

RedFish LongTerm Capital S.p.A. *5a,6a,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 2,45 €
(bisher: 2,92 €)

Aktueller Kurs: € 1,20
10.10.24 12:13
Frankfurt

Stammdaten:

ISIN: IT0005549354
WKN: A3ETH6
Bloomberg: RFLTC
Anzahl der Aktien³: 25,51
Marktkapitalisierung³: 30,61
EnterpriseValue³: 43,15
in m / in EUR m

Streubesitz: 44,8%

Marktsegment:
Euronext Growth Milan

Rechnungslegungsstandard:
IFRS bzw. OIC

Designated Sponsor:
MIT Sim S.p.A.

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Datum (Uhrzeit) Fertigstellung:
14.10.2024 (13:00)
Datum (Uhrzeit) erste Weitergabe:
15.10.2024 (10:00)
Kurszielhorizont: 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 14

Profil des Unternehmens

Industrie: Beteiligungsunternehmen

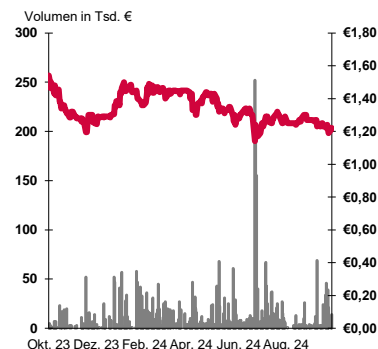
Fokus: Schienenverkehr, Schifffahrt und Luft- und Raumfahrt, Industrie & Bearbeitung, 3d-Druck, Telekommunikation, Made in Italy, Gesundheitswesen & Medizintechnik, IKT, Lebensmittel

Mitarbeiter: 466 zum 30.06.2024

Gegründet: 2020

Hauptsitz: Mailand, Italien

Verwaltungsrat: Paolo Pescetto (Präsident), Andrea Rossotti (CEO), Francesca Bazoli, Ernesto Paolillo, Luigi Pacella Grimaldi, Massimo Lapucci, Raffaella Viscardi



RedFish LongTerm Capital S.p.A., gegründet im Jahr 2020 von Paolo Pescetto und Andrea Rossotti in Partnerschaft mit den Familien Bazoli und Gitti, ist eine in Mailand ansässige Industrie-Holdinggesellschaft. Sie fokussiert sich auf den Erwerb von italienischen mittelständischen Unternehmen (KMU), die sich im Familienbesitz befinden. RFLTC konzentriert sich auf reife Unternehmen mit einem EBITDA von mehr als 2 Mio. €, die eine neue Phase starker Entwicklung anstreben und den Akquisitionsmarkt sowohl in Italien als auch auf internationalen Märkten erschließen wollen. RFLTC tätigt Investitionen mit einem langfristigen Ansatz und bevorzugt Transaktionsstrukturen, die auf qualifizierte Minderheitsbeteiligungen ausgerichtet sind, führt aber auch Mehrheitsbeteiligungstransaktionen durch.

GBC Bewertung

Portfoliounternehmen	88,1 Mio. €
Net debt	25,1 Mio. €
Warrants & Optionen	0,1 Mio. €
Eigenkapital	63,0 Mio. €
Holding-Kosten	0,5 Mio. €
Fairer Wert des Unternehmens	62,4 Mio. €
Anzahl der ausstehenden Aktien	25,5 Mio.
Fairer Wert je Aktie	2,45

Finanzkalender

29.10.2024: Vorstandssitzung zur Genehmigung des ungeprüften Abschlusses von Movinter zum 30.09.2024.

30.01.2025: Vorstandssitzung zur Genehmigung ungeprüften Abschlusses von Movinter zum 31.12.2024.

**letzte Research Berichte von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Bewertung
14.05.2024: RS / 2,92 / KAUFEN
05.02.2024: RS / 2,40 / KAUFEN

** Die oben aufgeführten Research-Studien können unter www.gbc-ag.de eingesehen oder bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg, angefordert werden.

Hinweis gemäß MiFID II-Verordnung für Researchstudien "Geringe nicht-monetäre Vorteile": Die betreffende Researchstudien erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als "Geringfügiger nicht monetärer Nutzen". Für weitere Informationen verweisen wir auf die Offenlegung unter "I. Research unter MiFID II".

Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2024

Im ersten Halbjahr 2024 setzte RedFish LongTerm Capital (RFLTC) seine Wachstumsstrategie erfolgreich um, mit einem klaren Fokus auf Kapitalerhöhungen und Akquisitionen.

1. Aktienrückkaufprogramm

Am 18. Januar 2024 genehmigte die Hauptversammlung ein Aktienrückkaufprogramm, das den Rückkauf von bis zu 20% des ausgegebenen Kapitals innerhalb von 18 Monaten ermöglicht. Das Programm hat einen maximalen Finanzierungsrahmen von 2 Mio. € und soll die Liquidität der Aktien unterstützen, die Kursvolatilität verringern und strategische Transaktionen, wie Fusionen oder Übernahmen, erleichtern.

2. Kapitalerhöhung

Im Februar 2024 beschloss der Verwaltungsrat eine Kapitalerhöhung im Umfang von bis zu 14,99 Mio. €, durch die Emission von maximal 9,7 Millionen neuen Aktien, die ausschließlich qualifizierten Investoren angeboten wurden. Der Zeichnungspreis wurde auf 1,55 € je Aktie festgelegt. Die Kapitalerhöhung wurde im März 2024 mit einem Emissionsvolumen von 10,4 Mio. € abgeschlossen.

Diese Kapitalerhöhung diente hauptsächlich zur Finanzierung der Übernahme eines 15%-Anteils an Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A., einem führenden Unternehmen in der Produktion von Rohrleitungssystemen und Harzen. Im März 2024 wurde eine erste Tranche von 10% für €20 Millionen erworben, gefolgt von der Ausübung einer Option für weitere 5% Ende Juni 2024 zu einem Preis von €10 Millionen. Insgesamt belief sich der Transaktionswert auf €30 Millionen, wovon €18 Millionen in Eigenkapital und €7 Millionen durch eine Finanzierung von Illimity Bank SGR beigesteuert wurden.

