

Landi Renzo S.p.A. *6a,11

Rating: KAUFEN

Kursziel: 0,60 €

(bisher: 0,70 €)

Aktueller Kurs: 0,39
19.12.2023 / Frankfurt
(8:01 Uhr)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: IT0004210289
WKN: A0MUQC
Börsenkürzel: LDRZF
Aktienanzahl³: 225,00
Marketcap³: 87,75
Enterprise Value³: 164,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 25,5%

Marktsegment:
Euronext STAR Milan

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung:
21.12.2023 (7:21 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe:
21.12.2023 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

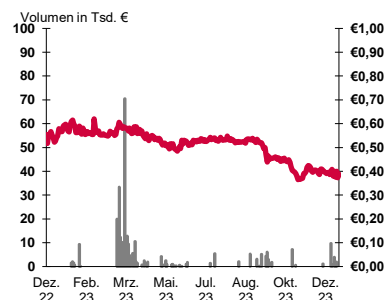
Branche: Green Mobility & Clean Tech

Fokus: Produkte und Systeme für die Gas- und Wasserstoffmobilität, alternative Kompressortechnologien für Gas- und Wasserstoffinfrastrukturen

Mitarbeiter: 976 (Stand: 30.06.2022)

Firmensitz / Gründung: Reggio Emilia (Italien) / 1954

Vorstand: Annalisa Stupenengo (CEO)



Mit einer Präsenz in über 50 Ländern und einem Exportanteil von rund 80,0 % ist die Landi Renzo S.p.A. (Landi Renzo) ein wichtiger Akteur auf dem internationalen Markt für Technologien, die eine umweltfreundlichere Mobilität ermöglichen. Die Muttergesellschaft - Landi Renzo S.p.A. - wurde 1954 gegründet und hat ihren Sitz in Reggio Emilia (Italien). Landi Renzo entwickelt, produziert und vertreibt Komponenten und alternative Antriebssysteme für die Gas- und Wasserstoffmobilität (Erdgas-, LPG/Autogas, Biogas/RNG, Wasserstoff- Kraftstoffsysteme) und adressiert damit zwei Kundensegmente: Automobil-/LKW-Hersteller (OEMs) und Installateure und Händler (Aftermarket). Durch das Unternehmen SAFE & CEC S.r.l. (Beteiligungsquote: 51,0%) ist der Landi Renzo-Konzern auch im Bereich der Verdichtungslösungen für Gas- und Wasserstoffinfrastrukturen (CNG-, Biogas/RNG-, Wasserstoff-tankstellen) aktiv. In diesem Segment der alternativen Kompressionslösungen bietet die Gesellschaft ebenfalls margenstarke Wartungs- und Service-Dienstleistungen für ihre installierten Kompressoren an (weltweite Installationsbasis: > 6.000 Kompressoren). Durch diese Positionierung ist der Konzern sehr stark in der Energiewende (Dekarbonisierung der Wirtschaft – und des Verkehrssektors) involviert und kann durch das angebotene Produktportfolio einen entscheidenden Beitrag dazu leisten, dass Staaten und Unternehmen ihre umwelt- und klimapolitischen Ziele erreichen.

GuV in Mio. EUR	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatzerlöse	241,99	306,30	307,14	316,86	345,89
EBITDA	12,62	11,04	0,64	13,31	21,10
EBIT	-3,00	-6,03	-18,31	-5,90	1,65
Nettoergebnis (nach Minderh.)	-1,02*	-14,28	-36,10	-11,48	-4,87

*beinhaltet Konsolidierungsgewinn aus der Fair-Value-Bewertung von SAFE & CEC (8,80 Mio. €)

Kennzahlen in EUR	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gewinn je Aktie (EPS)	-0,01	-0,06	-0,16	-0,05	-0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
EV/Umsatz	0,68	0,54	0,54	0,52	0,48
EV/EBITDA	13,07	14,94	257,80	12,40	7,82
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	100,00
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV		0,83			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

20.09.2023: RS / 0,70 / KAUFEN

08.12.2022: RS / 0,98 / KAUFEN

08.11.2022: RS / 0,98 / 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“

9-Monate 2023: Landi Renzo dank starkem OEM-Business weiter auf Wachstumskurs; Ungünstiger Umsatzmix belastet die Profitabilität; Operative Margenerholung setzt sich auch im Q3 fort; GBC-Schätzungen und Kursziel angepasst; Rating Kaufen bestätigt

