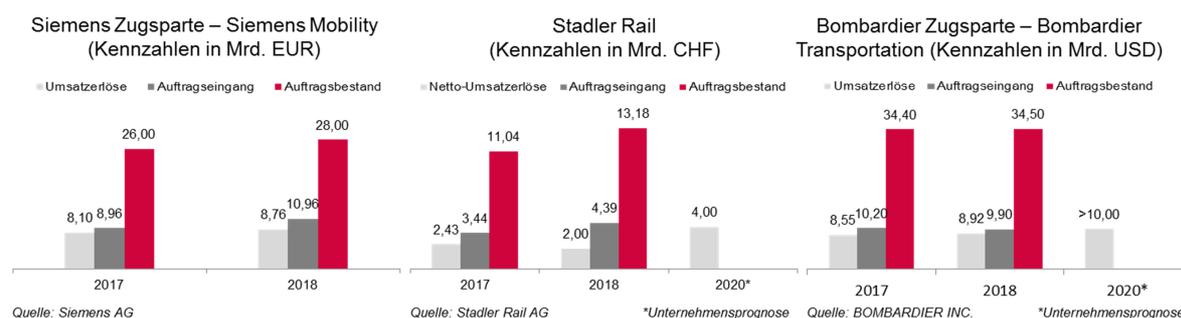


Quelle: SCI Verkehr; GBC AG

MV = Durchschnittliches Marktvolumen 2016-2018

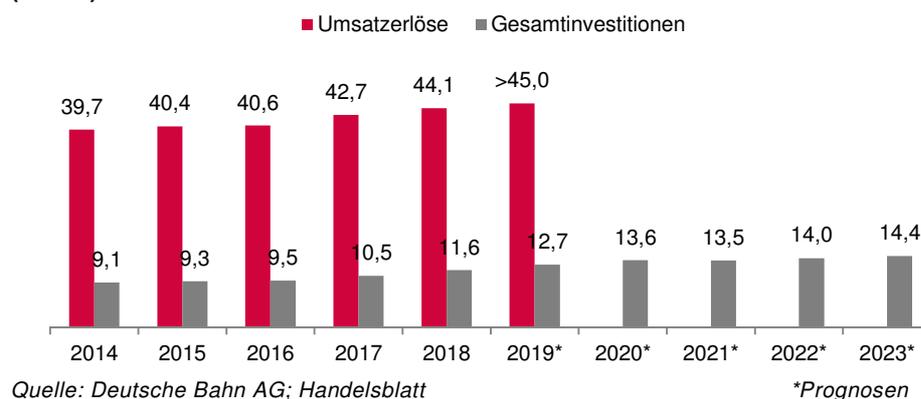
Wirtschaftliche Entwicklung bedeutender SBF-Kunden

Zu den Top-3-Kunden der SBF gehören Europas führende Bahnhersteller Siemens (Siemens Mobility), Bombardier (Bombardier Transportation) sowie Stadler (Stadler Rail). Diese Industrieunternehmen stehen traditionell für über 50,0% des Konzernumsatzes der SBF. Darüber hinaus ist die Deutsche Bahn als größter Personenbeförderer im deutschsprachigen Raum ein bedeutender SBF-Kunde im Bereich Modernisierungsprojekte (sog. „Retrofit Projekte“). Nachfolgend soll nun auf die wirtschaftliche Entwicklung dieser Unternehmen eingegangen und hieraus mögliche Effekte für die SBF abgeleitet werden.



Die Zugsparten von Siemens und Bombardier sowie der Zughersteller Stadler haben in den vergangenen Jahren ein nachhaltiges Wachstum verzeichnen können. Im vergangenen Geschäftsjahr 2018 konnte Siemens Mobility und Bombardier Transportation ihre Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr deutlich steigern. Lediglich Stadler Rail musste im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 einen Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr hinnehmen. Nichtsdestotrotz rechnet der Schweizer Zugbauer aufgrund des starken Auftragsbestands zum Ende des Geschäftsjahres 2018 mit einer Umsatzverdopplung bis 2020. Auch Siemens Mobility und Bombardier Transportation konnten in der vergangenen Geschäftsperiode hohe Auftragseingänge verzeichnen und verfügen über „prall gefüllte Auftragsbücher“.

Entwicklung der Konzernumsatzerlöse sowie Investitionen der Deutschen Bahn (Mrd. €)



Auch die Deutsche Bahn AG konnte in der Vergangenheit nachhaltig wachsen. Parallel zur Zunahme des Geschäftsvolumens sind ebenso die Gesamtinvestitionen der Bahngesellschaft spürbar angestiegen. Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die Deutsche Bahn einen neuen Umsatzrekord von mehr als 45,0 Mrd. €. Laut Handelsblatt sollen auch in den kommenden Jahren die Gesamtinvestitionen der Bahngesellschaft weiter deutlich zulegen. Dies ist unseres Erachtens auch bedingt durch die von der Deutschen Bahn geplanten Investitionsoffensive in Züge, Schienennetz und Mitarbeiter, um ihre

Performance (Pünktlichkeit etc.) und Kapazitäten zu verbessern und damit die aktuell unbefriedigende Situation (Stichwort: Deutsche Bahn Krise) zu überwinden. Diese verstärkten Investitionen sollten die zukünftige Geschäftsentwicklung insbesondere der Zughersteller wie Siemens, Bombardier, Alstom und Stadler und damit auch die der Hersteller von Deckensystemen wie SBF beflügeln. Daneben sollten auch Bahntechnikzulieferer durch die von uns erwarteten verstärkten Modernisierungsinvestitionen der Deutschen Bahn profitieren können.