3. Anleihenemissionen

Im Mai 2024 wurden zwei Anleihen durch Tochtergesellschaften von RFLTC im Gesamtwert von €10 Millionen begeben, um das weitere Wachstum zu finanzieren. Diese Emissionen waren Teil eines größeren Verbriefungsprogramms, das in Zusammenarbeit mit Banca Finint und RedFish Capital Debt S.p.A. durchgeführt wurde. Die Anleihen hatten jeweils ein Volumen von €5 Millionen und wurden durch verschiedene Sicherheiten, einschließlich Aktienverpfändungen, abgesichert.

5. Nachhaltigkeits- und ESG-Initiativen

Im April 2024 verstärkte RFLTC seine ESG-Bemühungen durch eine Partnerschaft mit CRESO – Crescita Sostenibile. Dies führte zur Veröffentlichung des ersten Nachhaltigkeitsberichts im Juni 2024, der die Aktivitäten und ESG-Strategien des Unternehmens für das Jahr 2023 detailliert darstellte.

6. Sekundärnotierung an der Frankfurter Börse

Um seine Investorenbasis zu erweitern, bemühte sich RFLTC um ein Sekundärlisting an der Frankfurter Börse. Diese Maßnahme zielt darauf ab, die Sichtbarkeit von RFLTC zu erhöhen und Zugang zu neuen Kapitalmärkten zu verschaffen.

Finanzielle Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2024

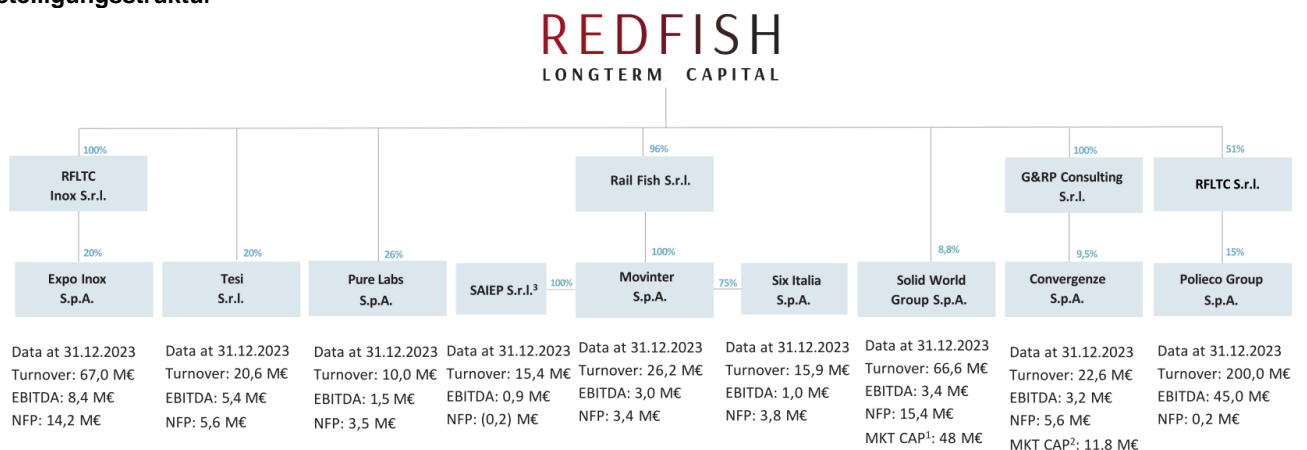
in Mio. €	1. HJ 2023	Δ in%	1. HJ 2024
Umsatzerlöse	32,68	3,3%	33,76
EBITDA	2,26	-31,8%	1,54
<i>EBITDA-Marge</i>	6,9%		4,6%
EBIT	1,40	-96,9%	0,04
<i>EBIT-Marge</i>	4,3%		0,1%
Jahresüberschuss	0,81	-198,9%	-0,81
EPS in €	0,04	-173,3%	-0,03

Quellen: RedFish LongTerm Capital S.p.A., GBC AG

RedFish LongTerm Capital S.p.A. konsolidiert als Muttergesellschaft eine Reihe von Tochtergesellschaften. Dazu gehören G&RP Consulting Srl und RFLTC1 Srl, die beide zu 100% im Besitz sind, sowie RFLTC Polieco SpA, an der RedFish eine Beteiligung von 50,3% hält. Darüber hinaus sind RFLTC-Inox Srl und Rail Fish Srl vollständig konsolidiert, wobei RedFish 100% der RFLTC-Inox Srl und 96% der Rail Fish Srl besitzt. Über Rail Fish besitzt RedFish indirekt 100% der Movinter SpA, die ebenfalls konsolidiert wird, zusammen mit Movintech Srl (100% im Besitz), S.A.I.E.P. Srl (100% im Besitz), S.A.I.E.P. Med Srl (90% im Besitz), Six Italia SpA (75% im Besitz) und Six USA Ltd, das vollständig über Six Italia gehalten wird.

Allerdings sind nicht alle Unternehmen im Portfolio von RedFish konsolidiert. Unternehmen wie Tesi Srl (20% Beteiligung), Purelabs SpA (26% Beteiligung), Expo Inox SpA (20% Beteiligung), Convergenze SpA (9,5% Beteiligung), Elettra One SpA (9,8% Beteiligung, in Liquidation) und Solid World SpA (8,8% Beteiligung) werden nach der Equity-Methode oder der Anschaffungskostenmethode bewertet. RedFish hält außerdem eine Beteiligung von 7,7% an Industrie Polieco SpA sowie kleinere Anteile an Fidimpresa Liguria und Eurofidi. Eine reine Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) von RedFish LongTerm Capital liefert kein vollständiges Bild der finanziellen Lage des Unternehmens, da nicht alle Beteiligungen konsolidiert sind.

