



GBC Italian Champions

GBC Italian Champions – Verborgene Chancen warten auf Entdeckung

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 40

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“

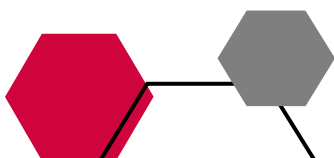
Redaktionsschluss: 10.11.2025

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 10.11.2025 (16:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 11.11.2025 (10:30 Uhr)

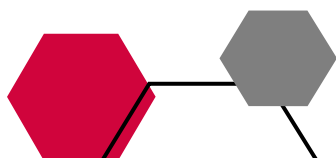
KONFERENZKALENDER 2025/2026

Datum	Konferenz	Unternehmen	Ort
12./13. November 2025	mkk Münchner Kapitalmarkt Konferenz	60	The Charles Hotel München
24. November 2025	GBC Investor's Dinner Frankfurt	3	Zenzakan/Ivory Club Frankfurt
03. Dezember 2025	iif International Investment Forum	20	ONLINE
25. Februar 2026	iif International Investment Forum	20	ONLINE
23./24. April 2026	mkk Münchner Kapitalmarkt Konferenz	50	The Charles Hotel München
11. Mai 2026	GBC Investor's Dinner Frankfurt	3	Zenzakan/Ivory Club Frankfurt
20. Mai 2026	iif International Investment Forum	20	ONLINE
07. Oktober 2026	iif International Investment Forum	20	ONLINE
11./12. November 2026	mkk Münchner Kapitalmarkt Konferenz	60	The Charles Hotel München
09. Dezember 2026	iif International Investment Forum	20	ONLINE



INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	3
Vorwort	4
Länderprofil Italiens	5
Der Italienische Kapitalmarkt	6
Historie des italienischen Kapitalmarktes	6
Überblick über den italienischen Kapitalmarkt	7
Marktsegmente	9
Gründe für Investments in Italien	11
Hohe IPO-Aktivität vs. Wenig Börsengänge	11
Investitionsinitiative Fondo Nazionale Strategico	12
Mehrfachstimmrechte	12
Steuervorteile für Emittenten beim IPO	13
GBC Italian Champions 2025 – Die Aktien im Überblick	15
Casta Diva Group S.p.A.	16
Cembre S.p.A.	18
Energy S.p.A.	20
Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A.	22
Franchetti S.p.A.	24
Lindbergh S.p.A.	26
Lottomatica Group S.p.A.	28
Redfish Longterm Capital S.p.A.	30
Reply S.p.A.	32
Sanlorenzo S.p.A.	34
Siav S.p.A.	36
Somec S.p.A.	38
Anhang	40



VORWORT

Liebe Investoren,

Auch in diesem Jahr präsentieren wir im Rahmen der vorliegenden Studie „GBC Italian Champions“ italienische Small- und Midcaps, die aus unserer Sicht besonders vielversprechend sind. Wie schon im letzten Jahr weist unsere Auswahl eine hohe Branchendiversifikation auf und deckt ein breites Größenspektrum ab. Neun Unternehmen aus der Vorjahresstudie haben es erneut in die diesjährige Auswahl geschafft. Das bedeutet, dass wir Ihnen im Rahmen dieser Studienaktualisierung vier neue Investmentideen vorstellen.

Auch dieses Jahr gilt: Der Blick über die Landesgrenze kann sich lohnen. Während der deutsche Kapitalmarkt für viele Unternehmen keine attraktive Option mehr zu sein scheint, ist die Beliebtheit des italienischen Kapitalmarktes ungebrochen hoch. Während die IPO-Aktivität in Deutschland bereits seit Jahren auf einem geringen Niveau liegt, werden an der Mailänder Börse stetig neue Unternehmen gelistet. In Deutschland sind die Neuemissionen in den vergangenen Jahren fast zum Erliegen gekommen. Nachdem 2023 nur drei Börsengänge stattgefunden hatten, war das Jahr 2024 mit fünf Börsengängen nicht deutlich besser. Demgegenüber verzeichnete die Mailänder Börse mit 35 Börsengängen im Jahr 2023 bzw. 23 im Jahr 2024 eine ungebrochen hohe IPO-Aktivität.

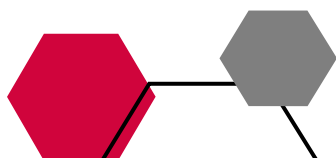
Die höhere Bereitschaft italienischer Unternehmen, an die Börse zu gehen, dürfte unter anderem strukturellen Vorteilen zu verdanken sein. Zu nennen sind hier beispielsweise Mehrfachstimmrechte, die eine bessere Kontrolle der Gründer und einen guten Übernahmeschutz ermöglichen. Gerade für mittelständische Unternehmen ist dies ein gutes Argument für eine Kapitalmarktorientierung. Zudem können Emittenten bei einem Börsengang von Steuervorteilen profitieren. Der hohe Stellenwert, den Aktien genießen, zeigt sich auch in der geplanten Investitionsinitiative Fondo Nazionale Strategico. Unter dem Dach der staatlichen Investitionsbank Cassa Depositi e Prestiti (CDP) sollen über 700 Mio. € gezielt in mittlere und kleinere italienische Unternehmen investiert werden. Auch wenn sich der Fonds an institutionelle Anleger und qualifizierte Privatanleger richtet, wird erwartet, dass sich die erhöhte Marktliquidität und die allgemein höhere Nachfrage nach Aktien aus der „zweiten Reihe“ als Kurstreiber für diese Werte erweisen könnten.

Weswegen wir Ihnen, liebe Investoren, auf den nun nachfolgenden Seiten die GBC Best of Italien 2025-Auswahl vorstellen. Es handelt sich um eine Reihe chancenreicher Unternehmen aus einer Vielzahl an Branchen mit attraktiven Bewertungen, die unserer Ansicht nach eine attraktive Ergänzung im Depot sein können.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und erfolgreiche Investments.

Cosmin Filker

Stellv. Chefanalyst

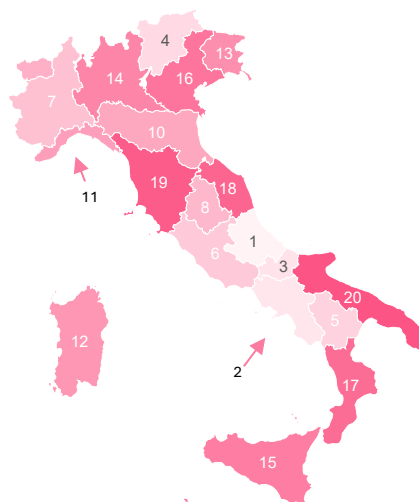


LÄNDERPROFIL ITALIENS

Die Republik Italien umfasst eine Gesamtbevölkerung von rund 59 Millionen Menschen, bei einer Gesamtfläche von 302,1 km² und ist damit nach Gesamtbevölkerung das drittgrößte Land der EU. Es grenzt an insgesamt 4 Staaten an, wobei Italien neben Österreich, der Schweiz, Frankreich und der Slowakei zudem die beiden Länder San Marino sowie den Vatikan vollständig umschließt.

Überblick der Regionen Italiens

Abruzzen	1
Kampanien	2
Molise	3
Trentino-Südtirol	4
Basilikata	5
Latium	6
Piemont	7
Umbrien	8
Aostatal	9
Emilia-Romagna	10
Ligurien	11
Sardinien	12
Friaul-Julisch Venetien	13
Lombardei	14
Sizilien	15
Venetien	16
Kalabrien	17
Marken	18
Toskana	19
Apulien	20



Powered by Bing
© GeoNames, Microsoft, TomTom

Quelle: GBC AG

Italien gliedert sich in 20 Regionen, wobei mehr als 40 % der Bevölkerung im Norden des Landes leben. Hierbei zählt besonders die Lombardei mit einer Population von mehr als 10 Millionen Menschen zu den wichtigsten Regionen des Landes. Sie ist nicht nur Heimat für mehr als 15 % der Landesbevölkerung, sondern auch innerhalb Europas eine der am stärksten besiedelten Ballungsgebiete. Nur die französische Hauptstadt (Ile-de-Franc) hat mit mehr als 12,3 Millionen Einwohnern eine höhere Bevölkerungsanzahl.

DER ITALIENISCHE KAPITALMARKT

Historie des italienischen Kapitalmarktes

Wie die Börse kann auch der italienische Kapitalmarkt auf eine lange und traditionsreiche Geschichte zurückblicken. Beide sind untrennbar miteinander verbunden. Wichtigster und einziger Handelsplatz des Landes ist die Borsa Italiana mit Sitz im norditalienischen Mailand. Seit April 2021 ist sie Teil der Euronext-Gruppe, in ihrer heutigen Form existiert sie jedoch bereits seit 1998. Sie vereint den gesamten Wertpapierhandel des Landes auf sich.

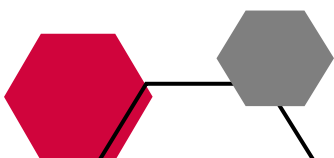
Der italienische Kapitalmarkt hat seinen Ursprung im Mittelalter, als sich Städte wie Genua, Florenz und Venedig zu bedeutenden Handels- und Finanzierungsstätten entwickelten. In diesen Zentren konzentrierte sich neben dem Handel auch die Nachfrage nach Kapital, sodass sich der Bedarf nach einem Ort entwickelte, an dem ein standardisierter und zentralisierter Austausch von Handelswaren und Kapital möglich war. Als Resultat dieser Entwicklung entstanden zu Beginn des 17. Jahrhunderts in Städten wie Triest (1775), Rom (1802) und Mailand (1808) zunächst unspezialisierte Börsen, an denen Waren, Edelmetalle und Wertpapiere gehandelt wurden.

Gestützt durch den Seidenhandel und dessen Verarbeitung erlebten die italienischen Börsen in den 1830er Jahren ihre erste Blütezeit. Der ökonomische Aufschwung beschleunigte sich, der steigende Kapitalbedarf und die ersten Anzeichen der Industrialisierung übertrugen das Wachstum auf andere Sektoren. So entstand neben einem großen Industriesektor eines der modernsten Transport- und Kommunikationsnetze Italiens. Auf diesen Erfolgen aufbauend konnte die industrielle Revolution Anfang der 1860er Jahre das neu gegründete Königreich Italien vollständig erfassen und sorgte damit für eine Fortsetzung des positiven wirtschaftlichen Trends. Diese Entwicklung übertrug sich auf den italienischen Kapitalmarkt, der in dieser Zeit durch eine Vielzahl von Industrieunternehmen geprägt war. Deren Emission führte vor allem zwischen 1895 und 1900 zu einem enormen Wachstum an notierten Aktien an allen regionalen Handelsplätzen des Landes.

Besonders hervorzuheben ist hierbei jedoch der Norden des Landes, wo sich neben einem starken Industriesektor in Regionen wie der Lombardei oder der Emilia-Romagna zahlreiche Eisenbahngesellschaften und Banken ansiedelten. Davon ist die italienische Kapitalmarktlandschaft bis heute geprägt, was sich auch im italienischen Leitindex (dem FTSE MIB Index) nachvollziehen lässt. In dieser Historie liegt zudem die Dominanz der Mailänder Börse begründet, die als Ursache der Etablierung Mailands als eines der wichtigsten Handelsplätze des Landes angesehen werden kann.

Die Kriegsjahre des 20. Jahrhunderts waren auch in Italien von hoher Unsicherheit und großen Schwankungen geprägt. Erst ab den 1950er Jahren normalisierte sich der Handel wieder. Darauf folgte eine lange Phase der Expansion, in der sich die zunehmende Elektronisierung und Automatisierung des Handels auch in Italien durchsetzte und die Kapitalmarktlandschaft nachhaltig veränderte.

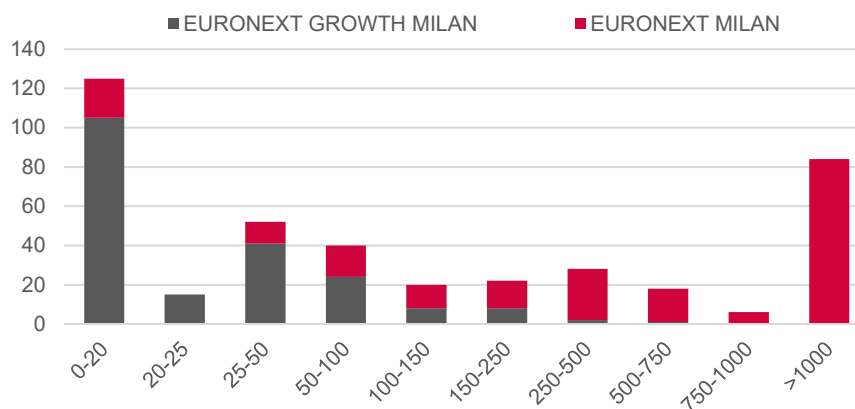
Die Gründung einer zentralisierten Börse markierte das Ende der zahlreichen Regionalbörsen des Landes: Im Jahr 1998 wurden fast alle kleineren Börsen geschlossen und der Handel am Mailänder Marktplatz zentralisiert. Dies führte zur Errichtung einer einzigen Wertpapierhandelsbörse im Herzen der norditalienischen Metropole – der Borsa Italiana. Diese Institution prägt seitdem den Handel und bildet das Gesicht des italienischen Kapitalmarktes.



Überblick über den italienischen Kapitalmarkt

Der italienische Kapitalmarkt (Euronext Milan und Euronext Growth Milan) umfasst derzeit 411 gelistete Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 1.016 Milliarden €. Dabei ist hervorzuheben, dass kleine und mittlere Unternehmen (KMU) rund 70 % des italienischen Kapitalmarktes ausmachen. 327 von ihnen weisen eine Marktkapitalisierung von unter 1 Milliarde € auf und fallen somit in diese Kategorie.

Unternehmensverteilung nach Marktkapitalisierung und Marktsegment

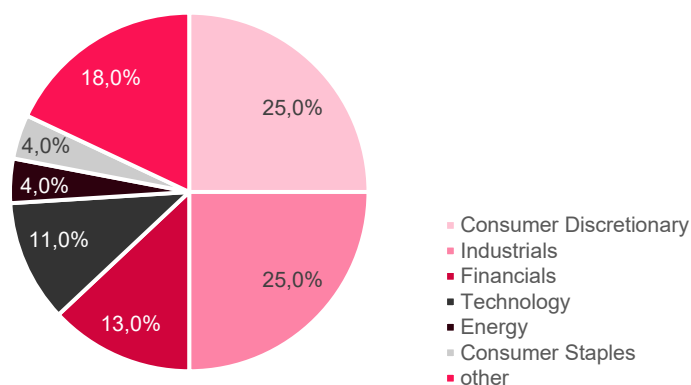


Quelle: Borsa Italiana (Stand: September 2025)

Die wichtigsten Sektoren im Fokus

Eine sektorale Aufteilung (nach Marktkapitalisierung) des Marktes verdeutlicht den historischen Kontext und so wird der italienische Kapitalmarkt vor allem durch den Konsumsektor, Finanzsektor sowie den Industriebereich geprägt. Emittenten, die einem dieser drei wichtigsten Sektoren angehören, machen mehr als die Hälfte der Marktkapitalisierung der Euronext Gruppe aus:

Sektorale Aufteilung des italienischen Kapitalmarktes



Quelle: Borsa Italiana (Stand: September 2025)

Geografische Verteilung

Auch ein Blick auf die regionale Verteilung der Unternehmen unterstreicht die zentrale Bedeutung des Nordens für die Wirtschaft des Landes und damit dessen Bedeutung für die Kapitalmärkte.

Die Verteilung der Unternehmen auf Landesebene

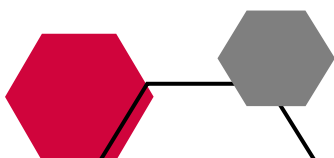


Powered by Bing
© GeoNames, Microsoft, TomTom

Quelle: GBC AG (Daten selektiv entnommen von Borsa Italiana)

Mehr als 150 der gelisteten Unternehmen haben ihren Sitz in der Lombardei und damit einer Region, welche neben Trentino und Südtirol zu den wirtschaftsstärksten Standorten des Landes zählt. Zentral gelegen ist auch die Region des Latiums von hoher Bedeutung. Neben der Landeshauptstadt Rom, einem seit jeher wichtigen Handels- und Wirtschaftszentrum, beheimatet sie die Hauptsitze von mehr als 40 Unternehmen.

Der oberen Abbildung kann zudem entnommen werden, dass der Landessüden im Hinblick auf das Kapitalmarktgeschehen von nachgeordneter Bedeutung ist. Seine geringe ökonomische Relevanz spiegelt sich auch auf dem Kapitalmarkt wider, wo lediglich sechs Unternehmen aus diesem Teil des Landes vertreten sind.



Marktsegmente

Im Zuge der Eingliederung der Borsa Italiana in die Euronext-Gruppe wurden auch die bisherigen Marktsegmente zum Oktober 2021 umstrukturiert. Im Zuge der Integration hat die Börse zudem eine Vielzahl von Vereinfachungen im Bereich der Notierung und des Zulassungsverfahrens erlassen, um den Marktteilnehmern einen möglichst arbeits- und zeitsparenden Börsenzugang zu ermöglichen.

Die primäre Absicht besteht darin, kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) den Zugang zum Kapitalmarkt zu eröffnen. Dies fördert ihr Wachstum und bietet internationalen sowie inländischen Investoren die Gelegenheit, am Potenzial des italienischen Kapitalmarktes teilzuhaben.

