



GBC Research Anno

Redfish Longterm Capital S.p.A.

REDFISH
LONGTERM CAPITAL

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18.

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“

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

Attraktive Bewertung: Aktie deutlich unter NAV

Branche: Beteiligungsunternehmen

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

Gegründet: 2020

Mitarbeiter: 513

Hauptsitz: Mailand, Italien

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

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

GBC-Bewertung

Portfoliounternehmen	91,5 Mio. €
Net debt	14,4 Mio. €
Warrants & Optionen	0,01 Mio. €
Eigenkapital	77,1 Mio. €
Holding-Kosten	0,5 Mio. €
Fairer Wert des Unternehmens	76,5 Mio. €
Anzahl der ausstehenden Aktien	27,14 Mio.
Fairer Wert je Aktie	2,82 €

Investment Case

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

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 2,82 € (2,45 EUR)

Aktie und Stammdaten



FRA-Kurs 16.04.25 08:02 1,15 EUR
 Bloomberg Ticker RFLTC
 ISIN IT0005549354
 WKN A3ETH6
 Anzahl der Aktien (in Mio.): 27,14
 MCap (in Mio.) 30,45
 Enterprise Value (in Mio. €) 44,85

Marktsegment Euronext Growth Milan
 Geschäftsjahr 31. Dezember
 Rechnungslegung IFRS bzw. OIC

Aktionärsstruktur

MAIOR SRL	19,6%
RED-FISH KAPITAL SPA	11,5%
Bruno Negri	9,8%
OMR Holding	7,5%
Banca Valsabbina	6,4%
Eigene Aktien	2,5%
Verbundene Aktionäre	1,9%
Streubesitz	40,8%

Finanztermine

30.04.2025 Hauptversammlung
 30.09.2025 Halbjahresbericht 2025

Analysten

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

Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
 15.10.2024: RS / 2,45 / KAUFEN
 14.05.2024: RS / 2,92 / KAUFEN
 05.02.2024: RS / 2,40 / KAUFEN
 ** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de abgerufen werden.

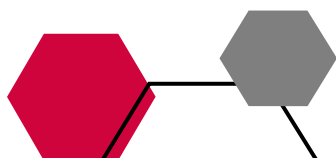
Fertigstellung: 22.04.2025 (13:30 Uhr)
 Erste Weitergabe: 23.04.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.18

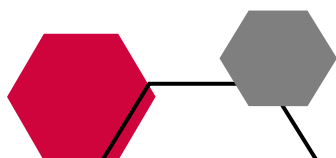
EXECUTIVE SUMMARY

- RedFish LongTerm Capital S.p.A. (RFLTC) ist eine wachstumsorientierte Industrieholding mit Fokus auf langfristige Beteiligungen an italienischen mittelständischen Unternehmen. Die Gesellschaft verfolgt einen aktiven, operativ geprägten Investmentansatz und adressiert strukturelle Marktchancen in einem stark fragmentierten KMU-Umfeld. Im Zentrum der Strategie stehen gezielte Akquisitionen, operative Skalierung sowie die Erschließung strategischer Synergien innerhalb des Beteiligungsportfolios.
- Im Geschäftsjahr 2024 setzte RFLTC ihre strategische Entwicklungsagenda konsequent um. Die Holding hat ihre Konzernstruktur weiter vereinfacht, unter anderem durch die Verschmelzung von Tochtergesellschaften zur Effizienzsteigerung und zur Verkürzung der Beteiligungsketten. Zusätzlich wurde die Eigentümerstruktur innerhalb der Beteiligungen durch Rückkäufe von Minderheitsanteilen bereinigt, wodurch die Kontrolle in zentralen Portfoliogesellschaften konsolidiert werden konnte.
- Parallel dazu wurde das Portfolio gezielt durch Add-on-Akquisitionen ausgebaut. Diese strategischen Erweiterungen dienen der vertikalen und horizontalen Integration innerhalb bestehender Plattformen und zielen auf die Hebung operativer Synergien sowie die Stärkung der Marktposition in den adressierten Industrien. Der Fokus liegt dabei auf Bereichen mit hoher Spezialisierung wie Bahntechnik, Luftfahrt, Energieinfrastruktur, Medizintechnik und digitale Fertigung. Die Investitionstätigkeit wurde durch eine Kapitalerhöhung flankiert, die gezielt institutionellen Investoren offenstand und mit einem Bonus-Share-Programm verknüpft war. Diese Maßnahme diente der Finanzierung größerer Beteiligungsausweitungen und der Flexibilisierung der Kapitalstruktur im Hinblick auf künftige Wachstumsprojekte.
- Im Rahmen der aktuellen Analyse wurde die Bewertung von RFLTC auf Basis eines Sum-of-the-Parts-Modells vorgenommen. Dabei haben wir für sämtliche Portfoliounternehmen marktübliche EV/EBITDA-Multiples herangezogen, die auf anerkannten Bewertungsstandards basieren.
- **Wir haben den Net Asset Value (NAV) des Portfolios mit 91,5 Mio. € bestimmt. Nach Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten (14,4 Mio. €), der Bewertung von Optionsprogrammen und Warrants sowie diskontierter Holding-Kosten ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 76,5 Mio. €, was einem fairen Wert von 2,82 € je Aktie entspricht. Im Vergleich zum aktuellen Börsenkurs ergibt sich daraus ein substantieller Bewertungsabschlag und ein signifikantes Upside-potenzial.**