Beteiligungsstruktur



Quellen: RedFish LongTerm Capital S.p.A.

Im ersten Halbjahr 2024 erzielte RedFish LongTerm Capital S.p.A. einen moderaten Anstieg des konsolidierten Umsatzes um 3,3% auf 33,76 Mio. €, verglichen mit 32,68 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Der Umsatz wurde maßgeblich von mehreren konsolidierten Unternehmen getragen. Movinter S.p.A. verzeichnete ein Umsatzwachstum von 9,2% und war ein wesentlicher Treiber des Umsatzes. Im Laufe des Jahres 2024 erwarb Movinter zudem Six Italia S.p.A. und S.A.I.E.P. S.r.l., die ebenfalls in die Konsolidierung eingingen. Six Italia trug ab März 2024 zum Umsatz bei und ist auf Brandschutz- und Schallschutzsysteme spezialisiert. S.A.I.E.P., das im Juni 2024 übernommen wurde, beeinflusste vor allem

die Bilanzpositionen, hatte jedoch aufgrund des späten Erwerbs einen begrenzten Einfluss auf den Umsatz des ersten Halbjahres.

Im ersten Halbjahr 2024 verzeichnete RedFish LongTerm Capital S.p.A. einen Rückgang des EBITDA um 32%, das von 2,26 Mio. € im Vorjahreszeitraum auf 1,54 Mio. € sank. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf höhere Personalkosten im Zusammenhang mit der Integration neuer Mitarbeiter und Produktionsstätten bei Movinter S.p.A. sowie Umstrukturierungen im gesamten Konzern zurückzuführen.

Das EBIT der Gruppe fiel drastisch von 1,4 Mio. € im ersten Halbjahr 2023 auf nur noch 43.000 Euro im Jahr 2024. Dies war auf die höheren Abschreibungen und Amortisationen, die um 74% auf 1,50 Mio. € angestiegen sind, zurückzuführen. Die erhöhten Abschreibungen resultierten unter anderem aus Investitionen und den Akquisitionen von Six Italia S.p.A. und S.A.I.E.P. S.r.l., die im Laufe des Halbjahres vollständig konsolidiert wurden.

Das Nettoergebnis der Gruppe war ebenfalls negativ. RedFish LongTerm Capital S.p.A. verzeichnete einen Nettoverlust von 1,03 Mio. €, verglichen mit einem Nettogewinn von 936.000 Euro im Vorjahreszeitraum. Dieser Verlust ist zum Teil auf nicht zahlungswirksame Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Firmenwert der übernommenen Unternehmen zurückzuführen. Ohne diese Abschreibung hätte der Nettoverlust bei etwa 489.000 Euro gelegen.

Bilanzielle und finanzielle Situation 30.06.2024

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Eigenkapital	16,71	23,79	29,93	54,15
EK-Quote (in%)	98,5%	66,5%	49,1%	43,6%
Operatives Anlagevermögen	0,03	14,73	36,81	76,04
Working Capital	-0,17	-0,32	-1,17	0,55
Nettoverschuldung	-4,35	-9,20	17,34	30,07

Quellen: RedFish LongTerm Capital S.p.A.; GBC AG

Im ersten Halbjahr 2024 hat RedFish LongTerm Capital S.p.A. durch eine Kapitalerhöhung sein Eigenkapital gestärkt, um die geplanten Akquisitionen zu finanzieren. Das Unternehmen führte eine Kapitalerhöhung im Umfang von insgesamt 10,4 Mio. € durch und diese Maßnahme ermöglichte es RedFish, die nötigen Eigenmittel zur Finanzierung des Erwerbs von 15% der Anteile an der Industrie Polieco M.P.B. S.p.A. zu sichern. Die Emission neuer Aktien erfolgte zu einem Preis von 1,55 Euro pro Aktie, wovon 1 Euro auf das Grundkapital entfiel und 0,55 Euro als Agio gewertet wurde. Darüber hinaus war ein Bonusprogramm mit zusätzlichen Aktien für qualifizierte Investoren verknüpft.

Zwischen dem 31.12.2023 und dem 30.06.2024 stieg das Eigenkapital der Gesellschaft dadurch erheblich von 29,93 Mio. € auf 54,15 Mio. €. Dieser deutliche Anstieg ist auf mehrere wesentliche Faktoren zurückzuführen. Zunächst trug eine im ersten Halbjahr 2024 durchgeführte Kapitalerhöhung maßgeblich zur Stärkung des Eigenkapitals bei, was die finanzielle Basis der Gesellschaft erheblich verbesserte. Darüber hinaus wurde der im Geschäftsjahr 2023 erwirtschaftete Gewinn größtenteils thesauriert, was zu einer weiteren Erhöhung des Eigenkapitals führte. Ein entscheidender Beitrag zum Wachstum des Eigenkapitals resultierte auch aus der Erweiterung des Konsolidierungskreises.

Im ersten Halbjahr 2024 zeigt die Bilanz von RedFish LongTerm Capital S.p.A. eine klare Ausrichtung auf Wachstum, die vor allem durch Investitionen und eine zunehmende Verschuldung geprägt ist. Das nettoinvestierte Kapital erhöhte sich bis zum 30.06.2024 um 69,6 % auf 84,22 Mio. €, verglichen mit 49,67 Mio. € zum 31.12.2023. Diese erhebliche

Steigerung ist vor allem auf die strategische Akquisition von Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A. zurückzuführen, was die Expansionspläne des Unternehmens verdeutlicht.

