

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,10 €
 (zuvor: 3,85 €)

aktueller Kurs: 2,82
 20.08.2019 / Frankfurt
 (Schlusskurs)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2AAE22
 WKN: A2AAE2
 Börsenkürzel: CY1k
 Aktienanzahl³: 7,84
 Marketcap³: 22,11
 EnterpriseValue³: 22,78
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 22,67 %

Transparenzlevel:
 m:access

Marktsegment:
 Freiverkehr

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Skontrofführer:
 Baader Bank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 21.08.19 (08:53 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.08.19 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Unternehmensprofil

Branche: Operative Holdinggesellschaft (Beteiligungen)

Kernbeteiligung: SBF Spezialleuchten GmbH

Mitarbeiter SBF-Gruppe: ca. 130 (Stand: August 2019)

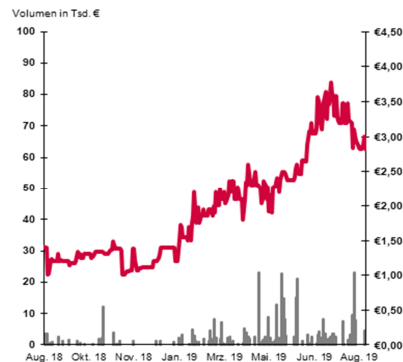
Gründung: 2002

Firmensitz: Leipzig

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	19,70	24,10
EBITDA	2,21	2,81	3,13	3,94
EBIT	1,58	2,01	2,18	2,94
Konzernergebnis	1,39	1,70	1,81	2,45

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,18	0,22	0,23	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,55	1,29	1,16	0,95
EV/EBITDA	10,31	8,11	7,28	5,78
EV/EBIT	14,42	11,33	10,45	7,75
KGV	15,91	13,01	12,21	9,02
KBV	1,91			

Finanztermine

03.06.2019	Hauptversammlung
08.08.2019	Halbjahresbericht 2019
	m:access Fachkonferenz
17.10.2019	Technologie (Börse München)

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 16.05.2019: RS / 3,85 / KAUFEN
 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

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“

MARKT UND MARKTUMFELD

Bahnindustrie allgemein

Die SBF AG ist im Mobilitätssektor wirtschaftlich aktiv und hat sich insbesondere auf die europäische Bahnindustrie (rail industry) fokussiert, wobei die wichtigste Absatzregion hierbei der Heimatmarkt Deutschland ist.

Der globale Bahntechnikmarkt stellt insgesamt einen Wachstumsmarkt dar und wird hierbei durch solide langfristige Einflussfaktoren unterstützt. Speziell die Urbanisierung erzeugt eine zunehmende Nachfrage nach Bahntechnik, besonders in den Schwellenländern (Emerging Markets). Daneben werden entwickelte Märkte, wie z.B. der deutsche oder britische Bahntechnikmarkt, hauptsächlich durch Projekte, die auf eine Erneuerung und Modernisierung der bestehenden Infrastruktur und von Schienenfahrzeugen abzielen, sowie durch Klimaschutz- und Umweltschutzbelange (an)getrieben. Zudem sollen Bahnprojekte bzw. Investitionen in Züge zunehmend dabei unterstützen, Verkehrsproblematiken, insbesondere in Städten und Ballungsgebieten, abzumildern. Der globale Trend zur Schiene hat in einzelnen Ländern zu einer regelrechten Investitionsoffensive in den lokalen Bahnsektor (z.B. in Großbritannien) geführt.

Daneben lässt sich z.B. beobachten, dass die Partei Die Grünen in Deutschland und umweltorientierte Parteien weltweit 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 betroffen. 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.

Auch die neue Bahnpolitik der schwarz-roten-Koalitionsregierung mit dem Ziel der Stärkung der Schiene sollte der deutschen Bahnindustrie zusätzlichen Rückenwind liefern. So strebt die Bundesregierung gemäß ihrem Koalitionsvertrag eine Verlagerung des Verkehrs auf die Schiene an. Der Hintergrund dieser Bemühungen ist insbesondere die Erreichung von europäischen Umwelt- und Klimaschutzziele. Bei Verfehlungen dieser EU-Vorgaben drohen massive Strafzahlungen. So muss Deutschland laut der Umweltschutzorganisation Greenpeace mit zusätzlichen Kosten von bis zu 36,0 Mrd. € rechnen, falls Klimaschutzziele nicht erreicht werden (greenpeace.de, März 2019).