Euronext Milan (regulierter Markt)

Das Segment Euronext Milan bildet innerhalb des regulierten Marktes das Qualitätssegment des italienischen Kapitalmarktes ab. Emittenten erhalten durch eine Notierung in diesem Segment ein Höchstmaß an Sichtbarkeit und Zugang zu einer breiten nationalen und internationalen Investorenbasis. Das Segment wurde speziell für Unternehmen mit mittlerer bis großer Marktkapitalisierung geschaffen. Als geregelter Markt unterliegt es den aufsichtsbehördlichen Bestimmungen und verpflichtet die Unternehmen zur Einhaltung höchster Transparenzpflichten. Zur Sicherung des bestmöglichen Zugangs nationaler und internationaler Investoren orientieren sich dessen Zulassungs- und Offenlegungsnormen an internationalen Standards. Zuletzt ist zu erwähnen, dass eine Notierung in diesem Segment die Grundlage für die Aufnahme in einen der italienischen Auswahlindizes darstellt.

Derzeit sind 200 Unternehmen aus 11 Sektoren in diesem Segment vertreten und repräsentieren dabei eine Marktkapitalisierung von rund 994 Milliarden €.

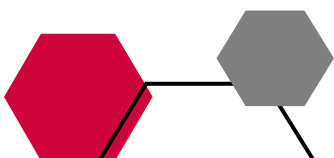
Euronext STAR Milan (regulierter Markt)

Das Teilsegment Euronext STAR Milan ist Teil des Euronext Milan Segments und richtet sich speziell an mittelständische Unternehmen, die sich den hohen Anforderungen nach Transparenz, Liquidität und Unternehmensführung freiwillig unterstellen möchten. Sie profitieren dadurch von einer hohen Sichtbarkeit durch Veranstaltungen der Borsa Italiana (z. B. im Rahmen der STAR Conference in Mailand und London) sowie von erhöhter Aufmerksamkeit bei Investoren. Gleichzeitig kann ein Listing in diesem Segment als Sprungbrett auf dem Weg an die Spitze betrachtet werden.

Derzeit beheimatet dieses Segment 64 Unternehmen mit einer Gesamt-Marktkapitalisierung in Höhe von rund 45 Milliarden €.

Eurostar Growth Milan

Das Segment „Euronext Growth Milan“ richtet sich besonders an KMU und wurde speziell auf deren Bedürfnisse zugeschnitten. Aufgrund der geringeren Regularien im Vergleich zum „Euronext Milan“-Segment dient es als Beschleuniger für Wachstumsprojekte und die Wettbewerbsfähigkeit dynamischer KMUs auf dem Weg in den regulierten Markt. Als wichtiger Baustein auf diesem Weg bietet das Segment zudem ambitionierten und dynamischen Unternehmen die Möglichkeit, hohe Sichtbarkeit bei einer breiten Investorenbasis mit einem ausgewogenen regulatorischen Rahmen zu verbinden. Die höheren regulatorischen Anforderungen erlauben es Unternehmen, gezielt eine größere Investorenbasis anzusprechen. Zudem sorgt die Unterstützung durch einen Growth Advisor, der die Emittenten sowohl beim Listing als auch beim Being Public begleitet, dafür, dass sie auf die Transition in den regulierten Markt vorbereitet werden.



Euronext Growth Milan beinhaltet derzeit 209 notierte Firmen, mit einer kumulierten Marktkapitalisierung von 9,3 Milliarden €. Dabei erfreut sich das Segment einer zunehmend steigenden Beliebtheit bei Emittenten, sodass sich die Anzahl an gelisteten Unternehmen seit dem Start im Jahr 2009 um den Faktor 41x erhöht hat.

Professional Segment

Das Professional Segment wurde geschaffen, um Unternehmen einen schrittweisen Einstieg zu ermöglichen. Es bietet die perfekte Basis für Start-ups und bereits etablierte Unternehmen, die ersten Schritte am Kapitalmarkt zu wagen. Der besondere Ansatz mit regulatorischer Flexibilität, minimaler Bürokratie und schnellen Entscheidungsprozessen erlaubt eine optimale Anpassung an die Bedürfnisse von KMUs. Unabhängig vom konkreten Vorhaben (reines Listing oder Notierung inklusive Ausgabe neuer Aktien) können Emittenten somit einen leichten und kostengünstigen Prozess sicherstellen.

Formale Anforderungen beim IPO

	Euronext	Euronext STAR	Euronext Growth	Professional
Free Float	25%	35 %	10 % (5 institutionelle Investoren)	10 % (5 Investoren) ¹
Geprüfte Jahresabschlüsse	3	3	1 (wenn vorhanden)	1 (wenn vorhanden)
Rechnungslegungsstandards	IFRS	IFRS	IFRS, Italienisch oder US GAAP	IFRS, Italienisch oder US GAAP
Offering	Institutionell/Privat	Institutionell/Privat	Hauptsäch. institutionell (Privat mit einem Angebot von < 8 Mio. €)	Nicht verpflichtend
Dokumente	Prospekt	Prospekt	Zulassungsdokument	Zulassungsdokument
Marktkapitalisierung	min. 40 Mio. €	min 40 Mio. €; max 1 Mrd. €	keine Anforderung	keine Anforderung
Aufsichtsrat	TUF ²	verpflichtend ³	Vorstand mit mind. 1 unabhängigen Mitglied	Aufsichtsrat
Kontroll- und Risikoausschuss	empfohlen	verpflichtend		
Vergütungsausschuss	empfohlen	verpflichtend	keine Anforderung	keine Anforderung
Anreize für das Management	empfohlen	verpflichtend (leistungsabhängige Vergütung)		
Investor relations	empfohlen	verpflichtend	verpflichtend	nicht verpflichtend
Webseite	verpflichtend	verpflichtend	verpflichtend	verpflichtend
Main Advisor	Listing Agent / Global coordinator	Listing Agent / Global coordinator	Euronext Growth Advisor/Global Coordinator	Euronext Growth Advisor

¹ Sollte das Kriterium für einen Zeitraum von 2 Jahren nicht erfüllt sein, erfolgt ein automatisches Delisting aus dem Segment.

² TUF = Testo Unico della Finanza, Gesetz zur Regulierung des italienischen Finanzsektors.

³ bei 8 Mitgliedern im Aufsichtsrat mindestens 2 unabhängige Mitglieder; bei 9-17 Mitgliedern mindestens 3 unabhängige Mitglieder und bei mehr als 14 Mitgliedern im Aufsichtsrat mindestens 4 unabhängige Mitglieder.

Quelle: Borsa Italiana

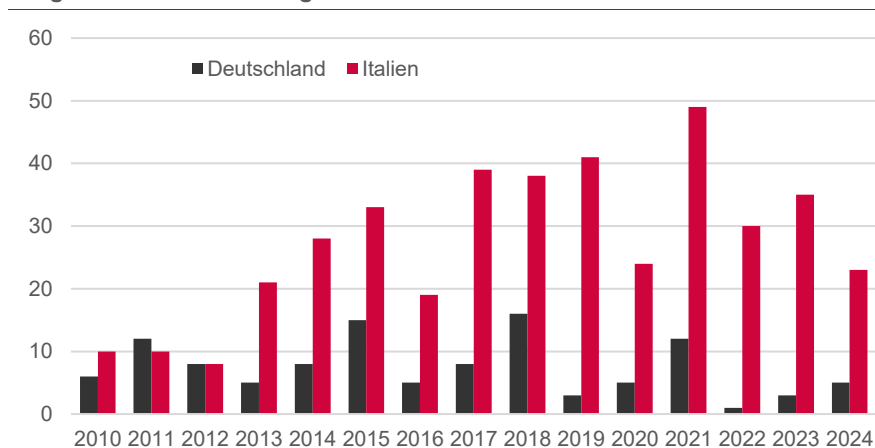
GRÜNDE FÜR INVESTMENTS IN ITALIEN

Hohe IPO-Aktivität vs. Wenig Börsengänge

Die Zahlen sprechen eine deutliche Sprache: Ein Vergleich der absoluten Werte des italienischen mit dem deutschen Aktienmarkt zeigt, weshalb Investoren den Markt südlich der Alpen nicht unbeachtet lassen sollten. Mit 411 Emittenten steht die Anzahl der an der italienischen Börse notierten Unternehmen der Gesamtanzahl der am deutschen Kapitalmarkt gelisteten Emittenten kaum nach. So weist die Deutsche Börse in den vier Segmenten des deutschen Kapitalmarktes derzeit 462 Emittenten auf.

Eine Betrachtung der IPO-Statistik offenbart jedoch die tatsächlichen Verhältnisse und Relationen beider Märkte zueinander. Während die IPO-Aktivität in Deutschland bereits seit Jahren auf einem geringen Niveau liegt, werden an der Mailänder Börse stetig neue Unternehmen gelistet. Dabei erlebte der deutsche Kapitalmarkt zu Zeiten des sogenannten „Neuen Marktes“ seine bisherige Blütephase. Im Jahr 1995 wurde mit 175 IPOs der bislang höchste Stand an Emissionen erreicht. Seitdem liegt die Anzahl der Emissionen deutlich unter dem Niveau der 1990er Jahre. Besonders innerhalb der letzten Dekade sind die Neuemissionen fast zum Erliegen gekommen. Nachdem 2023 nur drei Börsengänge stattgefunden haben, war auch 2024 von einer ausgesprochen schwachen IPO-Aktivität geprägt. Im vergangenen Jahr fanden nur fünf Börsengänge mit einem Emissionsvolumen von 1,9 Milliarden Euro statt. Begleitet von einem zunehmenden Rückzug vieler Unternehmen muss für den deutschen Markt ein negatives Bild konstatiert werden. Eine Trendwende ist derzeit nicht abzusehen. Unter Berücksichtigung des jüngsten Zinsanstiegs sowie der hohen Marktdurchdringung von Banken und den damit vorherrschenden Finanzierungsalternativen lässt sich somit derzeit leider kein positives Bild für die Zukunft des deutschen Kapitalmarktes erkennen.

Vergleichende Darstellung der IPO-Aktivität in Deutschland und Italien



Quelle: Deutsche Börse, euronext.com

Ein Blick auf die Mailänder Börse und somit auf den italienischen Kapitalmarkt zeigt hingegen eine vollständig gegenteilige Entwicklung. Auch der italienische Markt verzeichnete um die Jahrtausendwende einen temporären Höchststand an Emissionen. Ein Vergleich der Entwicklungen zeigt jedoch deutlich, dass der Anstieg der Emissionen lediglich durch die wirtschaftlichen Krisen der vergangenen zwei Jahrzehnte unterbrochen wurde. Darüber hinaus konnten konstant steigende Wachstumsraten erreicht werden, die deutlich über den deutschen Werten liegen. Zwischen 2020 und 2024 sind insgesamt 161 Unternehmen neu an die italienische

Börse gegangen. Ein Blick auf die Gesamtanzahl der notierten Unternehmen lässt für die nähere Zukunft eine ebenso positive Entwicklung erwarten. Die Entwicklung des italienischen Kapitalmarktes ist somit aus unserer Sicht ein klares Argument für Italien.

Investitionsinitiative Fondo Nazionale Strategico

Unter dem Dach der staatlichen Investitionsbank Cassa Depositi e Prestiti (CDP) wurde die Investitionsinitiative „Fondo Nazionale Strategico“ verabschiedet. Die Mittel des Fonds in Höhe von über 700 Mio. € sollen gezielt in kleinere und mittlere italienische Unternehmen investiert werden. Die vom Wirtschafts- und Finanzministerium gezeichneten und von der CDP verwalteten Mittel sollen zu rund 70 % in an der Börse notierte KMU investiert werden, die über noch zu gründende geschlossene Fonds erreicht werden sollen. Die verbleibenden 30 % können uneingeschränkt in italienische Aktien oder Anleihen investiert werden.

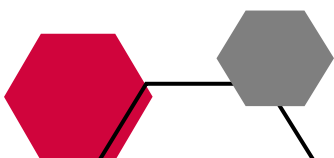
Auch wenn sich der Fonds an institutionelle Anleger und qualifizierte Privatanleger richtet, wird erwartet, dass die erhöhte Marktliquidität und die allgemein höhere Nachfrage nach Aktien aus der „zweiten Reihe“ sich als Kurstreiber für diese Werte erweisen könnten. Darüber hinaus dürfte sich die Fokussierung institutioneller Investoren, die in diesem Bereich derzeit noch nicht so stark engagiert sind, auf dieses Marktsegment nachhaltig positiv auswirken. Damit werden italienische Unternehmen gestärkt und die Finanzierung von Wachstumsprojekten ermöglicht. Aufgrund der langfristigen Ausrichtung liegt der Fokus dabei auf nachhaltigem Wachstum und Stabilisierung der KMU.

Mehrfachstimmrechte

Die Implementierung von Mehrfachstimmrechten ermächtigt Inhaber bestimmter Aktienklassen eines Emittenten, eine höhere Anzahl an Stimmrechten pro Aktie auszuüben als Inhabern anderer Stücke. Infolgedessen erlangen sie die Befugnis, einen stärkeren Einfluss auf Unternehmensentscheidungen auszuüben, selbst wenn ihr Kapitalanteil begrenzt ist. Die Ausgabe von Aktien mit Mehrfachstimmrechten bietet Emittenten eine breite Palette an Vorzügen. Für Unternehmen mit Kapitalmarktorientierung sind insbesondere die Aspekte der Gründerkontrolle, Übernahmeschutz und der langfristigen Stabilität von zentraler Bedeutung.

Aktien mit Mehrfachstimmrechten ermöglichen Gründern im Rahmen eines Börsengangs, einen Großteil ihrer Anteile zu veräußern und dennoch einen bedeutenden Stimmrechtsanteil, selbst bei einer Minderheitsbeteiligung, zu behalten. Diese Vorgehensweise bewahrt einerseits die ursprüngliche Vision der Gründer und erleichtert andererseits Investoren den Einstieg in äußerst vielversprechende Unternehmen. Mehrfachstimmrechte dienen zudem dem Schutz vor feindlichen Übernahmen, indem sie Investoren ermöglichen, entsprechende Übernahmeangebote mithilfe der höheren Stimmrechtsanzahl abzuwehren. Schließlich stellt die langfristige Stabilität einen bedeutenden Vorzug von Aktien mit Mehrfachstimmrechten für sowohl Investoren als auch Emittenten dar. Sie gestatten es Unternehmen, langfristige Investoren durch Mehrfachstimmrechte vor einer Verwässerung zu bewahren und somit ihre langanhaltende Treue und Unterstützung zu honorieren.

Mehrfachstimmrechte waren auch am deutschen Kapitalmarkt erlaubt, bevor diese im Zuge der Einführung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Jahre 1998 verboten wurden. In Deutschland sind durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz seit Ende 2023 wieder Mehrfachstimmrechte erlaubt. Voraussetzung dafür ist allerdings eine Zustimmung aller Aktionäre, was die Einführung bei bereits bestehenden Aktiengesellschaften erschweren dürfte.



In Italien ist es gemäß italienischen Regularien bereits seit 2014 möglich, Aktien mit einem Mehrfachstimmrecht zu emittieren. Die hierfür nötigen Modalitäten müssen in der Satzung des Unternehmens festgeschrieben werden. Für den Erhalt des erhöhten Stimmrechtes müssen Aktionäre die Aufnahme in ein vom Emittenten geführtes Register beantragen.

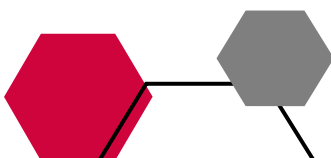
Die zuvor beschriebene Form des Mehrfachstimmrechts stellt dabei eine besondere Ausgestaltung innerhalb des italienischen Rechts dar. Dieses „Treueprogramm“ wurde entwickelt, um langfristige Investoren gezielt zu belohnen und unterscheidet sich von der Ausgabe von Aktien mit Mehrfachstimmrecht gemäß des Codice Civile. Demnach ist es Aktiengesellschaften gestattet, Stücke mit einem Stimmrechtsverhältnis von 1:3 zu emittieren, was sie von der zuvor beschriebenen Form des Mehrfachstimmrechts unterscheidet. Diese Art von Aktien kann jedoch nur ausgegeben werden, solange das Unternehmen noch nicht an der Börse notiert ist. Private Unternehmen haben somit die Möglichkeit, ihr Stimmrecht im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen erheblich zu erhöhen. Der entscheidende Vorteil dieser Regelung besteht darin, dass Unternehmen die emittierten Aktien im Falle eines Börsengangs beibehalten dürfen. Sie heben sich damit deutlich von bereits gelisteten Unternehmen ab, bei denen die Ausgabe von Aktien mit Mehrfachstimmrechten auf ein Maximum von 1:2 begrenzt ist. Ein Ausblick in die Zukunft zeigt zudem, dass der Regulator derzeit plant, die Mehrfachstimmrechte auf ein Verhältnis von bis zu 1:10 zu erhöhen.

Zusammenfassend kann damit, unter Berücksichtigung des enormen Unterschiedes bei der Entwicklung beider Märkte, hierin eine Ursache für die hohe Attraktivität des italienischen Kapitalmarktes gesehen werden. Unternehmer haben durch Mehrfachstimmrechte die Chance von den Vorteilen einer öffentlichen Notierung, wie einer erleichterten Investorengewinnung durch den Zugang zu einer breiten Investorenbasis oder einer höheren Visibilität zu profitieren. Gleichzeitig werden langfristige Investoren für ihre Treue belohnt und ihnen wird die Chance auf eine erhöhte Einflussnahme eingeräumt.