Im ersten Halbjahr 2024 verzeichnete der Konzern einen signifikanten Anstieg der Netto-Finanzverbindlichkeiten, die sich zum 30.06.2024 auf rund 30,07 Mio. € (31.12.2023: 17,34 Mio. €) beliefen. Diese Entwicklung resultiert aus mehreren Faktoren, die auf eine aggressive Wachstumsstrategie und umfangreiche Investitionen zurückzuführen sind. Zunächst tätigte der Konzern erhebliche Investitionen, insbesondere in die Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A., in die insgesamt 18 Mio. € flossen. Diese Investition wurde teilweise durch Eigenkapital finanziert, wobei 7 Mio. € durch ein Darlehen der Illimity Bank bereitgestellt wurden. Zusätzlich investierte der Konzern 2 Mio. € in Six Italia S.p.A., eine Akquisition, die ebenfalls über eigene Mittel und einen Gesellschafterkredit realisiert wurde. Im Mai 2024 erhöhte der Konzern seine finanziellen Verpflichtungen durch die Emission von zwei Anleihen. Diese betragen jeweils 5 Mio. € und wurden von den Tochtergesellschaften Movinter S.p.A. und RFLTC-Inox S.r.l. ausgegeben. Diese Finanzierungen dienten dazu, das Wachstum der jeweiligen Tochtergesellschaften zu unterstützen und haben Laufzeiten bis 2030 bzw. 2031. Die Anleihen sind durch verschiedene Sicherheiten, darunter Unternehmensanteile und Kredite, abgesichert. Obwohl der Konzern Dividenden in Höhe von 1,7 Mio. € aus seinen Beteiligungen erhielt, reichte dies nicht aus, um die gestiegenen Verbindlichkeiten signifikant zu reduzieren. Operativ führte die Eröffnung neuer Produktionsstätten und die Einstellung zusätzlichen Personals zu höheren laufenden Ausgaben, was die Notwendigkeit zur Aufnahme zusätzlicher Mittel weiter verstärkte.

In unserer Bewertung gehen wir von einer Nettoverschuldung von 25 Mio. € aus, da die ursprünglich angegebenen 30 Mio. € um 5 Mio. € an Forderungen gegenüber Expo Inox reduziert werden. Diese Forderungen sind als konzerninterne Kredite zu betrachten, die im Rahmen der Konsolidierung eliminiert werden können, da sie keine externen Verpflichtungen darstellen. Durch die Berücksichtigung dieser internen Forderungen ergibt sich somit eine angepasste Nettoverschuldung von 25 Mio. €, was die externe Verschuldung des Konzerns präziser widerspiegelt. Von diesen 25 Mio. € stehen 15 Mio. € im Zusammenhang mit der Akquisition von Movinter. Movinter erwirtschaftete im letzten Geschäftsjahr ein EBITDA von 5 Mio. €. Daraus ergibt sich ein Verschuldungsgrad (Leverage) von etwas mehr als dem 3-Fachen des EBITDA, was im Branchenvergleich als solide einzustufen ist.

Trotz des Anstiegs der Verschuldung bleibt die Liquiditätssituation von RedFish relativ stabil. Zum 30. Juni 2024 verfügte das Unternehmen über liquide Mittel in Höhe von 7,81 Mio. €, ergänzt durch sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte von 4,46 Mio. €. Diese Liquiditätsreserven bieten dem Unternehmen einen gewissen Puffer, um kurzfristige Verbindlichkeiten zu decken.

BEWERTUNG

Beteiligungsbewertung

Bei der Bewertung der Holdingfirma RFLTC nutzen wir eine Sum-of-Parts-Bewertung, um den Gesamtwert des Unternehmens zu bestimmen. Da uns bei den nicht-notierten Unternehmen nur wenige Informationen vorliegen, beschränken wir uns größtenteils auf eine Multiple-Bewertung. Wir orientieren uns an den EV/EBITDA-Multiples zum 30.06.2023 von Kroll (ein Risikoberatungsunternehmen). Die Kroll-Multiple-Analyse „Industry Multiples in Europe“ stützt sich auf die Bestandteile des STOXX® Europe Total Market Index, welcher etwa 95% des Streubesitzes in Europa abdeckt. Dieser Index erstreckt sich über verschiedene Branchen und Sektoren gemäß den Definitionen des Global Industry Classification Standard (GICS).

Convergenze S.p.A.

RFLTC erwarb am 27. Juli 2020 über das Vehikel G&RP Consulting einen Anteil von 12,5% an Convergenze S.p.A. zu einem Gesamtpreis von 1,1 Mio. €. Dies entsprach einem EV/EBITDA-Multiple von 5,8x im Geschäftsjahr 2019, bei einem bereinigten EBITDA von 1,6 Mio. € und einem Net debt von 0,5 Mio. €.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
Ber. EBITDA 2019	1,6 Mio. €	Kursziel-Konsens	4,25 €
EV/EBITDA multiple	5,8x	Aktienanzahl	7,5 Mio.
Enterprise Value	9,3 Mio. €	Kursziel Marketcap	31,9 Mio. €
Net debt	0,5 Mio. €		
Eigenkapital	8,8 Mio. €		
RFLTC Beteiligung	12,5%	RF Beteiligung	9,5%
RFLTC Beteiligungswert	1,1 Mio. €	RFLTC Beteiligungswert	3,0 Mio. €

Quellen: GBC AG, RedFish LongTerm Capital S.p.A.; Convergenze S.p.A.

Wir haben den Research-Konsens für Convergenze S.p.A. als Bewertungsansatz verwendet, der derzeit bei 4,25 € je Aktie liegt. Aktuell ist Convergenze nur in der Coverage von Integrae SIM. Dies ergibt bei einer Beteiligung von 9,5% einen Beteiligungswert von 3,0 Mio. €.

Solid World S.p.A.

