

GBC Research Initial Coverage

PFISTERER Holding SE

PFISTERER

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 39

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“

PFISTERER Holding SE^{*5a,11}

Attraktiver Dreiklang aus dynamischer Geschäftsentwicklung, hohen Ergebnismargen und starkem Marktwachstum

Branche: Technologie
Fokus: Produkte für Stromnetze
Gründung: 1921

Mitarbeiter: 1.259 (31.03.2025)
Firmensitz: Winterbach
Vorstand: Johannes Linden,
Dr. Konstantin Kurfiss

PFISTERER ist ein weltweit führendes und unabhängiges Technologieunternehmen mit Hauptsitz in Winterbach bei Stuttgart. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vertreibt Lösungen für das Isolieren und Verbinden elektrischer Leiter für die Schnittstellen in Stromnetzen – von der Erzeugung und der Übertragung bis hin zur Verteilung elektrischer Energie – zu Lande, zu Wasser und in der Luft. Mit seiner Innovationskraft, seiner State-of-the-art-Produktion und seinem weltweiten Vertriebsnetz bietet PFISTERER fortschrittliche Lösungen für die Herausforderungen der Elektrifizierung. Seit seiner Gründung im Jahre 1921 hat sich PFISTERER international als Vorreiter für moderne Energieinfrastruktur etabliert und beschäftigt mehr als 1.200 Mitarbeitende. Weltweit ist die PFISTERER Holding SE mit 17 operativen Standorten in 15 Ländern vertreten.

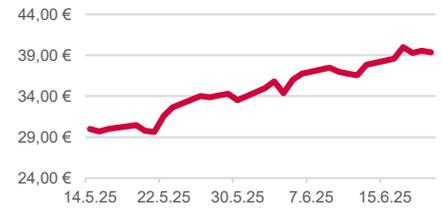
in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Umsatz	334,14	383,12	427,37	478,23	540,01	604,45
EBITDA	51,89	60,15	72,37	91,02	105,65	118,32
EBIT	41,60	47,95	60,20	69,92	83,16	94,58
Jahresüberschuss	25,23	32,18	43,03	50,67	60,96	69,79
Gewinn je Aktie	1,73	2,21	2,38	2,80	3,37	3,86
Dividende je Aktie	0,00	0,80	0,71	0,84	1,01	1,16
EV/Umsatz	2,33	2,03	1,82	1,63	1,44	1,29
EV/EBITDA	15,00	12,94	10,75	8,55	7,36	6,58
EV/EBIT	18,71	16,22	12,92	11,13	9,36	8,23
KGV	28,23	22,12	16,55	14,05	11,68	10,20
KBV	16,22	8,51				

Investment Case

- Weltweit einziger unabhängiger Anbieter von Verbindungs- und Isolationstechnik für elektrische Netze, der alle Spannungsebenen und Netzanschlüsse abdeckt. Die Produkte sind mit allen Kabelherstellern kompatibel, wodurch die Kunden von einer hohen Flexibilität und reduzierter Ersatzteilhaltung profitieren.
- Zu den Kunden der Gesellschaft, die grundsätzlich risikoavers sind (Netzbetreiber, Distributoren, Anlagenbauer, Kabelhersteller etc.), bestehen langjährige Beziehungen und Entwicklungspartnerschaften.
- Es besteht eine hohe Entwicklungskompetenz auf Basis von Metall und Silikon. Hochspannungs-Entwicklungslabore sowie Testkapazitäten gehen mit einer hohen Eintrittsbarriere einher.
- Die Produktion an fünf Standorten in Europa und den USA sichert Kundennähe und ermöglicht eine hohe Produktionsflexibilität.
- Das Marktumfeld von PFISTERER ist einerseits von einer zunehmenden Nachfrage geprägt. Dem steht eine alternde Infrastruktur gegenüber, die sich zudem in einem Transformationsprozess befindet. Das Marktwachstum wird auf 11,6 % (CAGR bis 2030) erwartet.
- Erfolgreiches IPO sichert einen Teil der Finanzierung für das CAPEX-Programm in Höhe von 215 Mio. €. Mit den Mitteln sollen die Expansion der Produktion sowie die Produktentwicklung im wachstumsstarken Hochspannungsbereich (HVDC) finanziert werden.
- Ein fairer Kurs in Höhe von 48,00 € wurde ermittelt. Rating: KAUFEN

