

GBC Research (Anno)

SBF AG



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 31

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“

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

SBF AG*5a, 5b, 7, 11

Operative Margenerholung im 1. HJ 2026 fortgesetzt, mittelfristige Rückkehr zu profitabilem Wachstum erwartet

Branche: Bahntechnik & Infrastruktur

Fokus: Beleuchtungslösungen Schienenfahrzeuge und öffentliche (kritische) Infrastrukturen

Gründung: 2002

Mitarbeiter: 286 (Ø H1 2026)

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Robert Stöcklinger

Der SBF-Konzern hat sich mit seinen modernen Technologien hauptsächlich auf den Bahntechnik- und öffentlichen/kritischen Infrastruktursektor fokussiert. Mit ihren LED-basierten Systemlösungen adressiert die Technologiegesellschaft insbesondere die weltweit führenden Zughersteller (Stadler Rail, Siemens Mobility, Alstom/Bombardier etc.) und öffentliche/kommunale Kunden, wie bspw. Gemeinden, Städte, den DB-, SBB-, ÖBB-Konzern oder kommunale Energieversorger. Mit ihrem Schwerpunkt auf intelligenten und energieeffizienten LED-Beleuchtungssystemen ist die SBF-Gruppe stark in der voranschreitenden Energie-/Mobilitätswende (Stichwort: „Green Mobility“ und „Clean Tech Solutions“) involviert und trägt mit ihrem Produktportfolio zu einer deutlich nachhaltigeren Mobilität und auch resilienteren (kritischen) Infrastruktur bei. Mit dem konzernzugehörigen Elektronikspezialisten AMS Software & Elektronik GmbH ist SBF ebenfalls im Geschäftsfeld der Sensorik und Elektromechanik aktiv.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Umsatz	47,20	40,70	39,02	40,61	44,10
EBITDA	0,56	1,04	1,31	3,58	4,91
EBIT	-0,93	-0,34	-0,06	2,24	3,59
Nettoergebnis (EAT)	-1,99	-1,18	-0,54	1,38	2,35
Gewinn je Aktie	-0,21	-0,12	-0,06	0,14	0,24
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,53	0,61	0,64	0,61	0,57
EV/EBITDA	44,54	23,98	19,04	6,97	5,08
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	11,13	6,95
KGV	neg.	neg.	neg.	16,74	9,83
KBV		0,76			

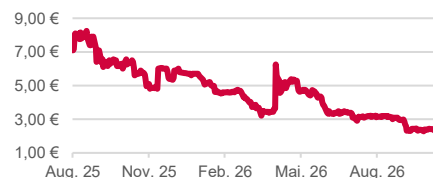
Investment Case

- Der SBF-Konzern ist mit seinen LED-basierten Beleuchtungssystemen v.a. im wachsenden Bahntechnik- und kritischen/öffentlichen Infrastruktursektor aktiv, wobei SBF im Rail-Business bei Zug-Deckensystemen eine marktführende Position innehat.
- Durch den konzern eigenen Elektronikzulieferer AMS erhöht SBF seine Wertschöpfungstiefe, reduziert Beschaffungsrisiken und eröffnet sich zusätzliche Wachstumspotenziale im Marktsegment Sensortechnologien und Elektromechanik.
- Der umfangreiche Auftragsbestand von zuletzt 98,5 Mio. € (Stand: Juli 2026) sorgt für eine hohe Sichtbarkeit und Planbarkeit bezüglich der künftigen Geschäftsaktivitäten.
- Die geplante staatliche Investitionsoffensive (deutliche Erhöhung des Kernhaushalts; Sondervermögen für Infrastruktur & Finanzpaket für Verteidigung) könnte die zukünftige Wachstumsdynamik des Konzerns nochmals deutlich erhöhen.
- Durch eine stärkere Auslastung der Produktion, v.a. im traditionell margenstarken Bahntechnikgeschäft, sind starke Skaleneffekte und überproportionale Ergebniszuwächse möglich. Die verbesserte Kostenbasis und die Neuausrichtung der Linux-Lighting-Sparte eröffnen signifikantes Umsatz- und Ertragspotenzial.
- Attraktive Bewertung und Kurspotenzial: Basierend auf unseren angepassten Schätzungen und einem hieraus abgeleiteten Kursziel von 8,05 € vergeben wir das Rating „Kaufen“.**

Rating: KAUFEN

Kursziel: 8,05 € (zuvor: 9,85 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (vom Vortag)	2,38 EUR
Börsenplatz	Xetra
ISIN	DE000A2AAE22
WKN	A2AAE2
Aktienzahl (in Mio.)	9,71
MCap (in Mio. EUR)	23,10
Enterprise Value (in Mio.)	24,94
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Elber GmbH	58,6%
Sonstige Kerninvestoren	9,1%
Management	4,4%
Free Float	27,9%

Finanztermine

23.-25.11.26	Deutsches Eigenkapitalforum (Frankfurt)
--------------	---

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.03.2026: RS / 9,85 / KAUFEN
24.11.2025: RS / 12,00 / KAUFEN
29.10.2025: RS / 12,00 / KAUFEN
12.08.2025: RS / 12,00 / KAUFEN

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

Fertigstellung: 27.10.2026 (7:30 Uhr)
Erste Weitergabe: 27.10.2026 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 34

EXECUTIVE SUMMARY

● Das vergangene Geschäftsjahr 2025 des SBF-Konzerns war v.a. gekennzeichnet durch ein schwieriges Umfeld und herausfordernde Marktbedingungen (Projektverschiebungen etc.). In Anbetracht dessen musste SBF im abgelaufenen Geschäftsjahr einen signifikanten Umsatzrückgang um 13,8% auf 40,70 Mio. € (VJ: 47,20 Mio. €) hinnehmen. Trotz rückläufiger Umsatzerlöse und Sonderbelastungen aus Restrukturierungen hat das Unternehmen dank eines positiven Ergebnisbeitrags aus dem (Rail-)Kernsegment und Profitabilitätsverbesserungen im Elektronik-Segment eine nahezu Verdopplung des EBITDA auf 1,04 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €) erzielt. Korrigiert um Sonder- und Einmaleffekte wurde sogar ein bereinigtes EBITDA von 2,84 Mio. € (VJ: 3,93 Mio. €) erreicht.

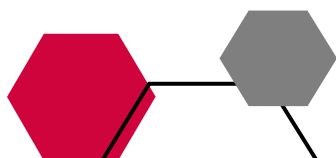
● Im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2026 musste SBF aufgrund schwieriger Rahmen- und Marktbedingungen (verhaltene Investitionsbereitschaft bei den Kommunen, geringere Abrufe wegen Projektverzögerungen etc.) einen signifikanten Umsatzrückgang um 9,6% auf 19,81 Mio. € (1. HJ 2025: 21,92 Mio. €) hinnehmen. Demgegenüber konnte der Konzern dank einer optimierten Kostenstruktur eine mehr als Verdreifachung des EBITDA auf 1,60 Mio. € (1. HJ 2025: 0,50 Mio. €) erzielen. Gleichzeitig verbesserte sich die EBITDA-Marge auf ca. 8,0% (1. HJ 2025: ca. 2,0%). Auch das Nettoergebnis wurde auf 0,61 Mio. € (1. HJ 2025: -0,70 Mio. €) verbessert.

● Mit der Ende September 2026 veröffentlichten Ad-hoc-Meldung über die vorläufige Insolvenzverwaltung eines Kunden hat der SBF-Konzern seine bisherige Ergebnisprognose gesenkt. Aufgrund eines daraus erwarteten Forderungsausfalls und eines damit verbundenen negativen Ergebniseffekts von 0,80 Mio. € bis 1,0 Mio. € rechnet die Gesellschaft für das aktuelle Geschäftsjahr nun mit einem EBITDA in einer Bandbreite von 0,90 Mio. € bis 1,50 Mio. € (zuvor: 1,80 Mio. € bis 2,40 Mio. €). Hinsichtlich ihrer Umsatzguidance geht SBF weiterhin von Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 38,0 Mio. € bis 41,0 Mio. € aus.

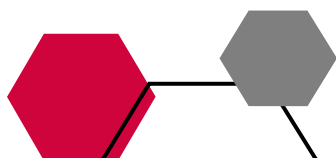
● Um auf den Wachstumskurs zurückkehren zu können, kann der SBF-Konzern auf einen umfangreichen Auftragsbestand von zuletzt 98,5 Mio. € (Stand: Juli 2026) zurückgreifen, der mit einem geschätzten Anteil von rund 85,0 Mio. € (GBCe) primär auf das Bahntechnik-Kernsegment entfällt.

● Angesichts der reduzierten Ergebnisguidance des Unternehmens haben wir ebenfalls unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das aktuelle Geschäftsjahr gesenkt. Wir rechnen nun für diese Geschäftsperiode mit einem Umsatz und EBITDA von 39,02 Mio. € (zuvor: 45,11 Mio. €) bzw. 1,31 Mio. € (zuvor: 4,67 Mio. €) und somit mit einer EBITDA-Marge von 3,4%.

● Vor dem Hintergrund der unter unseren Erwartungen liegenden Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2026 haben wir trotz des weiterhin starken Auftragsbestands auch unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das Folgejahr 2027 gesenkt. Für dieses Geschäftsjahr erwarten wir eine wesentlich geringere Wachstumsdynamik und folglich einen moderaten Umsatz- und starken EBITDA-Anstieg auf 40,61 Mio. € (zuvor: 50,33 Mio. €) bzw. 3,58 Mio. € (zuvor: 6,31 Mio. €). Das von uns prognostizierte Wachstum sollte dabei primär aus der Ausweitung der Geschäftsaktivitäten in der Elektronik- und Infrastruktursparte resultieren, da wir mit einer vorübergehenden Konsolidierung im Bahntechnik-Kernsegment (wegen von uns erwarteter auslaufender Großprojekte) rechnen. Aufgrund der zum Halbjahr deutlich verbesserten Kostenbasis rechnen wir entsprechend mit einer EBITDA-Margenerholung auf 8,8%.



- Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2028, das wir erstmals in unseren detaillierten Schätzzeitraum aufgenommen haben, kalkulieren wir, basierend auf dem umfangreichen Auftragsbestand (geschätzter Rail-Anteil des Juli-2026-Auftragsbestands: ca. 85,0 Mio. €) und erwarteten signifikanten Umsatzimpulsen aus dem Infrastruktur-Sondervermögen, mit einem Umsatz- und EBITDA-Zuwachs auf dann 44,10 Mio. € bzw. 4,91 Mio. €. Entsprechend sollte das prognostizierte Wachstum v.a. durch die Rail- und Infrastruktur-Sparte befeuert werden. Parallel hierzu sollte sich die EBITDA-Marge weiter verbessern können auf dann 11,1%.
- Als mittel- und langfristigen Wachstumstreiber für den SBF-Konzern sehen wir nach wie vor die verstärkten Investitionen in die (europäische) Bahn bzw. Bahninfrastruktur sowie die öffentliche Infrastruktur. In diesem Zusammenhang sollte die SBF-Gruppe vor allem von den ambitionierten Wachstumsplänen ihrer Hauptkunden im Bahntechnik-Kernsegment profitieren können. An dieser Stelle ist insbesondere Stadler Rail mit ihrem im aktuellen Geschäftsjahr angepeilten Umsatzsprung auf erstmals über 5,0 Mrd. CHF (erwartetes Umsatzplus: >35,0%) hervorzuheben. Darüber hinaus sollte die SBF-Gruppe unserer Einschätzung nach über ihre Linux-Sparte an den in den kommenden Jahren in der Realwirtschaft ankommenden finanziellen Mitteln aus dem Infrastruktur-Sondervermögen partizipieren können.
- **Auf Basis unserer angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir unser bisheriges Kursziel auf 8,05 € (zuvor: 9,85 €) je Aktie gesenkt. Kurszielsenkend wirkte auch die Erhöhung der Kapitalkosten (WACC) infolge des angestiegenen risikofreien Zinssatzes (auf 3,5% statt zuvor 3,0%). Kursziel erhöhend wirkte hingegen der eingetretene sogenannte Roll-Over-Effekt und der hieraus resultierende neue Kurszielhorizont 31.12.2027 (statt bisher 31.12.2026). In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein hohes Kurspotenzial in der SBF-Aktie.**



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	6
Geschäftsmodell allgemein	6
Kerngeschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“	7
Geschäftsfeld „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“	8
Geschäftsfeld „Sensortechnologie & Elektromechanik“	10
Markt und Marktumfeld.....	11
Weltweite Bahntechnikindustrie	11
Deutscher Bahnverkehrssektor	13
Investitionen in öffentliche Infrastruktur Deutschlands	15
Geschäftsentwicklung GJ 2025	17
Umsatzentwicklung	17
Ergebnisentwicklung	18
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2026	21
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	23
SWOT-Analyse	25
Prognosen und Modellannahmen	26
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	26
Bewertung	29
DCF-Modell	30
Anhang	31

UNTERNEHMEN

Geschäftsmodell allgemein

SBF ist ein spezialisierter Anbieter von intelligenten und energieeffizienten LED-Beleuchtungssystemen und Produkten für den Zuginnenraum (Deckensysteme, Haltestangen etc.) für Kunden aus der Schienenfahrzeugindustrie (z.B. Siemens Mobility oder Stadler Rail) und dem öffentlichen Sektor (z.B. Gemeinden, Städte, Deutsche Bahn, Energieversorger usw.). Durch ihre umfassende LED-Lichtkompetenz, langjährige Erfahrung und hohe Wertschöpfungstiefe verfügt SBF über eine starke Wettbewerbsposition in seinen Schlüsselmärkten.