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Markt und Marktumfeld.....	5
Europäischer KMU-Markt.....	5
Italienischer KMU-Markt.....	5
Finanzierungsstrukturen italienischer KMU.....	6
Politische und regulatorische Rahmenbedingungen	6
Bedeutung für RedFish LongTerm Capital	6
Historische Entwicklung.....	8
Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	8
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	10
Bewertung UND MODELLANNAHMEN	11
Gesamtbewertung.....	15
Anhang	17



MARKT UND MARKTUMFELD

Europäischer KMU-Markt

Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sind das Rückgrat der europäischen Volkswirtschaft. Laut der Europäischen Kommission machen KMU mehr als 99 % aller Unternehmen in der EU aus, generieren rund zwei Drittel der Gesamtbeschäftigung im Privatsektor und tragen mehr als die Hälfte zur Wertschöpfung der Wirtschaft bei. Insbesondere in Ländern wie Deutschland, Italien, Frankreich und Spanien bilden sie das Rückgrat industrieller und technologischer Kompetenz.

Im Jahr 2024 standen viele europäische KMU unter starkem Anpassungsdruck. Die Kombination aus restriktiver Geldpolitik, geopolitischen Unsicherheiten, gestiegenen Rohstoff- und Energiekosten sowie einem schwächeren globalen Handelsumfeld führte zu einer spürbaren Verlangsamung der Geschäftsdynamik. Gleichzeitig sehen sich viele KMU mit der Notwendigkeit konfrontiert, ihre Geschäftsmodelle im Zuge der digitalen Transformation und der ESG-Anforderungen strukturell weiterzuentwickeln. Der Zugang zu qualifiziertem Personal, Finanzierungsmitteln und internationalen Märkten bleibt für viele Unternehmen eine zentrale Herausforderung.

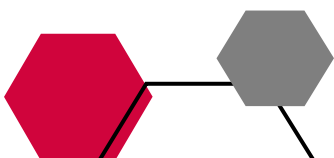
Dennoch haben sich europäische KMU als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. Die Pandemiejahre haben dazu geführt, dass viele Unternehmen ihre Prozesse effizienter gestaltet, Lieferketten diversifiziert und Investitionen in Digitalisierung, Automatisierung und Nachhaltigkeit vorangetrieben haben. Wachstumsstarke Unternehmen mit klarer Positionierung in Nischenmärkten oder technologischen Segmenten haben sich dabei als besonders wettbewerbsfähig erwiesen.

Italienischer KMU-Markt

Italien weist innerhalb Europas eine der höchsten Dichten an kleinen und mittleren Unternehmen auf. Rund 92 % der aktiven Unternehmen im Land beschäftigen weniger als 10 Mitarbeiter, während KMU insgesamt mehr als 78 % aller Arbeitsplätze im Privatsektor bereitstellen. Besonders ausgeprägt ist die Rolle von Familienunternehmen, die oft regional stark verwurzelt sind, aber zugleich über exzellente Produkt- und Fertigungskompetenzen verfügen.

Dieses Segment ist reich an sogenannten "Hidden Champions", hochspezialisierten Firmen mit oftmals führender Marktstellung in technischen Nischenmärkten (z. B. Maschinenbau, Schienenfahrzeuge, Medizintechnik, Nahrungsmittelverarbeitung, Umwelttechnik). Dennoch bleiben viele italienische KMU unterfinanziert und wachstumstechnisch limitiert, da klassische Bankkredite, insbesondere in einem Hochzinsumfeld, kaum noch ausreichende Finanzierungsspielräume eröffnen.

Gerade in dieser Struktur zeigt sich das strategische Potenzial des Private-Capital-Modells von RedFish LongTerm Capital. Das Unternehmen hat sich darauf spezialisiert, Beteiligungen an eigentümergeführten, industriellen KMU einzugehen, die über ein solides Geschäftsmodell, einen klaren Wachstumspfad und nachweisbare operative Exzellenz verfügen, zugleich aber Kapital, Strukturierung und Managementunterstützung benötigen, um nächste Wachstumsschritte realisieren zu können. Die enge Verzahnung mit den Unternehmerfamilien, das langfristige Engagement und die aktive operative Begleitung der Beteiligungen bilden das Herzstück der Strategie von RedFish.



Finanzierungsstrukturen italienischer KMU

Ein systemisches Problem des italienischen KMU-Marktes bleibt die starke Abhängigkeit von Fremdkapital. Noch immer werden mehr als 60 % der Unternehmensfinanzierung in KMU über Bankkredite gedeckt. Die im Euroraum zuletzt hohen Zinssätze sowie die restriktive Kreditvergabe, insbesondere durch kleinere Regionalbanken, haben viele Unternehmen im Jahr 2024 stark unter Druck gesetzt. Gleichzeitig ist der Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen wie Private Equity, Mezzanine oder öffentlichen Kapitalmärkten nach wie vor limitiert. Auch staatliche Förderprogramme, etwa im Rahmen des italienischen PNRR-Plans, erreichen in der Praxis nur einen Teil der Zielgruppe.