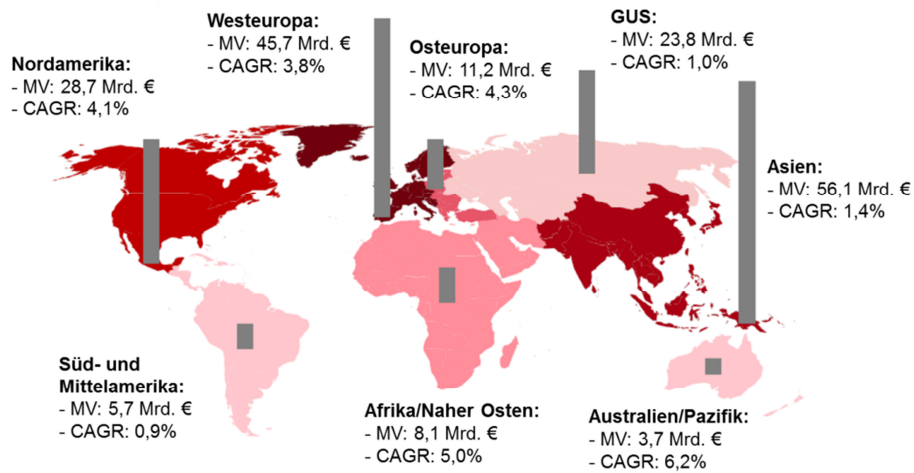
Schienenverkehr und globale Bahnindustrie

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% auf 122,0 Mrd. € im Vergleich zu 2007 (95,0 Mrd. €) zulegen. Für den Zeitraum 2019-2021 im Vergleich zum Zeitraum 2016-2018 erwarten die Branchenexperten eine Zuwachsrate von rund 11,0% auf 122,0 Mrd. € und damit einen deutlichen Volumenanstieg. Begründet ist dies beispielsweise durch die zunehmende Urbanisierung („Verstädterung“).

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/Nahe Osten sowie Australien/Pazifik ein besonders hohes Wachstumspotenzial zugesprochen, welches deutlich über der durchschnittlichen Wachstumsprognose liegt.

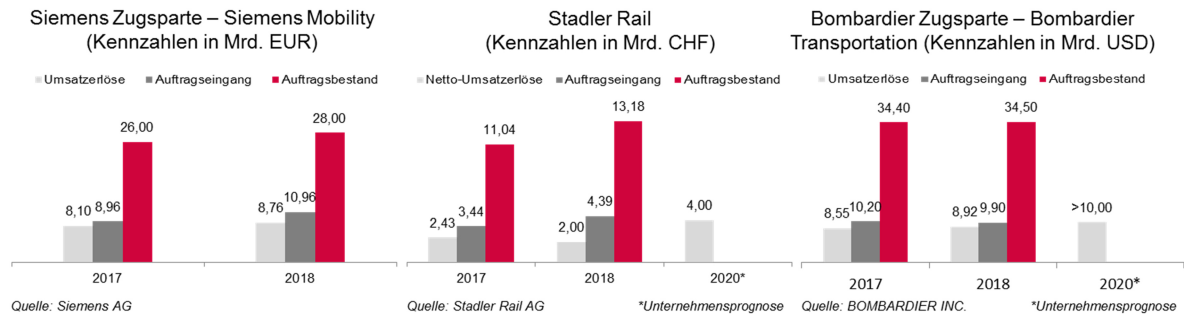
Aktuelles Marktvolumen der globalen Bahnindustrie sowie Marktentwicklung bis 2022 (CAGR in %)