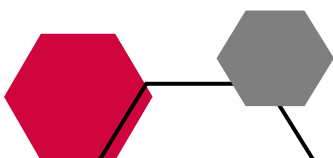
Steuervorteile für Emittenten beim IPO

Neben den zahlreichen Vorteilen, welche für den Emittenten mit einem IPO verbunden sind und bereits ausführlich in diesem Dokument geschildert wurden, gibt es für ebendiese auch konkrete steuerliche Vergünstigungen. Und so können besonders Small- und Mid Caps von einer Steuergutschrift profitieren, sollten sich diese für ein Listing am geregelten Markt oder dem MTF entscheiden. Konkret sind hierbei bis zu 50 % der angefallenen IPO-Kosten (u.a. für Prospekt, Kosten für Investor Relations sowie Wirtschaftsprüfer) steuerlich anrechenbar. Dabei erhalten die Unternehmen eine Steuergutschrift von bis zu max. 500.000 € sollten sie sich für den Weg an die Börse entscheiden. Hierdurch möchte der italienische Staat gezielt KMUs beim Going Public unterstützen und damit die Attraktivität der Kapitalmärkte für eben diese Unternehmen erhöhen. Besonders deutlich wird dies dadurch, dass die steuerliche Maximalhöhe von vormals 200.000 € auf die heutigen 500.000 € angehoben wurde.

Die Inanspruchnahme des Steuerbonus erfolgt nach einem Antrag des Emittenten bei seiner nationalen Steuerbehörde. Hierbei müssen alle mit dem IPO verbundenen Kosten durch entsprechende Belege nachgewiesen werden. Darüber hinaus müssen bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein, die unter anderem die Größe des Unternehmens und seine betriebswirtschaftliche Historie betreffen. Diese Maßnahmen sollen sicherstellen, dass das Gesetz seine Förderwirkung entfaltet und Missbrauch verhindert wird.



Insgesamt bietet die italienische Steuergesetzgebung sowohl langfristigen Investoren als auch Emittenten attraktive Anreize. Dies unterstreicht die fortwährende Bemühung Italiens, die Investitionstätigkeit in kleine und mittlere Unternehmen zu fördern, die Widerstandsfähigkeit seines Kapitalmarkts zu stärken sowie als attraktiver Markt für Investoren angesehen zu werden. Für uns ein klares Argument für ein Investment.



GBC ITALIAN CHAMPIONS 2025 – DIE AKTIEN IM ÜBERBLICK

Auf den nachfolgenden Seiten stellen wir Ihnen die GBC-Best of Italien 2025 Auswahl vor. Diese enthält eine Reihe chancenreicher Unternehmen, aus einer Vielzahl an Branchen und mit attraktiven Bewertungen, die unserer Ansicht nach die perfekte Erweiterung für Ihr Depot bilden.

Emittent	Branche	ISIN	Kurs in €	MCap. in Mio. €	Kursziel in €	Rating
Casta Diva Group S.p.A.	Entertainment	IT0005003782	1,69	33,87	2,95	KAUFEN
Cembre S.p.A.	Industrie	IT0001128047	59,40	996,85	70,00	KAUFEN
Energy S.p.A.	Cleantech	IT0005500712	0,82	44,24	1,40	KAUFEN
Fine Foods & P. S.p.A.	Produktion	IT0005215329	9,10	232,60	13,75	KAUFEN
Franchetti S.p.A.	Engineering	IT0005508574	4,80	41,62	9,50	KAUFEN
Lindbergh S.p.A.	Dienstleistungen	IT0005469272	7,60	74,04	8,55	KAUFEN
Lottomatica S.p.A.	Glücksspiel	IT0005541336	19,78	4.977,24	29,00	KAUFEN
Redfish LTC S.p.A.	Beteiligungen	IT0005549354	1,33	37,25	2,37	KAUFEN
Reply S.p.A.	Technologie	IT0005282865	115,90	4.335,93	175,00	KAUFEN
Sanlorenzo S.p.A.	Schiffsbau	IT0003549422	32,60	1.157,50	50,00	KAUFEN
Siav S.p.A.	Software	IT0005504128	1,96	17,98	4,50	KAUFEN
Somec S.p.A.	Schiffsbau	IT0005329815	14,90	108,47	23,35	KAUFEN

Casta Diva Group S.p.A.*¹¹

Branche: Entertainment & Werbung
Fokus: Live Kommunikation und Video-
 produktion
Gründung: 2005

Mitarbeiter: 260
Firmensitz: Mailand
Vorstand: Andrea De Micheli (CEO),
 Guido Palladini (CFO)

Die Casta Diva Group SpA (CDG) ist ein in Mailand ansässiger Konzern, der hauptsächlich in der Werbe- und Entertainmentbranche tätig ist und dies nicht nur auf dem italienischen Heimatmarkt, sondern auch in internationalen Märkten. Die Gruppe konzentriert sich hauptsächlich auf die Produktion von Werbefilmen und die Veranstaltung von (Live-)Events. Der Kommunikationskonzern ist im Bereich Markeninhalte tätig, der u.a. Werbeproduktionen, Filme, Fernsehprogramme, Firmenveranstaltungen, virale Videos, digitale Inhalte und Live-Musikshows beinhaltet. Das Unternehmen übt seine Geschäftstätigkeit über verschiedene Marken aus, wie z.B. Casta Diva Art & Show, Casta Diva Pictures, G.2 Eventi, Genius Progetti, Akita Film, E-Motion und Blue Note Milano, einem Jazzclub und Restaurant, das Festivals und Freiluftveranstaltungen organisiert. CDG ist auf vier Kontinenten mit Niederlassungen in 13 Städten vertreten und mit mehr als 130 internationalen Auszeichnungen und mehr als 165 führenden Partnermarken weltweit anerkannt.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	121,89	135,78	149,12	158,36
EBITDA	8,78	11,84	14,36	16,24
EBIT	5,16	8,27	10,77	12,62
Jahresüberschuss	1,90	4,11	5,61	6,69
Gewinn je Aktie	0,01	0,02	0,03	0,03
Dividende je Aktie	0,03	0,04	0,09	0,12
EV/Umsatz	0,36	0,32	0,29	0,28
EV/EBITDA	4,99	3,70	3,05	2,70
EV/EBIT	8,48	5,29	4,06	3,47
KGV	17,83	8,24	6,04	5,06
KBV	3,32			

Investment Case

- Die CDG hat sich in den vergangenen Jahren eine marktführende Position auf dem Heimatmarkt im Kommunikationssektor der Medienbranche erarbeitet.
- Dank organischem Wachstum und mehrere Übernahmen konnte der Konzern seinen Umsatz von 3,9 Mio. € in 2005 (Gründungsjahr) auf zuletzt 121,89 Mio. € dynamisch steigern, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 19,0% entspricht.
- Angesichts von rund 18 erfolgreich durchgeführten Akquisitionen in den vergangenen 20 Jahren kann CDG einen starken M&A-Track-Rekord vorweisen, wobei der fragmentierte Kommunikationssektor weiteres deutliches Konsolidierungspotenzial bietet.
- CDG besitzt einen umfangreichen Kundenstamm aus langjährigen renommierten Businesskunden bzw. starken Marken (sog. „Blue-Chip“-Kunden).
- Die Fortsetzung der M&A-Strategie, eine verstärkte Internationalisierung und Diversifizierung des Leistungsangebots eröffnen dem Konzern hohes Wachstumspotenzial.
- Gute Perspektiven & attraktive Bewertung:** erwartetes deutliches Wachstum mit sukzessiver Margenverbesserung; Kursziel 2,95 € je Aktie; Rating: „Kaufen“

Rating: KAUFEN
Kursziel: 2,95 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	1,69 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005003782
WKN	A1187N
Aktienzahl (in Mio.)	20,04
MCap (in Mio. €)	33,87
Enterprise Value	43,78

Marktsegment	Euronext Growth Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	Italian GAAP

Aktionärsstruktur

RELOAD S.p.A.	47,2%
GREENBONE S.r.l.s.	5,7%
Andrea De Micheli	5,1%
Freefloat	42,0%

Finanztermine

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
 Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

-

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

M&A-getriebene Wachstumsstrategie ermöglicht überproportionales Wachstum in Kernmärkten

Die Casta Diva Group (CDG) ist hauptsächlich im Bereich Kommunikation und Content-Produktion tätig und fokussiert sich hierbei hauptsächlich auf Firmenkunden. Daneben adressiert die Gesellschaft mit ihren Geschäftsaktivitäten auch spezifische Zielgruppen im Endkundenbereich. Hinsichtlich der Unternehmensausrichtung bilden M&As seit der Gründung der Gesellschaft einen zentralen Eckpfeiler der Wachstumsstrategie. Dank organischen und anorganischen Wachstumseffekten konnten hierdurch die Umsatzerlöse des Unternehmens von 3,90 Mio. € in 2005 auf zuletzt 121,89 Mio. € massiv gesteigert werden. Hieraus ergab sich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in den vergangenen Jahren von rund 19,0% (CAGR).

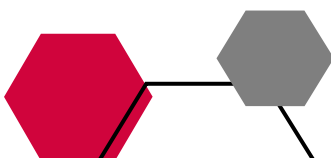
Über die insgesamt 18 erfolgreich getätigten Übernahmen hinweg konnte CDG einen starken M&A-Track-Record erzielen. Die durchgeführten Transaktionen im Rahmen der Marktkonsolidierung haben wesentlich mit dazu beigetragen, dass der Kommunikationskonzern in seinen Kernsegmenten Live-Kommunikation und Videoproduktion eine führende Marktposition (geschätzter Marktanteil von jeweils rund 10,0%) erreicht hat.

Allein in den vergangenen rund zwei Jahren hat CDG fünf bedeutende Übernahmen (Akita, Genius Progtti, E-Motion Artificio Italiano und First Class) getätigt, die die Performance des Konzerns entscheidend mitgeprägt haben. So konnte CDG im vergangenen Geschäftsjahr 2024 dank strategischer M&As und gewonnener großer Eventaufträge einen deutlichen Anstieg der Gesamtumsatzerlöse um 10,0% auf 121,89 Mio. € (VJ: 110,85 Mio. €) erzielen. Parallel hierzu wurde das EBITDA leicht auf 8,78 Mio. € (VJ: 8,57 Mio. €) gesteigert. Korrigiert um Einmal- und Sondereffekte wurde mit 10,40 Mio. € ein bereinigtes EBITDA auf Vorjahresniveau (VJ: 10,20 Mio. €) erzielt.

Auch im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2025 setzte sich der positive Umsatztrend weiter fort. So konnten zum Ende des ersten Halbjahres die Umsatzerlöse, v.a. aufgrund von anorganischen Wachstumseffekten leicht auf 58,54 Mio. € (1. HJ 2024: 58,0 Mio. €) anwachsen. Wesentlich stärker zulegen konnte hingegen das operative Ergebnis bedingt durch erzielte Effizienzsteigerungen mit einem Anstieg des EBITDA um 10,4% auf 4,04 Mio. € (1. HJ 2024: 3,66 Mio. €). Das bereinigte EBITDA (Adj. EBITDA) konnte ebenfalls auf 5,61 Mio. € (1. HJ 2024: 5,10 Mio. €) zulegen.

Die künftige Geschäftsentwicklung wird unseres Erachtens nach weiterhin im Einklang mit der allgemeinen Unternehmensstrategie sehr stark durch M&As geprägt sein. Da die CDG bereits ein Kaufangebot zum Erwerb des Eventbusiness der Prodea Group S.p.A. abgegeben hat, befindet sich bereits eine weitere Transaktion „am Horizont“. Wir gehen davon aus, dass der Konzern langfristig auch mithilfe weiterer M&As in umsatzseitige Größenordnungen von 200,0 bis 300,0 Mio. € vorstoßen möchte, um auch auf europäischer bzw. internationaler Ebene über eine noch stärkere Wettbewerbsposition verfügen zu können. Weitere Wachstumsimpulse sollten sich aus der weiteren internationalen Expansion und Diversifikation der Endmärkte sowie aus Innovationen bei KI-gestützten Inhalten und Events ergeben.

Hinsichtlich der kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit deutlichen Umsatzzuwächsen und einer weiteren schrittweisen Verbesserung der (operativen) Profitabilität. Auf Basis unseres errechneten Kursziels in Höhe von 2,95 € vergeben wir das Rating „Kaufen“.



Cembre S.p.A. ^{*7,11}

Branche: Industrie
Fokus: Elektrische Steckverbinder und
 Verdrahtungswerkzeugsätze
Gründung: 1969

Mitarbeiter: 930 (Ø 30.06.2025)
Firmensitz: Brescia
Vorstand: Giovanni Rosani, Aldo
 Bottini Bongrani, Claudio Bornati,
 Felice Albertazzi, Franco Celli

Cembre S.p.A. nimmt in Italien eine herausragende Stellung in der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von elektrischen Steckverbindern, umfassenden Crimp- und Schneidwerkzeugen, Kabelverschraubungen und Kennzeichnungssystemen ein. Das Kerngeschäft des Unternehmens umfasst fünf verschiedene Produktkategorien. Diese umfassen Steckverbinder für Nieder- und Mittelspannungskabel sowohl aus Kupfer als auch aus Aluminium konzipiert. Darüber hinaus bietet Cembre eine vielseitige Palette von Werkzeugen an, die mechanische, hydraulische und pneumatische Optionen für Aufgaben wie Crimpen, Schneiden und Abisolieren umfassen. Das Unternehmen ist auch auf Materialien für den Eisenbahnsektor spezialisiert und liefert wichtige Komponenten für die Eisenbahnindustrie. Die Gesellschaft hat Produktionsstätten in Italien und in UK und ist durch fünf Tochtergesellschaften in Europa (UK, Frankreich, Spanien, Deutschland und Niederlande) vertreten.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	229,71	236,21	250,39	262,91
EBITDA	66,18	70,84	76,71	80,94
EBIT	52,80	27,54	62,61	66,44
Jahresüberschuss	42,59	42,22	45,70	48,50
Gewinn je Aktie	2,54	2,52	2,72	2,89
Dividende je Aktie	1,88	1,88	2,00	2,10
EV/Umsatz	4,44	4,32	4,07	3,88
EV/EBITDA	15,41	14,40	13,30	12,60
EV/EBIT	19,32	37,03	16,29	15,35
KGV	23,41	23,61	21,81	20,55
KBV	4,54			

Investment Case

- **Marktführer in Europa:** führender Hersteller von elektrischen Crimpverbindungen und Installationswerkzeugen mit breitem Produktportfolio (>18.000 Endprodukte) und globaler Kundenbasis (~5.000 Kunden).
- **Nachhaltiges Umsatzwachstum:** langfristiges CAGR von 6,5 % (2003–2024), zuletzt 10,9 % CAGR (2020–2024); Umsätze im 1.HJ 25 um 4,0 % auf 124,27 Mio. € gesteigert.
- **Hohe Profitabilität:** EBITDA in 1.HJ 2025 auf 38,49 Mio. € gesteigert (VJ. 34,85 Mio. €), EBITDA-Marge 31,0 % deutlich über dem langjährigen Niveau.
- **Starke Finanzkraft:** sehr hohe Innenfinanzierungskraft; Investitionsoffensive (42 Mio. €) vollständig aus operativem Cashflow finanzierbar.
- **Strategische Wachstumsinitiativen:** Fokus auf Innovation (F&E), Optimierung internationaler Vertriebskanäle, Ausbau in Märkten mit hohem Potenzial (u. a. USA, Deutschland).
- **Attraktive Aktionärsvergütung & Bewertung:** kontinuierliche Dividendenpolitik (Ø Ausschüttungsquote 51,9 %, Rendite 3,8 %); DCF-Kursziel 70,00 € mit Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 70,00 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	59,40 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0001128047
WKN	911069
Aktienzahl (in Mio.)	16,78
MCap (in Mio. €)	996,85
Enterprise Value	1.019,94

Marktsegment	Euronext STAR Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Lysne S.p.A.	51,6%
Sara Rosani	8,7%
Giovanni Rosani	8,5%
Streubesitz	31,2%

Finanztermine

14.11.2025	Q3-Zahlen 2025
------------	----------------

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
 Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 12.11.2024: RS / 45,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Europäischer Marktführer mit hoher Profitabilität, starker Finanzkraft und klarem Wachstumskurs

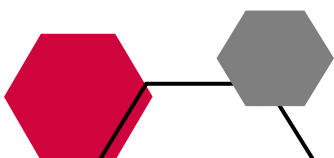
Cembre ist der europäische Marktführer unter den Herstellern von elektrischen Crimpverbindungen und den dazugehörigen Installationswerkzeugen. In den letzten zwei Jahrzehnten verzeichnete die Gruppe ein beeindruckendes Wachstum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6,5 %. Der Umsatz stieg dabei von 65,1 Mio. € im Jahr 2003 auf 229,7 Mio. € im Jahr 2024. In den letzten fünf Jahren (2020–2024) lag das Umsatz-CAGR sogar noch höher, nämlich bei 10,9 %. Zusätzlich zu diesem bemerkenswerten Wachstum hat Cembre ein starkes Engagement für seine Aktionäre bewiesen, indem kontinuierlich Dividenden ausgeschüttet wurden. In den letzten 20 Jahren lag die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei 51,9 % und die durchschnittliche Dividendenrendite bei 3,8 % (2005–2024). Das Produktportfolio von Cembre umfasst derzeit mehr als 18.000 Endprodukte, die an rund 5.000 Einzelkunden weltweit vertrieben werden. Die zehn größten Kunden machen etwa 23,2 % des Konzernumsatzes aus, was die diversifizierte Kundenbasis und die globale Reichweite des Unternehmens widerspiegelt.