Hier schafft RedFish LTC ein relevantes Gegenmodell: Als börsennotierte, langfristig orientierte Beteiligungsholding bietet sie KMU nicht nur Kapital, sondern ein ganzes Ökosystem aus strategischer Beratung, Governance-Stärkung, ESG-Implementierung und einer Vorbereitung auf den Kapitalmarkt. Der Börsenzugang von RedFish selbst erlaubt es, selektiv und zügig Kapital zu beschaffen, um gezielte Beteiligungen zu finanzieren. In einem Umfeld, in dem klassische Mittelständler zunehmend unter Strukturzwängen leiden, kann RedFish als Wachstumsplattform dienen.

Zudem profitiert das Unternehmen von der strukturellen Fragmentierung des Marktes: Viele attraktive Zielunternehmen sind weder ausreichend kapitalisiert noch organisatorisch darauf vorbereitet, sich mit institutionellen Investoren auseinanderzusetzen. RedFish positioniert sich als verlässlicher, kompetenter Partner auf Augenhöhe, mit einem Fokus auf operative Wertschöpfung anstelle von kurzfristigen Exitstrategien.

Politische und regulatorische Rahmenbedingungen

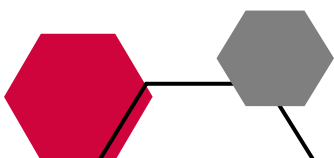
Italien hat in den letzten Jahren einige regulatorische Initiativen ergriffen, um die Kapitalmarktentwicklung für KMU zu fördern. Dazu zählt insbesondere der Steuerbonus für Börsengänge (Bonus Quotazione PMI), der mittlerweile bis 2027 verlängert wurde und bis zu 50% der Transaktionskosten rückerstattet. Auch regionale Programme, wie „Quota Lombardia“ fördern KMU mit spezifischen Zuschüssen oder Beratungsleistungen bei der Kapitalmarktfähigkeit.

Nichtsdestotrotz bleibt die institutionelle Förderung kleinteilig, oft wenig zugänglich und mit hohem administrativem Aufwand verbunden. In diesem Kontext kann RedFish LTC als „institutioneller Mittler“ fungieren: Beteiligungsunternehmen profitieren über die Holdingstruktur von einer zentralisierten Steuerung in Governance- und Reportingfragen, erhalten Zugang zu Netzwerken und Beratung und steigern dadurch ihre strategische Investitionsfähigkeit.

Darüber hinaus positioniert sich RedFish als aktiver Förderer nachhaltiger Unternehmensführung: Die Implementierung ESG-orientierter Strukturen innerhalb der Beteiligungen (z. B. durch die Integration in das firmeneigene Nachhaltigkeitskomitee) ermöglicht sowohl eine Wertsteigerung als auch eine künftige Kapitalmarktfähigkeit. Dies ist besonders relevant vor dem Hintergrund wachsender ESG-Regulatorik auf EU-Ebene (Taxonomie, CSRD, ESRS).

Bedeutung für RedFish LongTerm Capital

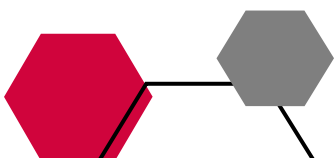
Im Gesamtkontext stellt der italienische KMU-Markt für RedFish LongTerm Capital sowohl eine Herausforderung als auch eine signifikante Chance dar. Die strukturelle Fragmentierung, das unterentwickelte Beteiligungskapitalumfeld und die



vielfältigen Nachfolge- und Wachstumsthemen schaffen ein attraktives Investmentuniversum für eine Beteiligungsholding mit langfristigem Fokus.

RFLTC ist in der Lage, in einem Umfeld zunehmender Komplexität selektiv und wertorientiert zu investieren. Die bestehenden Beteiligungen zeigen, dass das Unternehmen in der Lage ist, operative Exzellenz mit strategischem Weitblick zu verbinden, etwa durch die gezielte Erweiterung der Movinter-Gruppe um komplementäre Unternehmen oder durch den erfolgreichen Aufbau von Plattformen in industriellen Nischen.

Die börsennotierte Struktur bietet zudem die Flexibilität, Finanzierungsinstrumente bedarfsgerecht zu kombinieren. Die Buy-&-Build-Strategie, die auf Skalierung und operativen Synergien fußt, ist damit nicht nur strategisch sinnvoll, sondern im aktuellen Marktumfeld ein realer Wettbewerbsvorteil.