Quelle: SCI Verkehr; GBC AG MV = Durchschnittliches Marktvolumen 2016-2018

Wirtschaftliche Entwicklung bedeutender SBF-Kunden

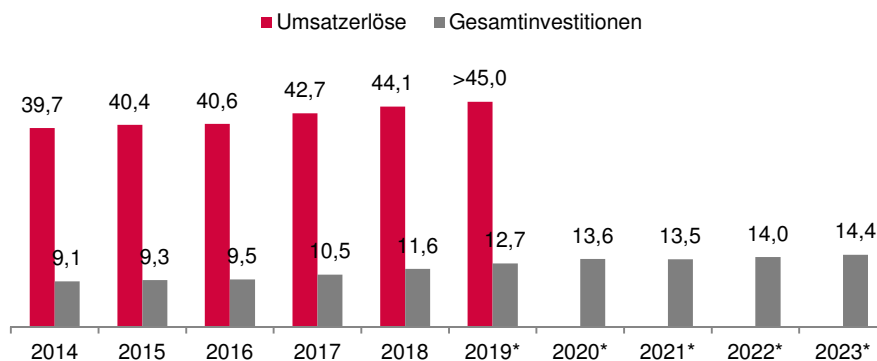
Zu den Top-3-Kunden der SBF AG gehören Europas führende Bahnhersteller Siemens (Siemens Mobility), Bombardier (Bombardier Transportation) sowie Stadler (Stadler Rail). Diese Industrieunternehmen stehen traditionell für über 50,0% des Konzernumsatzes der SBF. Daneben ist die Deutsche Bahn als größter Personenbeförderer im deutschsprachigen Raum auch ein bedeutender SBF-Kunde im Bereich Modernisierungsprojekte (sog. Retrofit-/Refurbishment-Projekte). Hierbei ist zu erwähnen, dass in der Bahnindustrie neben dem Trend zu Zugneuschaffungen ebenso eine verstärkte Nachfrage nach Retrofit-Projekten herrscht, da hierdurch im Vergleich zu Neuschaffungen schneller auf dringend benötigte Kapazitäten zurückgegriffen werden kann. 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 konnten 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, jedoch hauptsächlich aus buchhalterischen Gründen. Der Schweizer Zugbauer rechnet 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. €)



Quelle: Deutsche Bahn AG; Handelsblatt

*Prognosen

Auch die Deutsche Bahn AG konnte in der Vergangenheit nachhaltig wachsen. Parallel zur Zunahme der Fahrgäste und des Geschäftsvolumens sind ebenso die Gesamtinvestitionen der Bahngesellschaft spürbar angestiegen. Für das laufende Geschäftsjahr 2019 erwartet die Deutsche Bahn einen neuen Umsatzrekord von mehr als 45,0 Mrd. €.

Im Sommer dieses Jahres hat der Deutsche Bahn Vorstand eine neue Bahn-Strategie vorgestellt („DB-Dachstrategie“). Mit dieser wachstumsorientierten Strategie soll auch den Wünschen der Bundesregierung nach einer Verlagerung des Verkehrs auf die Schiene entsprochen werden. Laut Medienberichten plant der Bahnkonzern gemäß seiner neuen DB-Dachstrategie in den kommenden Jahren die Zahl der Fahrgäste im Fernverkehr auf mehr als 260,0 Mio. zu verdoppeln. Um dieses Ziel zu erreichen, soll in den nächsten Jahren massiv investiert werden: In rund 100.000 neue Mitarbeiter sowie in den Ausbau der Fernverkehr-Flotte auf bis zu 600 Züge. Zudem sollen die Kapazitäten in der Schieneninfrastruktur um 30,0% zulegen (tagesschau.de, Juni 2019). Laut eigenen Angaben hat die Deutsche Bahn zum Ende des Geschäftsjahres 2018 über eine ICE-Flotte von rund 290 Zügen verfügt, welche vorrangig im Fernverkehr eingesetzt wird. In Anbetracht der anvisierten Wachstumspläne, rechnet die Bahn alleine mit 200 notwendigen zusätzlichen ICE-Zügen bis 2024 (tagesschau.de, Juni 2019).

Um die Wachstumsvorhaben der Deutschen Bahn zu unterstützen, hat die Bundesregierung laut Medienberichten mit dem Bahnkonzern ein umfassendes Modernisierungsprogramm für die Schiene vereinbart und damit eine Rekord-Investitionsinitiative ins deutsche Schienennetz angestoßen. Dieses sieht vor, dass in den kommenden 10 Jahren rund 86,0 Mrd. € in das Schienennetz fließen sollen, wobei die Bundesregierung hierbei den Großteil der Investitionssumme tragen soll (manager-magazin.de, Juni 2019).

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 auch die wirtschaftliche und finanzielle Situation der SBF unseres Erachtens zwangsläufig positiv entwickeln.