Vor dem Hintergrund des erwarteten weiter ansteigenden Investitionsvolumens in den weltweiten Bahnsektor und dem bereits hohen Auftragsbestand bedeutender SBF-Großkunden sowie einer überschaubaren Anzahl an Wettbewerbern, sollte sich die zukünftige Auftragslage und damit der Umsatz und Nettogewinn der SBF zwangsläufig positiv entwickeln.

Insgesamt sehen wir die SBF mit ihrer starken Marktpositionierung im Bereich Deckensysteme und Licht sehr gut aufgestellt, um von den erwarteten weltweit verstärkten Investitionen in den Bahnsektor profitieren zu können. Hierbei sollte das Unternehmen insbesondere von seinem guten Kundenzugang, hoher Produktqualität und Lieferperformance profitieren können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

Historische Unternehmensentwicklung

Kennzahlen in Mio. EUR (gerundet)	2017	2018
Umsatzerlöse	19,53	14,70
EBITDA	2,38	2,21
EBITDA-Marge	12,19%	15,05%
EBIT	1,67	1,58
EBIT-Marge	8,55%	10,73%
Nettoergebnis	1,36	1,39

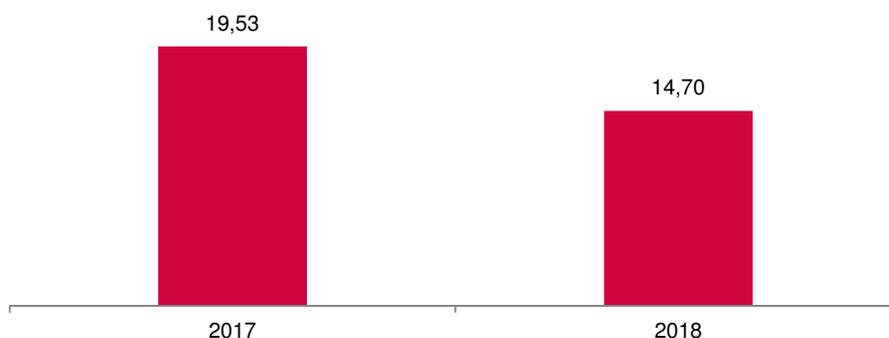
Quelle: SBF AG

Historische Umsatzentwicklung

Umsatzentwicklung im Geschäftsjahr 2018

Das SBF-Management hat in der jüngsten Vergangenheit eine erfolgreiche strategische Neuausrichtung und Restrukturierung beim SBF-Konzern durchgeführt. Dieser positiv verlaufene Konsolidierungskurs hat sich insbesondere in einer nachhaltigen (zufriedenstellenden) Ergebnisverbesserung und einem laut Unternehmensangaben sehr guten Ruf bei den Großkunden aufgrund der ausgezeichneten Lieferperformance widerspiegelt. Letzteres hat auch dazu geführt, dass sich SBF zu einem sehr anerkannten und bevorzugten Lieferanten im Bereich Deckensysteme für die Schienenfahrzeugindustrie entwickelt hat.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG

Im vergangenen Geschäftsjahr 2018 musste die SBF einen seitens des Managements erwarteten konsolidierungsphasenbedingten Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr in Höhe von 24,7% auf 14,70 Mio. € (VJ: 19,53 Mio. €) hinnehmen. In Anbetracht unseres erwarteten Geschäftsvolumens in Höhe von 14,50 Mio. € wurde damit unsere Umsatzprognose für diese Geschäftsperiode leicht übertroffen.

Laut Unternehmensangaben soll mit diesem erneuten Rückgang der Umsatzerlöse im vergangenen Geschäftsjahr das Ende dieser Entwicklung erreicht sein. Wir gehen davon aus, dass wie bereits im Vorjahr mehr als 90,0% der Umsatzerlöse mit der Kernproduktgruppe Deckensysteme erzielt wurden.

Im Zuge der Veröffentlichung der Geschäftszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 im April 2019 hat das Management erstmals auch Angaben zum Auftragsbestand gemacht. Hiernach verfügt die Gesellschaft über einen sehr hohen Auftragsbestand in Höhe von rund 31,00 Mio. € zum Stichtag März 2019. Wir gehen davon aus, dass ca. 50,0% dieses Auftragsvolumens auf das laufende Geschäftsjahr 2019 entfällt und damit bereits auf absoluter Ebene das Geschäftsvolumen des Vorjahres übertreffen würde.