Geschäftsentwicklung 9-Monate 2023

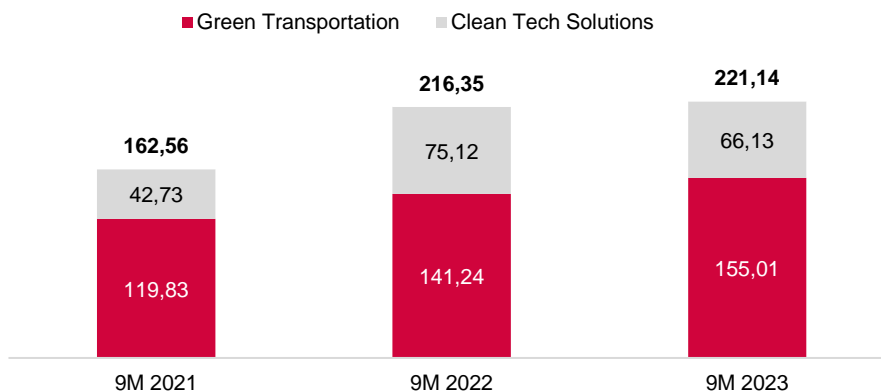
Konzernkennzahlen (in Mio. €)	9M 2021	9M 2022	9M 2023
Umsatzerlöse	162,56	216,35	221,14
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	7,56	8,70	4,57
EBITDA	5,95	7,07	-1,12
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-1,90*	-10,12	-27,73

Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG *beinhaltet einen nicht operativen Konsolidierungsgewinn aus der Fair-Value-Bewertung von SAFE & CEC (8,80 Mio. €)

Die Landi Renzo-Gruppe hat Mitte November ihre 9-Monatszahlen für das laufende Geschäftsjahr 2023 bekannt gegeben. Basierend hierauf hat der Technologiekonzern in den ersten drei Geschäftsquartalen trotz schwieriger Rahmenbedingungen (Ukrainekrieg, Inflationsdruck, höheres Zinsniveau etc.) seine Wachstumsserie fortgesetzt. So konnten die Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum moderat um 2,2% auf 221,14 Mio. € (9M 2022: 216,35 Mio. €) zulegen.

Als wesentlicher Wachstumstreiber erwies sich hierbei die starke Geschäftsausweitung im Hauptgeschäftsfeld „Green Transportation“. Damit konnte das Unternehmen signifikant von der verstärkten Nachfrage von führenden Automobilherstellern nach technologischen Lösungen für eine klimafreundlichere Mobilität bzw. umweltfreundlicheren Antriebsformen im Volumensektor (PKW-Massenmarkt) profitieren.

Entwicklung der Konzern- und Segmenterlöse auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



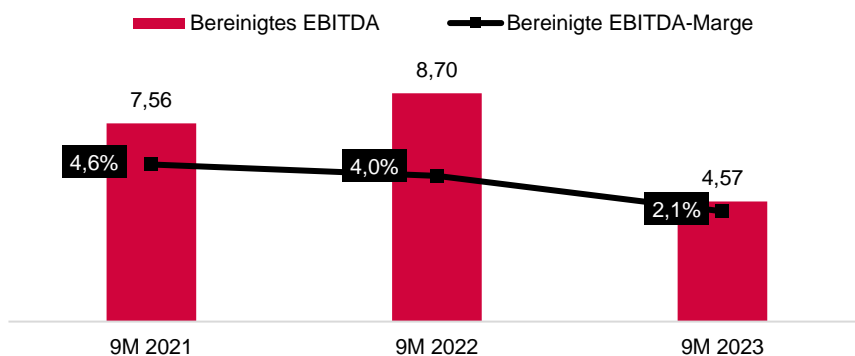
Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG

Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden primär vom Kerngeschäftsfeld „Green Transportation“ getragen (Umsatzanteil: 70,1%). In diesem Geschäftssegment konnten die erzielten Umsatzerlöse hauptsächlich dank eines stärkeren OEM-Geschäfts deutlich um 9,8% auf 155,01 Mio. € (9M 2022: 141,24 Mio. €) gesteigert werden.

