



Research Report (Anno)

RedFish LongTerm Capital S.p.A.

Portfolio mit herausragender Wachstumsdynamik - Deutliches Upside auf die Portfolio-Bewertung

**Kursziel: 2,92 €
(bisher: 2,40 €)
Rating: Kaufen**

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Haftungsausschluss/Risikohinweis
sowie die Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 11

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

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 2,92 €
(bisher: 2,40 €)

Aktueller Kurs: € 1,44
13.05.24 15:32
Euronext Milan

Stammdaten:

ISIN: IT0005549354
WKN: A3ETH6
Bloomberg: RFLTC
Anzahl der Aktien³: 25,82
Marktkapitalisierung³: 37,54
EnterpriseValue³: 43,27
in m / in EUR m

Streubesitz: 18,14%

Marktsegment:
Euronext Growth Milan

Rechnungslegungsstandard:
IFRS bzw. OIC

Designated Sponsor:
MIT Sim S.p.A.

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Profil des Unternehmens

Industrie: Beteiligungsunternehmen

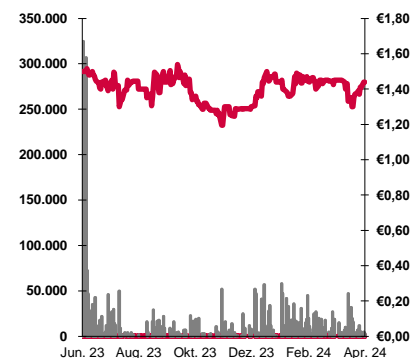
Fokus: Schienenverkehr, Schifffahrt und Luft- und Raumfahrt, Industrie & Bearbeitung, 3d-Druck, Telekommunikation, Made in Italy, Gesundheitswesen & Medizintechnik, IKT, Lebensmittel

Mitarbeiter: 102 zum 31.12.2023

Gegründet: 2020

Hauptsitz: Mailand, Italien

Verwaltungsrat: Paolo Pescetto (Präsident), Andrea Rossotti (CEO), Francesca Bazoli, Ernesto Paolillo, Luigi Pacella Grimaldi, Lorenza Castelli, 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	94,7
Net debt	17,8
Warrants & Optionen	0,4
Eigenkapital	76,6
Holding-Kosten	1,3
Fairer Wert des Unternehmens	75,3
Anzahl der ausstehenden Aktien	25,82
Fairer Wert je Aktie	2,92

Finanzkalender

30. September 2024: Verwaltungsrat: Genehmigung des halbjährlichen Finanzberichts zum 30. Juni 2024.

30. Januar 2025: Verwaltungsrat: Genehmigung des konsolidierten Umsatzes und Back-logs¹ zum 31. Dezember 2024.

**letzte Research Berichte von GBC:

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

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

* Katalog möglicher Interessen-

Geschäftsentwicklung 2023

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	0,03	0,08	18,85
EBITDA	-0,26	-0,45	1,53
EBITDA-Marge	nd.	nd.	8,1%
EBIT	-0,27	-0,47	-0,32
EBIT-Marge	nd.	nd.	nd.
Jahresüberschuss	0,31	7,06	-1,06

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

Die Analyse der RedFish Long Termin Capital S.p.A. allein auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz bietet nur einen begrenzten Einblick in dessen Entwicklung. Dies liegt daran, dass innerhalb der Holding-Muttergesellschaft nur ein geringer Teil der Umsatzerlöse generiert wird. Die bedeutenden Entwicklungen vollziehen sich hauptsächlich in den einzelnen Beteiligungsunternehmen. Zudem wird seit 2023 die 96%ige Beteiligung an Movinter in die Konsolidierung einbezogen, was die Aussagekraft sowohl der Gewinn- und Verlustrechnung als auch der Bilanz für die Gesamtholding erheblich einschränkt.