Im Kernsegment „**Schienenfahrzeuge**“ (Umsatzanteil GJ 2025: 46,4%) zählt SBF mit seinen individuellen Plug-in-Decken- und Beleuchtungssystemen zu den Technologie- und Kostenführern im Zug-Interieursbereich und unterhält als marktführendes Unternehmen umfangreiche Entwicklungskooperationen mit den weltweit führenden Bahnherstellern. Der hohe Individualisierungsgrad der Systeme und das Plug-in-Konzept ermöglichen den Kunden eine einfache Montage, die Abbildung jeglicher adaptiver Licht- und Elektroniksteuerung und einen hohen Komfort.

Überblick über die sich ergänzenden Geschäftsfelder des SBF-Konzerns



Interieur- und Lichtlösungen für Schienenfahrzeuge

- Entwicklung von intelligenten und modernen Interieur- und Lichtkonzepten für Schienenfahrzeuge
- Langfristiges und stabiles Geschäft mit Großaufträgen für Schienenfahrzeuge sowie Retrofit-Projekte zur Modernisierung von Rail-Flotten



Beleuchtung für öffentliche und industrielle Anwendungen

- Umfangreiches und etabliertes Sortiment an Leuchten sowie Full-Service Provider für Licht as a Service
- Dynamisch und volatil geprägtes Geschäftsfeld mit Einzelaufträgen und Rahmenverträgen für Kommunen und die Industrie



Produkte und Services für Sensortechnologie & Elektromechanik

- Entwicklung elektromechanischer Komponenten, Sensorik und Software für industrielle Anwendungen und KI
- Hohe interne Synergieeffekte durch interne Leistungserbringung sowie hohes Wachstumspotenzial mit Megatrends wie Sensorik oder KI

Quelle: SBF AG

Durch die Übernahme der Aktiva und des Kundenstamms der Linux GmbH (Asset-Deal) in 2020 wurde der bisherige Kundenkreis stark diversifiziert und das bestehende Technologieportfolio um LED-Technologien für verschiedene Anwendungsbereiche signifikant erweitert. Im Anschluss hieran wurde mit der Nordeon-Übernahme (Asset Deal) durch die Linux Lighting GmbH der Maschinenpark um modernste Produktionsanlagen und die Produktpalette um LED-Lichtbänder erweitert.

Durch diese Zukäufe ist SBF somit auch in das synergetische Geschäftsfeld „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“ mit smarten und energieeffizienten LED-Beleuchtungssystemen eingetreten und beliefert hierbei überwiegend öffentliche Kunden mit modernen und energieeffizienten bzw. umweltfreundlichen Technologien für deren Infrastrukturprojekte. Mit den im Zuge der Akquisition erworbenen Traditionsmarken HELLUX und HELLA adressiert SBF in diesem Geschäftsbereich v.a. kommunale Kunden, die Deutsche Bahn und die öffentliche Hand. SBF agiert somit als technologischer Ausrüster von Beleuchtungslösungen für den öffentlichen Infrastruktursektor, insbesondere bei Erneuerungs- und Modernisierungsinvestitionsprojekten.

Durch die Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH im August 2023 hat die SBF-Gruppe ihre Elektronikkompetenz gestärkt und ist zugleich in das Geschäftsfeld der „**Sensortechnologie und Elektromechanik**“ eingestiegen. Mit diesem Zukauf soll durch die Inhouse-Produktion von bedeutenden Elektronikprodukten für alle Konzernsparten die Abhängigkeit von externen (Elektronik-)Lieferanten deutlich reduziert und gleichzeitig das Leistungsangebot ausgebaut (Verbreiterung des Umsatzmixes durch ergänzende Kundenstrukturen) werden. Mit den Produkten von AMS weitet SBF die Angebotspalette in den Bereichen Elektronik sowie Sensor- und Kommunikationstechnologie deutlich aus und erschließt zugleich zusätzliches Wachstumspotenzial.

Kerngeschäftsbereich „Schienenfahrzeuge“

Das Geschäftsfeld „**Schienenfahrzeuge**“ mit dem Fokus auf Decken- und Beleuchtungssysteme für Züge repräsentiert im SBF-Konzern die Tochtergesellschaft SBF Spezialleuchten GmbH. Diese hat sich auf LED-Beleuchtungssysteme für den Außen- und Innenbereich von Schienenfahrzeugen jeglicher Bauart, von Straßenbahnen über Regionalzüge bis hin zu Hochgeschwindigkeitszügen spezialisiert.

Durch ihre hohe technologische Expertise und Innovationskraft sowie umfangreiche Erfahrung konnte sich die Tochtergesellschaft über die vergangenen Jahre hinweg im Bereich integrierter Deckensysteme für den Zuginnenbereich im europäischen Markt eine führende Marktposition in diesem oligopolistisch geprägten Nischensegment sichern. Entsprechend zählt das Unternehmen ebenfalls zu den OEM-Zulieferern (Original Equipment Manufacturer) und Tier-One-Suppliern der führenden europäischen Zugbauer und unterhält langjährige Entwicklungspartnerschaften mit diesen marktführenden Bahnherstellern.

Bedeutende Kunden der SBF Spezialleuchten GmbH



Quelle: SBF AG; GBC AG

Das Unternehmen bietet seinen Kunden, bei denen es sich neben der Deutschen Bahn (Retrofit-/Modernisierungsprojekte bei der DB-Bestandszugflotte) überwiegend um namhafte Zughersteller (u.a. Siemens Mobility, Stadler und Alstom/Bombardier) handelt, kundenspezifische und hochinnovative Plug-in-Komplettlösungen aus einer Hand an. Zu den besonders bedeutenden Kunden der Gesellschaft zählen vor allem die Schienenfahrzeughersteller Stadler Rail und Siemens Mobility (Segmentumsatzanteil GBCE: ca. 80,0%).

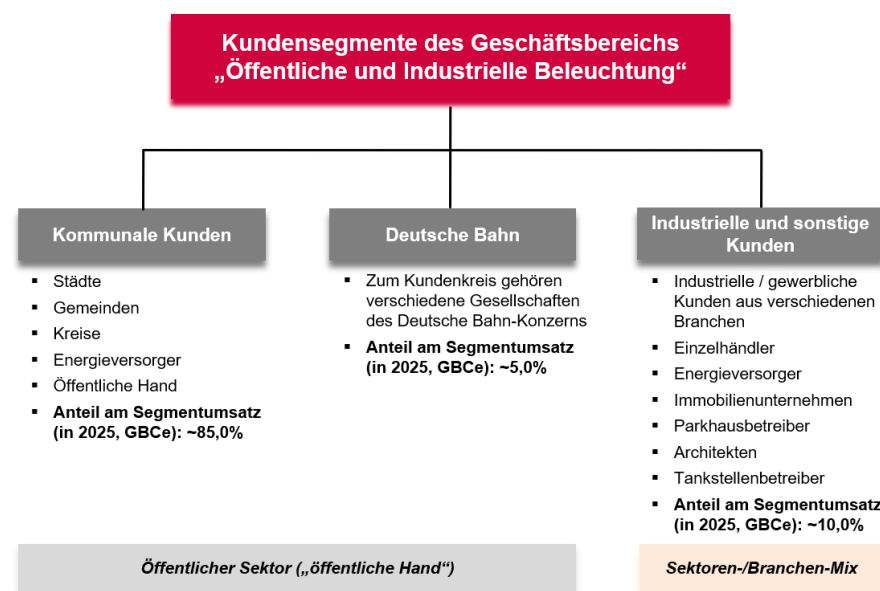
In Bezug auf sein (Rail-)Geschäftsmodell deckt das Unternehmen die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung (inkl. Prototypenerstellung) über die Komponentenfertigung bis hin zur Produktion von komplexen Deckensystemen und sonstigen Bahntechnik-Produkten ab. Die vom Unternehmen individuell gefertigten Deckensysteme machen traditionell den Großteil der Umsatzerlöse des Rail-Kernsegments (Umsatzanteil GBCe: >90,0%) aus.

Kennzeichnend für das Bahntechnikgeschäft des Unternehmens sind hohe individuelle Kundenanforderungen, die zu geringen bis mittleren Stückzahlen bei einer zugleich hohen Variantenanzahl an Produkten/Systemen führen. Dies erfordert eine sehr komplexe und umfangreiche Logistik- bzw. Fertigungsstruktur innerhalb der SBF Spezialleuchten GmbH und sorgt zugleich für eine hohe Markteintrittsbarriere. Gerade die führenden Zughersteller stellen traditionell hohe Anforderungen an ihre Bahntechnikzulieferer. Dies umfasst u.a. umfangreiche Zertifizierungen und hohe Anforderungen an die Qualität der Fertigung und Fertigungsstruktur (moderner Maschinenpark, umfangreiche Produktionsfläche etc.). All dies führt zu hohen Eintrittshürden im Hinblick auf potenzielle neue Wettbewerber.

Geschäftsfeld „Öffentliche & Industrielle Beleuchtung“

Die Geschäftsaktivitäten im Segment „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ werden durch die operativ-tätige Tochtergesellschaft Linux Lighting GmbH „abgewickelt“. Dieses auf LED-Beleuchtungssysteme spezialisierte Unternehmen vermarktet seine Produkte und Kundenlösungen unter dem Namen HELLUX und HELLA. Die Gesellschaft verfügt insbesondere über ein umfangreiches Know-how und hohe Expertise im Wachstumsbereich energieeffiziente LED-Beleuchtung. Die Fertigung der gesamten Linux Lighting-Produktpalette erfolgt ausschließlich am Linux Lighting-Produktionsstandort in Budweis (Tschechien).

Kundenstruktur des Segments „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“

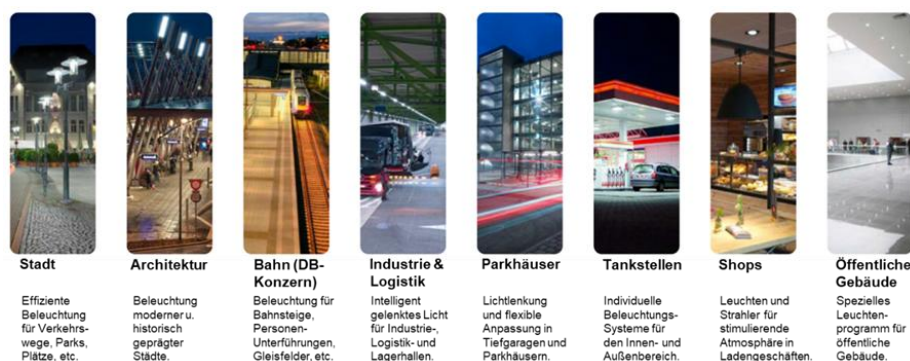


Quelle: SBF AG; GBC AG

Zum Kundenkreis der Lunix Lighting zählen hauptsächlich kommunale Kunden (Städte, Gemeinden etc.), die jeweils im Rahmen ihrer regelmäßigen Infrastrukturprojekte mit smarten und energieeffizienten Beleuchtungssystemen des Unternehmens ausgerüstet werden. An dieser Stelle ist zu betonen, dass Lunix Lighting in der Regel lediglich die Entwicklung, Herstellung und Lieferung der gewünschten Beleuchtungslösungen übernimmt bzw. abdeckt und damit keine Projektierungs- oder Installationstätigkeiten für den jeweiligen Kunden durchführt.