HISTORISCHE ENTWICKLUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	57,83	61,65
EBITDA	4,43	4,18
EBITDA-Marge	7,7%	6,8%
EBIT	1,64	0,71
EBIT-Marge	2,8%	1,2%
Jahresüberschuss	-0,46	-2,91
EPS in €	-0,02	-0,11

Quelle: Redfish Longterm Capital S.p.A.; GBC AG

Da RedFish LongTerm Capital S.p.A. (RFLTC) als reine Beteiligungsholding strukturiert ist, ist die Gewinn- und Verlustrechnung isoliert betrachtet nur eingeschränkt aussagekräftig. Die wirtschaftliche Leistung des Konzerns wird nicht vollständig über den Einzelabschluss der Holdinggesellschaft abgebildet, da nicht alle Tochter- und Beteiligungsunternehmen in den konsolidierten Abschluss einbezogen werden. Zudem handelt es sich bei den vorliegenden Zahlen um eine pro-forma konsolidierte Darstellung, die auf vereinfachenden Annahmen zur Konsolidierung beruht und keinen IFRS-konformen Konzernabschluss im engeren Sinne darstellt. Entsprechend stehen für die Bewertung der wirtschaftlichen Entwicklung derzeit ausschließlich Vergleichszahlen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 zur Verfügung.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Im Geschäftsjahr 2024 beliefen sich die konsolidierten Umsatzerlöse auf 61,65 Mio. €, was einem Zuwachs von rund 7 % gegenüber dem Vorjahreswert von 57,83 Mio. € entspricht. Die Steigerung resultiert aus der positiven Entwicklung innerhalb der Movinter-Gruppe, insbesondere durch die vollständige Einbeziehung der Add-on-Akquisitionen Six Italia und SAIEP. Diese Unternehmen wurden gezielt in den Bereichen Bahn- und Schiffszulieferung akquiriert und trugen im ersten vollen Jahr ihrer Integration substanziell zum Umsatz bei. Die Wachstumsdynamik wurde dabei auch durch ein hohes Auftragsvolumen unterstützt: der konsolidierte Auftragsbestand betrug zum Jahresende 84 Mio. €, wovon ca. 68 % zur Realisierung im Geschäftsjahr 2025 vorgesehen sind. Diese Pipeline sichert nicht nur den Umsatz des Folgejahres ab, sondern unterstreicht die Nachhaltigkeit der Umsatzbasis.

Die Materialaufwendungen blieben mit 32,43 Mio. € auf hohem Niveau (+6 %), was angesichts des höheren Produktionsvolumens zu erwarten war. Der Anteil am Produktionswert blieb dabei nahezu konstant, was auf eine stabile Beschaffungspolitik und den kontrollierten Umgang mit Rohstoffkosten hindeutet. Positiv hervorzuheben ist der Rückgang der Dienstleistungskosten um 10 % auf 10,01 Mio. €, was unter anderem durch eine zunehmende Internalisierung von Dienstleistungen sowie durch Effizienzmaßnahmen im Einkauf begünstigt wurde.

Deutlich angestiegen sind die Personalaufwendungen, die mit 18,82 Mio. € um rund 32 % über dem Vorjahreswert von 14,24 Mio. € lagen. Diese Entwicklung wurde im Geschäftsbericht mit mehreren Faktoren begründet: Zum einen wurden im Jahresverlauf zwei neue operative Standorte für Schweiß- und Lackiertechnik in Betrieb genommen, die mit entsprechenden Personalaufstockungen einhergingen. Zum anderen wurde gezielt in das mittlere und obere Management investiert, unter anderem mit der Einstellung eines neuen CEO und weiterer Schlüsselpersonen wie eines HR-Directors, um das Wachstum professionell zu steuern und die Governance-Strukturen zu stärken. Der hohe Anteil der Personalkosten (30,5 %

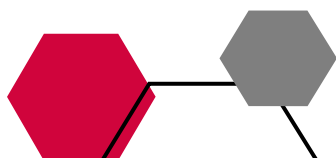
des Produktionswerts) spiegelt also nicht Ineffizienzen wider, sondern ist Ausdruck des strategischen Personalaufbaus im Rahmen der langfristigen Wachstumsstrategie.

Das EBITDA belief sich 2024 auf 4,18 Mio. € gegenüber 4,43 Mio. € im Vorjahr, ein Rückgang von 6 %. Trotz des höheren Umsatzniveaus sank das operative Ergebnis vor Abschreibungen leicht, was auf die oben beschriebenen Kostentreiber zurückzuführen ist. Auch operative Belastung durch den Start neuer Produktionslinien und der Fokus auf einen strukturellen Kapazitätsausbau drückt kurzfristig auf die Margen, mittelfristig sollte dies jedoch skalierbare Erträge sichern.

Das Finanzergebnis verschlechterte sich auf -2,19 Mio. €, was auf die deutlich gestiegene Nettofinanzverschuldung in Folge der Akquisitionen und Investitionen zurückzuführen ist. Zum Bilanzstichtag betrug die konsolidierte Nettoverschuldung 32,53 Mio. €, gegenüber 6,08 Mio. € im Vorjahr. Diese Belastung ist temporär und entspricht dem im Geschäftsbericht erläuterten Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdkapital zur Unterstützung der Wachstumsstrategie. Zudem wurde eine außerordentliche Wertberichtigung auf die Beteiligung an Tesi S.r.l. in Höhe von 0,91 Mio. € vorgenommen, da ein Großkunde insolvent ging.