Daneben gab die Gesellschaft auch bekannt, dass sich weitere Angebote im Umlauf befinden. Unseres Erachtens nach sollten die versandten Angebote ein Vielfaches des aktuellen Auftragsvolumens ausmachen und damit ein weiteres signifikantes Geschäftspotenzial darstellen. Vor diesem Hintergrund sind wir insgesamt positiv gestimmt für den Geschäftsverlauf des laufenden Geschäftsjahres.

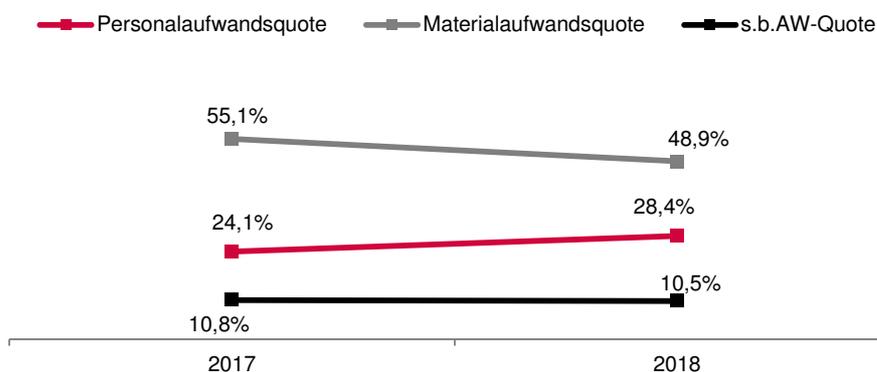
Historische Ergebnisentwicklung

Basierend auf dem vom Management erwarteten Umsatzrückgang für das vergangene Geschäftsjahr 2018, hat die Gesellschaft mit kostenspezifischen Maßnahmen auf diese Geschäftssituation reagiert. Diese Kostenoptimierungsmaßnahmen beinhalteten allgemeine Kostenanpassungen an die erwartete Geschäftsentwicklung sowie die Ausnutzung weiterer identifizierter Kostensenkungspotenziale.

Insgesamt konnte die SBF-Gruppe somit durch ein erfolgreiches Kostenmanagement (hohe Kostendisziplin & Kosteneffizienz) und weitere Produktivitätssteigerungen trotz eines rückläufigen Umsatzes ihre Ertragsmargen auf allen Ergebnisebenen erneut steigern.

Die Erhöhung der Ergebnis-Margen basiert im Wesentlichen auf einem überproportionalen Rückgang der Kosten im Bereich des Materialaufwands. So ist die Materialaufwandsquote (bezogen auf die Umsatzerlöse) deutlich um 6,2% auf 48,9% gesunken (VJ: 55,1%). In Folge dessen konnte ebenso die Rohertragsmarge erneut auf 53,9% zulegen (VJ: 47,1%).

Entwicklung bedeutender Kostenpositionen (in % bezogen auf Umsatzerlöse)

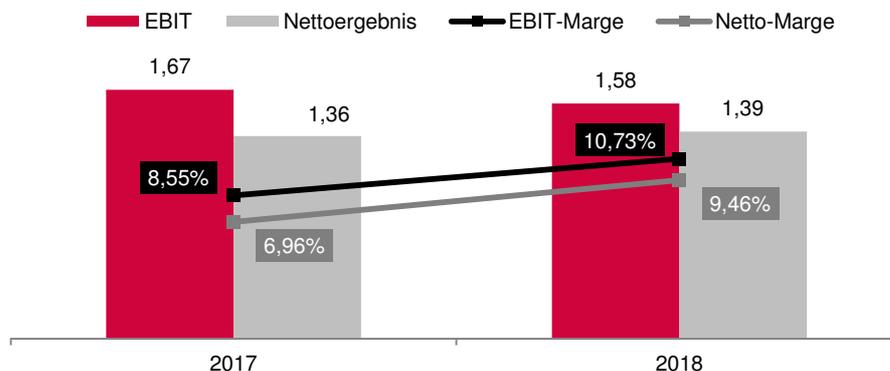


Quelle: SBF AG; GBC AG

Ebenso konnten Kosteneinsparungen im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (s.b.AW) erzielt und die Kosten im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 27,1% auf 1,54 Mio. € gesenkt (VJ: 2,11 Mio. €) werden. Parallel hierzu ist die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bezogen auf die erwirtschafteten Umsatzerlöse (s.b.AW-Quote) leicht auf 10,5% zurückgegangen (VJ: 10,8%).

Daneben hat die Gesellschaft auch Einsparungen bei den Personalaufwendungen aufgrund eines (weiteren) Mitarbeiterabbaus um 11,5% im Vergleich zum Vorjahr auf 4,17 Mio. € (VJ: 4,71 Mio. €) verzeichnen können. Bedingt durch einen überproportionalen Umsatzrückgang ist die Personalaufwandsquote im Vergleich zum Vorjahr um 4,3% auf 28,4% (VJ: 24,1%) angewachsen.