Das verstärkte Wachstum im OEM-Vertriebskanal (9M 2023: +33,2% auf 98,70 Mio. €) wurde hierbei von einem starken Anstieg der Aufträge für Bi-Fuel-Motoren und durch einen erhöhten Absatz von Komponenten im OEM-Mid & Heavy Duty-Bereich erzielt. Bedingt durch schwächere Verkäufe in einigen lateinamerikanischen und osteuropäischen Märkten wurde im After-Market-Vertriebskanal ein deutlicher Umsatzrückgang auf 56,30 Mio. € (9M 2022: 67,10 Mio. €) erzielt.

Entgegengesetzt zum Kerngeschäft („Green Transportation“) hat das Geschäftsfeld „Clean Tech Solutions“ einen signifikanten Segmentumsatzrückgang auf 66,13 Mio. € (9M 2022: 75,12 Mio. €) verzeichnet. Hauptsächlich für diese rückläufige Umsatzentwicklung war neben der verringerten Produktion, welche insbesondere das dritte Quartal betraf, auch die Verschiebung einiger für 2023 geplanter Großaufträge in das darauffolgende Geschäftsjahr 2024.

Entwicklung des EBITDA bzw. bereinigten EBITDA auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG

Konträr zur positiven Konzernumsatzentwicklung musste Landi Renzo auf operativer Ergebnisebene (EBITDA) einen deutlichen Ergebnismrückgang auf -1,12 Mio. € (9M 2022: 7,07 Mio. €) hinnehmen. Hauptsächlich hierfür waren ein ungünstiger Umsatzmix im „Green Transportation“-Geschäftsfeld (margenschwächerer OEM-PKW-Umsatzanteil), ein geringeres Geschäftsvolumen im „Clean Tech Solutions“-Segment und höhere angefallene Fixkosten zur Stärkung der operativen Unternehmensstruktur. Folglich sank auch die EBITDA-Marge im Vergleich zum Vorjahreszeitraum und rutschte damit sogar in den negativen Bereich mit -0,5% (9M 2022: 3,3%).

Dieser operative Konzernergebnismrückgang konnte nur teilweise durch eine vereinbarte Listenpreisänderung mit einem Hauptkunden der Landi Renzo-Gruppe im OEM-Vertriebskanal in der zweiten Hälfte des Halbjahres und einem Preisanstieg im OEM-Mid & Heavy Duty-Geschäftsbereich in den letzten Monaten des Geschäftsjahres ausgeglichen werden.

Korrigiert um Sonderkosten und einmalige Kosten (z.B. M&A-Kosten oder Restrukturierungskosten), wurde in den vergangenen drei Quartalen ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) in Höhe von 4,57 Mio. € erzielt, welches damit deutlich unterhalb des Ergebnisniveaus des Vorjahreszeitraums (9M 2022: 8,70 Mio. €) lag. Entsprechend ging die bereinigte EBITDA-Marge (Adj. EBITDA-Marge) ebenso auf 2,1% (9M 2022: 4,0%) zurück. Das erzielte (bereinigte) Konzern-EBITDA entfiel mit 3,25 Mio. € (9M 2022: 4,28 Mio. €) überwiegend auf das „Clean Tech Solutions“-Segment. Das Stammgeschäftsfeld „Green Transportation“ steuerte unterdessen 1,33 Mio. € (9M 2022: 4,42 Mio. €) zum Gruppenergebnis bei.

Auf Nachsteuerebene hat der Technologiekonzern im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ein negatives Konzernergebnis (nach Minderheiten) von -27,73 Mio. € verzeichnet und damit einen signifikanten Nettoergebnismrückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (9M 2022: -10,12 Mio. €) hinnehmen müssen. Neben der schwächeren operativen Performance und hohen einmaligen Sonderkosten haben ebenfalls signifikante Abschreibungen auf einen Teil der im Vorjahr auf steuerliche Verluste gebildeten aktiven latenten Steuern die Ergebnisentwicklung deutlich belastet. Daneben wirkten sich ebenfalls deutlich höhere (angefallene) Steueraufwendungen in Höhe von 5,62 Mio. € (9M 2022: 1,02 Mio. €) ergebnismindernd aus.