In diese Entwicklung reihen sich auch die Zahlen des ersten Halbjahres 2025 ein. Mit Umsatzerlösen in Höhe von insgesamt 124,27 Mio. € (VJ: 119,51 Mio. €) wurde der Vorjaherswert um 4,0 % übertroffen. Besonders stark nachgefragt waren dabei Produkte des Segments „Eisenbahn“. Dabei profitierte die Gesellschaft insgesamt von einer Stärkung des Wettbewerbsvorteils, insbesondere durch die kontinuierliche Entwicklung neuer Produkte als Folge der intensiven F&E-Aktivitäten. Darüber hinaus hat die Cembre die internationalen Märkte stärker durchdrungen, was speziell in Großbritannien und Spanien zu einem überdurchschnittlichen Umsatzwachstum geführt hat. Skaleneffekte, eine Verbesserung der Produktionsprozesse (Automatisierung) und eine überdurchschnittliche Entwicklung bei margenstärkeren Produkten haben zu einer weiteren EBITDA-Verbesserung auf 38,49 Mio. € (VJ: 34,85 Mio. €) geführt. Die EBITDA-Marge von 31,0 % (VJ: 29,2 %) liegt deutlich über den Werten der vergangenen Geschäftsjahre.

Zu dieser positiven Entwicklung hat die Umsatzwachstumsstrategie von Cembre entscheidend beigetragen. Das Unternehmen setzt auf kontinuierliche Innovation durch die Entwicklung neuer Produkte und die Erneuerung des Produktportfolios, die durch intensive Forschung und Entwicklung vorangetrieben wird. Diese Strategie beinhaltet auch die Optimierung der Vertriebskanäle in ausländischen Märkten und die Ausweitung der Präsenz in Regionen mit hohem Potenzial wie den USA und Deutschland. Darüber hinaus konzentriert sich das Unternehmen auf Produkte mit hohem Wachstumspotenzial und betreibt ein effizientes Kostenmanagement durch Skaleneffekte und Prozessinnovationen. Investitionen in High-tech-Maschinen mit hohem Automatisierungsgrad haben die Produktionskapazitäten gestärkt.

Besonders erwähnenswert ist die sehr hohe Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft. Die im Rahmen des operativen Geschäfts generierten hohen operativen Liquiditätszuflüsse reichen aus, um selbst die aktuelle Investitionsoffensive aus eigenen Mitteln zu bestreiten. Aktuell werden die Produktionskapazitäten am heimischen Standort erweitert, wofür ein Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 42 Millionen Euro genehmigt wurde. Dies hat im Jahr 2024 zu Investitionsabflüssen in Höhe von 29,46 Mio. € sowie im ersten Halbjahr 2025 in Höhe von 11,22 Mio. € geführt. In beiden Fällen lag der operative Cashflow mit 46,13 Mio. € (2024) beziehungsweise 19,04 Mio. € (1. HJ 2025) deutlich darüber.

Auf Basis unseres Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 70,00 € ermittelt. Aufgrund des Kurspotenzials stuften wir die Aktie mit „Kaufen“ ein.



Energy S.p.A. ^{*5a,7,11}

Branche: Cleantech / Energietechnik
Fokus: Vollintegrierte Energiespeichersysteme für erneuerbare Energien
Gründung: 2013

Mitarbeiter: 87 (zum 30.06.25)
Firmensitz: Rovereto (Italien)
Vorstand: Davide Tinazzi (CEO),
Andrea Taffurelli (CTO)

Die Energy S.p.A. (Energy) ist eine italienische Technologiegesellschaft, die führend ist bei der Entwicklung und Produktion von BESS-Systemen (Energiespeichersysteme) und damit verbundenen Cloud- und Engineering-Dienstleistungen. Energy war zuletzt insbesondere im privaten Wohnbereich tätig und hat nun damit begonnen verstärkt im gewerblichen/industriellen Markt, der durch große und besonders große BESS gekennzeichnet ist, Fuß zu fassen. Das Energy-Geschäftsmodell basiert auf einem B2B-Modell mit den Hauptkundengruppen Distributoren, Value-Added-Resellern (VAR) sowie EPC-Unternehmen und hat derzeit noch den Schwerpunkt auf dem Heimatmarkt Italien. Daneben exportiert Energy seine Energietechnikprodukte auch verstärkte in die Region EMEA. Um die produktseitige und regionale Diversifikation sowie Internalisierung weiter voranzutreiben, hat Energy mit Pylon-tech ein JV zur Batteriefertigung gegründet. Die erste Produktionslinie für LFP-Lithium-Batterien wurde im März 2025 am Hauptsitz in Venetien (Norditalien) in Betrieb genommen.

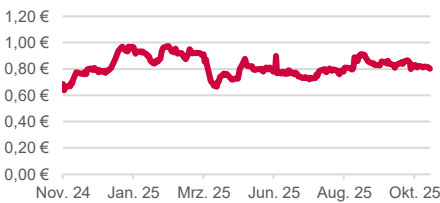
in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	37,20	33,63	54,33	65,79
EBITDA	-16,00	-0,27	3,08	5,68
EBIT	-17,72	-2,21	0,95	3,36
Jahresüberschuss	-17,61	-3,38	0,09	1,98
Gewinn je Aktie	-0,29	-0,06	0,00	0,04
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	1,41	1,56	0,96	0,80
EV/EBITDA	-3,27	-193,81	16,99	9,21
EV/EBIT	-2,95	-23,68	55,08	15,57
KGV	-2,51	-13,09	491,53	22,34
KBV	0,93			

Investment Case

- Energy S.p.A. (kurz: Energy) hat sich als integrierter Entwickler und Hersteller von komplexen Energiespeicherlösungen (BESS) positioniert und eine eigene Batterieproduktion mit dem Gemeinschaftsunternehmen Pylon LiFeEU begonnen, um das Wachstum, v.a. im Großspeicherbereich dynamisch voranzutreiben.
- Die im Sommer 2024 entstandene Energy-Gruppe zählt zu den Marktführern für stationäre Batteriespeichersysteme auf dem Heimatmarkt Italien und besitzt durch ihre geleistete Pionierarbeit einen sog. „First-Mover-Advantage“.
- Energy operiert in allen bedeutenden BESS-Marktsegmenten (Wohnungs-, Gewerbe- & Industriebereich) und verstärkt auch in den besonders wachstumsstarken Bereichen wie bspw. Agrivoltaik und Großspeichersysteme (Utility-Scale-/Grid-Scale-Projekte).
- Eine verstärkte Internationalisierung (EU & DACH-Raum) und ein stärkerer Ausbau des Businesskundensegments (C&I-Segment) sowie XXL-Speichergeschäfts eröffnen dem Konzern ein signifikantes Wachstums- und Ertragspotenzial.
- Der durch die zunehmenden Businesskundenprojekte stark angestiegene Auftragsbestand erhöht sukzessive die Visibilität und Planbarkeit des Geschäftsmodells.
- **Attraktive Bewertung mit Kurspotenzial:** Erwartete Rückkehr auf den Wachstumskurs ab 2026 und sukzessive Margenerholung; Kursziel: 1,40 €; Rating: „Kaufen“

Rating: KAUFEN
Kursziel: 1,40 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	0,82 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005500712
WKN	A3DRZU
Aktienzahl (in Mio.)	54,08
MCap (in Mio. €)	44,24
Enterprise Value (in Mio. €)	52,33
Marktsegment	Euronext Growth Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	Italian GAAP

Aktionärsstruktur

Management	39,4%
Institutionelle Investoren	46,0%
Free Float	14,6%

Finanztermine

12.11.25 Münchner Kapitalmarkt Konferenz

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.11.2025: RS / 1,40 / Kaufen
28.04.2025: RS / 1,30 / Kaufen
29.10.2024: RS / 1,70 / Kaufen
18.06.2024: RS / 2,75 / Kaufen
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.abc-aa.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Ausbau XL-Speicher- und Exportbusiness eröffnen Rückkehr auf den profitablen Wachstumspfad

Die Energy S.p.A. ist branchenführend im Bereich der Energiespeichersysteme für private sowie gewerbliche und industrielle Anwendungen. Diese Systeme ermöglichen die Speicherung und Abgabe von Energie entsprechend dem individuellen Energiebedarf der Kunden. Bis heute hat die Technologiegesellschaft allein auf dem Heimatmarkt Italien mehr als 60.000 Systeme für Privathaushalte, Gewerbe, Industrie, Versorgungsunternehmen und die Elektromobilität verkauft und installiert.

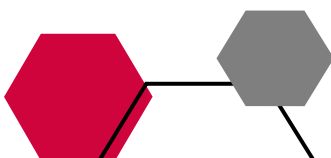
Druch die in den vergangenen Jahren auf dem europäischen Energiespeichermarkt deutlich abgeschwächte Nachfrage von Haushalten nach Speichersystemen, v.a. auch auf Energy's italienischem Heimatmarkt, müsste Energy in den beiden abgelaufenen Geschäftsjahren Umsatzrückgänge hinnehmen. So sank die Umsatzerlöse der Gesellschaft im abgelaufenen Jahr um 41,3% auf 37,20 Mio. € (VJ: 63,33 Mio. €). Parallel ging das bereinigte EBITDA auf -6,00 Mio. € (VJ: 10,12 Mio. €) zurück.

Um die Erlös- und Ertragssituation zu stabilisieren und perspektivisch wieder auf den Wachstumskurs zurückzukehren, hat Energy mit einer verstärkten Ausrichtung auf das Exportgeschäft und XL-Speichersysteme (C&I-Segment) gegengesteuert. Durch den Fokus auf größere Speicherformate soll v.a. am anhaltenden deutlichen Wachstum im C&I-Segment (Gewerbe- und Industriesektor) partizipiert werden.

Auch das erste Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2025 war noch geprägt von einer schwachen Privatkundennachfrage auf dem italienischen Heimatmarkt, jedoch trägt die verstärkte Ausrichtung auf größere und komplexere Speichersysteme und die zunehmende Internationalisierung "Früchte". Bedingt durch v.a. eine gesunkene inländische Nachfrage im Wohnungsbereich (Privatkundensegment) musste zum Ende des ersten Halbjahres ein Umsatzrückgang um 36,6% auf 12,09 Mio. € (1. HJ 2024: 19,06 Mio. €) hingenommen werden. Deutlich robuster entwickelte sich hingegen das Auslands- bzw. Exportgeschäft mit Auslandserlösen (Kernerlöse inkl. sonstiger Erlöse) in Höhe von 6,72 Mio. €, welche sich in Reichweite zu den Vorjahresniveaus (1. HJ 2024: 8,61 Mio. €) bewegten. Die Umsatzerlöse mit extra-großen Speichersystemen (XL-Speicher mit >50 KW) konnten sogar deutlich um 30,8% auf 3,10 Mio. € (1. HJ 2024) gesteigert werden. Ergebnisseitig hat Energy dank einem verbesserten Umsatzmix (höherer Anteil margenstarker XL-Produkte) und ausgebliebener negativer Effekte aus der Neubewertungen von Lagerbeständen eine deutliche EBITDA-Verbesserung auf -0,40 Mio. € (1. HJ 2024: -3,20 Mio. €) erzielt.

In Bezug auf die Auftragslage weist die Gesellschaft zum 31.08.2025 einen stabilen Auftragsbestand von 31,6 Mio. € (1. HJ 2024: 29,3 Mio. €) aus. Hinsichtlich der Zusammensetzung entfallen hierbei 80,0% des Auftragsvolumens auf XL-Systeme und 40,0% der Aufträge auf Projekte in der EMEA-Region.

Wir rechnen damit, dass es Energy aufgrund der verstärkten Exportaktivitäten und dem weiteren Ausbau des profitablen C&I-Segment gelingt, ab dem GJ 2026 wieder auf den Wachstumskurs zurückzukehren. Durch den von uns erwarteten verbesserten Umsatzmix (höherer Anteil XL-Systeme) und einsetzenden Skaleneffekten, sollten auch künftig weitere Margenverbesserungen erzielt werden können. Auf Ba-is unseres Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 1,40 € ermittelt. In Anbetracht des deutlichen Kurspotenzials vergeben wir das „Rating Kaufen“.



Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A. ^{*11}

Branche: Produktion

Fokus: Nahrungsergänzungsmittel,
Pharma, Kosmetik

Gründung: 1984

Mitarbeiter: ca. 830 (30.06.25)

Firmensitz: Bergamo

Vorstand: Marco Francesco Eigenmann;
Pietro Oriani

Fine Foods & Pharmaceuticals (Fine Foods) wurde 1984 gegründet und hat sich als zuverlässiger und kompetenter strategischer Partner für Kunden in den Referenzbranchen erwiesen. Die Gesellschaft entwickelt und produziert Arzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel und andere nutrazeutische Produkte sowie Medizinprodukte für Pharma- und Nutrazeutika-Unternehmen. Diese Produkte sind in Form von Pulvern, löslichen, sprudelnden und kaubaren Granulaten, Filmtabletten und Brausetabletten sowie Hartgelatinekapselformen und in verschiedenen Verpackungsarten erhältlich. Durch seine Tätigkeit in den Bereichen Pharmazie und Nutrazeutika kann Fine Foods von kommerziellen Synergien, Wissen und Technologien profitieren, die in jedem Marktsegment entwickelt wurden. Die pharmazeutische Produktion erfolgt im 26.100 qm großen Werk des Unternehmens in Brebbione. Die Herstellung von Nutrazeutika erfolgt im 45.600 m² großen Werk des Unternehmens in Zingonia, Verdellino.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	243,75	252,00	280,19	308,21
EBITDA ber.	33,18	38,04	42,59	47,74
EBIT	14,65	20,94	24,29	27,74
Jahresüberschuss	8,16	12,56	13,50	15,22
Gewinn je Aktie	0,32	0,49	0,53	0,60
Dividende je Aktie	0,14	0,18	0,20	0,22
EV/ Umsatz	1,15	1,12	1,00	0,91
EV/EBITDA	8,48	7,40	6,61	5,89
EV/EBIT	19,21	13,44	11,59	10,14
KGV	28,51	18,52	17,23	15,29
KBV	1,76			

Investment Case

- **Diversifiziertes Geschäftsmodell:** drei Segmente (Nutra, Pharma, Cosmetics) mit über 130 Kunden, darunter führende italienische und internationale Konzerne.
- **Wachstumstreiber Pharma & Cosmetics:** Starkes Umsatzwachstum in 9M 2025 (+13,7 % bzw. +21,4 %), während Nutra sich in Neupositionierung befindet.
- **Dynamische Umsatzentwicklung:** Ø-Umsatzwachstum 2017–2024 von 9,3 % p.a. auf 243,75 Mio. €.
- **Margenstärke:** EBITDA-Marge 2024 auf 12,5 % verbessert; 9M 2025 weiterer Anstieg auf 14,8 % durch Preispolitik und verbesserten Produktmix.
- **Expansionsstrategie:** Gezielte Investitionen in Produktionskapazitäten (Nutra und Pharma) stellen die Weichen für das künftige Unternehmenswachstum.
- **Solide Bilanzstruktur:** Net Debt von 47,25 Mio. € bei 137,75 Mio. € Eigenkapital; DCF-Kursziel 13,00 € mit Rating „KAUFEN“.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 13,00 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	9,10 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005215329
WKN	A2AT4U
Aktienzahl (in Mio.)	22,06
MCap (in Mio. €)	232,60
Enterprise Value (in Mio. €)	281,36

Marktsegment	Euronext STAR Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Eigenfin s.r.l.	53,2%
Treasury Shares	4,8%
Streubesitz	42,1%

Finanztermine

12.11.25 MKK-Münchn. Kapitalm.Konferenz

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

-
** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Margenstarkes Wachstumsunternehmen mit solider Bilanz und klarer Expansionsstrategie

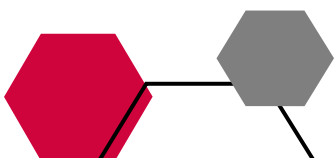
Die Geschäftstätigkeit der Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A. (kurz: Fine Foods) unterteilt sich in drei Bereiche. Mit einem Umsatzanteil von rund 55 % ist der Geschäftsbereich „Nutra“, in dem das Unternehmen als Auftragsfertiger von Nahrungsergänzungsmitteln tätig ist, der wichtigste Geschäftsbereich. Der zweitwichtigste Geschäftsbereich, „Pharma“, war im ersten Halbjahr 2025 für rund 32 % der Konzernumsätze verantwortlich. Hier übernimmt die Gesellschaft die Herstellung von Arzneimitteln (unter GMP-Zertifizierung) für Dritte. Über die Tochtergesellschaft Fine Cosmetics S.p.A. deckt der Fine-Foods-Konzern auch die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von kosmetischen Produkten (Zahnpasta, Hautpflege, Deodorants etc.) ab. Der Geschäftsbereich „Cosmetics“ steuerte in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 rund 12 % zu den Konzernumsätzen bei. Fine Foods besitzt keine Markenzeichen und hält keine Produktpatentrechte, die Eigentum der Kunden bleiben. Dabei unterhält die Gesellschaft Beziehungen zu mehr als 130 Kunden, darunter große italienische und multinationale Pharma-, Nutrazeutika- und Kosmetikunternehmen.