Rating: KAUFEN
Kursziel: 48,00 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 20.06.25	39,35 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000PFSE212
WKN	PFS21
Aktienzahl (in Mio.)	18,10
MCap (in Mio. EUR)	712,05
Enterprise Value (in Mio. €)	778,06

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Scale
GJ-Ende	31.12
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Streubesitz	38,5%
Gründerfamilie/ Aufsichtsrat/Vorstand	61,5%

Finanztermine

August 2025	Halbjahresbericht 2025
Nov. 2025	Q3-Zahlen 2025
24.-26.11.25	Eigenkapitalforum

Analysten

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

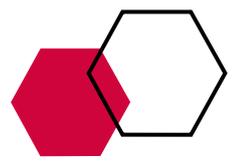
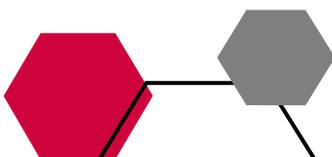
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
-
** oben aufgeführte Researchstudien können unter

Fertigstellung: 23.06.2025 (09:13 Uhr)
Erste Weitergabe: 24.06.2025 (10:00 Uhr)

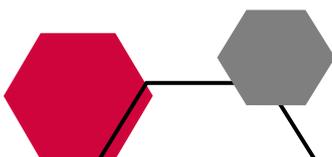
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 40



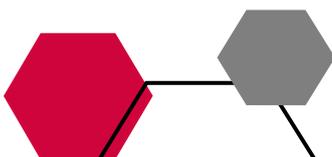
EXECUTIVE SUMMARY

- Die PFISTERER Holding SE (kurz: PFISTERER) hat am 14.05.2025 über das erfolgreiche Börsendebüt im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse berichtet. Dabei wurden insgesamt 6,97 Millionen Aktien platziert: 3,5 Millionen Aktien stammen aus einer Kapitalerhöhung, der restliche Aktienbestand aus der Umpfanzierung der Altaktionäre. Bei einem Angebotspreis von 27,00 € fließen PFISTERER liquide Mittel in Höhe von ca. 95 Mio. € (GBC-Schätzung netto: 85,90 Mio. €) zu. Unter anderem soll der IPO-Erlös zur Finanzierung des CAPEX-Programms der Gesellschaft verwendet werden, um bestehende Produktionskapazitäten zu erweitern und Wachstumsmärkte mit neu entwickelten Produkten zu adressieren.
- Mit dem erfolgreichen Börsengang ist der weltweit einzige unabhängige Anbieter von Verbindungs- und Isolationstechnik für elektrische Netze, der alle Spannungsebenen und Netzanschlüsse abdeckt, am Kapitalmarkt vertreten. Das 1921 gegründete Unternehmen PFISTERER bietet eigenentwickelte Produkte für die Bereiche „Erzeugung“, „Übertragung“ und „Verteilung“ auf Basis der beiden Werkstoffe Silikon und Metall an. Für jede Schnittstelle im Stromnetz hat das Unternehmen eine Reihe von Produkten im Portfolio, die wesentliche Bestandteile der Übertragungs- und Verteilnetze sind. Zu den Kunden zählen Netzbetreiber, Kabelhersteller, Generalunternehmer etc. Da PFISTERER mit seinen Produkten das gesamte Spannungsspektrum abdeckt, besteht eine hohe Markteintrittsbarriere, die zudem durch langjährige Kundenbeziehungen bzw. Entwicklungspartnerschaften abgesichert ist.
- PFISTERER ist mit seinem Produktspektrum Teil eines Marktes, der einerseits durch eine steigende Nachfrage nach Strom (Wirtschaftswachstum, Elektromobilität, KI etc.) gekennzeichnet ist, aber andererseits einer teilweise veralteten Energieinfrastruktur gegenübersteht. Zudem befindet sich die Infrastruktur in einer Transformationsphase (Dezentralisierung, HVDC), was in Summe mit einem hohen Investitionsbedarf einhergeht. Das Wachstum des für PFISTERER adressierbaren Marktes wird gemäß einer Studie von Roland Berger für die kommenden Jahre auf durchschnittlich 11,6 % geschätzt.
- Mit ihrer Wachstumsstrategie will die Gesellschaft überproportional am Marktwachstum partizipieren. Einerseits soll das Wachstum im Kerngeschäft durch den Gewinn von Marktanteilen realisiert, zum anderen soll die globale Präsenz ausgebaut werden. Schließlich sollen neue Produkte entwickelt werden. Der Fokus liegt dabei auf dem Bereich HVDC sowie einer generellen Ausweitung der Produkte im margenstarken Spannungsbereich der Hoch- und Höchstspannung (über 250 kV). Hierfür hat PFISTERER ein CAPEX-Programm in Höhe von 215 Mio. € aufgelegt, das einerseits durch den Mittelzufluss aus dem Börsengang und andererseits durch die erwarteten positiven Cashflows finanziert wird.
- Damit soll der bereits in den vergangenen Geschäftsjahren eingeschlagene Wachstumskurs fortgesetzt werden. Im Jahr 2024 belief sich das Umsatzwachstum auf 14,7 % (383,12 Mio. €) und die EBITDA-Marge verbesserte sich auf 15,7 %, was einem EBITDA von 60,15 Mio. € entspricht. Nach unseren Schätzungen, die den Zeitraum bis 2030 abdecken, sollte der Umsatz auf 717,02 Mio. € (2030) und das EBITDA auf 141,91 Mio. € steigen, was dann einer EBITDA-Marge von 19,8 % entsprechen würde.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 48,00 € je Aktie ermittelt, was einer fairen Marktkapitalisierung in Höhe von 868,52 Mio. € entspricht. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 22,0%. Wir nehmen unsere Coverage zur PFISTERER Holding SE mit dem Rating KAUFEN auf.