Am 27. Dezember 2021 investierte RFLTC, als Hauptinvestor, 1,05 Mio. € in eine Wandelanleihe von Solid World. Das Unternehmen wurde im Juli 2022 am Euronext Growth Market zu 2,00 € je Aktie notiert. Nach dem Börsengang und der Umwandlung der Wandelanleihe und des Optionsscheins hält RedFish nunmehr einen Anteil von etwa 8,8% (1.236.348 Stammaktien) an Solid World.

Wir haben den aktuellen Research-Konsens für Solid World S.p.A. als Bewertungsansatz verwendet, der derzeit bei 5,25 € (bisher: 6,75 €) je Aktie liegt.

RFLTC Bewertung		GBC Bewertung	
RFLTC Aktien der Solid World	1,24 €	Kursziel-Konsens (in €)	5,25 €
Aktienzahl der SolidWorld	14,0	Aktienanzahl	13,5 Mio.
Marketcap	40,8 Mio. €	Kursziel Marketcap	70,9 Mio. €
RF Beteiligung	8,8%	RF Beteiligung	8,8%
RF Beteiligungswert	3,6 Mio. €	RFLTC Beteiligungswert	6,2 Mio. €

Aktuell ist das Unternehmen in der Coverage von Integrae SIM und von Alantra. Dies ergibt bei einer 8,8%igen Beteiligung einen Wert von 6,2 Mio. €.

Tesi S.r.l.

Am 13. Oktober 2021 investierte RFLTC gemeinsam mit Invitalia Fondo Cresci al Sud und erwarb einen Anteil von 20% an Tesi zu einem Gesamtpreis von 5,0 Mio. € oder dem 6,8-fachen EV/EBITDA des Geschäftsjahres 2021. Im Jahr 2022 zahlte RFLTC außerdem einen Earn-Out in Höhe von 400 T€ auf der Grundlage der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2021. Weitere Earn-Outs werden bis zu den Ergebnissen des Jahres 2024 in Höhe von maximal 3 Mio. € gezahlt.

Kroll weist keinen separaten EV/EBITDA-Multiple für Aerospace-Unternehmen aus. Diese Unternehmen haben in der Regel eine höhere Bewertung als andere Industrieunternehmen. Wir nutzen daher hier den von KPMG ermittelten globalen EV/EBITDA für Aerospace und Defense-Unternehmen, der durchschnittlich im Jahr 2023 gezahlt wurde. Damit haben wir einen EV/EBITDA-Multiple von 12,5x (anstatt 6,8x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2021	4,0 Mio. €	EBITDA 2023	5,4 Mio. €
EV/EBITDA multiple	6,8x	EV/EBITDA multiple	12,5x
Enterprise Value	27,2 Mio. €	Enterprise Value	67,5 Mio. €
Net debt	-2,2 Mio. €	Net debt	5,6 Mio. €
Eigenkapital	29,4 Mio. €	Eigenkapital	61,9 Mio. €
RF Beteiligung	20%	RF Beteiligung	20%
RF Beteiligungswert	5,9 Mio. €	RF Beteiligungswert	12,4 Mio. €

Das EBITDA lag im Geschäftsjahr 2023 bei 5,4 Mio. € und das Net debt bei 5,6 Mio. €. Mit dem aktualisierten EBITDA und Net debt für das GJ 2023 sowie dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 12,4 Mio. € für die Tesi S.r.l. ermittelt.

Expo Inox S.p.A.

Am 15. November 2022 erwarb RFLTC eine 20%ige Beteiligung an Expo Inox für einen Gesamtbetrag von 6 Mio. € zu einer Bewertung des 5fachen EV/EBITDA des Geschäftsjahres 2022.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	8,8 Mio. €	EBITDA 2023	8,4 Mio. €
EV/EBITDA multiple	5,0x	EV/EBITDA multiple	6,8x
Enterprise Value	44,0 Mio. €	Enterprise Value	57,1 Mio. €
Net debt	14,1 Mio. €	Net debt	14,2 Mio. €
Eigenkapital	29,9 Mio. €	Eigenkapital	42,9 Mio. €
RF Beteiligung	20%	RF Beteiligung	20%
RF Beteiligungswert	6,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	8,6 Mio. €

Das EBITDA lag im Geschäftsjahr 2023 bei 8,4 Mio. € und das Net debt bei 14,2 Mio. €. Wir haben eine aktualisierte Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 6,8x (anstatt 5,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen. Damit haben wir einen fairen Wert von 8,6 Mio. € für die Expo Inox S.r.l. ermittelt.

Movinter S.r.l.

Am 20. April 2023 erwarb RFLTC Movinter für einen Gesamtbetrag von 11,5 Mio. € (8,5 Mio. € bei Abschluss, 1,5 Mio. € bis März 2023 und 1,5 Mio. € bis März 2024) zu einem EV/EBITDA von 4,7x für das Geschäftsjahr 2022.

Das Unternehmen hat die verbleibende 4 %-Beteiligung an Rail Fish S.r.l. von PORADY S.r.l. zurückgekauft. Zuvor hatte RFLTC diese Beteiligung am 10. Mai 2023 für 400 Euro an IC8 S.r.l. verkauft. Der Rückkauf, der Teil der Umstrukturierung der Movinter-Gruppe ist, erfolgte zu einem Wert von 500.000 Euro, basierend auf dem im April 2023 festgelegten Unternehmenswert, ohne Berücksichtigung der neuen Investitionen in Six Italia und SAIEP. Zudem hat RFLTC den ehemaligen Gesellschaftern (F.lli Sambin) gemäß dem im Jahr 2023 geschlossenen Investitionsvertrag eine Schadensersatzforderung in Höhe von rund 1 Million Euro übermittelt, die auf Unregelmäßigkeiten im Jahresabschluss 2022 basiert.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	3,3 Mio. €	EBITDA 2023	3,0 Mio. €
EV/EBITDA multiple	4,7x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	15,6 Mio. €	Enterprise Value	16,5 Mio. €
Net debt	4,1 Mio. €	Net debt	3,4 Mio. €
Eigenkapital	11,5 Mio. €	Eigenkapital	13,1 Mio. €
RF Beteiligung	100%	RF Beteiligung	100%
RF Beteiligungswert	11,5 Mio. €	RF Beteiligungswert	13,1 Mio. €

Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 5,5x (anstatt 4,7x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

Das EBITDA belief sich im Geschäftsjahr 2023 auf 3,0 Mio. € und das Net debt auf 3,4 Mio. €. Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple und der Beteiligungshöhe von 100% (bisher: 96%) haben wir einen fairen Wert von 13,1 Mio. € (bisher: 12,6 Mio. €) für die Movinter S.r.l. ermittelt.