Die langfristige Geschäftsentwicklung von Fine Foods ist von einem dynamischen Umsatzzanstieg bei gleichzeitig hohen operativen Ergebnismargen geprägt. Zwischen 2017 und 2024 stiegen die Umsätze durchschnittlich um 9,3 % auf 243,75 Mio. €, die EBITDA-Marge pendelte sich dabei bei durchschnittlich rund 11 % ein. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 hatte die Fine Foods eine deutliche Margenverbesserung auf 12,5 % erreicht. Gründe dafür waren insbesondere die gesunkenen Materialkosten sowie die im zweiten Halbjahr 2023 überarbeitete Preispolitik.

Diese Entwicklung setzte sich in den ersten neun Monaten 2025 fort. Einem Umsatzzanstieg in Höhe von 7,1 % auf 189,75 Mio. € folgte eine deutliche Verbesserung des EBITDA auf 28,13 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 14,8 % entspricht. Auch hierfür war eine Steigerung des Rohertrags verantwortlich, die durch Verbesserungen bei den Preisen sowie beim Produktmix bedingt war. Ein besonderes Wachstum wurde in den Segmenten Pharma (+13,7 %) und Cosmetics (+21,4 %) erreicht, wohingegen im Nutra-Bereich nur ein leichter Umsatzzanstieg von 0,8 % zu verzeichnen war. Dieses Segment befindet sich derzeit in einer Neupositionierung.

Die Grundlage für ein künftiges Wachstum wird derzeit gelegt. Im Nutra-Segment wurden im Geschäftsjahr 2024 bereits Grundstücke erworben, auf denen eine Erweiterung der Produktionskapazitäten erfolgen soll. Im Pharmageschäft sind die Expansionsaktivitäten weiter fortgeschritten. Hier wurde bereits 2023 mit der Erweiterung der Produktionsstätte begonnen, welche nahezu abgeschlossen ist. Im vergangenen Geschäftsjahr wurde ein Teil des Investitionsvolumens für die Expansion, welches rund 50 Mio. € umfassen sollte, aus eigenen Mitteln finanziert. Im laufenden Geschäftsjahr hat die Gesellschaft einen neuen Bankkredit in Höhe von 30 Mio. € aufgenommen. Der Net Debt (nach GBC-Berechnung) ist damit auf 47,25 Mio. € angestiegen. Dem steht jedoch ein Eigenkapital in Höhe von 137,75 Mio. € gegenüber, was auf grundsätzlich solide Bilanzrelationen schließen lässt.

Wir unterstellen eine Fortsetzung des Wachstumskurses und haben im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein Kursziel von 13,00 € ermittelt. Wir vergeben das Rating „KAUFEN“.



Franchetti S.p.A.*7,11

Branche: Engineering / Infrastruktur
Fokus: Brückenuntersuchung und Instandhaltung von Infrastrukturen
Gründung: 2013

Mitarbeiter: 25 (Ø GJ 2024)
Firmensitz: Arzignano, Vicenza
Vorstand: Paolo Franchetti (CEO)

Franchetti S.p.A. (Franchetti) ist ein internationales Unternehmen, das sich auf die Planung, Diagnose und Intervention im Hinblick auf die Sicherheit und die vorausschauende Planung von Instandhaltungsmaßnahmen an Infrastrukturnetzen spezialisiert hat. Von der Rio-Niterói-Brücke über die Anita-Garibaldi-Brücke in Brasilien, eine der längsten der Welt, bis hin zu über 150 km an Viadukten und Brücken in Italien, hat Franchetti an fast 40.000 Brücken gearbeitet. Die eigne Datenbank mit Daten über Brücken, Viadukten, die Straßen, Autobahnen und Eisenbahnen auf der ganzen Welt miteinander verbinden, stellt heute einen grundlegenden Vorteil für die Bewertung des Zustands von Infrastrukturen dar. Dank der Pionierarbeit auf dem Gebiet der vorausschauenden Instandhaltung durch Algorithmen, die auf künstlicher Intelligenz basieren, bietet die Gesellschaft Konzessionären und Investoren ein unverzichtbares Instrument zur Optimierung von Investitionen und zur korrekten Planung von Instandhaltungseingriffen als notwendige Voraussetzung für die Gewährleistung der Sicherheit von Gütern und Personen und der Nachhaltigkeit der Kosten im Laufe der Zeit an.

Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	8,99	12,36	15,42	18,19
EBITDA	3,40	3,88	4,91	5,91
EBIT	2,27	2,24	3,05	3,77
Jahresüberschuss	1,51	1,35	2,08	2,75
Gewinn je Aktie	0,17	0,16	0,24	0,32
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/ Umsatz	4,60	3,34	2,68	2,27
EV/EBITDA	12,15	10,65	8,41	6,99
EV/EBIT	18,20	18,44	13,55	10,96
KGV	27,56	30,83	20,01	15,13
KBV	2,81			

Investment Case

- **Marktführende Position:** Die Franchetti S.p.A. zählt zu den marktführenden Engineering- bzw. Spezialsoftwaregesellschaften im Bereich der Diagnose und vorausschauenden Wartung von Infrastrukturen, insbesondere von Brücken und Viadukten.
- **Hochkarätige B2B-Kunden:** Die Technologiegesellschaft verfügt über einen stabilen Kundenstamm aus langjährigen öffentlichen und privaten Infrastrukturbetreibern (Blue-Chip-Kunden)
- **Hoher Auftragsbestand:** Der umfangreiche Auftragsbestand (zuletzt Q3 2025 ca. 44,0 Mio. €) sorgt für eine gute Planbarkeit und Visibilität hinsichtlich der künftigen Geschäftsentwicklung.
- **Wachstumschancen:** Durch eine verstärkte Internationalisierung, (weitere) gezielte M&As und die Übertragung des Geschäftsmodells auf angrenzende Branchen eröffnen sich hohe Wachstumschancen.
- **Hochprofitables Geschäftsmodell:** Der hybride Charakter des Geschäftsmodells (software- & servicegetriebene Erlöse) ermöglicht deutlich zweistellige Margen (EBITDA Marge 1. HJ 2025: 31,1%)
- **Hohes Kurspotenzial:** Errechnetes Kursziel von 9,50 €, Rating „Kaufen“

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,50 €

Aktie und Stammdaten


Schlusskurs (06.11.25)	4,80 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005508574
WKN	A3DWYY
Aktienzahl (in Mio.)	8,67
MCap (in Mio. €)	41,62
Enterprise Value (in Mio. €)	41,32
Marktsegment	Euronext Growth Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	Ital. GAAP

Aktionärsstruktur

Franchetti Holding Srl	57,0%
Axon Partners Group	13,4%
Algebris Investments Ltd	6,0%
Freefloat	23,6%

Finanztermine

13.11.25 MKK-Münchn. Kapitalm.Konferenz

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
 Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 12.11.24: RS / 9,00 / KAUFEN
 ** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S.41

Profiteur einer alternden Infrastruktur; Rekordauftragsbestand ermöglicht weiteres Wachstum

Franchetti S.p.A. (Franchetti) ist eine Engineering- und Spezialsoftwaregesellschaft, die Infrastrukturbetreibern durch den Einsatz eigener Algorithmen und Softwareanwendungen verschiedene Leistungen für das nachhaltige Management und die vorausschauende Instandhaltung bestehender Verkehrsnetze bzw. Infrastrukturen anbietet.

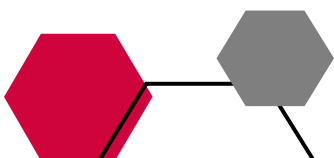
Bedingt durch die anhaltend hohe Nachfrage öffentlicher und privater Kunden nach Instandhaltungslösungen für große Verkehrsinfrastrukturen (v.a. Brücken, Straßen- und Schienennetze) im Heimatmarkt Italien und im Ausland (z.B. aus Brasilien) konnte die Technologiegesellschaft in den letzten vier Jahren ihre Gesamtleistung beinahe vervierfachen auf zuletzt rund 9,0 Mio. €, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 41,0% entspricht. Befeuert wurde die starke Nachfrage insbesondere durch eine weiter alternde und zum Teil bereits marode Infrastruktur, v.a. in den westlichen Industrieländern sowie vom vorherrschenden Privatisierungstrend bei (öffentlichen) Infrastrukturen.

In vergangenen Geschäftsjahr 2024 erzielte Franchetti mit einer deutlichen Gesamtleistungssteigerung um 28,1% auf 8,99 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) eine neue Rekord-Gesamtleistung (VoP). Das Wachstum wurde hierbei v.a. durch eine strukturelle Kundennachfrage nach den Engineering-Lösungen des Unternehmens auf dem italienischen Heimatmarkt (Umsatz 2024: 7,0 Mio. € vs. 5,60 Mio. € in 2023) vorangetrieben. Parallel hierzu konnte das EBITDA sogar leicht überproportional um 34,0% auf 3,40 Mio. € (VJ: 2,54 Mio. €) zulegen. Hieraus ergab sich eine leicht auf 37,8% (VJ: 36,1%) verbesserte EBITDA-Marge.

Ebenso im ersten Halbjahr 2025 setzte sich der positive Wachstumstrend bedingt durch eine starke Volumenausweitung in allen Kernregionen mit einer dynamischen Steigerung der Gesamtleistung um 62,5% auf 5,72 Mio. € (1. HJ 2024: 3,52 Mio. €) fort. Gleichzeitig stieg das EBITDA aufgrund eingesetzter Skaleneffekte deutlich überproportional um ca. 68,0% auf 1,78 Mio. € (1. HJ 2024: 1,06 Mio. €). Der Auftragsbestand erreichte zum 15.09.2025 ein Rekordniveau von ca. 43,7 Mio. € und bildet damit eine gute Basis für weiteres Wachstum, auch weit über das aktuelle Geschäftsjahr hinaus.

Parallel zum organischen Wachstum bilden M&As auch einen zentralen Faktor der verfolgten Wachstumsstrategie der Technologiegesellschaft. Entsprechend hat Franchetti Ende 2024 die Übernahme der italienischen Gesellschaft Matildi+Partners S.r.l. und zu Beginn des Jahres die Akquisition der österreichischen Strucinspect GmbH abgeschlossen. Durch diese beiden Transaktionen stärkt Franchetti seine regionale und internationale Marktposition und zugleich sein Leistungsangebot.

Angesichts des umfangreichen Auftragsbestands, der vielversprechenden Wachstumsstrategie und der erwarteten hohen Synergien aus den beiden letzten Akquisitionen, sollte es Franchetti auch zukünftig gelingen, ihren Wachstumskurs in hohem Wachstumstempo fortzusetzen. Neben dem von uns erwarteten künftigen zweistelligen Gesamtleistungswachstum sollte die EBITDA-Marge ebenfalls perspektivisch weiter gesteigert werden können. Auf Basis unserer Schätzungen haben wir ein Kursziel in Höhe von 9,50 € ermittelt und vergeben in Anbetracht des aktuellen Kursniveaus das Rating „Kaufen“.



Lindbergh S.p.A.*11

Branche: Dienstleistungen
Fokus: Abfall- Netzwerk- und Lagermanagement, HVAC
Gründung: 2006

Mitarbeiter: 229 (30.06.2025)
Firmensitz: Cremona (Lombardei)
Vorstand: Marco Pomè, Michele Corradi

Die Lindbergh Group ist in Italien tätig. Sie bietet Kunden aus verschiedenen Branchen einzigartige Logistikdienstleistungen mit Mehrwert über Netzwerke für technische Unterstützung und „Field Operations Management“. Die angebotenen Dienstleistungen zielen darauf ab, die Produktivität von Technikern zu steigern. Darüber hinaus betreibt die Gruppe zwei weitere Geschäftsbereiche: Der Bereich Abfall-wirtschaft/Kreislaufwirtschaft verwaltet den gesamten Fluss von Industrieabfällen und fungiert als zentrale Anlaufstelle für Großkunden mit besonderen Bedürfnissen und Anforderungen in Bezug auf Abfallentsorgung und -verwertung. Der dritte Geschäftsbereich, der 2023 eingeführt wurde, ist im Bereich HLK (Heizung, Lüftung und Klimaanlage) tätig. Über ihre Tochtergesellschaft SMIT strebt die Gruppe an, in Italien zum führenden Anbieter für die Wartung und Installation von HLK-Anlagen zu werden. Durch die Übernahme von technischen Kundendienstzentren in ganz Italien agiert SMIT als Aggregator in einem Markt, der extrem fragmentiert ist.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	23,54	32,96	37,91	43,59
EBITDA	4,33	5,86	6,98	8,10
EBIT	2,36	3,66	4,78	6,00
Jahresüberschuss	0,33	2,35	3,13	3,99
Gewinn je Aktie	0,03	0,24	0,32	0,41
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	3,25	2,32	2,02	1,76
EV/EBITDA	17,68	13,06	10,98	9,45
EV/EBIT	32,51	20,90	16,03	12,76
KGv	225,73	31,45	23,64	18,56
KBV	8,92			

Investment Case

- **Vom Entsorger zum Logistik-Spezialisten:** ursprünglich im Bereich Abfallmanagement tätig, hat sich Lindbergh zu einem hochspezialisierten Logistikdienstleister für Field-Service-Engineers (FSE) entwickelt.
- **Diversifiziertes Geschäftsmodell:** drei Segmente – HVAC (Heizung, Lüftung, Klimatisierung), Network & Warehouse Management und Waste/Circular Economy – mit klarer Fokussierung auf margenstarke Dienstleistungen.
- **Dynamisches Wachstum:** Umsatz 2024 (bereinigt um Frankreich) +50 % auf 24,13 Mio. €; H1 2025 +53,6 % auf 15,64 Mio. € dank starker Expansion im HVAC-Segment.
- **Profitabilität über Branchenniveau:** EBITDA-Marge 17,7 % – deutlich höher als klassische Logistikanbieter durch komplexe, wertschöpfungsintensive Dienstleistungen.
- **HVAC als Wachstumstreiber:** Segment trägt bereits rund 45 % zum Konzernumsatz bei; 13 Akquisitionen seit 2023 zur Erreichung der Marktführerschaft in Italien.
- **Positive Perspektive & Bewertung:** erwartetes zweistelliges Umsatzwachstum in allen Segmenten bei steigender Marge; Kursziel 8,55 €, Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 8,55 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	7,60 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005469272
WKN	A3C9MS
Aktienzahl (in Mio.)	9,74
MCap (in Mio. €)	74,04
Enterprise Value (in Mio. €)	76,56

Marktsegment	Euronext Growth Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Pibes	25,0%
Pinvest	17,7%
Livingston	11,8%
Streubesitz	45,5%

Finanztermine

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
 Niklas Ripplinger (ripplinger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 12.11.2024: RS / 5,90 / KAUFEN
 ** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Wachstumsstarker Logistik- und HVAC-Spezialist mit klarer Margenstärke und Expansionspotenzial

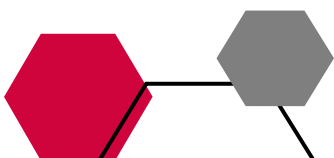
Die im Jahr 2006 gegründete Lindbergh SpA war ursprünglich auf die Sammlung von Industrieabfällen spezialisiert, die bei der Arbeit von Field-Service-Engineers (FSE) anfallen. Seit Aufnahme der operativen Tätigkeit hat das Unternehmen wichtige Genehmigungen für die Abfallentsorgung erhalten und ein umfangreiches Netz von Abfalldepots und Umschlagplätzen in ganz Italien aufgebaut. Zum 30.06.2025 erwirtschaftete der Geschäftsbereich Abfall/Kreislaufwirtschaft knapp 15 % des Konzernumsatzes.

Der mittlerweile geringe Anteil dieses ursprünglichen Segments an den Gesamtumsätzen zeigt den durchgreifenden Wandel, den das Unternehmen seit seiner Gründung durchlaufen hat. Heute ist die Lindbergh SpA ein hochspezialisierter Logistikdienstleister, der sich auf die Ersatzteilversorgung der Servicefahrzeuge der Field-Service-Engineers (FSE) konzentriert. Darüber hinaus bietet das Unternehmen weitere Dienstleistungen wie die Bereitstellung und Abholung von Schutzausrüstungen, Verbrauchsmaterialien oder Werkzeugen an. Diese Dienstleistungen sind im Geschäftssegment „Network & Warehouse Management“ zusammengefasst, das im ersten Halbjahr 2025 für knapp 40 % des Gesamtumsatzes verantwortlich war. In diesem Segment hat die Gesellschaft ihre bislang verfolgte Internationalisierungsstrategie mit dem Verkauf des Frankreich-Geschäfts aufgegeben. Der Fokus liegt derzeit auf Italien, wo die Gesellschaft im ersten Halbjahr 2025 drei neue Großkunden gewinnen konnte.

Ein weiterer Wachstumsbaustein kam im Jahr 2023 mit dem Erwerb der SMIT Srl hinzu, wodurch das neue Geschäftssegment „HVAC“ (Heizung, Lüftung, Klimatisierung) gegründet wurde. In diesem Segment plant das Unternehmen, die Marktführerschaft in Italien bei der Installation und Wartung von sogenannten HVAC-Geräten zu übernehmen. Dies ist realistisch, da der Markt stark fragmentiert ist und sich durch viele kleinere, regional verankerte Unternehmen auszeichnet. Diese ambitionierte Planung soll durch den Erwerb lokaler kleinerer Unternehmen umgesetzt werden. Seit dem Einstieg in den HVAC-Bereich hat Lindbergh SpA insgesamt 13 Akquisitionen getätigt. Mittlerweile trägt dieses Segment rund 45 % zu den Gesamtumsätzen bei und ist damit innerhalb kurzer Zeit zum wichtigsten Segment avanciert.