In Summe führte dies zu einem negativen Ergebnis vor Steuern (EBT) von -2,39 Mio. €, nach einem positiven Ergebnis von 0,20 Mio. € im Vorjahr. Nach Steuern ergibt sich ein Jahresfehlbetrag von -2,87 Mio. € (Vorjahr: -0,49 Mio. €).

Das um Sondereffekte bereinigte Gruppenergebnis lag bei -2,44 Mio. € (Vorjahr: -0,65 Mio. €) und stellt damit die Grundlage für eine belastbare Bewertung der operativen Ertragslage dar. Im Ausblick betont das Management, dass mit Abschluss der Aufbauphase 2024 und der vollständigen Integration der Beteiligungen eine Rückkehr zu positiven Ergebnisbeiträgen ab 2025 realistisch erscheint, gestützt durch den hohen Auftragsbestand und die zunehmende operative Effizienz.



Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	29,93	50,27
EK-Quote (in %)	83,1%	60,7%
Operatives Anlagevermögen	36,81	77,11
Net Working Capital	0,19	8,98
Net Debt	6,08	32,53

Quelle: Redfish Longterm Capital S.p.A. und GBC AG

Zum 31. Dezember 2024 belief sich das konsolidierte Eigenkapital von RedFish LongTerm Capital S.p.A. auf insgesamt 50,27 Mio. €, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr (30,82 Mio. € pro-forma), was einem Zuwachs von 63,1 % entspricht. Davon entfielen 37,43 Mio. € auf das den Anteilseignern der Muttergesellschaft zurechenbare Eigenkapital (2023: 30,39 Mio. €), während der Anteil der Minderheitsgesellschafter auf 12,84 Mio. € anstieg (2023: 0,43 Mio. €). Der kräftige Zuwachs ist auf die im Frühjahr 2024 durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen, bei der rund 10,4 Mio. € neues Eigenkapital eingeworben wurden, sowie auf die Zuteilung von Bonus-Aktien. Trotz eines Jahresfehlbetrags von -2,87 Mio. €, konnte das Eigenkapital netto deutlich gestärkt werden.

Parallel dazu stieg das Nettoinvestitionsvolumen der Gruppe auf 82,80 Mio. € (Vorjahr: 48,47 Mio. €), was einem Wachstum von 70,8 % entspricht. Getrieben wurde dieser Anstieg vor allem durch die Erweiterung des Beteiligungsportfolios. Die langfristigen Vermögenswerte („Capitale Immobilizzato“) legten um 82,1 % auf 77,11 Mio. € zu – insbesondere durch den Anstieg der finanziellen Beteiligungen auf 55,83 Mio. € (+162,9 %).

Die Nettofinanzverschuldung erhöhte sich auf 32,53 Mio. €, ein Anstieg um 84,2 % gegenüber dem pro-forma Vorjahr. Diese resultiert aus einer bewusst eingegangenen Verschuldung zur Finanzierung der Add-on-Akquisitionen (u.a. Polieco, SAIEP, Six Italia) sowie zur operativen Expansion. Die Liquiditätsposition konnte auf 16,54 Mio. € ausgebaut werden (Vorjahr: 11,1 Mio. €), wodurch sich die Gruppe trotz Investitionsdruck finanziell flexibel aufstellt.

Insgesamt zeigt die Bilanz zum Jahresende 2024 eine klar wachstumsorientierte Struktur mit substanzieller Eigenkapitalstärkung, gesteuerter Verschuldung und signifikant ausgeweiteten strategischen Beteiligungen.

BEWERTUNG UND MODELLANNAHMEN

Zur Bewertung der Holdinggesellschaft RFLTC wenden wir eine Sum-of-Parts-Analyse an, um den Gesamtunternehmenswert zu ermitteln. Da uns für die nicht börsennotierten Beteiligungen nur begrenzte Informationen zur Verfügung stehen, greifen wir hierbei überwiegend auf eine Multiple-Bewertung zurück. Als Referenz dienen uns dabei die EV/EBITDA-Multiples von Kroll, einem auf Risikoanalyse spezialisierten Beratungsunternehmen. Die zugrunde liegende Kroll-Studie „Industry Multiples in Europe“ basiert auf dem STOXX® Europe Total Market Index, der rund 95 % des frei handelbaren europäischen Aktienmarkts abbildet. Dieser Index umfasst eine Vielzahl von Branchen und Sektoren entsprechend den Klassifizierungen des Global Industry Classification Standard (GICS).

Convergenze S.p.A.

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

Am 28. Dezember 2020 wurde Convergenze an der italienischen Börse im AIM-Segment zum Handel zugelassen. Die Beteiligung an Convergenze S.p.A. steht aktuell mit einem Buchwert von 1,51 € je Aktie in der Bilanz der RFLTC. Dies entspricht einem Wert von 1,08 Mio. €. Insgesamt gibt es bei der Convergenze S.p.A. 7.492.959 Stammaktien, RFLTC hält über die G&RP Consulting S.r.l. 9,56% der Aktien. Derzeit wird die Aktie von Convergenze S.p.A. zu 1,60 € je Aktie gehandelt (Frankfurt 16.04.2024 8:10).