Entwicklung des Betriebsergebnisses und des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG

In Summe ergab sich damit ein erwirtschaftetes Betriebsergebnis (EBIT) in Höhe von 1,58 Mio. € und damit ein Betriebsertrag nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: 1,67 Mio. €). Bedingt durch im Vergleich zum Vorjahr deutlich niedrigere Darlehensverbindlichkeiten, sind die Zinsaufwendungen deutlich um 52,6% auf 0,12 Mio. € (VJ: 0,26 Mio. €) zurückgegangen. Hierdurch konnte das Nettoergebnis im Vergleich zum Vorjahr leicht auf 1,39 Mio. € (VJ: 1,36 Mio. €) zulegen.

Insgesamt hat der SBF-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr eine zufriedenstellende Performance erzielt. Trotz eines konsolidierungsphasenbedingten Umsatzrückgangs konnte durch ein erfolgreiches Kostenmanagement und weitere Produktivitätssteigerungen ein solides Ergebnis erwirtschaftet werden. Darüber hat das Unternehmen von seiner starken Marktposition in Form eines hohen Auftragsbestands profitieren können, welcher auch ein zukünftiges profitables Wachstum ermöglichen sollte. Daneben zeigt die bisherige Unternehmensperformance und aktuelle Auftragslage der Gesellschaft auch, dass das SBF-Management in der Vergangenheit die richtigen strategischen Weichen für einen nachhaltigen Erfolg des Konzerns gestellt hat.

Bilanzielle/finanzielle Situation der SBF AG

Ausgewählte Positionen der Konzernbilanz (in Mio. €)	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	10,18	11,57
Eigenkapitalquote (in %)	61,7%	73,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,37	1,73
Liquide Mittel	1,02	1,06
Nettoverschuldung	2,35	0,67
Operatives Anlagevermögen	8,89	8,07
Net Working Capital	5,17	5,62

Quelle: SBF AG

Die Geschäftsentwicklung sowie die Umstrukturierungen der vergangenen Jahre schlugen sich ebenso in der Konzernbilanz der SBF nieder. Durch insbesondere ein erfolgreiches Kostenmanagement und eine erneute Produktivitätssteigerung, konnte das Nettoergebnis im abgelaufenen GJ 2018 im Vergleich zum Vorjahr erneut auf 1,39 Mio. € zulegen.

Bedingt durch diese positive Ergebnisentwicklung konnte die Eigenkapitalquote im Vergleich zum Vorjahr weiter ausgebaut und die Nettoverschuldung gesenkt werden. Parallel hierzu hat die Gesellschaft ihren Bestand an flüssigen Mitteln mit 1,06 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) auf einem weiterhin hohen Niveau halten können.

Die SBF AG als operative Holdinggesellschaft verfügt über eine hohe Sachanlagenintensität (>50,0%), wobei das Anlagevermögen zum 31.12.2018 in Höhe von 8,07 Mio. € hauptsächlich über Eigenkapital finanziert wurde.

Bei einem Eigenkapitalniveau von 11,57 Mio. € auf Konzernebene lag die Eigenkapitalquote zum 31.12.2018 mit 73,0% auf einem deutlich überdurchschnittlichen Niveau. Dieser Wert sollte sich in den kommenden Jahren weiterhin auf einem hohen Niveau bewegen. Damit verfügt die Gesellschaft über eine sehr solide bilanzielle Situation.

Die Nettoverschuldung lag mit 0,67 Mio. € zum 31.12.2018 auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Gegenüber Banken bestehen per Ende 2018 Kreditverbindlichkeiten in Höhe von 1,73 Mio. €. Demgegenüber standen zum Stichtag 31.12.2018 liquide Mittel in Höhe von 1,06 Mio. €, was zu einer Nettoverschuldung in Höhe von lediglich 0,67 Mio. € führt. Des Weiteren verfügt die SBF unserer Einschätzung nach über freie Kontokorrentlinien bei Banken im Volumen von insgesamt 5,00 Mio. €, welche bisher nicht in Anspruch genommen wurden.

Das Net Working Capital bewegt sich zum 31.12.2018 mit 5,62 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau (VJ: 5,17 Mio. €).