Das abgelaufene Geschäftsjahr war abermals von einem hohen Umsatzwachstum geprägt. Bereinigt um das Frankreich-Geschäft legten die Gesamtumsätze um fast 50 % auf 24,13 Mio. € (Vj.: 16,18 Mio. €) zu. Hauptverantwortlich dafür war der erstmalige ganzjährige Einbezug des anorganisch wachsenden HVAC-Geschäfts. Auch in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 setzte sich diese Entwicklung fort. Das Segment trug mit der Konsolidierung der neu erworbenen Gesellschaften maßgeblich zum Umsatzwachstum in Höhe von 53,6 % auf 15,64 Mio. € (Vj.: 10,19 Mio. €) bei. Die EBITDA-Marge in Höhe von 17,7 % verdeutlicht einmal mehr den Unterschied des Lindbergh-Geschäftsmodells zu einem reinen Transport-/Logistikdienstleister. Während Lindbergh bei geringen Transportvolumina eine hohe Komplexität und damit hohe Stückkosten aufweist, arbeiten die Standardkurier bei hohen Volumina mit niedrigen Stückkosten.

Die zukünftige Unternehmensentwicklung wird unserer Einschätzung nach von einem Umsatzwachstum aller drei Segmente geprägt sein, wobei das Segment „HVAC“ die höchsten Wachstumsraten aufweisen sollte, gefolgt von den Segmenten „Waste/Circular Economy“ und „Network & Warehouse Management“. Für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir von jeweils zweistelligen Umsatzwachstumsraten bei einer leichten Verbesserung der EBITDA-Marge aus. Auf Basis unseres ermittelten Kursziels von 8,55 € vergeben wir das Rating „KAUFEN“.



Lottomatica Group S.p.A.*7,11

Branche: Glücksspiel

Fokus: Online, Sportwetten, Glücksspielautomaten

Gründung: 2013

Mitarbeiter: 2.618 (30.05.2025)

Firmensitz: Rom

Vorstand: Andrea Moneta (Chairman); Guglielmo Angelozzi (CEO)

Die Lottomatica-Gruppe ist der größte Player im italienischen Wett- und Glücksspielmarkt. Über das Segment „Online“, bietet die Gesellschaft eine Reihe von Onlinespielen im Bereich der Sportwetten, Online-Casinos oder sonstige Produkte (Poker, bingo etc.) an. Hierzu betreibt die Gesellschaft eine Reihe bekannter Webseiten wie GoldBet.it, Better.it, Lottomatica.it etc. Im zweiten Segment „Sports Franchise“ sind die Sportwettenaktivitäten der Gruppen zusammengefasst. Die Wetten können über das lokale Franchisenetzenetzwerk platziert werden. Zum 30.06.2025 sind dabei nahezu 3.800 PoS unter den Marken GoldBet, Intralot, Better und Planetwin365 im Betrieb. Im dritten Segment „Gaming Franchise“ wird die direkte Verwaltung von Spielhallen und Konzessionsaktivitäten für VLTs (Video Lottery Terminals) und AWP (Amusement With Prize) zusammengefasst. Zum 30.06.2025 umfasst dieses Segment rund 18.500 VLTs und rund 64.000 AWP.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	2.004,73	2.275,36	2.584,49	2.791,25
EBITDA	630,19	785,16	878,22	947,28
EBIT	385,59	590,16	683,22	752,28
Jahresüberschuss	98,60	210,82	288,35	335,64
Gewinn je Aktie	0,39	0,84	1,15	1,33
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,35	0,40
EV/Umsatz	3,41	3,00	2,64	2,45
EV/EBITDA	10,84	8,70	7,78	7,21
EV/EBIT	17,72	11,58	10,00	9,08
KGv	50,48	23,61	17,26	14,83
KBV	8,80			

Investment Case

- **Marktführer in Italien:** Lottomatica ist der führende Glücksspielkonzern Italiens mit integriertem Geschäftsmodell aus digitalen Angeboten und stationärem Vertriebsnetz.
- **Drei starke Segmente:** „Online“ (41 % der Umsätze), „Gaming Franchise“ (34 %) und „Sport Franchise“ (25 %) bilden ein ausgewogenes Portfolio mit starker Diversifizierung.
- **Hohe Wachstumsdynamik:** Zwischen 2021 und 2024 Umsatzanstieg um 35,4 % p.a. auf 2,00 Mrd. €; EBITDA-Steigerung von 195 Mio. € auf 630 Mio. € bei Margenverbesserung auf 31,2 %.
- **Anorganisches Wachstum durch Akquisitionen:** Erwerb von SKS365 (2024, Kaufpreis 621,5 Mio. €) stärkt Online- und Sportwettenbereiche
- **Starke Profitabilität & Cashflow:** Umsatz im 1.HJ 25: +20,7 % auf 1,12 Mrd. €; EBITDA: 368 Mio. € (Marge: 32,6 %); operativer Cashflow: 412,9 Mio. €.
- **Positive Perspektive & Bewertung:** Prognose 2025 mit Umsatz 2,32 bis 2,37 Mrd. €, EBITDA 840–870 Mio. €; Kursziel 29,00 €, Rating „Kaufen“

Rating: KAUFEN

Kursziel: 29,00 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	19,78 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005541336
WKN	A3EDET
Aktienzahl (in Mio.)	251,63
MCap (in Mio. €)	4.977,24
Enterprise Value (in Mio. €)	6.833,24

Marktsegment	Euronext Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

FMR	10,0%
Capital Research	4,9%
Norges Bank/JPMorgan	6,4%
Streubesitz	78,8%

Finanztermine

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

–
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Führender Glücksspielkonzern mit starkem Wachstum und hoher Profitabilität

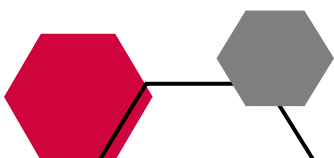
Die Lottomatica S.p.A. ist der führende Glücksspielkonzern Italiens. Im Rahmen seines integrierten Geschäftsmodells verbindet das Unternehmen digitale Angebote mit einem stationären Vertriebsnetz. Die Umsätze werden dabei in drei Segmenten generiert. Im Segment „Online“, das im ersten Halbjahr 2025 für 41,0 % der Konzernumsätze verantwortlich war, bietet das Unternehmen vornehmlich im Bereich iGaming (Online-Casino) und iSports (Online-Sportwetten) Onlinespiele an. Im zweitgrößten Segment „Gaming Franchise“ wurden 34,2 % der Halbjahresumsätze erwirtschaftet. Hier verwaltet die Gesellschaft Spielhallen und Konzessionsaktivitäten für VLTs und AWP. Im dritten Geschäftsbereich „Sport Franchise“, in dem die Sportwettenaktivitäten über das PoS-Franchisenetzenwerk zusammengefasst sind, wurden im ersten Halbjahr 2025 24,7 % der Konzernumsätze erwirtschaftet.

Die Lottomatica-Gruppe ist derzeit von einer außerordentlichen Wachstumsdynamik geprägt. Zwischen 2021 und 2024 stiegen die Konzernumsätze mit einer CAGR von 35,4 % von 808,11 Mio. € auf 2.004,73 Mio. €. Zeitgleich verbesserte sich in diesem Zeitraum das EBITDA von 195,08 Mio. € (Marge: 23,9 %) auf 630,19 Mio. € (Marge: 31,2 %). Diese positive Entwicklung resultiert aus einer Kombination aus organischem und anorganischem Wachstum. Organisch profitierte die Gesellschaft unter anderem von Angebotsausweitungen in den jeweiligen Segmenten, wodurch jeweils eine Verbesserung der Marktanteile erreicht wurde. Parallel dazu wurden beispielsweise im Jahr 2021 die IGT-Gesellschaften übernommen, wodurch das stationäre Vertriebsnetz ausgebaut wurde.

Im Geschäftsjahr 2024 wurde schließlich die SKS365, ein Omnichannel-Anbieter auf dem italienischen Online- und Sportwettenmarkt, für einen Kaufpreis von 621,5 Mio. € erworben. Die Transaktion wurde durch eine Kombination aus verfügbaren Barmitteln und den Erlösen aus einer Anleiheemission finanziert. Im Geschäftsjahr 2024 belief sich der daraus resultierende anorganische Umsatzbeitrag auf etwas über 212 Mio. €. Rund 57 % des auf 2.004,73 Mio. € (VJ: 1.632,49 Mio. €) gestiegenen Umsatzes sind somit anorganischen Ursprungs.

Dieser Effekt zieht sich auch ins laufende Geschäftsjahr 2025, da die SKS365-Akquisition erst im April 2024 erfolgte und somit nur teilweise in den Werten des Vorjahres enthalten ist. Vor diesem Hintergrund ist das in den ersten neun Monaten 2025 erreichte Umsatzwachstum in Höhe von 15,7 % auf 1.640 Mio. € (VJ: 1.417 Mio. €) erneut als sehr dynamisch zu bewerten. Das anorganische Wachstum hat insbesondere die Segmente „Online“ und „Sports Franchise“ positiv beeinflusst, die jeweils einen Umsatzzuwachs in Höhe von über 20 % erreicht haben. Bei einer leichten Verbesserung der EBITDA-Marge erhöhte sich das EBITDA auf 617 Mio. € (VJ: 483 Mio. €). Die Lottomatica-Gruppe weist mit einer EBITDA-Marge von 37,6 % nicht nur ein hohes Rentabilitätsniveau aus, die operative Cashgenerierung kann sich mit einem operativen Cashflow in Höhe von 504 Mio. € (VJ: 353 Mio. €) sehen lassen. Als Kritikpunkt ist der hohe Goodwill in Höhe von 2.074,98 Mio. € anzumerken, welcher das Eigenkapital in Höhe von 551,09 Mio. € deutlich übertrifft. Auch die Nettoverschuldung von 1.856 Mio. € ist vergleichsweise hoch.

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet der Vorstand von Lottomatica Umsatzerlöse 2.270 Mio. € sowie ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 860 Mio. €. Wir orientieren uns daran und rechnen auch für die Folgejahre mit zweistelligen Wachstumsraten und einer weiteren leichten Rentabilitätsverbesserung. Im Rahmen des Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 29,00 € ermittelt. Wir vergeben das Rating „KAUFEN“.



Redfish Longterm Capital S.p.A. *5a,11

Branche: Beteiligungsunternehmen

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

Gegründet: 2020

Mitarbeiter: 513

Hauptsitz: Mailand, Italien

Vorstand: Paolo Pescetto (Präsident), Andrea Rossotti (CEO), Francesca Bazoli, Ernesto Paolillo

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	84,7 Mio. €
Net debt	17,5 Mio. €
Eigenkapital	67,2 Mio. €
Holding-Kosten	0,5 Mio. €
Fairer Wert des Unternehmens	66,7 Mio. €
Anzahl der ausstehenden Aktien	28,1 Mio.
Fairer Wert je Aktie	2,37

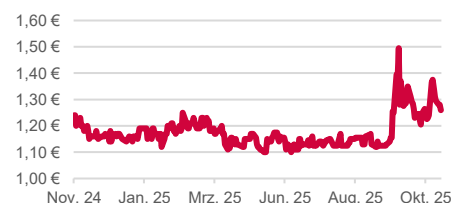
Investment Case

- **Fokus auf wachstumsstarke Nischenmärkte:** RFLTC investiert gezielt in italienische KMUs mit führender Marktstellung in Sektoren mit langfristigem Wachstumspotenzial u. a. Schienenverkehr, Medizintechnik, 3D-Druck und Telekommunikation.
- **Aktives Beteiligungsmanagement mit operativer Hebelwirkung:** Durch direkte Einbindung in die strategische Unternehmensführung ihrer Beteiligungen (z. B. durch Board-Mitgliedschaften) steigert RFLTC systematisch den operativen Wert seiner Portfoliounternehmen.
- **Starke Kapitalausstattung und Finanzierungskompetenz:** Die gezielte Nutzung von Anleihen und Bankfinanzierungen ermöglicht es, größere Akquisitionen ohne Verwässerung zu stemmen.
- **Attraktive Bewertung mit hohem Potenzial:** Der aktuelle Aktienkurs liegt deutlich unter dem NAV. Investoren haben somit Zugang zu einem substantiellen Bewertungsabschlag.
- **ESG-konforme Wachstumsstory & internationale Sichtbarkeit:** Die ESG-Initiativen sowie das Zweitlisting an der Frankfurter Börse stärken sowohl die Nachhaltigkeit als auch die Investorenreichweite von RFLTC.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 2,37 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	1,33 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005549354
WKN	A3ETH6
Aktienzahl (in Mio.)	28,11
MCap (in Mio. €)	37,25
Enterprise Value (in Mio. €)	54,75

Marktsegment	Euronext Growth Milan.
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS bzw. OIC

Aktionärsstruktur

Tibag S.r.l.	19,6%
RED-FISH KAPITAL S.p.a.	11,9%
Bruno Negri	10,3%
OMR Holding S.p.a.	7,3%
Banca Valsabbina S.c.p.a.	6,3%
Red Fish S.r.l.s.	2,4%
Verbundene Aktionäre	2,4%
Streubesitz	39,6%

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
22.04.2025: RS / 2,82 / KAUFEN
15.10.2024: RS / 2,45 / KAUFEN
14.05.2024: RS / 2,92 / KAUFEN
05.02.2024: RS / 2,40 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

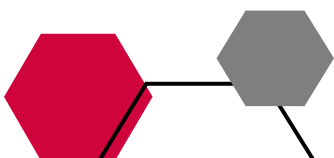
Robuste Entwicklung im konsolidierten Portfolio

RedFish LongTerm Capital S.p.A. ist eine 2020 in Mailand gegründete Industrie-holding, die von Paolo Pescetto und Andrea Rossotti gemeinsam mit den Familien Bazoli und Gitti aufgebaut wurde. Das Unternehmen investiert in italienische mittelständische Familienbetriebe mit einem EBITDA von mehr als 2 Mio. € und internationalem Wachstumspotenzial. Ziel ist es, reife Unternehmen mit führender Marktstellung in wachstumsstarken Nischenbranchen wie Schienenverkehr, Luft- und Raumfahrt, Medizintechnik, 3D-Druck, Telekommunikation und Lebensmittel langfristig zu begleiten. Der Investmentansatz von RFLTC ist auf nachhaltige Wertsteigerung ausgerichtet. Dabei kombiniert die Gesellschaft industrielle Expertise mit aktivem Beteiligungsmanagement und nutzt Kapitalmarktinstrumente gezielt zur Finanzierung größerer Transaktionen, ohne eine Verwässerung der Aktionäre in Kauf zu nehmen.

Im ersten Halbjahr 2025 erzielte die Gruppe einen Umsatz von 34,76 Mio. € nach 20,10 Mio. € im Vorjahr, was einem nominalen Wachstum von 73 % entspricht. Auf vergleichbarer Basis (Like-for-Like) stieg der Umsatz um 3 %. Das EBITDA erhöhte sich auf 3,33 Mio. € nach 1,54 Mio. € im Vorjahreszeitraum, die EBITDA-Marge verbesserte sich von 4,6 % auf 9,8 %. Der Nettogewinn belief sich auf 0,98 Mio. € (VJ: -1,03 Mio. €), womit RFLTC die Gewinnzone erreichte. Diese Fortschritte resultierten vor allem aus der stärkeren operativen Integration der Movinter-Plattform, der Rückführung ausgelagerter Prozesse und Effizienzgewinnen in Fertigung und Logistik. Das Eigenkapital stieg auf 51,85 Mio. € (Eigenkapitalquote 63,9 %), während die Nettoverschuldung auf 29,30 Mio. € zurückging. Die konsolidierten Zahlen sind allerdings nur bedingt aussagekräftig, da sie ausschließlich die Movinter-Gruppe (Movinter, Six Italia, SAIEP) umfassen. Wirtschaftlich bedeutsame Beteiligungen wie Tesi, Expo Inox, PureLabs, Convergenze und Solid World werden nicht einbezogen, sondern lediglich als Beteiligungswerte berücksichtigt. Entsprechend bildet der Konzernabschluss nur einen Teil der tatsächlichen Ertragskraft des Gesamtportfolios ab.

Unsere Bewertung von RedFish LongTerm Capital S.p.A. basiert auf einer Sum-of-Parts-Analyse unter Anwendung marktüblicher EV/EBITDA-Multiples gemäß Kroll. Die wichtigsten Beteiligungen werden von uns wie folgt bewertet: Convergenze S.p.A. mit 3,0 Mio. €, Solid World S.p.A. mit 2,4 Mio. €, Tesi S.r.l. mit 6,7 Mio. €, Expo Inox S.p.A. mit 7,8 Mio. €, Movinter S.r.l. mit 15,0 Mio. €, PureLabs S.p.A. mit 11,6 Mio. € und Industrie Polieco M.P.B. S.p.A. mit 38,3 Mio. €. Daraus ergibt sich ein Gesamtportfoliowert von 84,7 Mio. €. Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung der Holding von 17,5 Mio. € und abgezinster Holdingkosten von 0,5 Mio. € leiten wir einen fairen Unternehmenswert von 66,7 Mio. € ab, was einem fairen Wert je Aktie von 2,37 € entspricht. Die Holding profitiert von einer robusten Kapitalstruktur, einem klar fokussierten Portfolio und einer zunehmend belastbaren operativen Basis.