Six Italia S.p.A.

Am 6. Dezember 2023 gab RFLTC die Unterzeichnung einer verbindlichen Vereinbarung zum Erwerb von 75% der Anteile an Six Italia S.p.A. durch seine Tochtergesellschaft Movinter bekannt. Der Kaufpreis betrug 1,8 Mio. €, zuzüglich Transaktionskosten insgesamt 1,9 Mio. €, was einem EV/EBITDA-Verhältnis von 5,1 entspricht. Da RFLTC nur 96% von Movinter hält, hat RFLTC nur eine Beteiligungsquote von 72% an Six Italia. Weiterhin beinhaltet die Vereinbarung eine Put-Call-Option für die restlichen 25% der Anteile, gültig bis zur Genehmigung des Jahresabschlusses für das Geschäftsjahr 2026. Diese Anteile werden voraussichtlich zum 6fachen des bereinigten EBITDAR abzüglich NFP bewertet.

Außerdem umfasst der Vertrag einen möglichen Earn-Out für die verkaufenden Aktionäre, der sich nach den Finanzergebnissen von Six Italia für das Geschäftsjahr 2024 richtet und auf dem 1,25-fachen des Anstiegs des EBITDAR zwischen 2023 und 2024 basiert. Die Aktien sind bis Ende Dezember 2027 einer Lock-up-Vereinbarung unterworfen.

Durch die Erhöhung der Movinter-Beteiligung von 96 % auf 100 % ist auch der Anteil an Six Italia von 72 % auf 75 % gestiegen.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	1,3 Mio. €	EBITDA 2023	1,0 Mio. €
EV/EBITDA multiple	5,1x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	6,6 Mio. €	Enterprise Value	5,5 Mio. €
Net debt	4,2 Mio. €	Net debt	3,8 Mio. €
Eigenkapital	2,4 Mio. €	Eigenkapital	1,7 Mio. €
RF Beteiligung	75%	RF Beteiligung	75%
RF Beteiligungswert	1,8 Mio. €	RF Beteiligungswert	1,3 Mio. €

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1,0 Mio. € belaufen und das Net debt auf 3,8 Mio. €. Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 5,5x (anstatt 5,1x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple und der angepassten Beteiligungshöhe von 75% (bisher: 72%) haben wir einen fairen Wert von 1,3 Mio. € (bisher: 1,2 Mio. €) für die Six Italia S.r.l. ermittelt.

PureLabs S.p.A.

Am 27. November 2023 beteiligte sich RFLTC mit einer etwa 26%-igen Anteilsquote an PureLabs S.p.A., wobei 4 Mio. € in eine von PureLabs durchgeführte Kapitalerhöhung investiert wurden. Diese Kapitalerhöhung belief sich insgesamt auf 15 Mio. €. Davon stammen 8,5 Mio. € von den bestehenden Aktionären und 4 Mio. € von RFLTC. Es gibt eine Lock-up-Vereinbarung bis 2026.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	1,3 Mio. €	EBITDA 2023	1,5 Mio. €
EV/EBITDA multiple	12,0x	EV/EBITDA multiple	13,7x
Enterprise Value	15,6 Mio. €	Enterprise Value	20,6 Mio. €
Net debt	0,6 Mio. €	Net debt	3,5 Mio. €
Eigenkapital	15,0 Mio. €	Eigenkapital	17,1 Mio. €
RF Beteiligung	26%	RF Beteiligung	26%
RF Beteiligungswert	4,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	4,5 Mio. €

Das EBITDA belief sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1,5 Mio. € und das Net debt auf 3,5 Mio. €. Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 13,7x (anstatt 12,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen. Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 4,5 Mio. € für die PureLabs S.p.A. ermittelt.

Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A.

Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A. ist ein führendes Unternehmen in der Beschichtung von Stahlrohren in Europa und weltweit der zweitgrößte Akteur in diesem Bereich. Seit zwei Jahrzehnten beliefert MPB bedeutende Gas- und Ölpipelines wie „Nord Stream I“ und „Nord Stream II“ mit Polyethylen, Polypropylen und Klebstoffen. Im Jahr 2011 erweiterte das Unternehmen sein Geschäftsfeld um Folienbeschichtungen für die Verpackungsindustrie. Seit 1992 fertigt Industrie Polieco – M.P.B. hochdichte, doppelschalige, gewellte Rohrsysteme aus Polyethylen. 1995 erwarb es Ausrüstung und Technologien aus Kanada und Deutschland, um das ECOPAL-Rohr in Italien herzustellen, ein gewelltes Polyethylenrohr für nicht-druckführende Abwasserverteilungsnetze. Zusätzlich zu Rohren und

Kabelkanälen entwirft und fertigt Industrie Polieco – M.P.B. Polyethylenarmaturen, Spezialteile und Schächte. Im Jahr 2012 entwickelte das Unternehmen die KIO-Schachtabdeckung aus Verbundwerkstoff, die weltweit erfolgreich wurde. Um die Präsenz in Europa zu stärken, gründete es Tochterunternehmen in Frankreich, Griechenland und der Slowakei. Heute ist die Polieco Group mit 6 Produktionsstätten und fast 400 Mitarbeitern einer der führenden Hersteller von hochdichten, gewellten Rohrsystemen aus Polyethylen in Europa.