INHALTSVERZEICHNIS

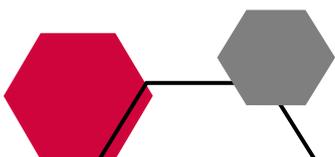
Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Unternehmenshistorie.....	5
Vorstand der PFISTERER	6
Geschäftstätigkeit	7
Produktbeispiele	9
USP	10
Footprint und Produktionsstätten der PFISTERER SE	12
Markt und Marktumfeld.....	14
Entwicklung weltweiter Energiebedarf (Nachfrage).....	14
Entwicklung Energieerzeugung (Angebot).....	17
Entwicklung Netzinfrastruktur.....	18
HISTORISCHE Entwicklung.....	23
Historische Umsatzentwicklung	23
Umsatzentwicklung 2023 und 2024	24
Ergebnisentwicklung 2023 und 2024	25
Entwicklung Q1 2025.....	26
Bilanzielle Entwicklung und Cashflow	27
Swot-Analyse	29
Prognosen und Modellannahmen.....	30
Wachstumsstrategie als Prognosegrundlage.....	30
Umsatzprognosen 2025 – 2030	32
Ergebnisprognosen 2025 – 2030	33
Bewertung	36
Modellannahmen	36
Bestimmung der Kapitalkosten	36
Bewertungsergebnis	36
DCF Modell.....	37
Zahlen im Überblick.....	38
Anhang.....	39