Die Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2023 konsolidierte Umsatzerlöse von 18,85 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €), davon entfielen 18,69 Mio. € auf Movinter. Das Unternehmen strebt danach, sich als führender Zulieferer in den Eisenbahn- und Schifffahrtssektoren zu etablieren. Dabei helfen die kürzlich erfolgte Übernahme von Six Italia sowie strategische personelle Veränderungen, um die Umsätze zu steigern, auch wenn dies zunächst zulasten der Gewinnmargen geht.

Das konsolidierte EBITDA belief sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1,53 Mio. € (VJ: -0,45 Mio. €). Die Gruppe erzielte einen Nettoverlust von 1,06 Mio. €, im Vergleich zu einem Gewinn von 7,06 Mio. € im Vorjahr, der sich hauptsächlich aus Kapitalerträgen in Höhe von 7,1 Mio. €, die aus der Liquidation von Matic Mind S.p.A. resultierten.

Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital	16,71	23,79	29,93
EK-Quote (in %)	98,5%	66,5%	49,1%
Operatives Anlagevermögen	0,03	14,73	36,81
Working Capital	-0,17	-0,32	-0,63
Nettoverschuldung	-4,35	-9,20	6,08

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

Die Eigenkapitalentwicklung der RedFish LongTerm Capital S.P.A. zum 31.12.2023 zeigt einen deutlichen Anstieg und erreichte 29,93 Mio. €, verglichen mit 23,79 Mio. € am Ende des Vorjahres. Dieser Anstieg resultiert hauptsächlich aus einer erheblichen Kapitalerhöhung, bei der das Kapital von 14,46 Mio. € auf 19,14 Mio. € stieg, sowie aus einer signifikanten positiven Veränderung in der Konsolidierungsreserve (Riserva di consolidamento), in Höhe von 7,52 Mio. €, welche im Zusammenhang mit der Konsolidierung von Movinter steht. Diese positive Entwicklung war vom negativen Jahresergebnis 2023 in Höhe von 1,06 Mio. € leicht gedämpft.

Das Nettofinanzvermögen der Gruppe wandelte sich von einem Net-Cash in Höhe von 9,20 Mio. € zum 31.12.2022 auf ein Net debt in Höhe 6,08 Mio. € zum 31.12.2023. Die Nettoverschuldung veränderte sich insbesondere durch eine Auszahlung von 11,5 Mio. € für die Akquisition von Movinter sowie durch Investitionen in Höhe von 2,6 Mio. € in Pure-Labs.

Entwicklungen nach dem 31.12.2023

Am 9. Februar gab RFLTC bekannt, dass eine Eigenkapitalerhöhung von bis zu 15 Mio. € durch die Ausgabe von bis zu 9,7 Mio. neuen Aktien bis zum 31. März 2024 zu einem Preis von 1,55 € pro Aktie geplant ist. RFLTC beabsichtigt, Investoren, die an der Kapitalerhöhung teilnehmen, mit bis zu insgesamt 2,7 Mio. neuen Bonusaktien (über Aktiensplit) zu belohnen, abhängig von der Beteiligung jedes einzelnen Investors. Am 5. April teilte RFLTC mit, dass das Unternehmen 10,4 Mio. € eingesammelt hat, indem es 6,7 Mio. neue Stammaktien ausgegeben hat, und dass nach einer 18-monatigen Sperrfrist weitere bis zu 1,9 Mio. Bonusaktien (über einen Aktiensplit) ausgegeben werde.

BEWERTUNG

Beteiligungsbewertung

Bei der Bewertung der Holdingfirma RFLTC nutzen wir eine Sum-of-Parts-Bewertung, um den Gesamtwert des Unternehmens zu bestimmen. Da uns bei den nicht-notierten Unternehmen nur wenige Informationen vorliegen, beschränken wir uns größtenteils auf eine Multiple-Bewertung. Wir orientieren uns an den EV/EBITDA-Multiples zum 30.06.2023 von Kroll (ein Risikoberatungsunternehmen). Die Kroll-Multiple-Analyse „Industry Multiples in Europe - Q2 2023“ stützt sich auf die Bestandteile des STOXX® Europe Total Market Index, welcher etwa 95 % des Streubesitzes in Europa abdeckt. Dieser Index erstreckt sich über verschiedene Branchen und Sektoren gemäß den Definitionen des Global Industry Classification Standard (GICS).