In Bezug auf die Segmentumsatzverteilung haben die kommunalen Kunden und die Deutsche Bahn im vergangenen Geschäftsjahr unserer Einschätzung nach für mehr als 90,0% der zuletzt erwirtschafteten Segmenterlöse gestanden. Laut Unternehmensangaben besitzt die Lunix Lighting-Sparte einen Kundenstamm von über 1.000 verschiedenen Kunden, v.a. aus dem kommunalen/öffentlichen Sektor. Bei einem der bedeutendsten Einzelkunden, der Deutschen Bahn, zählt Lunix Lighting zu einem begrenzten Kreis an Anbietern von Bahnstrecken- bzw. Bahninfrastrukturbeleuchtungen und Beleuchtungslösungen von Bahnhöfen.

Typische Einsatzbereiche der LED-Technologien von Lunix Lighting



Quelle: SBF AG; GBC AG

Im Segment „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ besitzt die SBF-Gruppe ein breites Produktangebot an LED-Beleuchtungslösungen für den Außen- und Innenbereich von öffentlichen Straßen und Infrastrukturen (Parkhäuser, Bahnhöfe etc.) sowie für industrielle/gewerbliche Anwendungen (u.a. Beleuchtung von Lebensmittelmärkten und Produktions- und Lagerflächen). Zu den typischen Einsatzfeldern des Lunix Lighting-Produktprogramms zählt insbesondere die Beleuchtung von Verkehrswegen, Plätzen/Parks, Bahnsteigen, Gleisfeldern, Bahnhofsinnenbereichen und öffentlichen Gebäuden.

Ein Großteil der Segmentumsatzerlöse der Lunix Lighting wird unserer Einschätzung nach vor allem mit LED-basierter Straßen- und Gebäudebeleuchtung sowie Beleuchtungssystemen für Schienentrassen und Bahnhöfe erwirtschaftet. Gerade der Bereich der LED-basierten Straßenbeleuchtung und LED-Beleuchtung von öffentlichen Infrastrukturen stellt unseres Erachtens einen Wachstumssektor dar, da aufgrund der voranschreitenden Energiewende und hohen Energiekosten verstärkt in energieeffiziente und smarte Beleuchtungslösungen investiert wird.

Geschäftsfeld „Sensortechnologie & Elektromechanik“

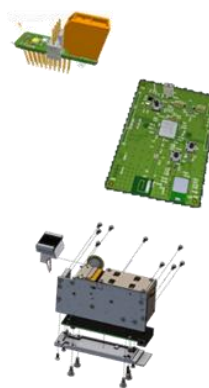
Mit der Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH (AMS) mit Sitz in Flensburg im dritten Quartal des Geschäftsjahres 2023 ist SBF in das Geschäftsfeld „**Sensortechnologie und Elektromechanik**“ eingestiegen. Damit hat der Technologiekonzern unter anderem seinen angestoßenen strategischen Ausbau der Wertschöpfungstiefe speziell im Bereich der Elektronikfertigung fortgesetzt.

AMS realisiert seit über 35 Jahren Entwicklungs- und Fertigungsvorhaben in den Bereichen Elektronik, Sensorik, Mechanik und Softwaretechnik. Konkret entwickelt und produziert die Technologiegesellschaft zukunftsweisende elektromechanische Komponenten und Software für Produkte wie Platinen und Sensoren. Daneben gehört auch die Produktion bestückter Leiterplatten - als Herzstück elektronischer Geräte - zum Leistungs- und Kompetenzspektrum des Unternehmens.

Leistungsangebot und Kernkompetenzen der AMS

Innovative Entwicklung & Schnelles Prototyping

- **Marktführende Innovationen:** Entwicklung und Konstruktion von Hard- und Softwarelösungen mit schneller Umsetzung vom Konzept zu Prototypen.
- **Technologische Flexibilität:** Breite technologische Expertise ermöglicht flexible Reaktionen auf Marktveränderungen und die Erfüllung vielfältiger Kundenbedürfnisse.



Führend in Sensorik & Connectivity

- **Original Equipment Manufacturer (OEM),** in den Bereichen Sensorik, Metering und Connectivity (Kommunikationstechnologie)
- **Zukunftsweisende Anwendungen** in Bereichen künstliche Intelligenz, IoT, Smart Cities, Industrie 4.0
- **Langfristige Partnerschaften:** Starke Beziehungen zu Schlüsselskunden zur Sicherung kontinuierlicher Umsätze.

Exzellenz in EMS & Elektronikfertigung

- **Hochwertige Produktion:** Qualität und Skalierbarkeit in der Fertigung, unterstützt durch fortschrittliche Fertigungstechnologien.
- **Anpassungsfähige Fertigungsprozesse:** Schnelle Anpassung an veränderte Kundenanforderungen in der dynamischen EMS-Branche.

Konstruktion / Produktion / Montage

- **Effiziente Montageprozesse** und straffe Produktionsketten zur Minimierung von Kosten und Zeitverlusten.
- **Qualität:** Starker Fokus auf Qualitätskontrolle in jeder Produktionsphase zur Sicherstellung der Integrität der Endprodukte.

Quelle: SBF AG; GBC AG

AMS verfügt über einen breit aufgestellten und etablierten Kundenstamm mit jahrzehntelang gewachsenen Kundenbeziehungen. Hierbei zählen insbesondere Unternehmen aus den Bereichen Lichttechnik, Gebäudetechnik, Industrieelektronik, Medizintechnik und Kommunikations-/Informationstechnik zu den wesentlichen Kundengruppen der Gesellschaft.

AMS nimmt ebenfalls eine Schlüsselrolle bei der Eigenversorgung der verschiedenen Konzernsparten mit Elektroniksystemen ein. So hat AMS bereits mit der In-house-Fertigung von Elektronikteilen/-systemen (z.B. Bestückung von Leiterplatten für die Bahntechniksparte) für die einzelnen Geschäftsbereiche des SBF-Konzerns begonnen. Damit reduziert insbesondere die SBF-Bahntechniksparte mit ihrem Hauptprodukt (vollintegrierte) Deckensysteme ihre Abhängigkeit von externen Elektroniklieferanten, v.a. im Bereich der Bestückung von Leiterplatten (sog. Longboards). Hierbei ist anzumerken, dass große Leiterplatten eines der wesentlichen Kernelemente eines jeden Zug-Deckensystems der SBF-Gruppe sind.

MARKT UND MARKTUMFELD

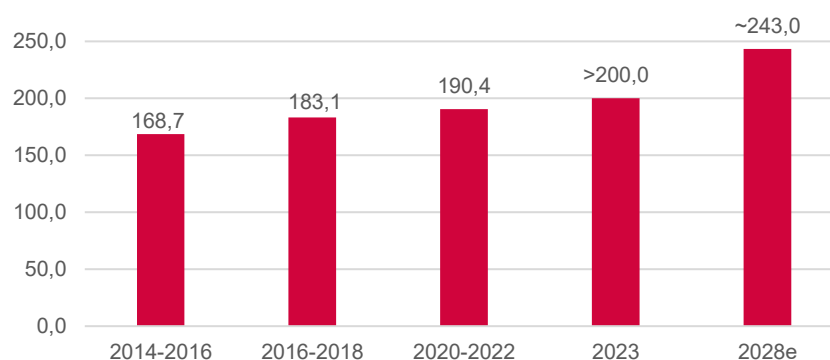
Mit seinem primär auf LED-basierten Produktsystemen beruhenden Portfolio ist der SBF-Konzern schwerpunktmäßig im Bahntechnik- und öffentlichen Infrastruktursektor tätig, wobei das Rail-Kernsegment traditionell ungefähr die Hälfte der Konzernenerlöse ausmacht. Das Bahntechnik- und öffentliche Infrastrukturgeschäft der SBF-Gruppe stand zuletzt für über 70,0% (GJ 2025) der Konzernumsatzerlöse. Die wesentlichen Absatzmärkte von SBF liegen in Deutschland (Umsatzanteil 2025: ca. 72,0%) und der übrigen DACH-Region. Folglich konzentrieren sich die nachstehenden Ausführungen v.a. auf die weltweite Bahntechnikindustrie, den deutschen Bahnverkehrssektor sowie die inländische öffentliche Infrastruktur.

Weltweite Bahntechnikindustrie

Der globale Bahntechnikmarkt ist grundsätzlich durch ein strukturelles und moderates Wachstum gekennzeichnet und überschritt laut einer SCI-Studie im Jahr 2023 erstmals ein Marktvolumen von mehr als 200 Mrd. €. Wesentliche Treiber dieses Sektors sind das weltweite Bevölkerungswachstum, die fortschreitende Urbanisierung sowie die zunehmende Verlagerung des Personen- und Güterverkehrs auf umweltfreundlichere Mobilitätsformen. Diese langfristigen fundamentalen Faktoren führen zu einer ansteigenden Nachfrage nach Schienenfahrzeugen, Bahninfrastruktur sowie Leit- und Sicherungstechnik. Entsprechend erwarten die Branchenkenner bis zum Jahresende 2028 ein weiteres signifikantes Anwachsen des weltweiten Marktvolumens auf rund 243,0 Mrd. € (CAGR₂₃₋₂₈: 4,0%).

In den entwickelten Bahntechnikmärkten wird die Nachfrage in hohem Maße vom bestehenden Modernisierungs- und Ersatzbedarf getragen. Große Teile der Schieneninfrastruktur und der eingesetzten Fahrzeugflotten sind insbesondere in Ländern wie Deutschland und Großbritannien veraltet. Investitionen in neue Bahntechnik sind dort somit nicht allein vom Bevölkerungswachstum oder einer weiter zunehmenden Urbanisierung abhängig. Vielmehr sorgen die notwendige Erneuerung der Netze, Bahnhöfe und Zugflotten sowie ansteigende Anforderungen an die Leistungsfähigkeit und den Klimaschutz für eine langfristige Nachfrage.

Entwicklung des Marktvolumens der globalen Bahntechnikbranche (Mrd. €)



Quelle: SCI-Verkehr; GBC AG

Zusätzliche Impulse erhält die Bahnindustrie durch die weltweit zunehmende Bedeutung des Umwelt- und Klimaschutzes. Staaten und Städte stehen vor der Aufgabe, verkehrsbedingte CO₂- und Lärmemissionen zu reduzieren und gleichzeitig den wachsenden Mobilitätsbedarf zu bewältigen. Der Schienenverkehr kann hierzu aufgrund seiner hohen Transportkapazität und seiner vergleichsweise günstigen Emissionsbilanz (Green Mobility) einen wesentlichen Beitrag leisten.

Für den europäischen Bahntechnikmarkt haben auch weiterhin die politischen Zielsetzungen der EU eine hohe Bedeutung. Im Zuge des European Green Deals sollen die verkehrsbedingten Emissionen der EU bis 2050 um 90,0% reduziert werden. Die europäische Mobilitätsstrategie sieht hierbei u.a. eine Verdopplung des Hochgeschwindigkeitsverkehrs bis 2030 vor. Bis 2050 soll sich auch der Schienengüterverkehr verdoppeln. Ergänzend hierzu soll das transeuropäische Verkehrsnetz weiter ausgebaut und stärker grenzüberschreitend verknüpft werden. Die angestrebte Verlagerung des Verkehrs in Richtung „Green Mobility“ dürfte damit langfristig Investitionen in Schienenfahrzeuge, Netze und weitere Bahntechnikprodukte zusätzlich begünstigen.

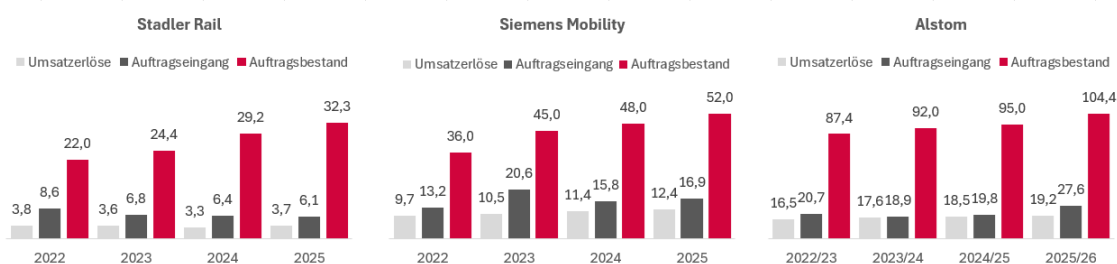
Die positive Branchensituation und das vorteilhafte Marktumfeld spiegeln sich auch in einer dynamischen Umsatz- und Auftragsentwicklung der führenden europäischen Zughersteller wie z.B. Stadler Rail, Siemens Mobility und Alstom wider. Diese verfügen über umfangreiche Auftragsbestände, die ihre aktuellen Jahresumsätze um ein Mehrfaches übersteigen und damit zugleich die Grundlage für weiteres Wachstum schaffen. Hieraus ergibt sich für die Zugbauer und ihre Zulieferer auch künftig eine gute und mehrjährige Kapazitätsauslastung.