RFLTC Erstbewertung		RFLTC Post-IPO, aktuell		GBC Bewertung	
Ber. EBITDA 2019	1,6 Mio. €	Buchwert der Aktien	1,5 €	Kursziel (Konsens)	4,50 €
EV/EBITDA multiple	5,8x	Aktienzahl	7,5 Mio.	Aktienanzahl	7,5 Mio.
Enterprise Value	9,3 Mio. €	Buchwert	11,2 Mio. €	Kursziel Marketcap.	33,7 Mio. €
Net Deb	0,5 Mio. €				
Eigenkapital	8,8 Mio. €				
RFLTC Beteiligung	12,5%	RF-Beteiligung	9,6%	RF Beteiligung	9,6%
RFLTC Beteiligungswert	1,1 Mio. €	RFLTC Beteiligungswert	1,1 Mio. €	RFLTC Beteiligungswert	3,2 Mio. €

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

Wir haben den Research-Konsens für Convergenze S.p.A. als Bewertungsansatz verwendet, der derzeit bei 4,50 € je Aktie liegt. Aktuell ist Convergenze nur in der Coverage von Integrae SIM. Dies ergibt bei einer Beteiligung von 9,6% einen Beteiligungswert von 3,2 Mio. €. Unsere Bewertung liegt somit deutlich über dem Buchwert der Convergenze S.p.A.-Aktien.

Solid World S.p.A.

Am 27. Dezember 2021 investierte RFLTC, als Hauptinvestor, 1,05 Mio. € in eine Wandelanleihe von Solid World. Das Unternehmen wurde im Juli 2022 am Euronext Growth Market zu 2,00 € je Aktie notiert. Aktuell notiert Solid World zu 1,16 € je Aktie (Frankfurt 14.04.2024 8:07). RedFish LTC hält aktuell einen Anteil von etwa 8,2% an Solid World.

Wir haben den aktuellen Research-Konsens für Solid World S.p.A. als Bewertungsansatz verwendet, der derzeit bei 4,95 € je Aktie liegt. Aktuell ist das Unternehmen in der Coverage von Integrae SIM und von Alantra. Dies ergibt bei einer 8,19%igen Beteiligung einen Wert von 6,7 Mio. €.

RFLTC Bewertung 31.12.2024		GBC Bewertung	
Aktienkurs der Solid World	1,62 €	Kursziel (Konsens)	4,95 €
Aktienzahl der SolidWorld	16,6 Mio.	Aktienzahl	16,6 Mio.
MarketCap	26,7 Mio. €	Kursziel Marketcap.	82,2 Mio. €
RF-Beteiligung	8,2 %	RF Beteiligung	8,2%
RF Beteiligungswert	2,2 Mio. €	RFLTC Beteiligungswert	6,7 Mio. €

Quelle: GBC AG, RedFish LongTerm Capital S.p.A.; Solid World S.p.A.

Tesi S.r.l.

Am 13. Oktober 2021 investierte RFLTC gemeinsam mit Invitalia Fondo Cresci al Sud und erwarb einen Anteil von 20% an Tesi zu einem Gesamtpreis von 5,0 Mio. € oder dem 6,8-fachen EV/EBITDA des Geschäftsjahres 2021. Im Jahr 2022 zahlte RFLTC außerdem einen Earn-Out in Höhe von 400 T€ auf der Grundlage der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2021. Ein weiterer Earn-Out über 750 T€ wurde im Juni 2023 ausgezahlt.

TESI musste aufgrund der Insolvenz eines Kunden eine Forderung abschreiben. Das Unternehmen ist jedoch stark in Luftfahrtprojekte von Leonardo, Boeing und Airbus eingebunden. Die Situation wird als Einzelfall bewertet, mit einer Rückkehr zu stabilen Margen ab 2025.

Kroll weist keinen separaten EV/EBITDA-Multiple für Aerospace-Unternehmen aus. Diese Unternehmen haben in der Regel eine höhere Bewertung als andere Industrieunternehmen. Wir nutzen daher hier den von KPMG ermittelten globalen EV/EBITDA für Aerospace und Defense-Unternehmen. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 12,5x (anstatt 6.8x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2021	4,0 Mio. €	EBITDA 2024pf	2,9 Mio. €
EV/EBITDA multiple	6,8x	EV/EBITDA multiple	12,5x
Enterprise Value	27,2 Mio. €	Enterprise Value	36,3 Mio. €
Net debt	-2,2 Mio. €	Net debt	3,0 Mio. €
Eigenkapital	29,4 Mio. €	Eigenkapital	33,3 Mio. €
RF Beteiligung	20%	RF Beteiligung	20%
RF Beteiligungswert	5,9 Mio. €	RF Beteiligungswert	6,7 Mio. €

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

Mit dem aktualisierten EBITDA und Net debt sowie dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 6,7 Mio. € für die Tesi S.r.l. ermittelt.

Expo Inox S.p.A.