Aus unserer Sicht bietet die Aktie von RedFish LongTerm Capital S.p.A. trotz kurzfristiger Anpassungen weiterhin signifikantes Upside-Potenzial. Der aktuelle Kurs von 1,39 € liegt deutlich unter unserem ermittelten fairen Wert, wodurch ein substantieller Bewertungsabschlag gegenüber dem NAV besteht. Auf Basis des deutlichen Upside-Potenzials und des langfristig ausgerichteten Portfoliomanagements vergeben wir das Rating „Kaufen“ mit einem Kursziel von 2,37 € je Aktie.



Reply S.p.A.*11

Branche: Technologie
Fokus: Software, Unternehmensberatung
Gründung: 1996

Mitarbeiter: 16.261 (30.06.2025)
Firmensitz: Turin
Vorstand: Mario Rizzante, Tatiana Rizzante, Marco Cusinato

Das Kerngeschäft der Reply S.p.A. umfasst die Programmierung von unterschiedlichen Softwarelösungen, sowie die Unternehmensberatung. Zu den betreuten Branchen gehören die Automobil- und Fertigungsindustrie, Energie und Versorgung, Finanzdienstleistungen, Logistik, Einzelhandel und Konsumgüter sowie Telekommunikation und Medien. Die Kernkompetenzen der Reply S.p.A. liegen vor allem im Sektor neuer Technologien bspw. der künstlichen Intelligenz, Metaverse, Cloud Computing, Internet of Things und Cybersecurity. Die unterschiedlichen Softwarelösungen dienen der Optimierung von Prozessen und Implementierung neuer Anwendungsbereiche. Die Reply S.p.A. besitzt insgesamt 55 Standorte in 15 unterschiedlichen Ländern und ist damit ein international agierendes Unternehmen. Das strategische Ziel ist es, sowohl organisch als auch anorganisch durch Zukäufe zu wachsen.

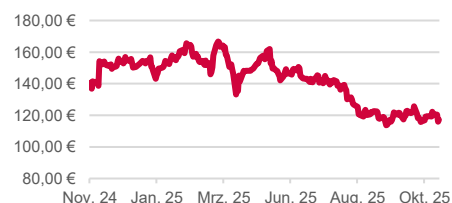
in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	2.295,94	2.479,61	2.677,98	2.892,22
EBITDA	415,35	455,79	480,28	520,33
EBIT	330,42	370,79	396,28	437,33
Jahresüberschuss	211,14	255,56	277,08	303,36
Gewinn je Aktie	5,64	6,83	7,41	8,11
Dividende je Aktie	1,15	1,30	1,40	1,50
EV/Umsatz	1,72	1,59	1,47	1,36
EV/EBITDA	9,49	8,65	8,21	7,57
EV/EBIT	11,93	10,63	9,94	9,01
KGV	20,54	16,97	15,65	14,29
KBV	3,33			

Investment Case

- **Führender IT-Dienstleister:** starke Marktposition in den Bereichen digitale Transformation, Cloud, KI, IoT und Industrie 4.0; Kundenfokus auf Automotive, Produktion, Logistik, Retail und Finanzsektor (≈ 2/3 der Umsätze).
- **Dynamisches Wachstum:** Umsatz-CAGR 2019–2024 bei 14,2 %; Rekordumsatz 2024 mit 2,30 Mrd. € (+8,4 %).
- **Attraktive Margen:** EBIT-Marge stabil in enger Bandbreite von 13–15 %; 2024 bei 14,4 %, im 1.HJ 2025 auf Rekordniveau von 15,6 %.
- **Starke Finanzbasis:** Eigenkapitalquote von 55 % und liquide Mittel von 466,89 Mio. € (30.06.2025) schaffen Spielraum für anorganisches Wachstum.
- **Cashflow-Stärke:** Operativer Cashflow deutlich über Investitions- und Finanzierungscashflows (2024: 349 Mio. €, H1 2025: 129 Mio. €).
- **Aktionärsfreundlich:** kontinuierlich steigende Dividende seit 2010 (von 0,11 € auf 1,15 € je Aktie 2024); DCF-Kursziel 175,00 € mit Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 175,00 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	115,90 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005282865
WKN	A2G9K9
Aktienzahl (in Mio.)	37,41
MCap (in Mio. €)	4.336,93
Enterprise Value (in Mio. €)	3.940,91

Marktsegment	Euronext STAR Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Alika S.r.l.	37,1%
Streubesitz	62,9%

Finanztermine

13.11.2025	Q3-Zahlen 2025
25-26.11.25	Eigenkapitalforum

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
 Niklas Ripplinger (ripplinger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 12.11.24: RS / 170,00 / KAUFEN
 ** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Führender Digitalisierungspartner mit dynamischem Wachstum, stabilen Margen und starker Finanzbasis

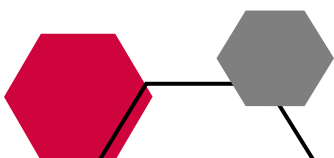
Die Reply S.p.A. ist ein international tätiges Unternehmen mit Hauptsitz in Italien, das auf IT-Dienstleistungen, digitale Transformation und innovative Technologien spezialisiert ist. Mit den Schwerpunkten Beratung, Systemintegration und digitale Services zählt Reply zu den führenden Akteuren in den Bereichen Industrie 4.0, Cloud-Computing, künstliche Intelligenz und Internet der Dinge (IoT). Das Unternehmen unterstützt Kunden aus den Bereichen Automotive, Produktion, Logistik & Verkauf sowie dem Finanzbereich bei ihrem digitalen Transformationsprozess. Mit Kunden aus diesen Branchen erwirtschaftet Reply etwa zwei Drittel der Konzernumsätze.

Die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft ist von einer hohen Nachfrage im Zuge der fortschreitenden digitalen Transformation geprägt und zeichnet sich durch zweistellige Wachstumsraten aus. Zwischen 2019 und 2024 lag das durchschnittliche Umsatzwachstum bei 14,2 %. Gleichzeitig weist die Gesellschaft, wie für Technologieunternehmen mit Systemintegrationskompetenz üblich, attraktive operative Ergebnismargen auf. Im genannten Zeitraum bewegte sich die EBIT-Marge in einer engen Bandbreite zwischen 13,1 % und 15,1 %. Das abgelaufene Geschäftsjahr, welches von Kundenseite her von einer geringeren Investitionsbereitschaft geprägt war, reiht sich dennoch in die positive Entwicklung der vergangenen Jahre ein. Mit einem Umsatzwachstum von 8,4 % auf 2.295,94 Mio. € wurde ein EBIT von 330,42 Mio. € erzielt, was einer EBIT-Marge von 14,4 % entspricht. Absolut betrachtet wurden sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene neue Rekorde erreicht. Auch im ersten Halbjahr wurden mit einem Umsatzwachstum von 8,6 % auf 1.210,13 Mio. € und einem EBIT von 188,38 Mio. € (EBIT-Marge: 15,6 %) jeweils neue Rekorde erzielt.

Wie in der Vergangenheit setzt Reply S.p.A. auch zukünftig auf anorganisches Wachstum. Erwähnenswert ist dabei die positive Kapitalausstattung mit einer Eigenkapitalquote von 55,0 % und einem hohen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 466,89 Mio. € zum 30.06.2025, um auch in Zukunft weitere Unternehmensakquisitionen durchführen zu können. Zumal die Gesellschaft in der Regel aus dem operativen Geschäft heraus hohe Liquiditätszuflüsse generiert. Im Geschäftsjahr 2024 lag der operative Cashflow bei 349,44 Mio. €, im ersten Halbjahr 2025 bei 129,15 Mio. € und lag damit jeweils deutlich über dem Investitions- und Finanzierungscashflow.

Reply S.p.A. profitiert von einer breiten Umsatzstreuung, da sich die Kundengruppen auf verschiedene Branchen verteilen. Dadurch ist das Unternehmen nur in geringem Maße von einzelnen Branchen abhängig und weniger anfällig für konjunkturelle Schwankungen. Die fortschreitende Digitalisierung in allen Branchen wird auch in Zukunft positiv zur Geschäftsentwicklung von Reply S.p.A. beitragen. Das Leistungsportfolio des Unternehmens umfasst zukunftssträchtige Bereiche wie Cybersecurity, Cloud Computing, Quantum Computing und Internet of Things, die weiterhin stark nachgefragt werden. Darüber hinaus bieten Zukunftsthemen wie künstliche Intelligenz und Metaverse großes Wachstumspotenzial für Reply. Zu all diesen Wachstumschancen gehört bei Reply S.p.A. auch eine kontinuierlich steigende Dividende. Seit 2010 wurde die Dividende sukzessive von 0,11 € auf 1,15 € im Jahr 2024 erhöht.

Wir rechnen mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses sowie einem sukzessiven, jedoch nur leichten Anstieg der Ergebnismargen. Wir haben einen fairen Wert von 175,00 € je Aktie ermittelt und vergeben damit das Rating „KAUFEN“.



Sanlorenzo S.p.A.*11

Branche: Schiffsbau
Fokus: Segelyachten und Motorboote
Gründung: 1958

Mitarbeiter: 1.662 (30.06.25)
Firmensitz: Ameglia (Ligurien)
Vorstand: Massimo Perotti (CEO),
 Attilio Bruzzese (CFO)

Sanlorenzo S.p.A. ist ein führendes Unternehmen im Bereich der Luxusschifffahrt, das sich auf die Planung, den Bau und den Verkauf von Luxusyachten konzentriert. Die Produkte werden sowohl direkt als auch über ein Netz von Markenvertretern in Europa, im asiatisch-pazifischen Raum, in Nord- und Südamerika, im Nahen Osten und in Afrika vertrieben. Das Unternehmen ist in vier Geschäftssegmente unterteilt: Yachten (24m - 38m Gesamtlänge), Superyachten (40m - 73m Gesamtlänge), Bluegames (13m - 23m Gesamtlänge) und Nautro Swan (Segel- und Motoryachten). Ergänzend werden Wartungs- und Charterdienstleistungen für verschiedene Schiffe angeboten. Unter „Timeless“ bietet Sanlorenzo seinen Kunden zudem eine Vielzahl von Dienstleistungen rund um das Design und die Ausstattung von Booten an. Neben kundenspezifischen Sonderanfertigungen werden auch gebrauchte Yachten verkauft. Das 1958 gegründete Unternehmen Sanlorenzo hat seinen Sitz in Ameglia, Italien.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Netto-Umsatz	930,35	960,00	988,80	1.018,46
EBITDA	179,36	180,01	188,86	194,85
EBIT	139,28	140,01	146,86	159,85
Jahresüberschuss	103,12	105,61	107,23	112,81
Gewinn je Aktie	2,90	2,97	3,02	3,18
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,10	1,20
EV/Netto-Umsatz	1,24	1,20	1,17	1,13
EV/EBITDA	6,43	6,41	6,11	5,92
EV/EBIT	8,28	8,24	7,85	7,21
KGv	11,22	10,96	10,79	10,26
KBV	2,63			

Investment Case

- **Exklusive Marktposition:** Sanlorenzo tritt in mehreren Luxus-Motoryacht-Segmenten unter einer einzigen Marke auf; Produktpalette von 13 bis 73 Metern, ergänzt durch das 2024 erworbene Nautro Swan (Segel- und Motoryachten).
- **Wachstumsdynamik:** Auslieferungen 2024 bei 121 Yachten (+21 % YoY; 2019: 50 Yachten); Umsatzanstieg 2024 auf 930,35 Mio. € (+10,7 %).
- **Hohe Profitabilität:** EBITDA 2024 bei 176,36 Mio. €; EBITDA-Marge 19,0 % deutlich über Branchendurchschnitt (11,3 %). 9M 2025: EBITDA-Marge von 18,5 % erreicht.
- **Starker Auftragseingang:** Auftragseingang in den ersten neun Monaten 2025 bei 690 Mio. € (+20 % YoY); Auftragsbestand von 1.019 Mio. € sichert Umsatz- und Ergebnis-sichtbarkeit.
- **Positive Guidance 2025:** Erwarteter Nettoumsatz 960 Mio. €, EBITDA ca 180 Mio. €, Nettogewinn 103–107 Mio. €; impliziertes KGv ~11,2 (vs. Branchenschnitt 22,6).
- **Attraktives Kurspotenzial:** Kursziel von 50,00 € ermittelt, Rating. KAUFEN

Rating: KAUFEN
Kursziel: 50,00 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	32,60 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0003549422
WKN	A2PV7P
Aktienzahl (in Mio.)	35,51
MCap (in Mio. €)	1.157,50
Enterprise Value (in Mio. €)	1.153,13

Marktsegment	Euronext STAR Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Holding Happy Life S.r.l.	55,8%
Ocean S.r.l.	5,5%
Treasury shares	2,1%
Streubesitz	36,6%

Finanztermine

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
 Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 12.11.24: RS / 55,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S.
 411

Wachstumsstarker Luxus-Yachtbauer mit überdurchschnittlicher Profitabilität und hohem Auftragsbestand

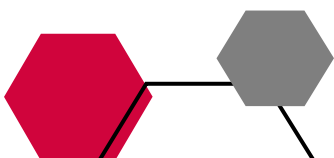
Sanlorenzo ist ein Anbieter im Segment der Luxus-Motoryachten, der unter einer einzigen Marke in mehreren Segmenten auftritt. Die Gesellschaft produziert eine begrenzte Anzahl an Yachten pro Jahr. Wachstum wird dabei insbesondere über die Einführung neuer Linien und Modelle erzielt, ohne die bestehenden Produktreihen aufzublähen. Die Produkte unterliegen einer kontinuierlichen Innovation im Yachtdesign. Dabei besteht eine enge Verbindung zu renommierten Designern, was der Gruppe eine starke Positionierung im Luxussegment sichert. Die Produktion findet hauptsächlich an vier Standorten in Italien statt. Die Produktpalette umfasst im Yachtsegment Motoryachten mit einer Größe zwischen 24 und 40 Metern, im Superyachtsegment Motoryachten mit einer Größe zwischen 44 und 73 Metern sowie im Bluegame-Segment Motorsport-Nutzyachten zwischen 13 und 23 Metern. Im August 2024 wurde Nautor Swan erworben und ein neues Segment begründet, das die Produktion von Segel- und Motoryachten mit einer Größe zwischen 13 und 40 Metern umfasst.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 hat Sanlorenzo insgesamt 121 Yachten ausgeliefert und damit die Auslieferungsanzahl um 21 Einheiten bzw. 21 % gegenüber dem Vorjahr gesteigert. Ein Vergleich mit dem Geschäftsjahr 2019, als lediglich 50 Einheiten ausgeliefert wurden, verdeutlicht den eingeschlagenen Wachstumskurs des Unternehmens. Das beschleunigte Wachstum im Jahr 2024 ist unter anderem auch auf den erstmaligen Einbezug von Nautor Swan zurückzuführen, die innerhalb von fünf Monaten zwölf Auslieferungen verzeichneten. In operativen Kennzahlen übersetzt bedeutet dies eine Steigerung der Nettoumsätze im Jahr 2024 auf 930,35 Mio. € (VJ: 840,16 Mio. €) sowie des EBITDA auf 176,36 Mio. € (VJ: 157,49 Mio. €). Die EBITDA-Marge von 19,0 % liegt dabei deutlich über dem Branchendurchschnitt von zuletzt 11,3 %, wie Daten von CSIMarket zeigen.

Die Entwicklung nach neun Monaten 2025 reiht sich in das positive Umsatz- und Ertragsbild ein. Mit Nettoumsätzen in Höhe von 690,14 Mio. € (VJ: 669,02 Mio. €) wurde der Vorjahreswert vor allem aufgrund einer starken Entwicklung in der Region „Americas“ um 3,2 % übertroffen. Bei einer EBITDA-Marge von 18,5 % belief sich das EBITDA auf 127,98 Mio. € (VJ: 123,56 Mio. €). Auch die Aussichten für die weitere Entwicklung sind positiv. Die Auftragseingänge lagen nach 9M 2025 mit 690 Mio. € um 20 % über dem Vorjahreswert. Der Auftragsbestand von 1.019 Mio. € garantiert eine hohe Sichtbarkeit der erwarteten Umsätze. Damit ist die Grundlage gelegt, um im Geschäftsjahr 2025 sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis neue Rekordwerte zu erreichen. Gemäß der Unternehmens-Guidance wird ein Nettoumsatz in Höhe von rund 960 Mio. € und damit ein Wachstum in Höhe von 3 % erwartet, gefolgt von einem EBITDA in Höhe von rund 180 Mio. €. Das Nachsteuerergebnis soll dabei zw. 103 und 107 Mio. € liegen. Unter der Voraussetzung, dass die untere Bandbreite erreicht wird, entspräche dies derzeit einem KGV von 11,2. Das Branchen-KGV liegt gemäß CSMarket derzeit bei 22,6.

Darüber hinaus haben wir bereits in den vergangenen Jahren auf die zentrale Bedeutung der konzerninternen Forschung hingewiesen, die nach wie vor ein wesentlicher Wachstumstreiber ist. So hat der Konzern gemeinsam mit seinen Partnern einen wichtigen Meilenstein der Nachhaltigkeitsstrategie „Road to 2030“ erreicht und die Auslieferung der weltweit ersten Superyacht mit Methanol-Reformer-Brennstoffzellensystem abgeschlossen.