Stadler Rail konnte im vergangenen Geschäftsjahr 2025 einen Umsatzanstieg auf 3,7 Mrd. CHF (VJ: 3,3 Mrd. CHF) und einen Rekordauftragsbestand von 32,3 Mrd. CHF (VJ: 29,2 Mrd. CHF) erzielen. Für das aktuelle Geschäftsjahr erwartet die Gesellschaft erstmals einen Konzernumsatz von über 5,0 Mrd. CHF.

Siemens Mobility hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2025 einen Umsatzzuwachs auf 12,4 Mrd. € (VJ: 11,4 Mrd. €) und einen neuen Höchstwert beim Auftragsbestand von rund 52,0 Mrd. € (VJ: 48,0 Mrd. €) erreicht. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die Siemens-Bahntechniksparte mit einem erneuten Umsatzanstieg (auf vergleichbarer Basis) in einer Bandbreite von 5,0% bis 7,0%.

Alstom konnte im vergangenen Geschäftsjahr 2025/26 einen Umsatzanstieg auf 19,2 Mrd. € (VJ: 18,5 Mrd. €) und einen Rekordauftragsbestand von 104,4 Mrd. € (VJ: 95,0 Mrd. €) erzielen. Für das aktuelle Geschäftsjahr stellt der Bahntechnikkonzern ein organisches Umsatzwachstum von rund 5,0% in Aussicht.

Umsatz- und Auftragsentwicklung der Top-3 SBF-Kunden* (in Mrd. € /CHF)

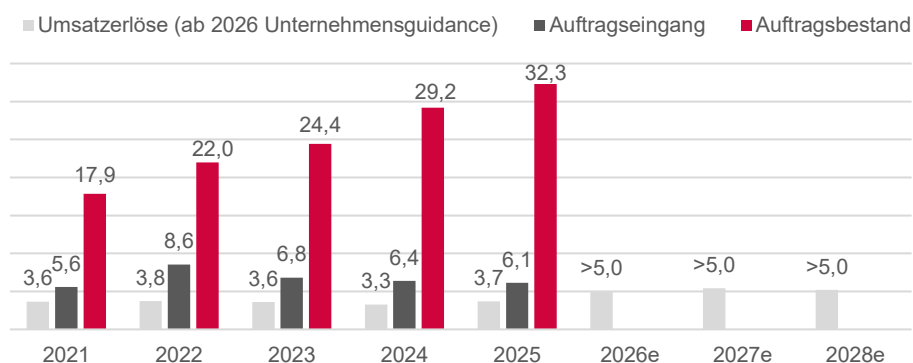


Quelle: GBC AG; Unternehmensangaben *bezogen auf die SBF-Bahntechniksparte

Unter den Top-3-Zugherstellern Europas mit besonders starken Wachstumsambitionen und Aufträgen sticht der Bahntechnikkonzern Stadler Rail besonders hervor. Der Schweizer Zughersteller konnte seinen Auftragsbestand in den vergangenen Jahren erheblich ausbauen. Zwischen 2022 und 2025 erhöhte sich dieser von rund 22,0 Mrd. CHF auf 32,3 Mrd. CHF. Für 2026 erwartet der Zugbauer einen sprunghaften Anstieg der Konzernumsatzerlöse auf erstmals über 5,0 Mrd. CHF (VJ: 3,7 Mrd. CHF). Mehr als 95,0% dieses angepeilten Umsatzes sind bereits durch

bestehende Aufträge abgedeckt. Auch für die nachfolgenden Jahre stellt Stadler Umsätze auf diesem neuen Erlösniveau von über 5,0 Mrd. CHF in Aussicht.

Umsatz- und Auftragsentwicklung von Stadler Rail (in Mrd. CHF)

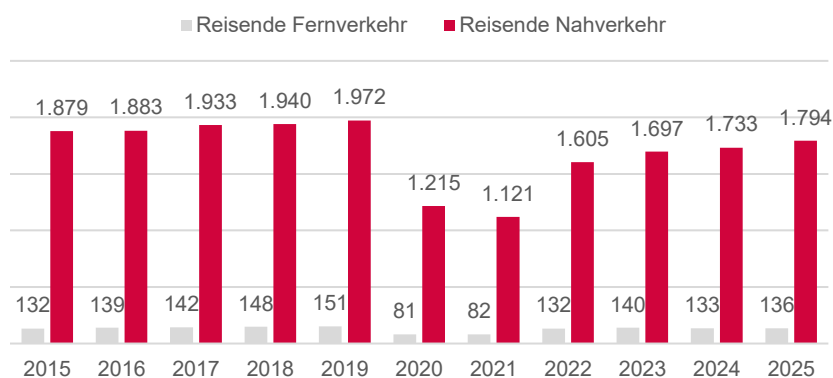


Quelle: Stadler Rail; GBC AG

Deutscher Bahnverkehrssektor

Nach dem pandemiebedingten Einbruch hat sich die Personenbeförderung im deutschen Bahnverkehr, der v.a. durch die Deutsche Bahn (DB) geprägt ist, schrittweise erholt. Im Nahverkehr des DB-Konzerns erhöhte sich die Zahl der Reisenden im vergangenen Jahr 2025 moderat um 3,5% auf 1.794 Mio. Damit wurde der höchste Wert seit Ausbruch der Covid-19-Pandemie erreicht. Auch im Fernverkehr setzte sich die Erholung weitgehend fort. Die Zahl der Reisenden in diesem Segment nahm im Jahr 2025 leicht um 1,8% auf 135,8 Mio. zu. Belastend wirkten weiterhin die geringe Pünktlichkeit der Bahn und zahlreiche baustellen- sowie infrastrukturbedingte Einschränkungen im Bahnnetz.

Entwicklung der Anzahl der Reisenden der Deutschen Bahn AG (in Mio.)



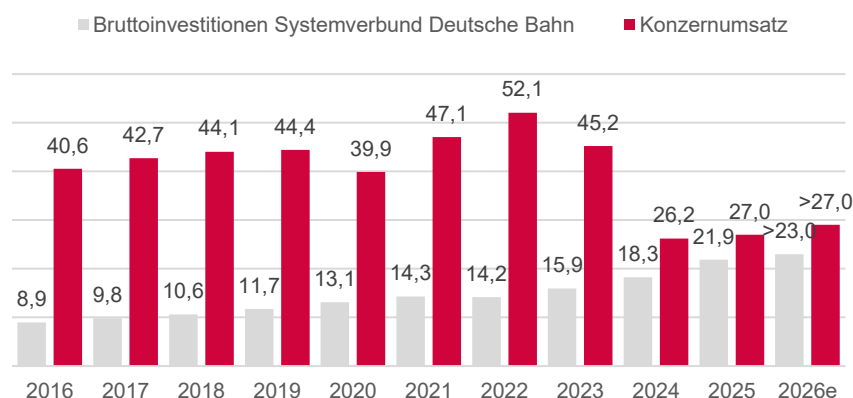
Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG

Trotz der bisher noch nicht vollständig erreichten Vorkrisenniveaus verdeutlichen die Fahrgastzahlen die weiterhin hohe Bedeutung des Schienenpersonenverkehrs im inländischen Mobilitätssektor. Insbesondere das Deutschlandticket hat die Kundennachfrage im Nahverkehr deutlich beflügelt. Im Fernverkehr begrenzen dagegen die geringe Pünktlichkeit und die hohe Zahl baustellenbedingter Einschränkungen die aktuelle Wachstumsdynamik der Bahn.

Der DB-Konzern strebt auch zukünftig eine wachsende Verkehrsleistung im Nah- und Fernverkehr an. Um mehr Personen- und Güterverkehr auf die Schiene zu verlagern, müssen die hierfür erforderlichen Kapazitäten bereitgestellt und gleichzeitig die Zuverlässigkeit des bestehenden (Bahn-)Systems verbessert werden. Dies setzt umfangreiche Investitionen in das Schienennetz, Bahnhöfe, Energieanlagen und die Fahrzeugflotten voraus. Der hohe vorhandene Modernisierungsbedarf ist damit nicht nur eine Belastung für die aktuelle Betriebsqualität, sondern erfordert eine hohe Investitionstätigkeit über einen längeren Zeitraum, um den vorhandenen Investitionsrückstau v.a. in der Bahninfrastruktur (Netz) abzubauen und damit eine hohe Leistungsfähigkeit des Bahnsystems wiederherzustellen.

Parallel zur steigenden Nachfrage im Personenverkehr hat die Deutsche Bahn ihre Investitionen in die Infrastruktur und Fahrzeugflotten in den vergangenen Jahren erheblich ausgeweitet. Die Bruttoinvestitionen des Bahnkonzerns erhöhten sich im Jahr 2025 um 19,8% auf 21,9 Mrd. € (VJ: 18,3 Mrd. €). Hauptsächlich hierfür waren insbesondere höhere Ausgaben zur Verbesserung der Qualität und Verfügbarkeit der Schieneninfrastruktur. Im Personen- und Güterverkehr nahmen zudem die Investitionen in die Fahrzeugflotten zu. Für das aktuelle Jahr 2026 plant die Deutsche Bahn Rekordinvestitionen von mehr als 23,0 Mrd. €, wovon der überwiegende Anteil in die Modernisierung des Schienennetzes fließen soll. Weitere Investitionsschwerpunkte bilden die Digitalisierung der Netzinfrastruktur, Neu- und Ausbau des Netzes und die Bahnhofsmmodernisierung.

Umsatzerlöse und Bruttoinvestitionen des Deutsche-Bahn-Konzerns (Mrd. €)



Quelle: Deutsche Bahn AG; GBC AG *Die Umsatzwerte ab 2024 beziehen sich auf den fortgeführten DB-Konzern ohne DB Schenker und DB Arriva

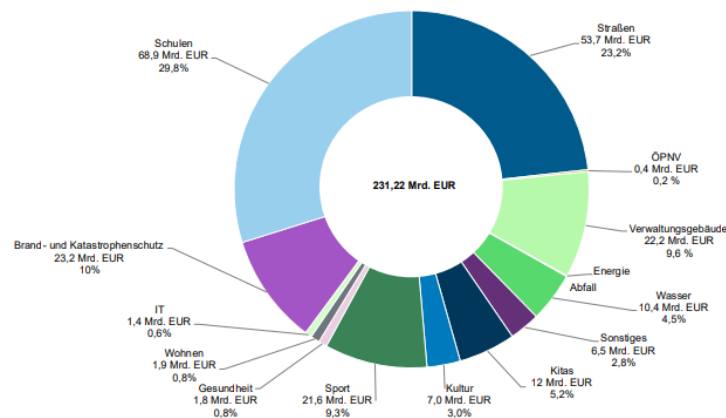
Ein wesentlicher Bestandteil der bisherigen Investitionsprogramme des DB-Konzerns war die Erneuerung und der Ausbau der Fernverkehrsflotte. Nach der bisher kommunizierten DB-Planung soll die ICE-Flotte bis zum Ende des Jahrzehnts auf rund 450 Züge (ICE-Flottengröße Ende 2025: 403) anwachsen. Der ICE 4 bildet mit insgesamt 137 von Siemens Mobility ausgelieferten Zügen bereits das Rückgrat des inländischen Fernverkehrs. Laut dem aktuellen DB-Zwischenbericht 2026 laufen die großen Beschaffungsprogramme für den ICE 3neo (90 Zugbestellungen, davon im Einsatz Mitte 2026: 45 Züge) und ICE L (79 Zugbestellungen, davon im Einsatz Mitte 2026: 8 Züge) weiter. Die zuletzt von der Deutschen Bahn kommunizierte Größenordnung für den Flottenausbau liegt bei rund 12,0 Mrd. € für neue Fernverkehrszüge bis zum Jahr 2030.