Convergenze S.p.A.

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

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

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

Wir haben den Research-Konsens für Convergenze S.p.A. als Bewertungsansatz verwendet, der derzeit bei 4,25 € (bisher: 3,65 €) je Aktie liegt. Aktuell ist Convergenze nur in der Coverage von Integrae SIM. Dies ergibt bei einer Beteiligung von 9,5% einen Beteiligungswert von 3,0 Mio. €.

Solid World S.p.A.

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

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

RFLTC Bewertung		GBC Bewertung	
RFLTC Aktien der Solid World	1,2	Kursziel-Konsens (in €)	6,75
Aktienzahl der SolidWorld	14,0	Aktienanzahl	14,0
Marketcap aktuell	40,8	Kursziel Marketcap	94,7
RF Beteiligung	8,8%	RF Beteiligung	8,8%
RF Beteiligungswert	3,6	RFLTC Beteiligungswert	8,3

Aktuell ist das Unternehmen in der Coverage von Integrae SIM und von Alantra. Dies ergibt bei einer 8,81%igen Beteiligung einen Wert von 8,3 Mio. €.

Tesi S.r.l.

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

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

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

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 5,4 Mio. € (VJ: 4,8 Mio. €) erhöht und das Net debt auf 5,6 Mio. € (VJ: 2,1 Mio. €).

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

Expo Inox S.p.A.

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

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

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 8,4 Mio. € (VJ: 9,3 Mio. €) reduziert und das Net debt blieb mit 14,2 Mio. € (VJ: 14,1 Mio. €) auf Vorjahresniveau.

Wir haben eine aktualisierte Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 6,8x (anstatt 5,0x bei der

RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen. Damit haben wir einen fairen Wert von 8,6 Mio. € (bisher: 9,1 Mio. €) für die Expo Inox S.r.l. ermittelt.

Movinter S.r.l.

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

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	3,3	EBITDA 2023	3,0
EV/EBITDA multiple	4,7x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	15,6	Enterprise Value	16,5
Net debt	4,1	Net debt	3,4
Eigenkapital	11,5	Eigenkapital	13,1
RF Beteiligung	100%	RF Beteiligung	96%
RF Beteiligungswert	11,5	RF Beteiligungswert	12,6

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

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 3,0 Mio. € (VJ: 3,3 Mio. €) reduziert und das Net debt auf 3,4 Mio. € (31.12.2022: 4,1 Mio. €).

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 12,6 Mio. € (bisher: 13,5 Mio. €) für die Movinter S.r.l. ermittelt.

Six Italia S.p.A.

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

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

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2022	1,3	EBITDA 2023	1,0
EV/EBITDA multiple	5,1x	EV/EBITDA multiple	5,5x
Enterprise Value	6,6	Enterprise Value	5,5
Net debt	4,2	Net debt	3,8
Eigenkapital	2,4	Eigenkapital	1,7
RF Beteiligung	75%	RF Beteiligung	72%
RF Beteiligungswert	1,8	RF Beteiligungswert	1,2

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1,0 Mio. € (VJ: 1,3 Mio. €) reduziert und das Net debt auf 3,8 Mio. € (VJ: 4,2 Mio. €).

Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 5,5x (anstatt 5,1x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

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

PureLabs S.p.A.

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

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

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1,5 Mio. € (VJ: 1,3 Mio. €) erhöht und das Net debt auf 3,5 Mio. € (31.12.2022: 0,6 Mio. €).

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

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 4,5 Mio. € (bisher: 4,5 Mio. €) für die PureLabs S.p.A. ermittelt.