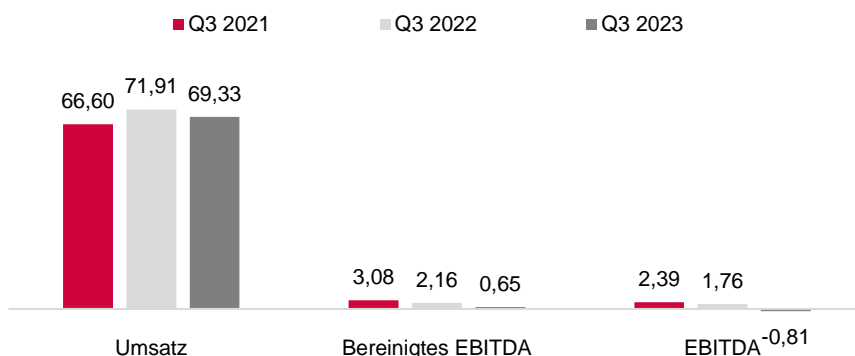
Geschäftsentwicklung im Q3 2023

Konzernkennzahlen (in Mio. €)	Q3 2021	Q3 2022	Q3 2023
Umsatzerlöse	66,60	71,91	69,33
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	3,08	2,16	0,65
EBITDA	2,39	1,76	-0,81
Nettoergebnis (vor Minderheiten)	-3,13	-3,27	-7,68

Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG

Auf Quartalsebene hat der Landi Renzo-Konzern im Vergleich zum Vorjahresquartal, bedingt durch eine schwächere Geschäftsentwicklung in seinem Infrastrukturgeschäftsfeld, einen Konzernumsatzrückgang um 3,6% auf 69,33 Mio. € (Q3 2022: 71,91 Mio. €) verzeichnet. So sank der Segmentumsatz in der Clean Tech Solutions-Sparte zum Ende des dritten Quartals hauptsächlich aufgrund eines geringeren Produktionsvolumens um 24,2% auf 18,58 Mio. € (Q3 2022: 24,52 Mio. €). Der Rückgang des Fertigungsvolumens resultierte hierbei primär aus Auftragsverschiebungen in das nachfolgende Geschäftsjahr 2024.

Q3-Performance des Landi Renzo-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG

Entgegengesetzt entwickelte sich hingegen das Kerngeschäftsfeld „Green Transportation“. In dieser Sparte konnte dank einer verstärkten OEM-Kundennachfrage nach insbesondere technologischen Lösungen für Bi-Fuel-Motoren die Segmenterlöse signifikant um 7,1% auf 50,75 Mio. € (Q3 2022: 47,39 Mio. €) gesteigert werden.

Auf operativer Konzernergebnisebene musste primär bedingt durch die rückläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung der „Clean Tech Solutions“-Sparte ein Rückgang des bereinigten EBITDA (Adj. EBITDA) um 30,1% auf 0,65 Mio. € (Q3 2022: 2,16 Mio. €) hingenommen werden. Gleichzeitig sank parallel hierzu die bereinigte EBITDA-Marge auf 1,00% (Q3 2022: 3,0%).

Prognosen und Bewertung

Mit der Veröffentlichung seiner 9-Monats- bzw. Q3-Zahlen hat der Landi Renzo-Konzern seine zuletzt angepasste Unternehmensguidance für das Geschäftsjahr 2023 in Form des Ausblicks für die beiden Geschäftssegmente „Green Transportation“ (Umsatzwachstum und geringere Rentabilität gegenüber Vorjahr, jedoch Margenverbesserung im 2.HJ 2023) und „Clean Tech Solutions“ (Umsätze auf Vorjahresniveau, jedoch bei einer Rentabilitätsverbesserung auf Adj. EBITDA-Basis) bestätigt.

Im Rahmen dessen rechnet der Technologiekonzern konkret für das bereits begonnene vierte Quartal des aktuellen Geschäftsjahres in Bezug auf das Kernsegment „Green Transportation“ mit einem leichten Umsatzanstieg gegenüber dem vorherigen dritten Quartal, der insbesondere aus verstärkten Absätzen im OEM-Vertriebskanal resultieren soll. Bedingt durch den im vergangenen dritten Quartal erzielten Profitabilitätsanstieg in diesem Segment, rechnet Landi Renzo für das vierte Quartal mit einer (erneuten) Verbesserung des bereinigten EBITDA gegenüber den abgelaufenen neun Monaten. Nachdem das „Clean Tech Solutions“-Segment im dritten Quartal unter Auftragsverschiebungen litt, rechnet die Technologiegesellschaft jedoch für das aktuelle vierte Quartal wieder mit einem Umsatz- und Rentabilitätsanstieg gegenüber dem Vorquartal.