Investitionen in öffentliche Infrastruktur Deutschlands

Nicht nur die Investitionen in die inländische Bahninfrastruktur (inkl. Rolling Stock) sind in den vergangenen Jahren sukzessive angestiegen, sondern auch die Investitionen in die kommunale bzw. öffentliche Infrastruktur Deutschlands. Gerade die bedeutenden öffentlichen Infrastrukturinvestitionen entfallen traditionell zu mehr als 50,0% auf die Kommunen, d.h. auf Städte, Gemeinden und Kreise. Sie stellen damit einen Großteil der öffentlichen Infrastruktur in Form von bspw. Schulen, Verkehr, Energie- und Wassernetze oder Krankenhäusern und sind folglich ein zentraler Faktor für den wirtschaftlichen Erfolg und Wohlstand des Landes. Ungeachtet der angespannten Finanzlage der Kommunen sind die kommunalen Sachinvestitionen in den vergangenen Jahren sukzessive angestiegen und konnten alleine zwischen 2021 und 2025 um rund ein Drittel auf 45,8 Mrd. € zulegen.

Die bislang getätigten öffentlichen Investitionen vieler Kommunen waren angesichts der angespannten Finanzlage nicht ausreichend, um den bestehenden Modernisierungsbedarf zu decken. Entsprechend hat sich ein erheblicher Investitionsrückstand aufgebaut. Nach aktuellen Ergebnissen des KfW-Kommunalpanels 2026 beläuft sich der wahrgenommene kommunale Investitionsrückstand inzwischen auf 231,2 Mrd. €. Die größten „Investitionsbaustellen“ bestehen laut dieser Erhebung bei Schulen mit 68,9 Mrd. € sowie bei Straßen und Verkehrsinfrastrukturen mit 53,7 Mrd. €. Weitere hohe Rückstände entfallen auf öffentliche Gebäude, Sportstätten sowie den Brand- und Katastrophenschutz.

Wahrgenommener Investitionsrückstau der Kommunen (2025)



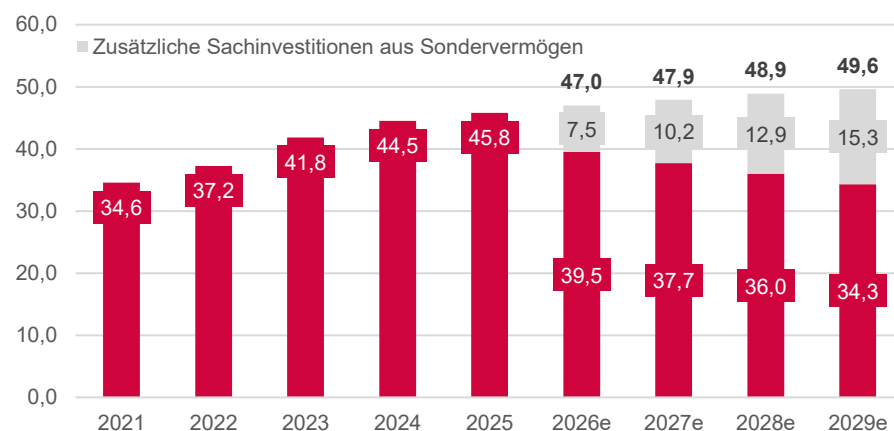
Quelle: KfW; GBC AG

Mit dem von der Bundesregierung aufgelegten Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität soll der bestehende Investitionsrückstand zumindest teilweise abgebaut und zugleich die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stabilisiert werden. Das Gesamtvolumen des Sonderbudgets beträgt 500 Mrd. €. Davon entfallen 300 Mrd. € auf den Bund, 100 Mrd. € auf Länder und Kommunen sowie weitere 100 Mrd. € auf den Klima- und Transformationsfonds. Damit sollen insbesondere Investitionen in Verkehrswege, öffentliche Infrastrukturen und klimarelevante Modernisierungsmaßnahmen unterstützt werden.

Nach der aktuellen Prognose der kommunalen Spitzenverbände sollen die kommunalen Sachinvestitionen durch die zusätzlichen finanziellen Mittel aus dem Sondervermögen Infrastruktur im laufenden Jahr 2026 moderat auf 47,0 Mrd. € (VJ: 45,8 Mrd. €) ansteigen. Bis 2029 sollen die Sachinvestitionen, unterstützt durch finanzielle Mittel aus dem Sondervermögen, schrittweise weiter steigen auf ein

neues Rekordniveau von 49,6 Mrd. €. Das Sondervermögen trägt damit maßgeblich dazu bei, die kommunale Investitionstätigkeit, trotz der schwierigen öffentlichen Haushaltslage, auch zukünftig auf einem hohen Niveau zu halten.

Kommunale Ausgaben für Sachinvestitionen in Deutschland (Mrd. €)



Quelle: Statistisches Bundesamt; Bundesvereinigung der kommunalen Spitzenverbände; Deutscher Städtetag; GBC AG

Aus der für Länder und Kommunen vorgesehenen 100-Mrd.-€-Säule waren zum Stichtag 30.06.2026 laut dem Bundesfinanzministerium erst rund 0,5 Mrd. € abgeflossen. Mit fortschreitender Planung und Umsetzung der öffentlichen Infrastrukturprojekte sollte sich der Mittelabruf unserer Einschätzung nach jedoch signifikant beschleunigen. Hierfür sprechen auch die Umfrageergebnisse des aktuellen KfW-Kommunalpanels. Während 2026 erst 22,0% der Kommunen mit zusätzlichen Investitionen infolge des Sondervermögens rechnen, steigt dieser Anteil für 2027 bereits deutlich auf 38,0%. Die kommunalen Investitionsplanungen für 2026 liegen zudem rund 15,0% über dem Vorjahresplan.

Aufgrund der üblichen Planungs- und Umsetzungsvorläufe bei öffentlichen Infrastrukturprojekten erwarten wir, dass die sondervermögensgetriebene Investitionsdynamik zwischen dem Jahr 2028 und 2030 ihren Höhepunkt erreicht und sich anschließend auf hohem Niveau sukzessive abflacht. Unsere Einschätzung wird dabei durch die aktuelle Prognose der kommunalen Spitzenverbände gestützt, die auch bis 2029 einen kontinuierlichen und signifikanten Anstieg der kommunalen Sachinvestitionen erwarten.

Insgesamt sehen wir den SBF-Konzern mit seinem umfangreichen Produktportfolio gut positioniert, um mittel- und langfristig von den strukturell hohen Investitionen in die Bahn und öffentliche Infrastruktur zu profitieren. Im Rail-Segment bilden die hohen Auftragsbestände und ambitionierten Wachstumspläne der europäischen Zughersteller eine starke Basis für eine deutliche mittel- und langfristige Ausweitung des Bahntechnikgeschäfts. Gleichzeitig sollte v.a. die SBF-Infrastruktursparte (Linux-Segment) durch die infolge des Infrastruktur-Sondervermögens beflügelten öffentlichen Investitionen in den kommenden Jahren signifikant profitieren können.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2025

GuV (in Mio. €)	2022	2023	2024	2025
Umsatz	34,84	33,96	47,20	40,70
EBITDA	2,32*	-0,99	0,56	1,04
EBIT	0,06*	-3,00	-0,93	-0,34
Nettoergebnis	-0,65*	-3,36	-1,99	-1,18

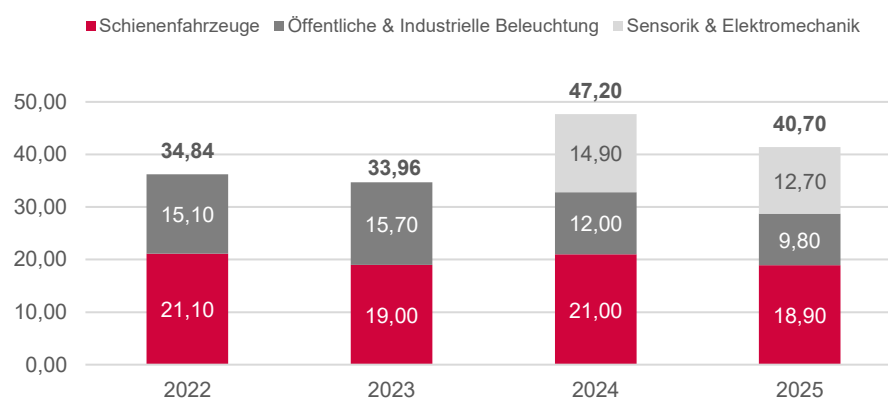
Quelle: SBF AG; GBC AG *positiv beeinflusst durch einen Sonderertrag i.H.v. 3,0 Mio. € aus einem Sale-and-Lease-back-Geschäft

Umsatzentwicklung

Das vergangene Geschäftsjahr der SBF-Gruppe war v.a. gekennzeichnet durch ein schwieriges Umfeld und herausfordernde Marktbedingungen. In Anbetracht dessen musste der SBF-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr einen signifikanten Umsatzrückgang um 13,8% auf 40,70 Mio. € (VJ: 47,20 Mio. €) hinnehmen.

Die erzielten Konzernumsatzerlöse wurden hierbei v.a. vom Kerngeschäftsfeld „**Schienenfahrzeuge**“ getragen, welches einen Umsatzanteil von rund 46,4% verzeichnete. Bedingt durch Terminverschiebungen von langfristigen Projekten wegen kundenseitiger Kapazitäts- und Lieferkettenprobleme hat der Bahntechnikgeschäftsbereich einen um 10,0% rückläufigen Segmentumsatz auf 18,9 Mio. € (VJ: 21,0 Mio. €) hingenommen. Die erwirtschafteten Umsatzerlöse resultierten hierbei aus einer robusten Nachfrage der europäischen Zugherstellerbranche nach vollintegrierten SBF-Deckensystemen (Anteil am Rail-Business GBCe: >90,0%). Laut Unternehmensangaben waren auch im vergangenen Geschäftsjahr die führenden Zughersteller Stadler Rail, Siemens Mobility und Alstom (inkl. Bombardier nach M&A in 2021) die wesentlichen Auftraggeber bzw. Kunden im Bahntechniksegment.

Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (Mio. €)*



Quelle: SBF AG; GBC AG *vor Konsolidierungsbuchungen

Im traditionell volumenmäßig zweitgrößten Geschäftsbereich „**Sensortechnologie & Elektromechanik**“, der durch die AMS-Tochtergesellschaft repräsentiert wird, hat SBF aufgrund von geringeren Kundenabrufen und der verstärkten Fokussierung auf margenstärkere Aufträge einen deutlichen Segmentumsatzrückgang um 14,8% auf 12,7 Mio. € (VJ: 14,9 Mio. €) erzielt.

Ein wesentlicher Schwerpunkt des SBF-Managements lag im vergangenen Geschäftsjahr auf der Integration der in 2023 erworbenen AMS-Gesellschaft in die SBF-Gruppe. Die organisatorische und prozessuale Zusammenführung konnte verbessert werden. Im Rahmen dieser Integration wurden Synergiepotenziale v.a. in den Bereichen Einkauf, Projektsteuerung, Digitalisierung und Produktion erschlossen. Die Harmonisierung von Abläufen, Systemen und Verantwortlichkeiten führte zu schlankeren Entscheidungswegen, einer höheren Transparenz in den Projekten sowie zu einer effizienteren Nutzung von vorhandenen Ressourcen.

Auch im Segment „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“ musste ein deutlicher Umsatzrückgang um 18,3% auf 9,80 Mio. € (VJ: 12,0 Mio. €) hingenommen werden. Hauptsächlich hierfür waren projektbezogene Verzögerungen im kommunalen Sektor und eine zurückhaltende Investitionstätigkeit der Kunden infolge gestiegener Finanzierungskosten und geopolitischer Unsicherheiten. Unserer Einschätzung nach stammt der überwiegende Anteil dieser Segmenterlöse aus LED-basierten Beleuchtungsprojekten mit Kunden aus dem Bereich der „Öffentlichen Hand“.

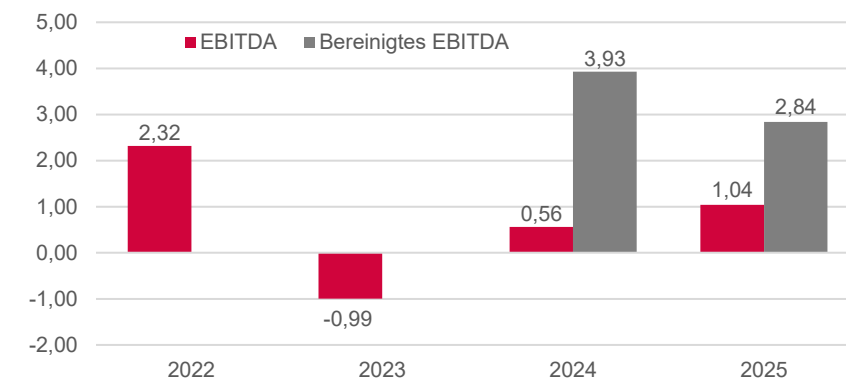
Damit hat SBF seine angepasste Umsatzguidance (Konzernumsatz von 39,0 Mio. € bis 41,0 Mio. €) für das vergangene Geschäftsjahr 2025 am oberen Ende der kommunizierten Bandbreite erreicht. Auch unsere Umsatzschätzung (GBCe: 40,03 Mio. €) wurde leicht übertroffen.