Am 6. Februar 2024 gab RFLTC bekannt, dass es beabsichtigt, 15% der Anteile an Polieco zu erwerben, was einem Wert von 30 Mio. € entspricht. Dieser Erwerb wird über eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft (RFLTC – Polieco S.p.A.) erfolgen, an der RFLTC zu 66% beteiligt ist, sprich RFLTC hält 10% an der Polieco. Diese Transaktion markiert die bisher größte Investition von RFLTC. RFLTC hat 10% der Anteile an Polieco durch eine Kapitalerhöhung erwerben, die bis zum 8. März 2024 abgeschlossen wurde. Der Kaufpreis für diese Beteiligung betrug 20 Mio. €. RFLTC zog zusätzlich eine Kaufoption für weitere 5% der Anteile zu einem Preis von 10 Mio. €.

Zusätzlich wurde ein fünfjähriger Aktionärsvertrag abgeschlossen, der die Veräußerung der Anteile für 24 Monate beschränkt. Bei Ausübung der Option kann RFLTC ein Vorstandsmitglied und zwei Rechnungsprüfer benennen.

Die Finanzierung der Transaktion erfolgt teilweise aus RFLTCs eigenen Mitteln (7,9 Mio. € zum 31. Dezember 2023) sowie durch neu aufzunehmende Mittel durch Kapitalerhöhungen und Fremdkapital in Höhe von etwa 13 Mio. €.

Im Rahmen des Club-Deal-Konstruktes wurde der Anteil an RFLTC – Polieco S.p.A. von 100 % auf 50,30 % verringert. Damit liegt die Beteiligungshöhe nun bei 7,7% (bisher: 10%).

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2023	45,0 Mio. €	EBITDA 2023	45,0 Mio. €
EV/EBITDA multiple	4,0x	EV/EBITDA multiple	9,8x
Enterprise Value	180,0 Mio. €	Enterprise Value	441,0 Mio. €
Net debt	0,0 Mio. €	Net debt	0,2 Mio. €
Eigenkapital	180,0 Mio. €	Eigenkapital	440,8 Mio. €
RF Beteiligung	10,0%	RF Beteiligung	7,7%
RF Beteiligungswert	18,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	33,7 Mio. €

Das EBITDA belief sich Geschäftsjahr 2023 auf 45,0 Mio. € und das Net debt auf 0,2 Mio. €. Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 9,8x (anstatt 4,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen. Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple und der angepassten Beteiligungshöhe haben wir einen fairen Wert von 33,7 Mio. € (bisher: 44,1 Mio. €) für die Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A. ermittelt.

S.A.I.E.P. S.r.l.

S.A.I.E.P. S.r.l., gegründet 1976 und ansässig in Cairo Montenotte (Savona), ist auf die Entwicklung, Produktion und Installation von Steuer- und Leistungskabeln sowie Schaltschränken für den Eisenbahnsektor, die Energieverteilung und die Automatisierung spezialisiert. Zu den Hauptkunden zählen bedeutende europäische OEMs im Eisenbahnsektor wie Alstom Transport, Hitachi Rail und Bombardier Transport. Das Unternehmen hat sich auch auf dem tunesischen Markt in der Nähe von Tunis etabliert, wo die Tochtergesellschaft SAIEPMED S.a.r.l. als integraler Bestandteil des Produktionsprozesses ebenfalls in der Herstellung von Kabeln und Unterkabeln tätig ist.

Im Geschäftsjahr 2023 erzielte S.A.I.E.P. einen Produktionswert von 15,4 Mio. €, ein E-BITDA von etwa 0,9 Mio. € und verfügt über ein positives Nettofinanzvermögen von 0,2 Mio. €. Im Juni 2024 schloss Movinter S.p.A. über ihre 100%-Tochter Movintech S.r.l. die Übernahme von 100 % des Grundkapitals von S.A.I.E.P. S.r.l. sowie ihrer Tochtergesellschaft SAIEPMED S.a.r.l. ab.

Wie bereits bei der Übernahme von Six Italia zielt die RedFish-Gruppe darauf ab, die Ergebnisse des horizontalen Integrationsprojekts im Eisenbahnmarkt zu maximieren, das mit der Übernahme von Movinter im März 2023 begann. Dieses Projekt soll es der Gruppe ermöglichen, ein umfassendes Angebot für den Eisenbahn- und Schiffbausektor bereitzustellen und ihre Marktanteile bei den großen globalen Herstellern zu konsolidieren.

Zum 30. Juni 2024 verzeichnete S.A.I.E.P. im Halbjahresabschluss einen Umsatz von 4,3 Mio. €, ein EBITDA von etwa 1 Million Euro mit einer Marge von 40 % und einen Nettofinanzschuldenstand von 1 Million Euro.

Der Gesamtkaufpreis beläuft sich auf 4,35 Mio. €, wovon 3,85 Mio. € beim Closing gezahlt wurden und 0,5 Mio. € als aufgeschobene Zahlung bis zum 30. Juni 2025 fällig sind. Zusätzlich ist ein Earn-Out für den Verkäufer Alberto Santi vorgesehen, der auf den Geschäftsergebnissen von SAIEP in den Jahren 2024 und 2025 basiert.