In Anbetracht der unter unseren Erwartungen liegenden Unternehmensperformance, der deutlich abgeschwächten Wachstumsdynamik und den weiterhin schwierigen Rahmenbedingungen, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach unten angepasst. Für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 kalkulieren wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 307,14 Mio. € (zuvor: 323,88 Mio. €) und einem EBITDA in Höhe von 0,64 Mio. € (zuvor: 9,58 Mio. €). Unsere deutlich reduzierte operative Ergebnisprognose resultiert neben einem geringeren erwarteten Geschäftsvolumen auch aus deutlich höheren erwarteten Einmalkosten bzw. Sonderkosten (z.B. Restrukturierungskosten).

Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2024 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 316,86 Mio. € (zuvor: 357,17 Mio. €) und einem EBITDA von 13,31 Mio. € (zuvor: 24,76 Mio. €). Im Folgejahr 2025 sollten die Umsatzerlöse und das EBITDA erneut auf 345,89 Mio. € (zuvor: 379,73 Mio. €) bzw. 21,10 Mio. € (zuvor: 37,94 Mio. €) zulegen können.

P&L in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2025e (neu)	GJ 2025e (alt)
Umsatzerlöse	306,30	307,14	323,88	316,86	357,17	345,89	379,73
EBITDA	11,04	0,64	9,58	13,31	24,76	21,10	37,94
EBIT	-6,03	-18,31	-14,37	-5,90	3,55	1,65	18,17
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-14,28	-36,10	-27,08	-11,48	-5,78	-4,87	5,45

Quelle: Landi Renzo S.p.A.; GBC AG Prognosen

Die von uns prognostizierte zukünftige Margenerholung der Landi Renzo-Gruppe basiert auf eher konservativen Prämissen, d.h. die erwartete Verbesserung der Konzernprofitabilität kann bspw. bei einer schnelleren Erholung des After-Market-Business und Infrastrukturgeschäfts auch deutlich stärker verlaufen.

Insgesamt sehen wir damit den Landi Renzo-Konzern trotz der zwischenzeitlichen Schwäche in einer guten Ausgangsposition, um ab dem kommenden Geschäftsjahr 2024 wieder auf einen signifikanten Wachstumskurs zurückzukehren. Als wesentliche Wachstumstreiber sollten sich hierbei die erwartete Erholung des margenstarken After-Market-Geschäfts und der verstärkte Ausbau des Infrastruktur- und MHD-Geschäfts (Mid- and Heavy-Duty-Business) erweisen. Gerade in der Ausweitung des margenträchtigen MHD-Business (LNG & CNG-Trucks) konnte Landi Renzo zuletzt deutlich an Momentum gewinnen und sollte auch in dieser Nische seine Wachstumsserie fortsetzen können. Durch einen

erwarteten verbesserten Umsatzmix im „Green Transportation-Segment“ (höherer Anteil des lukrativen After-Market-Business und MHD-Business) und der prognostizierten Erholung des profitablen Infrastrukturgeschäfts, sollte es der Technologiegesellschaft ab dem kommenden Geschäftsjahr gelingen, seine Ertragslage deutlich zu verbessern.

Auch die vom Management eingeleiteten Maßnahmen zur Optimierung und Stärkung des Geschäftsmodells bzw. der Unternehmensstruktur sollten dazu beitragen, dass der Technologiekonzern seinen Wachstumskurs im Bereich der nachhaltigen Mobilität, insbesondere bei Mid & Heavy Duty-Fahrzeugen, als auch im Bereich der Infrastrukturen für Erdgas, Biomethan und Wasserstoff fortsetzen kann. Parallel hierzu sollte die Forcierung des Wachstums und die Optimierungsmaßnahmen des Geschäftsmodells ebenfalls zu einer deutlichen Verbesserung der künftigen Ertragskraft führen.