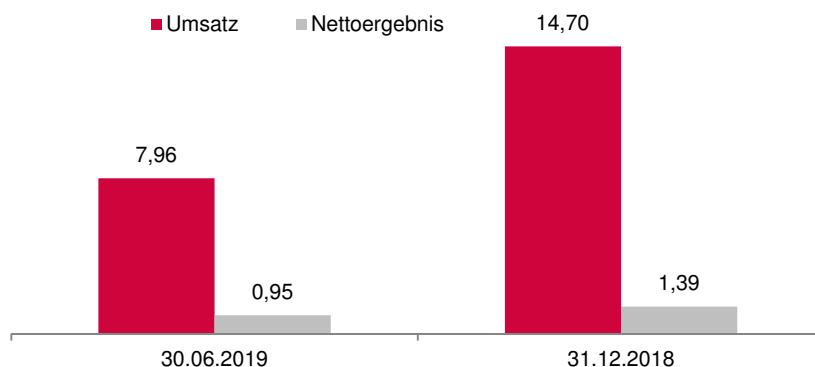
SBF-KONZERN IM PROFITABLEM WACHSTUMSMODUS – ANHEBUNG DER BISHERIGEN PROGNOSEN – NEUES KURSZIEL: 5,10 € - RATING KAUFEN BESTÄTIGT

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	19,70	19,50	24,10	22,40
EBITDA	2,21	2,81	2,42	3,13	2,78	3,94	3,55
EBIT	1,58	2,01	1,67	2,18	1,93	2,94	2,55
Konzernergebnis	1,39	1,70	1,43	1,81	1,60	2,45	2,13

Quelle: SBF AG; GBC AG

Die SBF AG hat am 08.08.2019 ihre Halbjahreszahlen des Geschäftsjahres 2019 veröffentlicht. Gemäß den publizierten Zahlen konnte SBF mit Umsatzerlösen in Höhe von 7,96 Mio. € bereits in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres rund 55,0% der Umsatzerlöse des vorherigen Geschäftsjahres 2018 (14,70 Mio. €) erwirtschaften. Der SBF-Konzern befindet sich damit wieder auf dem Wachstumspfad. Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie hat die Gesellschaft auch im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres deutliche Investitionen von bis zu 4,50 Mio. € in ihren Maschinenpark beschlossen. Zum Bilanzstichtag waren hiervon bereits rund 2,00 Mio. € ausgelöst.

Entwicklung der Umsatzerlöse und des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: SBF AG

Auch auf Nettoergebnisebene konnte SBF eine sehr positive Entwicklung verzeichnen. So hat das Unternehmen in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres mit 0,95 Mio. € erwirtschafteten Nachsteuergewinn rund 68,0% des Konzernjahresergebnisses (1,39 Mio. €) des vorherigen Geschäftsjahres 2018 erreicht. Diese überproportionale Ergebnisentwicklung war durch Skalierungseffekte möglich.

Daneben hat SBF zum Bilanzstichtag 30.06.2019 einen Auftragsbestand in Höhe von 32,00 Mio. € sowie ein im Umlauf befindliches Angebotsvolumen (bzgl. Ausschreibungen) von über 100,00 Mio. € verzeichnen können. In Anbetracht der aktuellen positiven Geschäftsentwicklung der SBF-Gruppe und der aktuellen Auftragslage, hat das SBF-Management ihre herausgegebene Unternehmensguidance für das laufende Geschäftsjahr 2019 bestätigt. Die Gesellschaft rechnet weiterhin auf Ebene ihrer Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH, welche zugleich auch die Kernbeteiligung des Konzerns darstellt, mit Umsatzerlösen in Höhe von ca. 17,00 Mio. € sowie einem EBIT von ca. 2,00 Mio. €.

Aufgrund der über unseren Erwartungen liegenden aktuellen Unternehmensperformance, der sehr positiven Auftragslage und dem nochmals verbesserten Marktumfeld, haben wir unsere bisherigen Prognosen für den SBF-Konzern bezüglich der Gewinnerwartungen nach oben angepasst. Wir erwarten nun für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 17,70 Mio. € und ein neues erhöhtes Konzernergebnis von 1,70 Mio. € (bisher: 1,43 Mio. €). Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2020 und 2021 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 19,70 Mio. € (bisher: 19,50 Mio. €) sowie 24,10 Mio. € (bisher: 22,40 Mio. €). Auf Netto-Basis sollten hierbei Konzernergebnisse in Höhe von 1,81 Mio. € (zuvor: 1,60 Mio. €) sowie 2,45 Mio. € (zuvor: 2,13 Mio. €) erzielt werden können.