UNTERNEHMEN

Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
1921	Karl Pfisterer gründet die „Karl Pfisterer Fabrik elektrischer Spezialartikel“ in Stuttgart-Untertürkheim. Zu den Produkten gehörten schon damals Lösungen und Schnittstellen für die Stromübertragung.
1946	Wiederaufbau des Werks nach der Zerstörung durch einen Luftangriff. In den 50er Jahren wird das Werk erweitert und das Werk Gussenstadt entsteht.
1962	Im neuen Werk in Winterbach bei Stuttgart steigt PFISTERER in die großvolumige Verarbeitung von Kunststoffen ein.
1971	Karl-Heinz Pfisterer, Enkel des Firmengründers und heutiger Hauptaktionär, tritt in das Unternehmen ein.
1975	Einführung des Verbindungssystems CONNEX. Es ermöglicht den einfachen Anschluss von Kabeln, Transformatoren und Schaltanlagen im Sinne von „Plug and Play“.
1982	Gründung der PFISTERER Holding
1985	PFISTERER entwickelt neuartige Freileitungsisolatoren auf Silikonbasis. Im Vergleich zum Isolatormaterial Porzellan ist Silikon leichter und robuster und wird heute weltweit eingesetzt.
1992	Neugestaltung des Werkes in Gussenstadt und damit wird die Produktion deutlich effizienter.
1997	Das Produktsystem PLUG, ein steckbares Anschlusssystem für Hochstromanwendungen, wird eingeführt.
2000	Das CONNEX-Portfolio wird um steckbare Durchführungen für Hochspannungsanlagen erweitert.
2001	Verlegung des Unternehmenssitzes nach Winterbach.
2003	SICON Schraubverbinder wird eingeführt. Die stufenlose Abreißschraube ermöglicht eine schnelle, benutzerfreundliche und sichere Montage.
2015	Neuer Produktionsstandort in Kadaň wird eröffnet. Der Fokus an diesem Produktionsstandort liegt auf der silikonverarbeitenden Fertigung.
2016	Entwicklung von Spannungsprüfer für HV/DC-Anwendungen.
2018	Entwicklung des Verbinders FrontCon, der den Golden-Amper-Award erhält. Damit lassen sich einzeldrahtisolierte Kabel einfach miteinander verbinden und die Montagezeiten um 80 % reduzieren.
2020	Gründung einer neuen Gesellschaft für Vertrieb, Montage und Training in Dubai.
2021	Zum 100jährigen Jubiläum fokussiert sich die Gesellschaft auf die Kernkompetenzen in den Bereichen Komponenten und Systeme für Hochspannungsfreileitungen und Erdkabelnetze aus Silikon und Metall.
2023	Rechtsformwechsel in Europäische Aktiengesellschaft SE.
2023	Neue Standorte in den USA und in Asien entstehen.
2024	Innovationszyklus wird durch den Bau eines neuen Hochspannungs-Prüflabors gekürzt.
2024	Neue Produktionsstätte in Rochester, USA wird eröffnet.
2025	Erfolgreiches Börsendebüt im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse. Der Emissionserlös in Höhe von brutto ca. 95 Mio. € soll für das weitere Unternehmenswachstum verwendet werden.



Vorstand der PFISTERER

Johannes Linden



Johannes Linden, Jahrgang 1969, ist Diplom-Ingenieur der RWTH Aachen und Wirtschaftsingenieur der Fernuniversität Hagen. Johannes Linden ist seit 2023 Mitglied des Vorstands von PFISTERER und verantwortlich für die Bereiche Operations und Finance.

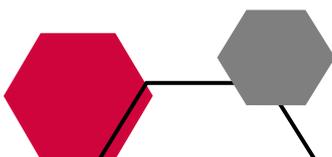
Johannes Linden war in den vergangenen 20 Jahren als Allein- und Konzerngeschäftsführer großer mittelständischer, international tätiger Lösungsanbieter in der Automatisierungs- und Maschinenbauindustrie tätig. Von 2017 bis 2021 war er Geschäftsführer (CEO) der PIA Automation Holding GmbH, einem mittelständischen Unternehmen für automatisierte Fertigungsprozesse. In dieser Zeit war er auch Geschäftsführer bzw. stellvertretender Geschäftsführer von Gesellschaften der PIA-Gruppe. Johannes Linden has been appointed Co-CEO and Spokesman of the Executive Board of PFISTERER until December 2028.

Dr. Konstantin Kurfiss



Dr. Konstantin Kurfiss, geboren 1964, ist Diplom-Agraringenieur und promovierte an der Universität Hohenheim. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Energieübertragungs- und -verteilungstechnik als Vorstandsmitglied, Geschäftsführer und Vizepräsident für Technologie, Vertrieb und Produktion bei internationalen Herstellern von Kabeln, Kabelgarnituren und Freileitungssystemen. Dabei war er zwischen 2013 und 2019 als Geschäftsführer bei der NKT GmbH tätig.