Wir gehen davon aus, dass das Landi Renzo-Management im ersten Quartal des kommenden Geschäftsjahres 2024 eine neue Unternehmensguidance publizieren wird.

Vor dem Hintergrund unserer gesenkten Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre, haben wir unser bisheriges Kursziel auf 0,60 € (zuvor: 0,70 €) je Aktie gesenkt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial in der Landi Renzo-Aktie.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Landi Renzo S.p.A. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0% (zuvor: 6,0%) und eine EBITDA-Marge von 7,65% bis 11,50% (zuvor: 10,3% bis 11,5%). Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir aufgrund einer nachhaltig erhöht antizipierten Inflationsrate eine Wachstumsrate von 2,50% (zuvor: 2,00%).

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (zuvor: 2,00%).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,39 (zuvor: 1,39).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,66% (zuvor: 9,66%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,19% (zuvor: 9,19%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,19% (zuvor: 9,19%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 0,60 € (zuvor: 0,70 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert aus deutlich gesenkten Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2023 und für die nachfolgenden Geschäftsjahre.

DCF-Modell

Landi Renzo S.p.A. - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	7,7%-11,5%	ewige EBITA - Marge	8,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	307,14	316,86	345,89	366,64	388,64	411,96	436,68	462,88	
US Veränderung	-0,1%	3,2%	9,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,65	4,27	5,38	6,64	7,77	8,64	9,36	9,87	
EBITDA	0,64	13,31	21,10	28,05	35,56	47,38	50,22	53,23	
EBITDA-Marge	0,2%	4,2%	6,1%	7,7%	9,2%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	-18,31	-5,90	1,65	8,78	19,00	32,38	35,91	39,24	
EBITA-Marge	-6,0%	-1,9%	0,5%	2,4%	4,9%	7,9%	8,2%	8,5%	8,6%
Steuern auf EBITA	-5,49	5,04	-0,49	-2,63	-5,70	-9,71	-10,77	-11,77	
zu EBITA	-30,0%	85,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-23,80	-0,86	1,15	6,14	13,30	22,66	25,14	27,47	
Kapitalrendite	-16,3%	-0,6%	0,9%	5,3%	12,1%	20,9%	23,0%	24,5%	24,7%
Working Capital (WC)	52,21	50,70	51,88	55,00	58,30	61,79	65,50	69,43	
WC zu Umsatz	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-0,01	1,52	-1,19	-3,11	-3,30	-3,50	-3,71	-3,93	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	84,10	74,14	64,24	55,22	50,00	47,70	46,64	46,90	
AFA auf OAV	-18,95	-19,21	-19,45	-19,27	-16,56	-15,00	-14,31	-13,99	
AFA zu OAV	22,5%	25,9%	30,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-8,90	-9,25	-9,55	-10,25	-11,35	-12,70	-13,25	-14,25	
Investiertes Kapital	136,31	124,83	116,12	110,21	108,30	109,49	112,14	116,33	
EBITDA	0,64	13,31	21,10	28,05	35,56	47,38	50,22	53,23	
Steuern auf EBITA	-5,49	5,04	-0,49	-2,63	-5,70	-9,71	-10,77	-11,77	
Investitionen gesamt	-8,91	-7,73	-10,74	-13,36	-14,65	-16,20	-16,96	-18,18	
Investitionen in OAV	-8,90	-9,25	-9,55	-10,25	-11,35	-12,70	-13,25	-14,25	
Investitionen in WC	-0,01	1,52	-1,19	-3,11	-3,30	-3,50	-3,71	-3,93	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-13,76	10,61	9,87	12,05	15,21	21,47	22,49	23,28	385,38

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	285,88	301,54
Barwert expliziter FCFs	77,63	74,16
Barwert des Continuing Value	208,25	227,39
Nettoschulden (Net debt)	72,59	72,87
Wert des Eigenkapitals	213,29	228,67
Fremde Gewinnanteile	-86,73	-92,99
Wert des Aktienkapitals	126,55	135,68
Ausstehende Aktien in Mio.	225,00	225,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,56	0,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	17,2%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
24,2%	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47
24,4%	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48
24,7%	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49
24,9%	0,75	0,68	0,61	0,55	0,50
25,2%	0,77	0,69	0,63	0,57	0,51

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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 <= - 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: (6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. 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



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