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

Industrie Polieco – M.P.B. S.p.A. ist ein führendes Unternehmen in der Beschichtung von Stahlrohren in Europa und weltweit der zweitgrößte Akteur in diesem Bereich. Seit zwei Jahrzehnten beliefert MPB bedeutende Gas- und Ölpipelines wie „Nord Stream I“ und „Nord Stream II“ mit Polyethylen, Polypropylen und Klebstoffen. Im Jahr 2011 erweiterte das Unternehmen sein Geschäftsfeld um Folienbeschichtungen für die Verpackungsindustrie. Seit 1992 fertigt Industrie Polieco – M.P.B. hochdichte, doppelschalige, gewellte Rohrsysteme aus Polyethylen. 1995 erwarb es Ausrüstung und Technologien aus Kanada und Deutschland, um das ECOPAL-Rohr in Italien herzustellen, ein gewelltes Polyethylenrohr für nicht-druckführende Abwasserverteilungsnetze. Zusätzlich zu Rohren und Kabelkanälen entwirft und fertigt Industrie Polieco – M.P.B. Polyethylenarmaturen, Spezialteile und Schächte. Im Jahr 2012 entwickelte das Unternehmen die KIO-Schachtabdeckung aus Verbundwerkstoff, die weltweit erfolgreich wurde. Um die Präsenz in Europa zu stärken, gründete es Tochterunternehmen in Frankreich, Griechenland und der Slowakei. Heute ist die Polieco Group mit 6 Produktionsstätten und fast 400 Mitarbeitern einer

der führenden Hersteller von hochdichten, gewellten Rohrsystemen aus Polyethylen in Europa.

Am 6. Februar 2024 gab RFLTC bekannt, dass es beabsichtigt, 15% der Anteile an Polieco zu erwerben, was einem Wert von 30 Mio. € entspricht. Dieser Erwerb wird über eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft (RFLTC – Polieco S.p.A.) erfolgen, an der RFLTC zu 66% beteiligt ist, sprich RFLTC hält 10% an der Polieco. Diese Transaktion markiert die bisher größte Investition von RFLTC. Der vereinbarte Investitionsvertrag zwischen RFLTC und TP Holding S.r.l., dem bisherigen Alleinaktionär von Polieco, umfasst zwei Hauptkomponenten:

Direkte Kapitalbeteiligung: RFLTC wird 10% der Anteile an Polieco durch eine Kapitalerhöhung erwerben, die bis zum 8. März 2024 abgeschlossen wurde. Der Kaufpreis für diese Beteiligung beträgt 20 Mio. €.

Kaufoption: RFLTC hat zusätzlich die Möglichkeit, eine Kaufoption für weitere 5% der Anteile zu einem Preis von 10 Mio. € auszuüben. Die Option muss bis zum 30. Juni 2024 ausgeübt werden. Bei Ausübung der Option wird eine Anfangszahlung von 1 Mio. € fällig, die restlichen 9 Mio. € sind bei Ausübung der Option zu zahlen. Wir gehen davon aus, dass diese Kaufoption gezogen wird.

Wird die Option nicht genutzt, kann TP Holding die Anteile binnen sechs Monaten für 19 Mio. € zurückkaufen und behält die geleistete Anzahlung von 1 Mio. €.

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

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

RFLTC Erstbewertung		GBC Bewertung	
EBITDA 2023	45,0	EBITDA 2023	45,0
EV/EBITDA multiple	4,0x	EV/EBITDA multiple	9,8x
Enterprise Value	180,0	Enterprise Value	441,0
Net debt	0,0	Net debt	0,0
Eigenkapital	180,0	Eigenkapital	440,8
RF Beteiligung	10,0%	RF Beteiligung	10,0%
RF Beteiligungswert	18,0	RF Beteiligungswert	44,1

Das EBITDA hat sich im Geschäftsjahr 2023 auf 45,0 Mio. € (VJ: 28,0 Mio. €) erhöht und das Net debt auf 0,0 Mio. € (31.12.2022: 22,0 Mio. €) reduziert.