Wir haben die Sanlorenzo S.p.A. mit unserem DCF-Modell bewertet. Das Ergebnis ist ein fairer Wert von 50,00 € je Aktie. Aufgrund der positiven Geschäftsaussichten vergeben wir das Rating „KAUFEN“ und sehen ein gutes zukünftiges Kurspotenzial.



Siav S.p.A.*11

Branche: Software, Services
Fokus: Enterprise Content Management, Business Process Outsourcing
Gründung: 1989

Mitarbeiter: 319 (30.06.2025)
Firmensitz: Padua
Vorstand: Alfieri Voltan, Nicola Voltan, Daniele Boggian, Leonardo Bernardi

Die Siav S.p.A. ist ein seit über 36 Jahren im Bereich Content Service Platform tätiges Softwarehaus. Im Laufe der Jahre hat Siav sein Angebot um Business-Process-Outsourcing-Dienstleistungen erweitert, die mit proprietären Softwarelösungen bereitgestellt werden. Dazu hat das Unternehmen zahlreiche Prozesse im Bereich der Verwaltung digitaler Dokumente eingeführt und entwickelt. Schließlich erbringt Siav über eine eigene technische Struktur professionelle Dienstleistungen direkt für seine Kunden. Die Gesellschaft hat neun Niederlassungen, vier davon haben ihren Sitz in Italien (Rubano, Rom, Mailand, Bologna), zwei in der Schweiz und jeweils eine in Rumänien und den Vereinigten Arabischen Emiraten. Die Gesellschaft verfügt über einen breiten Kundenstamm (mehr als 4.000 Kunden) aus unterschiedlichen Branchen.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	32,04	34,60	38,06	41,87
EBITDA	4,84	7,37	8,88	10,24
EBIT	0,16	2,17	3,68	5,04
Jahresüberschuss	-1,69	0,89	1,94	3,11
Gewinn je Aktie	-0,18	0,10	0,21	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,85	0,79	0,71	0,65
EV/EBITDA	5,62	3,69	3,06	2,66
EV/EBIT	171,11	12,56	7,40	5,40
KGV	-10,61	20,29	9,25	5,79
KBV	2,10			

Investment Case

- **Spezialisierter Softwareanbieter:** Fokussiert auf Enterprise Content Management (ECM) und Business Process Outsourcing mit Plattformen wie Archiflow, Connect und Frame; integriert KI-Lösungen zur Prozessautomatisierung.
- **Diversifiziertes Umsatzmodell:** 45 % Softwareerlöse, 41 % Serviceumsätze und 13 % Outsourcing-Geschäft; zunehmender Anteil wiederkehrender SaaS-Erlöse (55 % des Gesamtumsatzes).
- **Stabile Umsatzentwicklung:** 2020–2024 moderates Umsatzwachstum (CAGR 2,6 %) auf 32,0 Mio. €; gleichzeitige Margensteigerung von 10,1 % auf 15,1 %.
- **Erfolgreiche Restrukturierung:** 2024 gestartetes Effizienzprogramm senkte Betriebskosten; trotz einmaliger Restrukturierungsaufwendungen (1,1 Mio. €) nachhaltige Ergebnisverbesserung.
- **Deutliche Margensteigerung 2025:** H1 2025 Umsatz + 2,5 % auf 16,8 Mio. €, EBITDA + 46 % auf 3,61 Mio. €; EBITDA-Marge auf 21,5 % (VJ: 15,1 %); Rückkehr in die Gewinnzone (Nettoergebnis 0,4 Mio. €).
- **Positive Perspektive & Bewertung:** Fokus auf margenstarke Software-Segmente und internationale Expansion; nachhaltige EBITDA-Marge > 20 % erwartet; DCF-Kursziel 4,50 €, Rating „Kaufen“.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 4,50 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	1,96 €
Börsenplatz	Euronext Milan
ISIN	IT0005504128
WKN	A3DSL7
Aktienzahl (in Mio.)	9,17
MCap (in Mio. €)	17,98
	27,21
Marktsegment	Euronext Growth Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Taco Holding S.r.l.	52,6%
Institutionelle Investoren	29,2%
Streubesitz	18,2%

Finanztermine

13.11.25 MKK-Münchn. Kapitalm.Konferenz

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
 Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 -

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-aa.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Softwareanbieter mit steigender Profitabilität, wachsendem SaaS-Anteil und klarer Margenexpansion

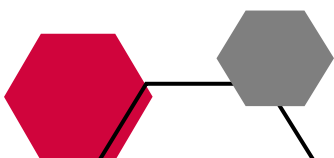
Die Siav S.p.A. ist ein Softwarehaus, das in den Bereichen Enterprise Content Management und Business Process Outsourcing tätig ist. Im Geschäftsjahr 2024 wurden rund 45 % der Gesamtumsätze mit dem Vertrieb von Software erzielt. Hierzu zählen Umsätze mit Softwareplattformen für das Informations- und Prozessmanagement wie Archiflow, Connect und Frame. Die Gesellschaft deckt auch den KI-Bereich als integrierten Dienst in den Plattformen und vertikalen Lösungen ab, um die Produktivität durch Prozessautomatisierung zu erhöhen. Schließlich bietet das Unternehmen auch auf bestimmte Branchen zugeschnittene Softwarelösungen an, wie etwa Silloge (öffentliche Verwaltung), MyCreditService (Fintech-Lösung für das Management der Lieferkettenfinanzierung) oder SAP-Dashboards. Die Service-Umsätze machten im abgelaufenen Geschäftsjahr 41 % der Gesamtumsätze aus. Sie stehen im Zusammenhang mit den Anwendungsentwicklungen der Softwareplattformen. Rund 13 % der Umsätze entfallen auf den Bereich Outsourcing, in dem elektronische B2B-Rechnungsstellung oder die ersetzende Aufbewahrung von Dokumenten angeboten wird.

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg (2020–2024) weist die Siav S.p.A. eine vergleichsweise stabile Umsatzentwicklung auf. In diesem Zeitraum legten die Umsätze mit einem CAGR von 2,6 % und damit vergleichsweise moderat auf 32,04 Mio. € zu. Hier dürfte auch der branchenweite Trend einer Steigerung des SaaS-Anteils an den Umsätzen eine Rolle gespielt haben. Bei der Siav machen SaaS-Umsätze mittlerweile rund 55 % der Gesamtumsätze aus. Aufgrund eines verbesserten Umsatzmixes sowie Verbesserungen in den operativen Kosten erhöhte sich die EBITDA-Marge in diesem Zeitraum von 10,1 % auf 15,1 %. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Gesellschaft ein tiefgreifendes Restrukturierungsprojekt gestartet, um die Betriebskosten zu senken und somit eine Verbesserung der Ergebnismargen zu erreichen. Dies ging mit außerordentlichen Aufwendungen in Höhe von rund 1,1 Mio. € einher. Darüber hinaus legt die Siav S.p.A. bewusst einen stärkeren Fokus auf Geschäftsbereiche mit höherer Wertschöpfung, die sich durch einen höheren Anteil wiederkehrender Umsätze auszeichnen. Dies bedeutet konkret einen stärkeren Fokus auf das Software-Segment.

Ein Blick auf die operative Entwicklung des ersten Halbjahres 2025 zeigt die positive Wirkung dieser Maßnahmen. Bei einem Umsatzanstieg von 2,5 % auf 16,80 Mio. € (Vj.: 16,40 Mio. €) verbesserte sich das EBITDA stark auf 3,61 Mio. € (Vj.: 2,48 Mio. €), was einen deutlichen Anstieg der EBITDA-Marge auf 21,5 % (Vj.: 15,1 %) bedeutet. Durch den Wegfall der außerordentlichen Aufwendungen konnte die Siav S.p.A. auch beim Nettoergebnis mit 0,40 Mio. € (Vj.: -0,48 Mio. €) wieder einen positiven Wert erzielen.

Die Gesellschaft veröffentlicht keine konkrete Guidance. Gemäß der Wachstumsstrategie soll das künftige Wachstum einerseits über anorganische Effekte vorangetrieben werden, andererseits soll die Konzentration auf die margenstarken Bereiche noch stärker umgesetzt werden. Parallel dazu soll das internationale Geschäft vorangetrieben und der Vertrieb stärker auf das Partnergeschäft ausgerichtet werden.

Wir rechnen für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Umsatzwachstum im hohen einstelligen bzw. niedrigen zweistelligen Prozentbereich. Die EBITDA-Marge sollte sich aufgrund der genannten Strategie nachhaltig auf über 20 % etablieren können. Im Rahmen eines DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 4,50 € je Aktie ermittelt. Daher vergeben wir das Rating „KAUFEN“.



Somec S.p.A. ^{*5a,7,11}

Branche: Schiffsbau / Bauwirtschaft
Fokus: Glassysteme für Werften, Schiffs-eigner und Bausektor
Gründung: 1978

Mitarbeiter: >1.000 (zum 30.06.25)
Firmensitz: San Vendemiano (Italien)
Vorstand: O. Marchetto (CEO), G. Corazza, A. Zanchetta, D. Callegari

Die Somec S.p.A. (Somec) ist auf das Engineering, Design und die Umsetzung komplexer Projekte im Zivil- und Marinesektor spezialisiert und operiert in drei Geschäftsbereichen: Horizons (kundenspezifische Systeme für Schiffsarchitektur und Gebäudefassaden), Talenta (professionelle Küchensysteme und -produkte), Mestieri (Design und Produktion von maßgeschneiderten Inneneinrichtungen). Die Unternehmen der Gruppe arbeiten integriert und synergetisch nach strengen Qualitäts- und Sicherheitsstandards und garantieren ein hohes Maß an Individualität und spezifischem Know-how bei der Verarbeitung verschiedener Materialien, was eine grundlegende Voraussetzung ist für Projekte mit einem hohen Mehrwert. In seiner über 40-jährigen Geschichte hat sich Somec durch strenge Zertifizierungs- und Akkreditierungsverfahren weltweit einen guten Ruf für Qualität und betriebliche und finanzielle Zuverlässigkeit erworben. Die Gruppe ist in 12 Ländern und auf 3 Kontinenten vertreten.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	382,82	398,55	419,02	441,12
EBITDA	29,58	33,17	36,53	39,79
EBIT	8,16	15,91	21,02	24,01
Jahresüberschuss	-3,30	5,82	9,11	11,38
Gewinn je Aktie	-0,45	0,80	1,25	1,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,41	0,39	0,37	0,36
EV/EBITDA	5,30	4,73	4,30	3,94
EV/EBIT	19,23	9,86	7,46	6,53
KGV	-32,87	18,64	11,91	9,53
KBV	6,13			

Investment Case

- Die Somec-Gruppe verfügt über starke Marktpositionen, v.a. im maritimen Sektor (Weltmarktführerschaft bei der Schiffsverglasung etc.) und im US-Fassadenbusiness.
- Eine erfolgreiche Wachstumsstrategie mit einem deutlich positiven M&A-Track-Record haben seit dem IPO im Jahr 2018 zu einer mehr als Verdopplung der Konzernumsatzerlöse auf zuletzt 382,8 Mio. € geführt.
- Der umfangreiche Auftragsbestand (769,0 Mio. € zum 15.07.2025) sorgt für eine hohe Visibilität und Planbarkeit des Geschäfts.
- Mit ihren hochgradig synergetischen und ergänzenden Geschäftsbereichen ist der Somec-Konzern weltweit in vielen attraktiven Endmärkten aktiv. Durch die noch relativ junge Mestieri-Sparte adressiert Somec neue Wachstumsmöglichkeiten im Bereich von u.a. high-end Interieurprojekten für Luxuseinzelhandel, Premium-Gastronomie oder Luxuswohnungen
- Insbesondere der erwartete anhaltende Boom der Kreuzfahrtbranche eröffnet der Somec-Gruppe signifikantes Wachstums- und Ertragspotenzial über die verschiedenen Konzernsparten hinweg.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 23,35 €

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (06.11.25)	14,90 €
Börsenplatz	Frankfurt
ISIN	IT0005329815
WKN	A2JL41
Aktienzahl (in Mio.)	7,28
MCap (in Mio. €)	108,47
Enterprise Value (in Mio. €)	156,90

Marktsegment	Euronext Milan
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Venezia S.p.A.	76,2%
Management	1,0%
Free Float	23,0%

Finanztermine

12.11.25	MKK-Münchn. Kapitalmarkt. Konf
17.11.25	Eckdaten Q3-Umsatz

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
 Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 08.10.2025 / RS / 23,35 € / KAUFEN
 24.07.2025 / RS / 22,50 € / KAUFEN
 03.06.2025 / RS / 22,50 € / KAUFEN
 ** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 41

Boomendes maritimes Business sorgt für Umsatz- und Ergebniszuwächse; Mestieri eröffnet weiteres Wachstum

Die Somec S.p.A. (Somec) ist auf das Engineering, Design und die Umsetzung komplexer Projekte im Zivil- und Marinesektor spezialisiert. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsbereichen tätig: „Horizons“ (kundenspezifische Systeme für Schiffsarchitektur und Gebäudefassaden), „Talenta“ (professionelle Küchensysteme und -produkte) und „Mestieri“ (Design und Produktion von maßgeschneiderten Inneneinrichtungen).

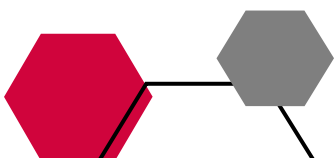
Somec hat das vergangene Geschäftsjahr 2024 dank eines signifikanten Wachstums des Kerngeschäftsbereichs „Horizons“ (maritimes und ziviles Glasgeschäft) mit einem moderaten Anstieg des Konzernumsatzes um 3,2 % auf 382,82 Mio. € (VJ: 371,04 Mio. €) abgeschlossen. Durch einen verbesserten Umsatzmix (höherer Anteil margenstarkes Marinebusiness) und höhere Kosteneffizienzen konnte das EBITDA deutlich überproportional um 62,7 % auf 29,58 Mio. € (VJ: 18,18 Mio. €) ansteigen.

Auch das erste Halbjahr 2025 war geprägt von einer anhaltend hohen Kundennachfrage aus dem maritimen Sektor nach den individuellen Lösungen des Konzerns. So konnte die Somec-Gruppe in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres dank eines weiterhin hohen Momentums im maritimen Geschäftsbereich und eines starken „Refitting-Business“ (Modernisierung älterer Schiffe etc.) einen moderaten Umsatzzuwachs um 3,9 % auf 192,7 Mio. € (1. HJ 2024: 185,6 Mio. €) erzielen. Ergebnisseitig hat die Gesellschaft aufgrund einsetzender Skaleneffekte und eines günstigen Umsatzmixes (höherer Anteil margenstarkes Refitting-Business) einen deutlich überproportionalen Anstieg des EBITDA um 24,1 % auf 15,8 Mio. € (1. HJ 2024: 12,8 Mio. €) erzielt. Hieraus resultierte eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge auf 8,2 % (1. HJ 2024: 6,9 %).

In Bezug auf die Auftragssituation lag der Gesamtauftragsbestand von Somec, der vor allem Aufträge im Kernsegment „Horizons“ beinhaltet, am 15. Juli 2025 bei 769,0 Mio. € und übertraf damit den Referenzauftragsbestand vom 30. Juni 2025 in Höhe von 678,0 Mio. € deutlich. Dieser umfangreiche Auftragsbestand reicht bis ins Jahr 2033 hinein, ermöglicht eine hohe Planungssicherheit und bildet damit eine gute Basis für weiteres Wachstum. Angesichts der erfreulichen Halbjahresergebnisse und der positiven Auftragslage hat das Somec-Management seine bisherige Prognose bekräftigt und rechnet für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 unverändert mit einer deutlichen Margenverbesserung und Verbesserung der Verschuldungssituation („Leverage“-Reduzierung).

Vor dem Hintergrund der bisherigen positiven Unternehmensperformance, der weiterhin guten Auftragslage und der Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie rechnen wir zukünftig mit weiteren moderaten Umsatzzuwächsen und aufgrund erwarteter Skaleneffekte mit einer deutlich überproportionalen Ergebnisverbesserung. Insbesondere durch die starke Positionierung der Somec-Gruppe in Marktnischen des boomenden maritimen Sektors (Kreuzfahrtschiffsbereich) sollte es der Gesellschaft gelingen, ihren Wachstumskurs fortzusetzen und eine weitere sukzessive Margenverbesserung zu erzielen. Auch die Mestieri-Sparte stellt unserer Einschätzung nach ein vielversprechendes Wachstumsprojekt dar, das das Konzernwachstum auch künftig zusätzlich beflügeln kann.

Basierend auf unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein Kursziel von 23,35 € errechnet. Wir stufen die Somec-Aktie zudem mit dem Rating „Kaufen“ ein.



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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

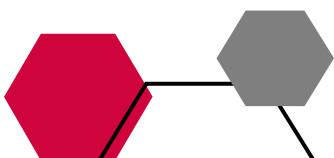
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

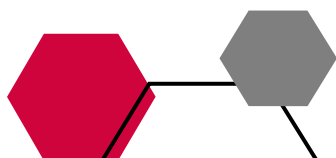
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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: (siehe Einzelbeitrag)

§ 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, Email: 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc. M.A., Finanzanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Niklas Ripplinger, Finanzanalyst (junior)

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

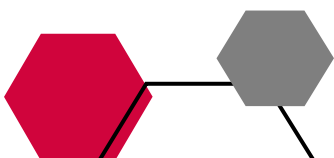
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb 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 & INVESTMENTANALYSEN -

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