Insgesamt schätzen wir die finanzielle Lage der SBF AG aktuell aufgrund der guten Marktpositionierung, des hohen Auftragsbestands und des defensiven Charakters des Geschäftsmodells als positiv und solide ein. In den kommenden Jahren sollte sich diese Situation unseres Erachtens aufgrund der angestrebten Rentabilitätserhöhung in Folge einer Ausweitung des Geschäftsvolumens in Verbindung mit einsetzenden Skaleneffekten nochmals weiter verbessern. Die Liquiditätslage stufen wir ebenso in Anbetracht der relativ hohen liquiden Mittel und der bestehenden umfangreichen Kreditlinien als positiv ein.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Erfahrenes Management-Team mit sehr guten Kontakten zur Bahnindustrie • SBF ist Technologieführer bei Beleuchtungs- und Deckensystemen • Konjunkturunabhängigkeit des Geschäftsmodells der SBF Spezialleuchten GmbH • Langjährige Kundenbeziehungen der SBF Spezialleuchten GmbH zu namhaften Schienenfahrzeugherstellern weltweit (bspw. mit Siemens, Alstom und Bombardier) • Gute bilanzielle Situation (hohe Eigenkapitalquote, geringe Darlehensverbindlichkeiten) • Finanzstarker Mehrheitsaktionär 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von einzelnen Führungspersonen • Geringe Risikodiversifikation aufgrund der geringen Beteiligungsanzahl (aktuell starker Fokus auf die Bahnindustrie) • Abhängigkeit von einzelnen Kunden innerhalb der Kernbeteiligung SBF Spezialleuchten GmbH (Umsatzanteil der Top-3-Großkunden: ca. 75,0%) • Geringer Freefloat in der Aktie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die SBF Spezialleuchten GmbH agiert innerhalb des Wachstumsmarktes Bahntechnik, welcher gute Wachstumsmöglichkeiten eröffnet. Branchenexperten erwarten ein durchschnittliches weltweites Wachstum der Bahntechnikindustrie von 2,8% p.a. bis 2022. Für einige Regionen, wie z.B. Westeuropa oder Osteuropa (CAGR: 3,8% bzw. 4,3%,) wird sogar mit deutlich höheren Wachstumsraten für diesen Zeitraum gerechnet. • Durch eine Ausweitung des Leistungsangebots und Erhöhung der Wertschöpfungstiefe der Spezialleuchten GmbH, kann ein zusätzliches Wachstumspotenzial erschlossen werden. • Mithilfe eines wesentlich höheren Geschäftsvolumens innerhalb der Spezialleuchten GmbH, können Skaleneffekte genutzt und damit die Rentabilität deutlich erhöht werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Im Bereich der Kernbeteiligung könnte ein verstärkter Wettbewerb im Nischenmarkt Decken- und Beleuchtungssysteme zu einem Margen-Rückgang führen. • Eine Konsolidierung oder Kooperationen innerhalb der Schienenfahrzeugindustrie könnten sich negativ auf die Rentabilität der SBF Spezialleuchten GmbH auswirken. • Die von der SBF Spezialleuchten GmbH angebotenen Produkte und Systeme erfordern permanente R&D-Aufwendungen. Ohne adäquate Investitionen in diesem Bereich besteht die Gefahr, dass SBF's Kundenlösungen nicht „state-of-the-art“ bleiben und damit nicht den hohen und spezifischen Kundenansprüchen genügen könnten.

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e (Neu)	GJ 2019e (Alt)	GJ 2020e (Neu)	GJ 2020e (Alt)	GJ 2021e (Neu)	GJ 2021e (Alt)
Umsatzerlöse	14,70	17,70	17,70	19,50	19,50	22,40	22,40
EBITDA (Marge)	2,21 (15,0%)	2,42 (13,7%)	2,40 (13,6%)	2,78 (14,2%)	2,70 (13,8%)	3,55 (15,8%)	3,48 (15,5%)
EBIT (Marge)	1,58 (10,7%)	1,67 (9,4%)	1,65 (9,3%)	1,93 (9,9%)	1,85 (9,5%)	2,55 (11,4%)	2,48 (11,1%)
Nettoergebnis (Marge)	1,39 (9,5%)	1,43 (8,1%)	1,43 (8,1%)	1,60 (8,2%)	1,60 (8,2%)	2,13 (9,5%)	2,13 (9,5%)

Quelle: SBF; GBC AG

Umsatzprognosen

Der SBF-Konzern hat die in der jüngsten Vergangenheit eingeleitete Konsolidierungsphase erfolgreich abgeschlossen und hierbei insbesondere seine Kostenstruktur, Produktivität sowie Lieferperformance deutlich verbessern können. Die Gesellschaft geht nun gestärkt aus dieser Phase hervor und plant nun mithilfe der starken Marktposition ihr Geschäftsvolumen sukzessiv auszubauen.

Vor diesem Hintergrund erwartet das SBF-Management laut eigenen Angaben ab dem Geschäftsjahr 2019 steigende Umsatz- und Ertragszahlen. Im Zuge der Veröffentlichung des Konzernabschlusses im April 2019 hat das Unternehmen verkündet, dass es über einen hohen Auftragsbestand in Höhe von 31,00 Mio. € (Stand: März 2019) verfügt, der ein nachhaltiges Wachstum in den kommenden Jahren ermöglichen soll. Zudem gab SBF bekannt, dass die Gesellschaft auf Ebene der Kernbeteiligung SBF Spezialleuchten GmbH für das Geschäftsjahr 2019 mit einem Planumsatz sowie einem Plan-EBIT in Höhe von 17,00 Mio. € bzw. 2,00 Mio. € rechnet.

Daneben hat die Gesellschaft ebenso bekannt gegeben, dass sich weitere Angebote im Umlauf befinden. Wir gehen davon aus, dass diese noch im Umlauf befindlichen Angebote ein Vielfaches des aktuellen Auftragsbestands ausmachen und damit erhebliches Potenzial für weitere Aufträge darstellen.

Auch wir erwarten ab dem laufenden Geschäftsjahr 2019 den Beginn eines nachhaltigen dynamischen Umsatzwachstums. Unsere Annahme basiert hierbei auch auf dem bereits bestehenden hohen Auftragsvolumen sowie der Vielzahl noch offener Angebote des SBF-Konzerns.