Wir haben eine Bewertung gemäß aktueller europäischer Multiple Bewertung von Kroll durchgeführt. Damit haben wir einen EV/EBITDA von 9,8x (anstatt 4,0x bei der RFLTC Erstbewertung) für das Unternehmen gewählt, um einen marktüblichen Multiple zu nutzen.

Mit dem angepassten EV/EBITDA Multiple haben wir einen fairen Wert von 44,1 Mio. € für die Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A. ermittelt.

Gesamtbewertung

Auf Basis unseres Bewertungsansatzes haben wir einen Gesamt-NAV für alle Portfolio-Unternehmen in Höhe von 94,7 Mio. € (bisher: 50,1 Mio. €) ermittelt. Der starke Anstieg

des Gesamt-NAV entfällt dabei insbesondere auf die im Februar 2024 erworbenen 10% an der Industrie POLIECO – M.P.B. S.p.A., die erstmals mit 44,1 Mio. € zum Gesamt-NAV der RedFish LongTerm Capital S.p.A. beigetragen hat.

Portfoliounternehmen	GBC-Bewertung
Convergenze S.p.A.	3,0
Tesi S.r.l.	12,4
Solid world S.p.A.	8,3
Expo Inox S.p.A.	8,6
Movinter S.r.l.	12,6
Six Italia S.p.A.	1,2
Pure Labs S.p.A.	4,5
Industrie POLIECO - M.P.B. S.p.A.	44,1
NAV	94,7

Zum 31.12.2023 betrug die Nettoverschuldung von RFLTC 6,1 Mio. €. Diese haben wir für die Ermittlung des fairen Wertes um verschiedene Faktoren bereinigt. Dazu gehören: eine Investition von 19,8 Mio. € für Polieco MBP durch die Zweckgesellschaft (die zu 66% im Besitz von RFLTC ist und 15% des Kapitals von MBP erwirbt), 1,8 Mio. € für die Übernahme von Six Italia (über Movinter), 0,3 Mio. € Earn-Out in Bezug auf die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2023 von Tesi, und 0,2 Mio. €, die bisher für den Rückkauf von Aktien ausgegeben wurden. Darüber hinaus wird die Kapitalerhöhung von bis zu 10,4 Mio. € und die Ausgabe von 6,9 Mio. neuen Stammaktien berücksichtigt.

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 0,36 Mio. € ermittelt. Dieser Betrag wurde vom Nettoinventarwert (NAV) des Unternehmens abgezogen.

	GBC-Bewertung
Portfoliounternehmen	94,7
Net debt	17,8
Warrants & Optionen	0,4
Eigenkapital	76,6
Holding-Kosten	1,26
Fairer Wert des Unternehmens	75,3
Anzahl der ausstehenden Aktien	25,82
Fairer Wert je Aktie	2,92

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

Zur Berücksichtigung des Zeitwertes haben wir diese zukünftigen Kosten mit einem Abzinsungssatz von 8% diskontiert. Die kalkulierte Summe der Holding-Kosten beläuft sich auf insgesamt 1,26 Mio. €.

Wir haben einen NAV der Portfoliounternehmen in Höhe von 94,7 Mio. € ermittelt. Abzüglich des Net debt in Höhe von 17,8 Mio. € und dem Wert der Warrants und Optionen in Höhe von 0,4 Mio. € haben wir einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von 76,6 Mio. € ermittelt. Abzüglich der Holding-Kosten in Höhe von 1,26 Mio. € liegt unseren Berechnungen zur Folge der faire Wert des Unternehmens bei 75,3 Mio. € (bisher: 45,9 Mio. €), was bei 25,82 Mio. Aktien (bisher: 19,14 Mio. Aktien) einem fairen Wert von 2,92 € (bisher: 2,40 €) je Aktie entspricht. Vor dem Hintergrund des deutlichen Upside-Potenzials vergeben wir das Rating Kaufen.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellvertretender Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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