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

Wir haben eine aktualisierte Bewertung auf Basis einer Multiple-Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 6,8x (anstatt 5,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	8,8 Mio. €	EBITDA 2024 pf	7,4 Mio. €
EV/EBITDA multiple	5,0x	EV/EBITDA multiple	6,8x
Enterprise Value	44,0 Mio. €	Enterprise Value	50,3 Mio. €
Net debt	14,1 Mio. €	Net debt	11,4 Mio. €
Eigenkapital	29,9 Mio. €	Eigenkapital	38,9 Mio. €
RF Beteiligung	20%	RF Beteiligung	20%
RF Beteiligungswert	6,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	7,8 Mio. €

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

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 7,8 Mio. € für die Expo Inox S.r.l. ermittelt.

Trotz eines 20%igen Rückgangs des europäischen Marktes konnte Expo stabile Umsätze erzielen. Ein Restrukturierungsprozess in der britischen Tochter (A1) läuft, während die Konsolidierung mehrerer Produktionsstandorte in eine neue Anlage ab 2026 deutliche Effizienzgewinne bringen soll. Für 2025 wird ein EBITDA von 9 Mio. € angestrebt.

Movinter S.r.l.

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

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	3,3 Mio. €	EBITDA 2024pf	5,5 Mio. €
EV/EBITDA multiple	4,7x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	15,6 Mio. €	Enterprise Value	30,3 Mio. €
Net debt	4,1 Mio. €	Net debt	13,1 Mio. €
Eigenkapital	11,5 Mio. €	Eigenkapital	17,2 Mio. €
RF Beteiligung	100%	RF Beteiligung	100%
RF Beteiligungswert	11,5 Mio. €	RF Beteiligungswert	17,2 Mio. €

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

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

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 17,2 Mio. € für die Movinter S.r.l. ermittelt.

Movinter verzeichnete 2024 Margendruck aufgrund der Internalisierung zuvor ausgelagerter Funktionen, was temporär zu höheren Personalkosten führte. Ab 2025 wird eine Reduktion der externen Leistungen erwartet, wodurch sich die Margen erholen dürften. Zur Movinter-Gruppe gehören neben Movinter S.p.A. auch die im Jahr 2024 integrierten Gesellschaften Six Italia S.p.A. (75 %), deren US-Tochter SIX USA LLC sowie SAIEP S.p.A. (100 %) mitsamt ihrer Tochter SAIEP MED.

PureLabs S.p.A.

Am 27. November 2023 beteiligte sich RFLTC mit einer etwa 26%-igen Anteilsquote an PureLabs S.p.A., wobei 4 Mio. € in eine von PureLabs durchgeführte Kapitalerhöhung investiert wurden. Diese Kapitalerhöhung belief sich insgesamt

auf 15 Mio. €. Davon stammen 8,5 Mio. € von den bestehenden Aktionären und 4 Mio. € von RFLTC. Es gibt eine Lock-up-Vereinbarung bis 2026.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	1,3 Mio. €	EBITDA 2024pf	4,3 Mio. €
EV/EBITDA multiple	12,0x	EV/EBITDA multiple	13,7x
Enterprise Value	15,6 Mio. €	Enterprise Value	58,9 Mio. €
Net debt	0,6 Mio. €	Net debt	14,9 Mio. €
Eigenkapital	15,0 Mio. €	Eigenkapital	44,0 Mio. €
RF Beteiligung	26%	RF Beteiligung	26%
RF Beteiligungswert	4,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	11,6 Mio. €

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

Wir haben eine Bewertung auf Basis einer Multiple-Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 13,7x (anstatt 12,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 11,6 Mio. € für die PureLabs S.p.A. ermittelt.

PureLabs ist eine wachstumsstarke Plattform im Bereich Diagnostik und In-vitro-Medizin. Das Unternehmen expandiert zügig in Italien.

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

Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A. ist einer der führenden europäischen Hersteller von beschichteten Stahlrohren und weltweit die Nummer zwei in diesem Segment.

Am 6. Februar 2024 kündigte RFLTC die Übernahme von 15 % der Anteile an Polieco im Wert von 30 Mio. € an. Der Einstieg erfolgt über die eigens gegründete *RFLTC – Polieco S.p.A.*, an der RFLTC 66 % hält. Damit entspricht der effektive Anteil an Polieco zunächst 10 %, erworben im Zuge einer Kapitalerhöhung für 20 Mio. €. Die Finanzierung erfolgt über Eigenmittel (7,9 Mio. € per 31.12.2023) sowie Kapitalerhöhungen und Fremdkapital von etwa 13 Mio. €. Im Rahmen eines Club-Deals wurde RFLTCs Anteil an der Zweckgesellschaft auf 50,3 % reduziert, was einer effektiven Beteiligung von 7,7 % an Polieco entspricht.