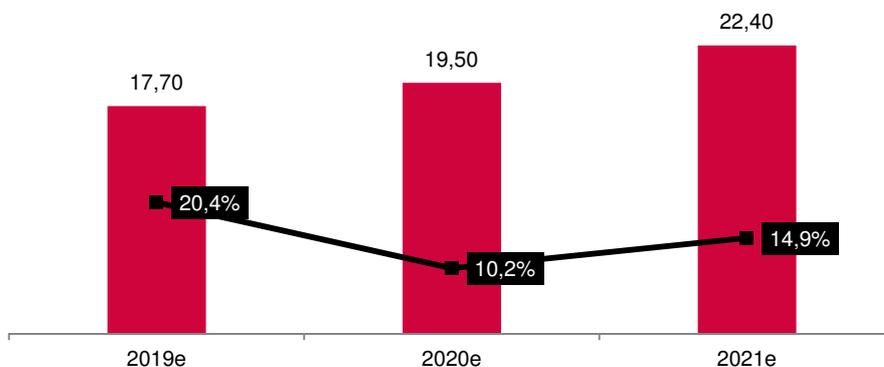
Zu diesem dynamischen Umsatzwachstum sollten unserer Meinung nach insbesondere die weltweit von Marktexperten erwarteten verstärkten Investitionen in den Bahntechniksektor führen. Diese basieren bspw. auf den Wachstumsinvestitionen von Bahngesellschaften, der Entladung von aufgestauten Investitionen in Bahntechnik oder den Modernisierungserfordernissen bei bestehenden Schienenfahrzeugen.

Des Weiteren sollte die geplante Erschließung von neuen Märkten, die von der SBF bisher wenig oder gar nicht bearbeitet wurden, wie bspw. die Regionen in Großbritannien oder USA, sich positiv auf die zukünftige Umsatzentwicklung auswirken.

Einen weiteren Wachstumstreiber soll die vom Unternehmen angestrebte Ausweitung der Wertschöpfungstiefe und die hierdurch entstehenden Auftragspotenziale bilden. Hierdurch können bspw. den Großkunden von SBF zusätzliche Dienstleistungen angeboten und somit das zukünftige Geschäftsvolumen des Unternehmens weiter erhöht werden. Ausbaumöglichkeiten bezüglich der eigenen Fertigungstiefe bieten sich bspw. in den Bereichen Beschichtung (Lackierung) von Produkten/Systemen oder im Bereich 3D-Laserschweißen.

In der Summe rechnen wir somit ab dem Geschäftsjahr 2019 sowie für die Folgejahre 2020 und 2021 mit einer dynamischen Umsatzentwicklung und kalkulieren entsprechend mit Umsatzerlösen in Höhe von 17,70 Mio. €, 19,50 Mio. € sowie 22,40 Mio. €.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse und der Wachstumsraten (in Mio. €/ in %)



Quelle: GBC AG

Hierbei ist anzumerken, dass in unseren Prognosen eine mögliche M&A-Transaktion, Beteiligung oder Kooperation, die das Unternehmen laut eigenen Aussagen zur Ausweitung ihres Leistungsangebots plant, nicht berücksichtigt ist. Daneben sind mögliche besonders werthaltige Großaufträge ebenso nicht in unseren Prognosen eingeflossen. Solche könnten sich bspw. beim Mitwirken an umfangreichen Großprojekten ergeben und würden ein signifikantes Upside-Potenzial darstellen.

Insgesamt befindet sich der SBF-Konzern nun auf einem dynamischen Wachstumskurs, was sich auch in einem sehr hohen Auftragsbestand widerspiegelt. Im Zuge dessen sollte das Unternehmen insbesondere von seiner sehr guten Kundenbeziehung zu den weltweit führenden Schienenfahrzeugherstellern, seiner technologisch führenden Marktposition sowie seiner hohen Lieferperformance profitieren können.

Ergebnisprognosen

Die von uns erwartete dynamische Umsatzentwicklung ab dem laufenden Geschäftsjahr 2019 spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider.

Um den vom Unternehmen anvisierten Wachstumskurs auch umsetzen zu können, plant SBF laut eigenen Angaben verstärkte Investitionen im Bereich des Anlagevermögens. Diese Maschinenparkinvestitionen sollen zudem dazu dienen, unabhängiger zu agieren und auch das Ergebnis weiter zu stabilisieren.