Ergebnisentwicklung

Entgegengesetzt zum rückläufigen Konzernumsatztrend, der v.a. aus den Belastungen in den verschiedenen Absatzmärkten resultierte, und trotz deutlicher Restrukturierungsaufwendungen im Linux-Segment hat SBF dennoch dank eines starken Profitabilitätsanstiegs im AMS-Geschäftsbereich auf allen Ergebnisebenen Ertragsverbesserungen erzielt. So wurde das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr nahezu verdoppelt auf 1,04 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €).

Damit lag das ausgewiesene EBITDA aufgrund der höheren als zunächst erwarteten angefallenen Restrukturierungsaufwendungen (Sonderbelastung durch vollständige Linux-Produktionsverlagerung: 1,80 Mio. €) unterhalb der vom Unternehmen kommunizierten Ergebnisguidance (EBITDA in Spanne von 1,70 Mio. € bis 2,10 Mio. €). Auch unsere EBITDA-Prognose (EBITDA GBCe: 1,91 Mio. €) wurde aufgrund der höheren Sonderbelastungen nicht erreicht.

Entwicklung des Konzern-EBITDA und des bereinigten EBITDA (in Mio. €)

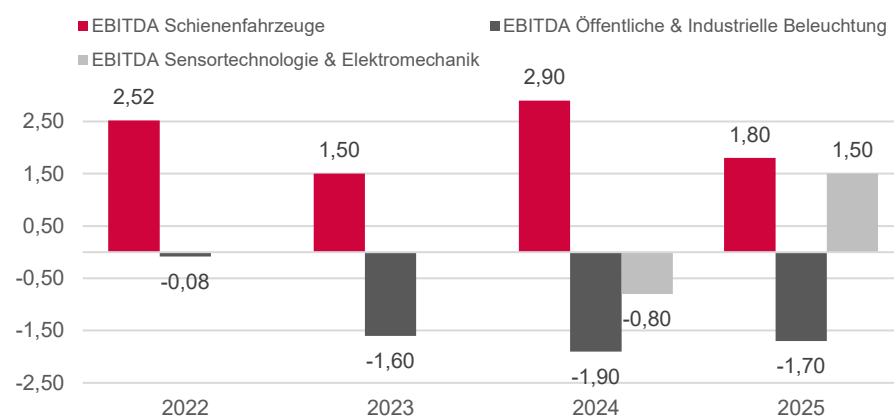


Quelle: SBF; GBC AG

Unter Herausrechnung von Einmal- und Sondereffekten sowie außerordentlichen Erträgen wurde ein bereinigtes Konzern-EBITDA in Höhe von 2,84 Mio. € (GBCe) erzielt, welches unterhalb des von uns geschätzten bereinigten Vorjahresniveaus (VJ: 3,93 Mio. €) lag. Hieraus ergab sich eine bereinigte EBITDA-Marge von 7,0% (VJ: 8,3%).

Hinsichtlich der Ergebniszusammensetzung entfiel der größte positive Ergebnisbeitrag auf das Kerngeschäftsfeld „**Schienenfahrzeuge**“. In diesem Segment wurde bedingt durch die geringere Kapazitätsauslastung infolge des schwächeren Geschäftsvolumens ein deutlicher EBITDA-Rückgang um 37,9% auf 1,80 Mio. € (VJ: 2,90 Mio. €) erzielt. Gleichzeitig sank die EBITDA-Marge signifikant auf 9,5% (VJ: 13,8%).

Entwicklung der Segmentperformance (in Mio. €)*



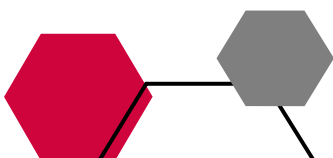
Quelle: SBF AG; GBC AG; *vor Konsolidierungsbuchungen

Im Geschäftsfeld „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“ wurde v.a. bedingt durch eine schwache Kapazitätsauslastung und einmalige hohe Sonderaufwendungen (Ergebnisbelastung: 1,8 Mio. €) in Verbindung mit der vollständigen Linux-Produktionsverlagerung nach Budweis (Tschechien) ein negatives EBITDA von -1,70 Mio. € verzeichnet, welches sich geringfügig gegenüber dem Vorjahresniveau (VJ: -1,90 Mio. €) verbessert hat.

Entgegengesetzt hierzu konnte im noch jungen Geschäftssegment „**Sensortechnologie & Elektromechanik**“ trotz rückläufigerer Elektronikumsätze dank signifikanter Kostenoptimierungsmaßnahmen (positive Kostensynergieeffekte im Einkauf, Projektsteuerung, Digitalisierung und Produktion) im Rahmen der verstärkten Konzernintegration und eines verbesserten Umsatzmixes (Fokus auf marginstarke Aufträge bzw. Kunden) eine deutliche EBITDA-Verbesserung auf 1,50 Mio. € (VJ: -0,80 Mio. €) erzielt werden.

An dieser Stelle ist zu berücksichtigen, dass das Segmentergebnis des Vergleichszeitraums 2024 durch einen einmaligen Sonderabschreibungseffekt auf das Vorratsvermögen (Ergebnisbelastung: 1,70 Mio. €) negativ beeinflusst wurde und folglich zu einem bereinigten EBITDA von 0,90 Mio. € führte. Damit bewegte sich das operative Ergebnis des vergangenen Geschäftsjahres auch deutlich oberhalb dieses bereinigten Vorjahresergebnisniveaus. Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbessertes Konzernnettoergebnis in Höhe von -1,18 Mio. € (VJ: -1,99 Mio. €) erzielt.

Fazit: Insgesamt hat der SBF-Konzern aufgrund von deutlich positiven Ergebnisbeiträgen aus dem Rail- und Elektronikbusiness eine signifikante EBITDA-Verbesserung erzielt. Durch die vorgenommenen Kostenoptimierungsmaßnahmen und die Fokussierung auf margenstarke Aufträge konnte die Ertragskraft deutlich gestärkt werden. Auf Nettoebene musste dennoch v.a. bedingt durch eingetretene einmalige Sondereffekte ein negatives Jahresergebnis hingenommen werden.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2026

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2023	1.HJ 2024	1.HJ 2025	1.HJ 2026
Umsatz	16,87	22,93	21,92	19,81
EBITDA	0,42	0,10	0,50*	1,60
EBIT	-0,38	-0,73	-0,25*	0,92
Nettoergebnis	-0,59	-1,05	-0,70*	0,61

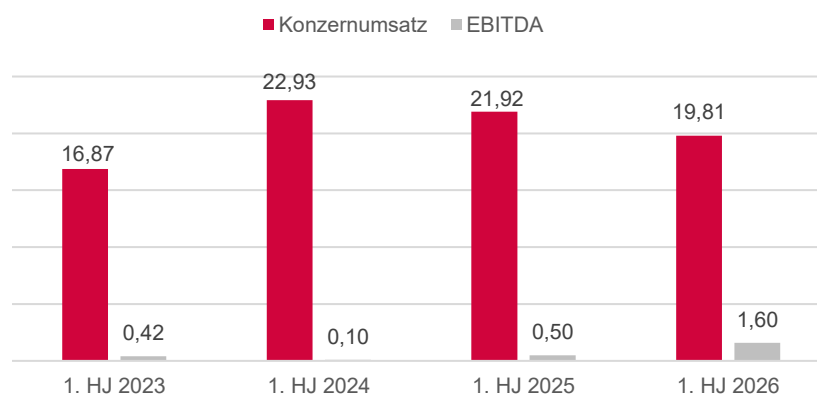
Quelle: SBF AG; GBC AG *negativ beeinträchtigt durch eine Einzelwertberichtigung einer Kundenforderung in Höhe von 0,40 Mio. €

Das erste Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2026 war insbesondere durch ein schwieriges Umfeld und herausfordernde Marktbedingungen (verhaltene Investitionsbereitschaft bei Kommunen und Industrie, Projektverzögerungen etc.) geprägt. In Anbetracht dessen musste die SBF-Gruppe v.a. aufgrund von Verzögerungen bei Abrufen aus laufenden Projekten einen Umsatzrückgang um 9,6% auf 19,81 Mio. € (1. HJ 2025: 21,92 Mio. €) hinnehmen.

Entgegengesetzt hierzu konnte die SBF-Gruppe im ersten Halbjahr 2026 dank einer deutlich optimierten Kostenstruktur eine mehr als Verdreifachung des EBITDA auf 1,60 Mio. € (1. HJ 2025: 0,50 Mio. €) erzielen. Parallel hierzu wurde auch die EBITDA-Marge gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich auf ca. 8,0% (1. HJ 2025: ca. 2,0%) gesteigert.

Die kostenseitige Verbesserung resultiert insbesondere aus den positiven Kosteneffekten der Lunux-Produktionsverlagerung nach Budweis, einer gesunkenen Materialaufwandsquote, niedrigeren sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie dem Wegfall der im Vorjahr angefallenen Einzelwertberichtigung auf eine Kundenforderung. Zudem wurde das Kundenportfolio bei der AMS-Tochtergesellschaft konsequent bereinigt, was zu einem verbesserten Umsatzmix (margenstärkere Erlöse) führte.

SBF-Performance im Halbjahresvergleich (in Mio. €)



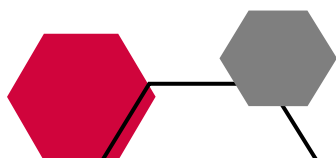
Quelle: SBF AG; GBC AG

Auch in Bezug auf das vergleichbare EBITDA (ausgewiesenes EBITDA bereinigt um eine wertberichtigte Kundenforderung in Höhe von 0,40 Mio. €) des Vorjahreszeitraums in Höhe von 0,90 Mio. € wurde damit eine nahezu Verdopplung des operativen Ergebnisses erzielt.

Hinsichtlich der Erlöszusammensetzung entfiel der überwiegende Anteil der Konzernumsätze (Umsatzanteil 1. HJ 2026: 50,5%) auf das Hauptgeschäftsfeld „**Schienenfahrzeuge**“. Im Kernsegment wurde insbesondere bedingt durch Projektverschiebungen und damit verbundene geringere Kundenabrufe ein signifikanter Umsatzrückgang um 9,1% auf 10,0 Mio. € (1. HJ 2025: 11,0 Mio. €) erzielt. Ergebnisseitig sollte die Bahntechniksparte mit einem geschätzten EBITDA von 1,21 Mio. € (GBCe) den größten Ergebnisbeitrag zum operativen Konzernhalbjahresergebnis beigesteuert haben.

Ebenfalls rückläufig entwickelte sich das Segment „**Sensortechnologie und Elektromechanik**“ mit einem deutlichen Umsatzrückgang auf 5,4 Mio. € (1. HJ 2025: 7,0 Mio. €). Hauptursächlich für diese Geschäftsentwicklung war die Bereinigung des Kundenportfolios im Rahmen der bewussten Fokussierung auf margeträchtere Kundenaufträge. Angesichts des verbesserten Umsatzmixes sollte das Elektroniksegment im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres ein geschätztes EBITDA von 0,61 Mio. € (GBCe) erzielt haben und somit maßgeblich zum deutlich positiven Konzern-EBITDA beigetragen haben.

Deutlich robuster entwickelte sich hingegen das Geschäftsfeld „**Öffentliche und Industrielle Beleuchtung**“, das einen stabilen Halbjahresumsatz von 4,5 Mio. € (1. HJ 2025: 4,3 Mio. €) erzielt hat. Die Geschäftsentwicklung in diesem Segment war in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres v.a. geprägt durch eine zurückhaltende Marktnachfrage seitens der Industrie und der öffentlichen Hand. Dennoch ist laut Unternehmensangaben eine Belebung der Nachfrage in allen Kundensegmenten zu beobachten – wenn auch auf noch niedrigem Niveau. Ergebnisseitig hat die bereits im Vorjahr abgeschlossene Verlagerung der Linux-Produktion nach Budweis die erwarteten Kosteneffekte (prognostizierte jährliche Kosteneinsparung: ca. 1,70 Mio. €) gezeigt. In Anbetracht dessen sollte die Infrastruktursparte unserer Einschätzung nach zum Ende des ersten Geschäftshalbjahres ein nahezu ausgeglichenes operatives Segmentergebnis erwirtschaftet haben.



Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	30.06.2026
Eigenkapital	33,53	31,50	30,40	30,99
EK-Quote (%)	73,9%	63,8%	71,4%	70,9%
Finanzkredite	6,08	9,16	7,04	7,53
Liquide Mittel	10,80	6,73	5,20	2,55
Nettoverschuldung*	-4,72	2,43	1,84	4,98
Operatives Anlagevermögen	11,20	11,38	10,84	10,35
davon immaterielles Vermögen	0,11	0,05	0,04	0,03
Vorräte	17,73	23,48	21,36	20,27
Cashflow (operativ)	0,69	-1,79	2,06	k.A.
Cashflow (Investition)	-1,79	-2,95	-0,70	k.A.
Cashflow (Finanzierung)	-0,49	-0,75	-2,19	k.A.

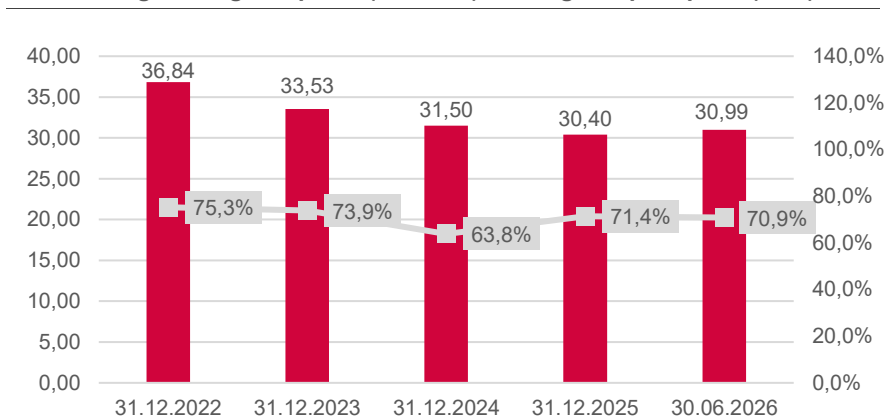
Quelle: SBF AG; GBC AG *bei neg. Vorzeichen Nettoliquidität

Die bisherige Performance, die Investitionen in den Aufbau und die Weiterentwicklung der Geschäftsbereiche und getätigten Übernahmen haben sich auch entsprechend in der Konzernbilanz der SBF-Gruppe niedergeschlagen.

Der SBF-Konzern hat v.a. bedingt durch sein produktionsbasiertes Geschäftsmodell traditionell eine hohe Sachanlagenintensität mit einem Anteil an der Bilanzsumme zum Stichtag 30.06.2026 von 23,7% (31.12.2025: 25,5%). Das operative Anlagevermögen sank zum Bilanzstichtag 30.06.2026 leicht auf 10,35 Mio. € (31.12.2025: 10,84 Mio. €).

Auch das Vorratsvermögen ist zum Stichtag 30.06.2026 moderat gesunken auf 20,27 Mio. € (31.12.2025: 21,36 Mio. €). Hauptsächlich hierfür war laut Unternehmensangaben der planmäßige Abbau von Überbeständen. Die Vorräte und das operative Anlagevermögen (Sachanlagevermögen) machten damit zum Bilanzstichtag 30.06.2026 70,1% (31.12.2025: 75,6%) der Bilanzsumme und damit den Großteil des Gesamtvermögens des Konzerns aus.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: SBF; GBC AG

In Anbetracht der Tatsache, dass die Geschäftsaktivitäten der SBF-Gruppe traditionell primär über Eigenkapital finanziert werden, ist die Passivseite der Konzernbilanz insbesondere durch einen hohen Eigenkapitalanteil geprägt. Aufgrund des

positiven Nettoergebnisses im ersten Halbjahr 2026 erhöhte sich das Eigenkapital des Konzerns zum Bilanzstichtag 30.06.2026 leicht auf 30,99 Mio. € (31.12.2025: 30,40 Mio. €). Parallel hierzu bewegte sich die Eigenkapitalquote zum Ende des ersten Geschäftshalbjahres mit 70,9% auf einem nahezu stabilen Niveau (31.12.2025: 71,4%).

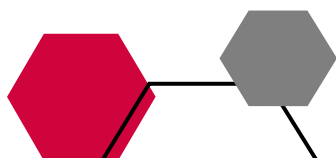
Neben eigenen liquiden Mitteln und den Zuflüssen aus dem operativen Cashflow finanziert sich die SBF-Gruppe auch ergänzend hierzu über klassisches Fremdkapital. Entsprechend bestanden zum Bilanzstichtag 30.06.2026 moderat angestiegene Bankverbindlichkeiten in Höhe von 7,53 Mio. € (31.12.2025: 7,04 Mio. €).

Daneben konnte die SBF-Gruppe zum Stichtag 30.06.2026 auch auf liquide Mittel in Höhe von 2,55 Mio. € (31.12.2025: 5,20 Mio. €) zurückgreifen. In Verbindung mit den vorhandenen Kreditverbindlichkeiten ergab sich hieraus zum Bilanzstichtag 30.06.2026 eine angewachsene Nettoverschuldung von 4,98 Mio. € (31.12.2025: 1,84 Mio. €). Der deutliche Anstieg der Nettoverschuldung geht zu einem wesentlichen Teil auf die Beendigung des Factorings im ersten Halbjahr 2026 zurück. Zum 31.12.2025 waren noch Kundenforderungen in Höhe von ca. 2,1 Mio. € an ein Factoringunternehmen verkauft worden und daher nicht unter dem Posten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bilanziert. Entsprechend sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zum 30.06.2026 deutlich auf 7,68 Mio. € (31.12.2025: 1,48 Mio. €) angestiegen.

Aufgrund der deutlich verbesserten Ergebnisentwicklung konnte der operative Cashflow zum Stichtag 31.12.2025 mit 2,06 Mio. € (31.12.2024: -1,79 Mio. €) in den positiven Bereich gedreht werden.

Auf der Hauptversammlung vom 26.06.2026 wurde ein neues genehmigtes Kapital in Höhe von 50,0% des Grundkapitals (Ermächtigung zur Ausgabe von bis zu 4.853.214 neuen Aktien, befristet bis zum 28.06.2031) geschaffen. Damit hat die Hauptversammlung dem SBF-Management die finanzielle Flexibilität für eine strategische Weiterentwicklung des Konzerns eröffnet. Das Unternehmen hat nun die Möglichkeit, durch gezielte Beteiligungen die vorhandene Wertschöpfungs- und Fertigungstiefe zu ergänzen.

Insgesamt verfügt SBF weiterhin über eine solide und gesunde Bilanzstruktur. Durch die hohe Bilanzqualität befindet sich der Konzern in einer guten Ausgangslage, seine operative Margenerholung fortsetzen zu können.



SWOT-ANALYSE

Stärken	Schwächen
● Starke Marktposition als Technologie- und Kostenführer in der Marktnische „Zug-Deckensysteme“ der Bahnindustrie ● Hohe Markteintrittsbarrieren und starke Anbieterkonzentration im Schienenfahrzeuge-Segment bzw. Rail-Business ● Die Linux- und AMS-Sparte sorgen für eine höhere kunden- und branchenseitige Diversifikation ● Robustes Geschäftsmodell mit langjährigen Großkunden im Railbusiness und über 1.000 kommunalen Kunden sowie dem DB-Konzern als staatlichen Kunden ● Der hohe Konzernauftragsbestand von zuletzt 98,5 Mio. € (davon Railbusiness Anteil GBCe: ca. 85,0 Mio. €) sorgt für eine hohe Plan- und Sichtbarkeit bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung	● Abhängigkeit von einzelnen Führungspersonen auf Konzern- und Tochtergesellschaftsebene ● Dynamische Kostensteigerungen, v.a. bei Elektronikteilen, können oftmals nicht im vollen Umfang und zeitverzögert weitergegeben werden ● Abhängigkeit von wenigen Zugerstellern innerhalb des Bahntechniksektors, jedoch auch gegenseitige hohe Abhängigkeit aufgrund der sehr starken Anbieterkonzentration bei spezialisierten Zulieferern von einzelnen Komponenten oder Produktsystemen ● Geringer Freefloat in der Aktie
Chancen	Risiken
● Die Ausrichtung auf die Wachstumssektoren Bahntechnik, öffentliche Infrastruktur/Bahninfrastruktur und Elektro-/Sicherheitstechnologien eröffnet hohe Umsatz- und Ergebnissteigerungspotenziale ● Durch die stark verbesserte Linux-Kostenbasis verfügt diese Infrastruktursparte nun über eine deutlich verbesserte Marktposition, was sich positiv auf die künftige Umsatz- und Ertragslage auswirken sollte ● Signifikant ansteigende (öffentliche) Investitionen im Bahn- und Infrastruktursektor bieten erhebliche Wachstumschancen ● Die von der Bundesregierung gestartete Investitionsoffensive (durch Sondervermögen etc.) in die öffentliche Infrastruktur könnte mittel- und langfristig zu einer deutlich höheren Wachstumsdynamik innerhalb der SBF-Gruppe führen ● Die geplanten massiv erhöhten Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben könnten für zusätzliche Umsatzimpulse in der AMS-Sparte sorgen	● Eine Konsolidierung oder Kooperationen innerhalb der Zugerstellerbranche könnten sich negativ auf die Geschäfts- und Ertragslage von SBF auswirken ● Ein zunehmender Wettbewerb im Geschäftsbereich „Öffentliche und Industrielle Beleuchtung“ könnte Margendruck im Infrastrukturbusiness zur Folge haben ● Verschiebungen oder Probleme bei Großprojekten würden sich über z.B. geringere Kundenabrufe negativ auf die Geschäftsentwicklung auswirken ● Einzelne elektronische Komponenten bei Beleuchtungslösungen müssen primär von asiatischen Lieferanten bezogen werden, was zu einer hohen Abhängigkeit führt

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 25	GJ 26e (Neu)	GJ 26e (Alt)	GJ 27e (Neu)	GJ 27e (Alt)	GJ 28e (Neu)
Umsatz	40,70	39,02	45,11	40,61	50,33	44,10
EBITDA	1,04	1,31	4,67	3,58	6,31	4,91
EBIT	-0,34	-0,06	3,30	2,24	4,99	3,59
Nettoergebnis	-1,18	-0,54	1,94	1,38	3,15	2,35

Quelle: SBF AG; GBC AG

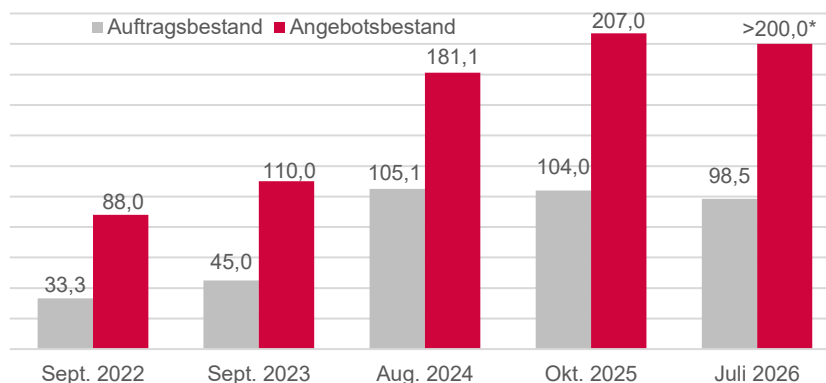
Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit der am 30. September 2026 veröffentlichten Ad-hoc-Meldung über die plötzlich eingetretene vorläufige Insolvenzverwaltung eines Kunden hat der SBF-Konzern seine bisherige Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr 2026 gesenkt. Aufgrund eines daraus erwarteten Forderungsausfalls und eines damit verbundenen negativen Ergebniseffekts in Höhe von 0,8 Mio. € bis 1,0 Mio. € rechnet die Gesellschaft für das aktuelle Geschäftsjahr nun mit einem EBITDA in einer Spanne von 0,90 Mio. € bis 1,50 Mio. € (zuvor: 1,80 Mio. € bis 2,40 Mio. €). In Bezug auf ihre Umsatzguidance geht die Gesellschaft weiterhin von Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 38,0 Mio. € bis 41,0 Mio. € aus.