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2023	45,0 Mio. €	EBITDA 2024pf	51,1 Mio. €
EV/EBITDA multiple	4,0x	EV/EBITDA multiple	9,8x
Enterprise Value	180,0 Mio. €	Enterprise Value	500,8 Mio. €
Net debt	0,0 Mio. €	Net debt	0,0 Mio. €
Eigenkapital	180,0 Mio. €	Eigenkapital	500,8 Mio. €
RF Beteiligung	10,0%	RF Beteiligung	7,7%
RF Beteiligungswert	18,0 Mio. €	RF Beteiligungswert	38,3 Mio. €

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

Für das Geschäftsjahr 2024pf erzielte Polieco ein EBITDA von 51,1 Mio. € bei nahezu schuldenfreier Bilanz. Unter Anwendung eines marktüblichen EV/EBITDA-Multiples von 9,8x ergibt sich ein Unternehmenswert von 38,3 Mio. €.

Gesamtbewertung

Auf Basis unseres Bewertungsansatzes haben wir einen Gesamt-NAV für alle Portfolio-Unternehmen in Höhe von 91,5 Mio. € (bisher: 88,1 Mio. €) ermittelt.

Portfoliounternehmen	GBC-Bewertung
Convergenze S.p.A.	3,2 Mio. €
Tesi S.r.l.	6,7 Mio. €
Solid world S.p.A.	6,7 Mio. €
Expo Inox S.p.A.	7,8 Mio. €
Movinter S.r.l.	17,2 Mio. €
Pure Labs S.p.A.	11,6 Mio. €
Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A.	38,3 Mio. €
NAV	91,5 Mio. €

Zum 31.12.2024 betrug die Nettoverschuldung von RFLTC 14,40 Mio.

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

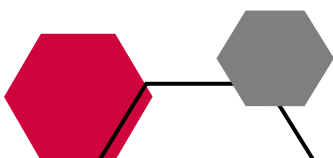
Aktienoptionen: Das Unternehmen hat 1.375.000 Aktienoptionen aus einem Gesamtpool von 2.000.000 an das Management und Mitarbeiter verteilt. Derzeit sind die Aktienoptionen nicht im Geld und haben einen Ausübungspreis von 1,50 €. Diese Optionen sind in zwei Tranchen mit unterschiedlichen Ausübungszeiträumen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

Die Bewertung der Aktienoptionen und Optionsscheine erfolgte anhand des Black-Scholes-Modells, wobei wir eine Volatilität von 35% zugrunde gelegt haben. Insgesamt haben wir einen Wert der Aktienoptionen und Warrants in Höhe von 0,01 Mio. € ermittelt. Dieser Betrag wurde vom Nettoinventarwert (NAV) des Unternehmens abgezogen.

	GBC-Bewertung
Portfoliounternehmen	91,5 Mio. €
Net debt	14,4 Mio. €
Warrants & Optionen	0,01 Mio. €
Eigenkapital	77,1 Mio. €
Holding-Kosten	0,5 Mio. €
Fairer Wert des Unternehmens	76,5 Mio. €
Anzahl der ausstehenden Aktien	27,14 Mio.
Fairer Wert je Aktie	2,82 €

Für die Ermittlung der Netto-Holding-Kosten haben wir als Ausgangspunkt das EBITDA des Geschäftsjahres 2024 herangezogen und einen deutlichen Rückgang über die nächsten 5 Jahre angenommen. Dabei gehen wir davon aus, dass diese Kosten nahezu vollständig durch Beratungsverträge mit den Portfoliounternehmen gedeckt werden können. Zur Berücksichtigung des Zeitwertes haben wir diese zukünftigen Kosten mit einem Abzinsungssatz von 8% diskontiert. Die kalkulierte Summe der Holding-Kosten beläuft sich auf insgesamt 0,5 Mio. €.

Wir haben einen NAV der Portfoliounternehmen in Höhe von 91,5 Mio. € (bisher: 88,1 Mio. €) ermittelt. Abzüglich des Net Debt in Höhe von 14,4 Mio. € und dem Wert der Warrants und Optionen in Höhe von 0,01 Mio. € (0,1 Mio. €) haben wir einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von 77,1 (bisher: 63,0 Mio. €) ermittelt. Abzüglich der Holding-Kosten in Höhe von 0,5 Mio. € liegt unseren Berechnungen zur Folge der faire Wert des Unternehmens bei 76,5 Mio. € (bisher: 62,4 Mio. €), was bei 27,14 Mio. ausstehenden Aktien einem fairen Wert von 2,82 € (bisher: 2,45 €) je Aktie entspricht. Die Anpassung des Kursziels basiert in erster Linie auf dem gestiegenen Portfolio-Wert. Vor dem Hintergrund des deutlichen Upside-Potenzials vergeben wir das Rating Kaufen.



ANHANG

I. Research unter MiFID II

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

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

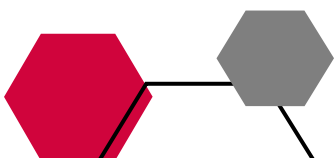
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

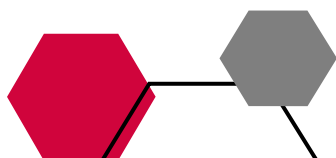
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

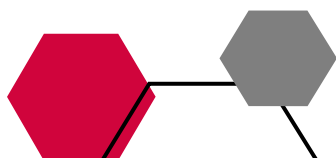
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de





GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de