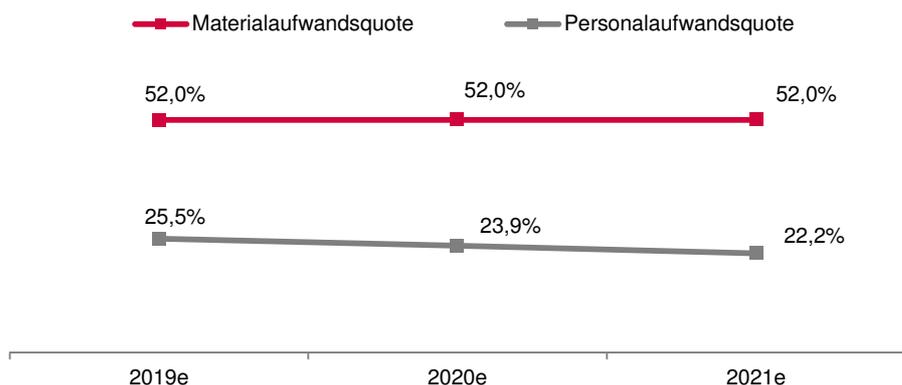
Positive Effekte hieraus erwartet die Gesellschaft auch auf Ebene der Großkunden. So soll durch die Verbreiterung der Wertschöpfungstiefe dem Wunsch der großen Auftraggeber nach einem breiten Produkt- und Service-Angebot entsprochen werden. Diese bevorzugen allgemein bei ihrer Lieferantenauswahl Zulieferer, von denen sie „alles aus einer Hand“ beziehen können. Die geplanten verstärkten Investitionen in das Anlagevermögen spiegeln sich auch in den von uns erwarteten hohen Abschreibungen und höheren Zinsaufwendungen wider.

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 sowie die Folgejahre 2020 und 2021 rechnen wir bedingt durch erwartete Skaleneffekte in Verbindung mit einem ansteigenden Geschäftsvolumen mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung. Skaleneffekte erwar-

ten wir hierbei insbesondere im Bereich des Personals (Verwaltung) und der Produktion (höhere Kapazitätsauslastung).

Infolge des erwarteten hohen Umsatzwachstums sollten sich die verschiedenen Fixkosten (wie z.B. Personalaufwand oder Abschreibungen) auf ein höheres Geschäftsvolumen verteilen und hiermit zu einer Verbesserung der Fixkostenquote (Fixkostendegression) führen.

Erwartete Entwicklung wichtiger Kostenquoten



Quelle: GBC AG

Des Weiteren rechnen wir damit, dass aufgrund der über die vergangenen Jahre optimierten Kostenstruktur (schlanke Produktion, optimierter Materialeinkauf) und der hohen Kostendisziplin sich auch zukünftig die Materialaufwandsquote auf einem eher niedrigen Niveau bewegen wird.

Grundsätzlich ist das Geschäftsmodell des Unternehmens mittelstark personal- und kapitalintensiv. Die SBF strebt eine maximale Wertschöpfungstiefe sowie eine größtmögliche Automatisierung im Bereich der Fertigung an, wobei gewisse Fertigungsprozesse aufgrund der individuellen sowie anspruchsvollen Kundenwünsche nur über Handarbeit ausgeführt werden können. Der Schwerpunkt der Gesellschaft auf Produktebene liegt allgemein sehr stark auf dem Design, dem Engineering der Hardware und der Softwareentwicklung (Steuerungselektronik) im Zusammenhang mit ihrem Produktprogramm.

Die oben genannten Effekte in Verbindung mit der hohen Produktqualität (hoher Kundennutzen), einer hohen Service-Qualität sowie hohen Lieferperformance, sollten dazu führen, dass SBF auch in den kommenden Jahren eine hohe Bruttomarge von ca. 48,0% erwirtschaften und ebenso auf diesem Niveau halten kann.

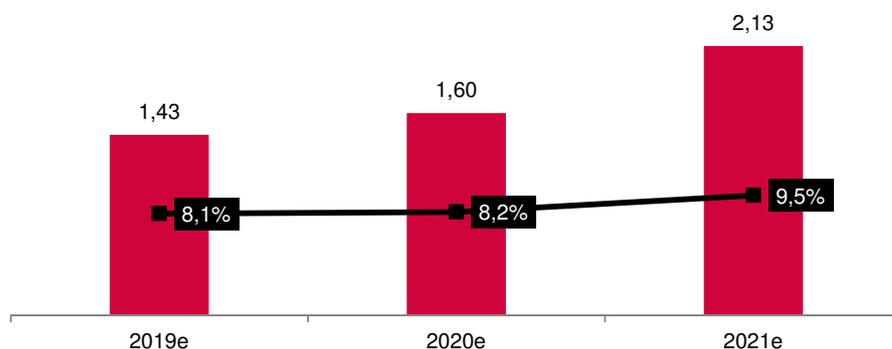
Vor dem Hintergrund unserer prognostizierten dynamischen Geschäftsentwicklung sollten sowohl das Nettoergebnis als auch das Betriebsergebnis nachhaltig zulegen. Aufgrund der erfolgreichen Kostenoptimierung der vergangenen Jahre, der hohen Kostendisziplin sowie der allgemeinen guten operativen Entwicklung, heben wir unsere bisherigen Prognosen bezüglich des Betriebsergebnisses (EBITs sowie EBITDAs) leicht an. Wir erwarten nun auf Betriebsergebnisebene für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 sowie die Folgejahre 2020 und 2021 ein EBIT in Höhe von 1,67 Mio. € (zuvor: 1,65 Mio. €), 1,93 Mio. € (zuvor: 1,85 Mio. €) und 2,55 Mio. € (zuvor: 2,48 Mio. €).