Von den 3,85 Mio. € des fixen Kaufpreises wurden 0,25 Mio. € durch Movintech mittels Zahlungsdelegation an RFLTC geleistet, indem 161.000 eigene Aktien zu einem Preis von 1,55 € pro Aktie an den Verkäufer Alberto Santi übertragen wurden. Zur Begleichung des Restbetrags in Höhe von 2,7 Mio. € nahm Movintech ein Darlehen bei der Banco di Credito P. Azzoaglio S.p.A. auf. Die verbleibenden 0,9 Mio. € wurden durch ein Gesellschafterdarlehen von Movinter bereitgestellt, das teilweise aus den Mitteln der Anleiheemission „Basket Bond Movinter 5 Mio.“ vom 23. Mai 2024 finanziert wurde. Die 161.000 RFLTC-Aktien, die an Alberto Santi übertragen wurden, unterliegen einer Lock-up-Periode von 24 Monaten ab dem Closing-Datum.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2023	0,9 Mio. €	EBITDA 2023	0,9 Mio. €
EV/EBITDA multiple	4,7x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	4,4 Mio. €	Enterprise Value	5,1 Mio. €
Net debt	-0,2 Mio. €	Net debt	-0,2 Mio. €
Eigenkapital	4,6 Mio. €	Eigenkapital	5,3 Mio. €
RF Beteiligung	100,0%	RF Beteiligung	100,0%
RF Beteiligungswert	4,6 Mio. €	RF Beteiligungswert	5,3 Mio. €

Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 5,5x (anstatt 4,7x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen. Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple und der angepassten Beteiligungshöhe haben wir einen fairen Wert von 5,3 Mio. € für die Industrie S.A.I.E.P. S.r.l. ermittelt.

Gesamtbewertung

Auf Basis unseres Bewertungsansatzes haben wir einen Gesamt-NAV für alle Portfolio-Unternehmen in Höhe von 88,1 Mio. € (bisher: 94,7 Mio. €) ermittelt.

Portfoliounternehmen	GBC-Bewertung
Convergenze S.p.A.	3,0 Mio. €
Tesi S.r.l.	12,4 Mio. €
Solid world S.p.A.	6,2 Mio. €
Expo Inox S.p.A.	8,6 Mio. €
Movinter S.r.l.	13,1 Mio. €
Six Italia S.p.A.	1,3 Mio. €
Pure Labs S.p.A.	4,5 Mio. €
Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A.	33,7 Mio. €
S.A.I.E.P. S.r.l.	5,3 Mio. €
NAV	88,1 Mio. €

Zum 30.06.2024 betrug die Nettoverschuldung von RFLTC 30,1 Mio. €. In unserer Analyse setzen wir die Nettoverschuldung mit 25,1 Mio. € an, da die ursprünglich genannten 30 Mio. € um 5 Mio. € an konzerninterne Forderungen gegenüber Expo Inox reduziert werden.

Warrants: Das Unternehmen hat 4,97 Millionen Warrants an IPO- und Wandelanleihe-Investoren verteilt. Die Warrants mit einem Basispreis von 1,82 € liegen derzeit nicht im Geld. Diese Warrants haben ein Umtauschverhältnis von 1:2 und Ausübungspreise von 1,82 € bzw. 2,00 € für die Ausübungszeiträume Oktober 2024 bzw. Oktober 2025.

Aktienoptionen: Das Unternehmen hat 1.375.000 Aktienoptionen aus einem Gesamtpool von 2.000.000 an das Management und Mitarbeiter verteilt. Derzeit sind die Aktienoptionen nicht im Geld und haben einen Ausübungspreis von 1,50 €. Diese Optionen sind in zwei Tranchen mit unterschiedlichen Ausübungszeiträumen eingeteilt: 24 bzw. 48 Monate nach dem Juli 2023, also Juli 2025 bzw. Juli 2027.

Die Bewertung der Aktienoptionen und Optionsscheine erfolgte anhand des Black-Scholes-Modells, wobei wir eine Volatilität von 35% zugrunde gelegt haben. Insgesamt haben wir einen Wert der Aktienoptionen und Warrants in Höhe von 0,1 Mio. € ermittelt. Dieser Betrag wurde vom Nettoinventarwert (NAV) des Unternehmens abgezogen.

	GBC-Bewertung
Portfoliounternehmen	88,1 Mio. €
Net debt	25,1 Mio. €
Warrants & Optionen	0,1 Mio. €
Eigenkapital	63,0 Mio. €
Holding-Kosten	0,5 Mio. €
Fairer Wert des Unternehmens	62,4 Mio. €
Anzahl der ausstehenden Aktien	25,5 Mio.
Fairer Wert je Aktie	2,45 €

Für die Ermittlung der Netto-Holding-Kosten haben wir als Ausgangspunkt das EBITDA des Geschäftsjahres 2023 herangezogen und einen deutlichen Rückgang über die nächsten 5 Jahre angenommen. Dabei gehen wir davon aus, dass diese Kosten nahezu vollständig durch Beratungsverträge mit den Portfoliounternehmen gedeckt werden können. Zur Berücksichtigung des Zeitwertes haben wir diese zukünftigen Kosten mit einem

Abzinsungssatz von 8% diskontiert. Die kalkulierte Summe der Holding-Kosten beläuft sich auf insgesamt 0,5 Mio. €.

Wir haben einen NAV der Portfoliounternehmen in Höhe von 88,1 Mio. € (bisher: 94,7 Mio. €) ermittelt. Abzüglich des Net Debt in Höhe von 25,1 Mio. € (bisher: 17,8 Mio. €) und dem Wert der Warrants und Optionen in Höhe von 0,1 Mio. € (0,4 Mio. €) haben wir einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von 63,0 (bisher: 76,6 Mio. €) ermittelt. Abzüglich der Holding-Kosten in Höhe von 0,5 Mio. € liegt unseren Berechnungen zur Folge der faire Wert des Unternehmens bei 62,4 Mio. € (bisher: 75,3 Mio. €), was bei 25,51 Mio. ausstehenden Aktien einem fairen Wert von 2,45 € (bisher: 2,92 €) je Aktie entspricht. Die Anpassung des Kursziels basiert in erster Linie auf dem gestiegenen Net Debt. Vor dem Hintergrund des deutlichen Upside-Potenzials vergeben wir das Rating Kaufen.

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<https://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,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, Karin Jägg, E-Mail: jaegg@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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellvertretender 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



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
E-Mail: office@gbc-ag.de