Auf Basis unserer angehobenen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre, haben wir die SBF AG mithilfe unseres DCF-Modells bewertet und hierbei einen fairen Wert von nun 5,10 € je Aktie (zuvor: 3,85 € je Aktie) ermittelt und damit das Kursziel angehoben. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus sehen wir ein hohes Kurspotenzial und stufen die Aktie weiterhin mit dem Rating Kaufen ein. Insgesamt sehen wir die SBF-Gruppe mit ihrer starken Marktpositionierung in Nischenbereichen der aufstrebenden Bahnindustrie sehr gut aufgestellt, um von den erwarteten weltweit verstärkten Investitionen in den Bahnsektor zu profitieren. Im Rahmen dessen sollte sich für den SBF-Konzern insbesondere sein positives Kundenimage als bevorzugter Tier-1-Lieferant der führenden Schienenfahrzeughersteller auszahlen.

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 2026 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge mit 8,30% bis 13,70% (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 30,00% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

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 100,00% 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 2020 entspricht als Kursziel 5,10 € (zuvor: 3,85 €). Unsere Kurszielerhöhung basiert hauptsächlich auf unseren angehobenen Prognosen aufgrund der besser als erwartet ausgefallenen Halbjahreszahlen 2019, der aktuellen Auftragslage sowie dem nochmals verbesserten Marktumfeld. Zudem haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2020 berechnet (bisher 2019), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt („Roll-Over-Effekt“).

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	16,5%	ewige EBITA - Marge	13,5%
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	19,70	24,10	25,31	26,57	27,90	29,29	30,76	
US Veränderung	20,4%	11,3%	22,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,80	1,81	2,32	2,41	2,50	2,61	2,71	2,83	
EBITDA	2,81	3,13	3,94	4,18	4,38	4,60	4,83	5,08	
EBITDA-Marge	15,9%	15,9%	16,4%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	2,01	2,18	2,94	3,29	3,49	3,70	3,92	4,16	
EBITA-Marge	11,3%	11,1%	12,2%	13,0%	13,1%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,19	-0,35	-0,41	-0,45	-0,49	-0,53	-0,57	
zu EBITA	8,3%	8,9%	11,9%	12,5%	12,8%	13,1%	13,4%	13,7%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,84	1,98	2,59	2,88	3,04	3,22	3,40	3,59	
Kapitalrendite	13,4%	13,8%	16,4%	17,8%	18,4%	18,9%	19,5%	20,1%	16,3%
Working Capital (WC)	4,51	4,93	5,78	6,07	6,38	6,70	7,03	7,38	
WC zu Umsatz	25,5%	25,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
Investitionen in WC	1,10	-0,41	-0,86	-0,29	-0,30	-0,32	-0,33	-0,35	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	9,83	10,88	10,38	10,50	10,61	10,71	10,80	10,88	
AFA auf OAV	-0,80	-0,95	-1,00	-0,88	-0,89	-0,90	-0,91	-0,92	
AFA zu OAV	8,1%	8,7%	9,6%	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	14,35	15,81	16,17	16,57	16,98	17,40	17,83	18,26	
EBITDA	2,81	3,13	3,94	4,18	4,38	4,60	4,83	5,08	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,19	-0,35	-0,41	-0,45	-0,49	-0,53	-0,57	
Investitionen gesamt	-1,40	-2,41	-1,36	-1,29	-1,30	-1,32	-1,33	-1,35	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,00	-0,50	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	1,10	-0,41	-0,86	-0,29	-0,30	-0,32	-0,33	-0,35	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,24	0,52	2,23	2,47	2,63	2,80	2,97	3,16	42,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,79	39,24
Barwert expliziter FCFs	11,88	12,32
Barwert des Continuing Value	24,91	26,92
Nettoschulden (Net debt)	-0,42	-0,76
Wert des Eigenkapitals	37,21	39,99
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	37,21	39,99
Ausstehende Aktien in Mio.	7,84	7,84
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,75	5,10

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%
15,8%	5,47	5,21	4,98	4,77	4,58
16,0%	5,54	5,28	5,04	4,83	4,64
16,3%	5,61	5,34	5,10	4,89	4,69
16,5%	5,68	5,40	5,16	4,94	4,74
16,8%	5,75	5,47	5,22	5,00	4,80

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>

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>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a;6a;7;11)
§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 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