Bedingt durch die verstärkten Investitionen in den Maschinenpark rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr und auch die Folgejahre mit höheren Zinsaufwendungen, welche sich ergebnismindernd auswirken. In Anbetracht dessen haben wir unsere bisherigen Ergebnisprognosen trotz einer erwarteten höheren operativen Ergebnisentwicklung

beibehalten. Somit rechnen wir weiterhin für das Geschäftsjahr 2019 sowie die nachfolgenden Geschäftsjahre 2020 und 2021 mit einem dynamischen Ergebnisanstieg auf 1,43 Mio. €, 1,60 Mio. € sowie 2,13 Mio. €.

Parallel hierzu sollte die Umsatzrendite (Netto-Marge) von erwarteten 8,1% in 2019 schrittweise auf 9,5% in 2021 deutlich zulegen. Zu dieser Entwicklung sollten die erwarteten einsetzenden Skaleneffekte maßgeblich beitragen. Daneben gehen wir davon aus, dass aufgrund der von uns geschätzten Verlustviträge im zweistelligen Millionenbereich lediglich eine Mindestbesteuerung in den kommenden Jahren bei der Gesellschaft erfolgen wird.

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



Quelle: GBC AG

Der SBF-Konzern befindet sich nun im Wachstumsmodus und kann hierbei auf einen hohen Auftragsbestand zurückgreifen. Durch die Fokussierung auf nachhaltiges profitables Wachstum in Verbindung mit der sehr starken Marktpositionierung sollte es dem Unternehmen gelingen, in den kommenden Geschäftsjahren seine Nettoergebnisse sowie Margenniveaus nachhaltig zu steigern.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SBF AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 bis 2021 in Phase 1 und für die Jahre 2022 bis 2025 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge mit 6,20% bis 12,9% (Mindestbesteuerung) in Phase 1 und 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 und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00%.**

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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,07% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,07%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,07% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 3,85 € (zuvor: 3,62 €).

Hinweis: Unsere Kurszielerhöhung basiert neben den leicht besser als erwartet ausgefallenen 2018er-Zahlen insbesondere auf dem Roll-Over-Effekt durch turnusgemäße Einbeziehung der nächsten Schätzperiode in unser Bewertungsmodell.

DCF-Modell

SBF AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,5%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	24,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	17,70	19,50	22,40	23,52	24,70	25,93	27,23	28,59	
US Veränderung	20,4%	10,2%	14,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,79	1,77	2,13	2,21	2,30	2,40	2,50	2,61	
EBITDA	2,42	2,78	3,55	3,65	3,83	4,02	4,22	4,43	
EBITDA-Marge	13,7%	14,2%	15,8%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
EBITA	1,67	1,93	2,55	2,75	2,92	3,11	3,30	3,50	
EBITA-Marge	9,4%	9,9%	11,4%	11,7%	11,8%	12,0%	12,1%	12,3%	12,0%
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,15	-0,28	-0,32	-0,35	-0,38	-0,41	-0,45	
zu EBITA	6,2%	7,6%	10,9%	11,5%	11,8%	12,2%	12,5%	12,9%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,57	1,78	2,27	2,44	2,58	2,73	2,89	3,05	
Kapitalrendite	11,4%	12,4%	14,3%	15,3%	15,8%	16,4%	16,9%	17,5%	13,7%
Working Capital (WC)	4,51	4,88	5,38	5,64	5,93	6,22	6,53	6,86	
WC zu Umsatz	25,5%	25,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
Investitionen in WC	1,10	-0,36	-0,50	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	-0,33	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	9,88	11,03	10,53	10,64	10,73	10,82	10,90	10,97	
AFA auf OAV	-0,75	-0,85	-1,00	-0,90	-0,90	-0,91	-0,92	-0,93	
AFA zu OAV	7,6%	7,7%	9,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,00	-0,50	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	14,40	15,91	15,91	16,28	16,66	17,04	17,44	17,84	
EBITDA	2,42	2,78	3,55	3,65	3,83	4,02	4,22	4,43	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,15	-0,28	-0,32	-0,35	-0,38	-0,41	-0,45	
Investitionen gesamt	-1,40	-2,36	-1,00	-1,27	-1,28	-1,30	-1,31	-1,33	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,00	-0,50	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	1,10	-0,36	-0,50	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	-0,33	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,92	0,27	2,27	2,06	2,20	2,34	2,49	2,65	34,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,05	32,21
Barwert expliziter FCFs	10,13	10,68
Barwert des Continuing Value	19,92	21,53
Nettoschulden (Net debt)	-0,10	-0,18
Wert des Eigenkapitals	30,15	32,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,15	32,39
Ausstehende Aktien in Mio.	7,84	7,84
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,85	4,13

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,9%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
13,2%	4,11	3,91	3,74	3,58	3,43
13,4%	4,17	3,97	3,79	3,63	3,48
13,7%	4,24	4,03	3,85	3,68	3,53
13,9%	4,30	4,09	3,90	3,73	3,58
14,2%	4,36	4,15	3,96	3,78	3,63

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 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 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.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,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 Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & 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