Bereits mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2026 hatte der SBF-Konzern den Korridor seiner bisherigen Unternehmensguidance für das aktuelle Geschäftsjahr angepasst und für diese Geschäftsperiode Umsatzerlöse von 38,0 Mio. € bis 41,0 Mio. € (zuvor: 38,0 Mio. € bis 45,0 Mio. €) sowie ein EBITDA von 1,8 Mio. € bis 2,4 Mio. € (zuvor: 1,8 Mio. € bis 4,4 Mio. €) in Aussicht gestellt. In dieser aktualisierten Ergebnisprognosebandbreite war eine einmalige Belastung von 0,56 Mio. € aus dem im August 2026 rechtskräftig entschiedenen Rechtsstreit mit der HELLUX ELEKTRA enthalten.

Angesichts der reduzierten Ergebnisguidance haben wir unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisschätzung für das aktuelle Geschäftsjahr 2026 ebenfalls gesenkt. Wir rechnen nun für diese Geschäftsperiode mit einem Umsatz und EBITDA von 39,02 Mio. € (zuvor: 45,11 Mio. €) bzw. 1,31 Mio. € (zuvor: 4,67 Mio. €) und somit mit einer EBITDA-Marge von 3,4%.

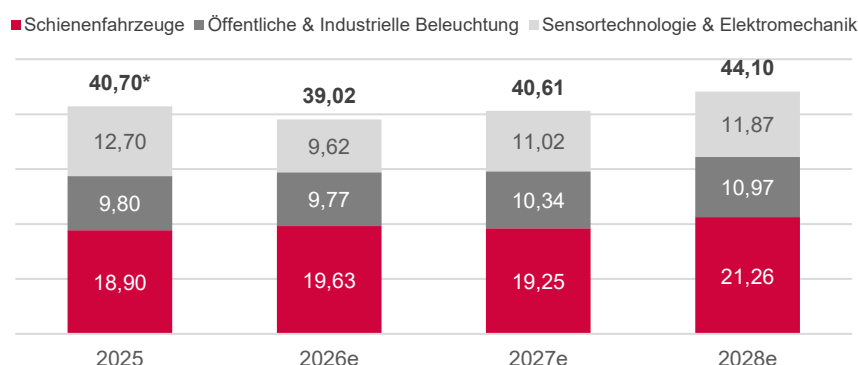
Entwicklung des Auftragsbestands & Angebotsvolumens von SBF (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG *eigene Schätzung

Vor dem Hintergrund der unter unseren Erwartungen liegenden Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2026 haben wir trotz des weiterhin starken Auftragsbestands (Stand Juli 2026: 98,5 Mio. €) auch unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das Folgejahr 2027 gesenkt. Für dieses Geschäftsjahr erwarten wir eine geringere Wachstumsdynamik und entsprechend einen moderaten Umsatz- und starken EBITDA-Anstieg auf 40,61 Mio. € (zuvor: 50,33 Mio. €) bzw. 3,58 Mio. € (zuvor: 6,31 Mio. €). Das von uns prognostizierte Wachstum sollte dabei primär aus der Ausweitung der Geschäftsaktivitäten in der Elektronik- und Infrastruktursparte resultieren, da wir mit einer vorübergehenden Konsolidierung im Bahntechnik-Kernsegment (primär aufgrund des von uns erwarteten Auslaufens älterer Großprojekte) rechnen. Aufgrund der zum Halbjahr deutlich verbesserten Kostenbasis (erfolgreiche Produktionsverlagerung und gehobene Kosteneffizienzen) rechnen wir margenseitig mit einer deutlichen EBITDA-Margenerholung auf 8,8%.

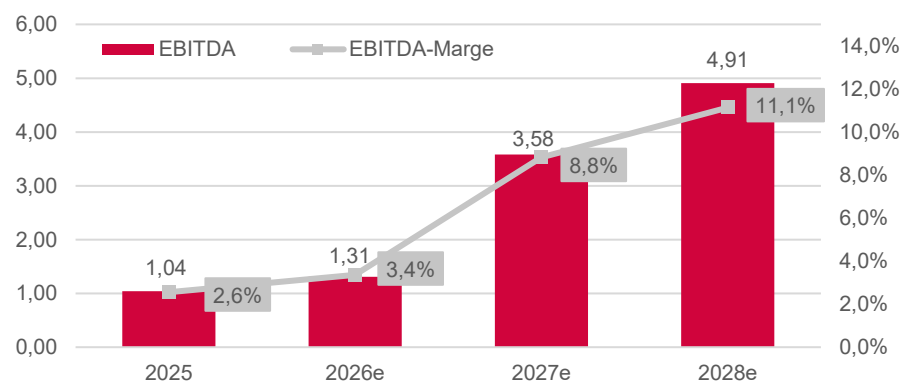
Erwartete Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG *vor Konsolidierungsbuchungen

Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2028, welches wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen haben, kalkulieren wir basierend auf dem umfangreichen rail-bezogenen Auftragsbestand (Rail-Anteil des letzten Auftragsbestands GBC: ca. 85,0 Mio. €) und erwarteten signifikanten Umsatzimpulsen aus dem Infrastruktur-Sondervermögen mit einem deutlichen Umsatz- und EBITDA-Zuwachs auf dann 44,10 Mio. € bzw. 4,91 Mio. €. Entsprechend sollte das prognostizierte Wachstum v.a. durch die Rail- und Infrastruktur-Sparte (Spezialleuchten- und Lunux-Tochtergesellschaft) befeuert werden. Parallel hierzu sollte sich dann durch erwartete Skaleneffekte die EBITDA-Marge weiter deutlich verbessern können auf 11,1%.

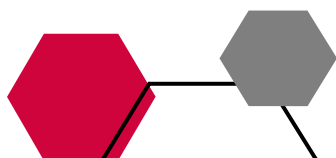
Erwartete EBITDA-Entwicklung des SBF-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: SBF AG; GBC AG

Als mittel- und langfristige Wachstumstreiber für den SBF-Konzern sehen wir nach wie vor die verstärkten Investitionen in die Bahn bzw. die Bahninfrastruktur sowie in die öffentliche Infrastruktur. In diesem Zusammenhang sollte die SBF-Gruppe vor allem von den Wachstumsplänen ihrer Hauptkunden im Bahntechnik-Kernsegment profitieren können. An dieser Stelle ist vor allem Stadler Rail mit ihrem im aktuellen Geschäftsjahr geplanten Umsatzsprung auf erstmals über 5,0 Mrd. CHF (erwartetes Umsatzplus gegenüber Vorjahr: >35,0%) hervorzuheben. Darüber hinaus sollte die SBF-Gruppe unserer Einschätzung nach an den in den kommenden Jahren verstärkt in der Realwirtschaft ankommenden Geldern aus dem Infrastruktur-Sondervermögen über ihre Linux-Sparte deutlich partizipieren können.

Basierend auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir unser bisheriges Kursziel auf 8,05 € (zuvor: 9,85 €) je Aktie gesenkt. Kurszielsenkend wirkte ebenfalls die Erhöhung der Kapitalkosten (WACC) infolge der Erhöhung des risikofreien Zinssatzes (auf 3,5% statt zuvor 3,0%). Kurszielerhöhend wirkte hingegen der eingetretene sogenannte Roll-Over-Effekt und der hieraus resultierende neue Kurszielhorizont 31.12.2027 (statt bisher 31.12.2026). In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SBF AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 bis 2028 in Phase 1 und für die Jahre 2029 bis 2033 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,50% (zuvor: 3,00%).

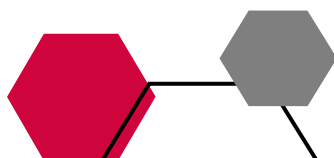
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,97 (zuvor: 0,97).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,8% (zuvor: 8,3%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% (zuvor: 90,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,3% (zuvor: 7,8%).

Bewertungsergebnis

Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2027 entspricht als Kursziel 8,05 € (zuvor: 9,85 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert primär aus unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisschätzungen. Kurszielmindernd wirkte ebenfalls die Erhöhung der Kapitalkosten (WACC) aufgrund des angestiegenen risikofreien Zinssatzes (auf 3,5% statt zuvor 3,0%). Kurszielerhöhend wirkte hingegen der eingetretene Roll-Over-Effekt, der zu einem aktualisierten Kurszielhorizont von 31.12.2027 (statt bisher: 31.12.2026) führte.



DCF-MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	39,02	40,61	44,10	47,85	51,92	56,33	61,12	66,31	
Umsatzwachstum	-4,1%	4,1%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	2,0%
EBITDA	1,31	3,58	4,91	5,97	7,06	8,21	9,41	10,65	
EBITDA-Marge	3,4%	8,8%	11,1%	12,5%	13,6%	14,6%	15,4%	16,1%	
EBIT	-0,06	2,24	3,59	4,71	5,78	6,91	8,10	9,33	
EBIT-Marge	-0,2%	5,5%	8,1%	9,9%	11,1%	12,3%	13,2%	14,1%	14,4%
NOPLAT	-0,23	1,65	2,58	3,30	4,05	4,84	5,67	6,53	
Working Capital (WC)	18,73	17,46	17,20	16,75	18,17	19,71	21,39	23,21	
Anlagevermögen (OAV)	11,02	11,22	11,41	11,62	11,79	11,92	12,05	12,20	
Investiertes Kapital	29,75	28,68	28,60	28,37	29,96	31,63	33,45	35,41	
Kapitalrendite	-0,7%	5,5%	9,0%	11,5%	14,3%	16,1%	17,9%	19,5%	19,3%
EBITDA	1,31	3,58	4,91	5,97	7,06	8,21	9,41	10,65	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,59	-1,01	-1,41	-1,73	-2,07	-2,43	-2,80	
Veränderung OAV	-1,55	-1,54	-1,51	-1,47	-1,45	-1,42	-1,45	-1,47	
Veränderung WC	2,73	1,27	0,26	0,45	-1,42	-1,54	-1,68	-1,82	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	2,32	2,72	2,66	3,54	2,45	3,17	3,85	4,57	97,29

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,97
Eigenkapitalkosten	8,84%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	28,66%
WACC	8,28%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	72,23	75,50
Barwert expliziter FCFs	16,48	15,13
Barwert Continuing Value	55,75	60,37
Nettoschulden	-0,16	-2,61
Wert des Eigenkapitals	72,39	78,11
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	72,39	78,11
Ausstehende Aktien in Mio.	9,71	9,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,46	8,05

Sensitivitätsanalyse

		WACC					
		7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	
Kapitalrendite	18,8%	8,73	8,28	7,87	7,50	7,16	
	19,0%	8,83	8,37	7,96	7,58	7,24	
	19,3%	8,94	8,47	8,05	7,67	7,32	
	19,5%	9,04	8,56	8,14	7,75	7,40	
	19,8%	9,14	8,66	8,23	7,83	7,48	

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

- I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.
- II. Die Researchstudie wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.
- III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.
- IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.
- V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung der Researchstudie obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.
- VI. Soweit die Researchstudie nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Researchstudie, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungskanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Researchstudie darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die Interessenkonflikt-Policy kann bei direkt GBC AG angefordert werden. Weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

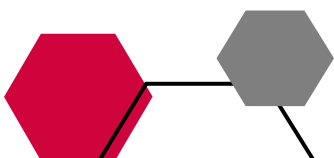
V. 5%-Umsatzschwelle

Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5% der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research.

VII. Externe Researchanalysten



An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Researchstudie freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

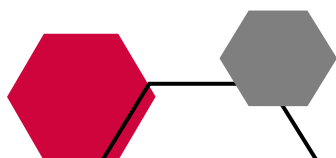
Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.



Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die vom Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10%.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10%.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10%.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cash-flow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

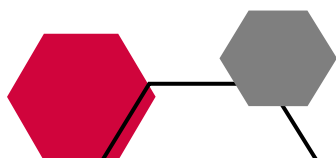
Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören. Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR



Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen. Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 Abschnitt VI enthalten.

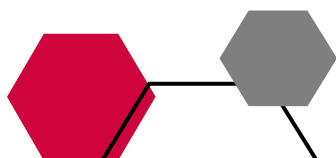
Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: (5a, 5b, 7, 11)

VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

- (1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.
- (5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (5b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (6b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Researchstudie beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.
- (8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.
- (9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.
- (10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.
- (11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.
- (12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Researchstudie Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.
- (13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.



Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.

VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.

Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl.-Kaufmann, Chefanalyst

§5 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Researchstudie nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

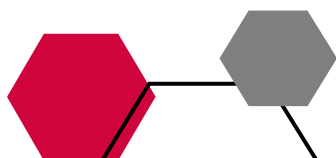
Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg, Deutschland

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.com>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de

Issuer-Sponsored Research
EU-Code of Conduct compliant