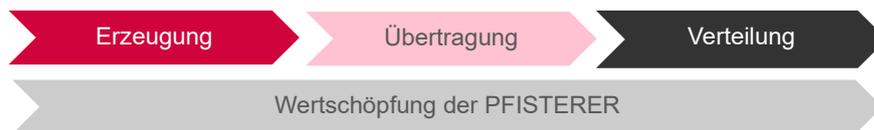
Er trat 2020 als Mitglied der Geschäftsleitung in die PFISTERER ein. Als Co-CEO ist er ebenfalls bis Dezember 2028 berufen und für die Bereiche Vertrieb und Technologie zuständig.



Geschäftstätigkeit

Die Wertschöpfung im Strommarkt umfasst analog zum Stromfluss im Wesentlichen die Bereiche "Erzeugung", "Übertragung" und "Verteilung". Die erzeugte Energie, ob konventionell (Kernenergie, Kohle etc.) oder regenerativ, muss über das Stromnetz transportiert und anschließend über Mittelspannungs- oder Niederspannungsnetze an die Endverbraucher verteilt werden. Für das gesamte Spektrum dieser Wertschöpfungskette der Stromerzeugung bietet PFISTERER Lösungen zum Isolieren und Verbinden elektrischer Leiter für die Schnittstellen in Stromnetzen. Dabei deckt das Unternehmen mit seinen Produkten alle Spannungsebenen und Netzschnittstellen ab. Besonders hervorzuheben ist die Unabhängigkeit von Kabelherstellern, die eine hohe Kompatibilität der PFISTERER-Produkte gewährleistet. Dadurch haben die Kunden des Unternehmens eine hohe Flexibilität bei der Auswahl der Kabel und profitieren gleichzeitig von einer deutlich reduzierten Ersatzteilhaltung.

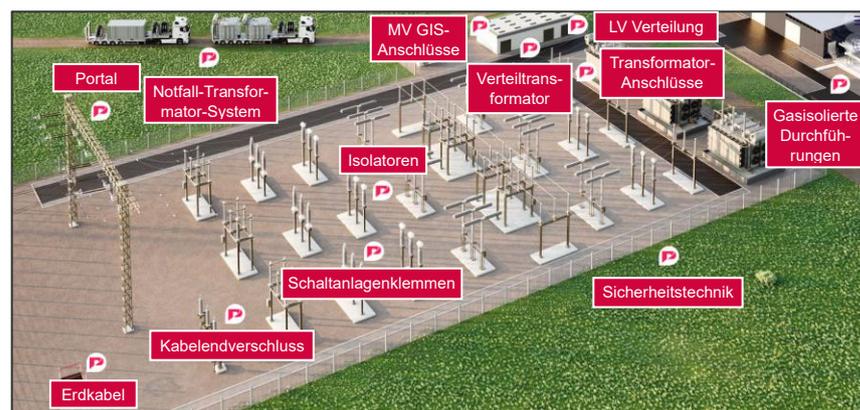
- Offshore-Wind
- Freileitung
- Rail & mobility
- Onshore Wind
- Erdkabel
- Energieverteilung
- Solar
- Umspannwerk
- konventionell
- Prüffeld
- Atomkraft
- Sicherheitsausrüstung



Quelle: Pfisterer SE; GBC AG

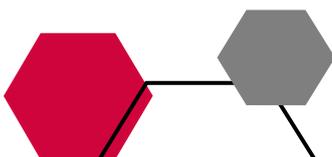
Für jede Schnittstelle bietet das Unternehmen eine Reihe von Produkten an. Nach eigenen Angaben kommen beispielsweise in einem Umspannwerk rund 15 unterschiedliche Produkte von PFISTERER in teils mehrfacher Anzahl zum Einsatz. Dies verdeutlicht die Vielfalt der Einsatzmöglichkeiten sowie die erfolgskritische Eigenschaft der Produkte einhergehend mit einer niedrigen Preiselastizität.

Umspannwerk mit Produktbeispielen



Quelle: PFISTERER; GBC AG

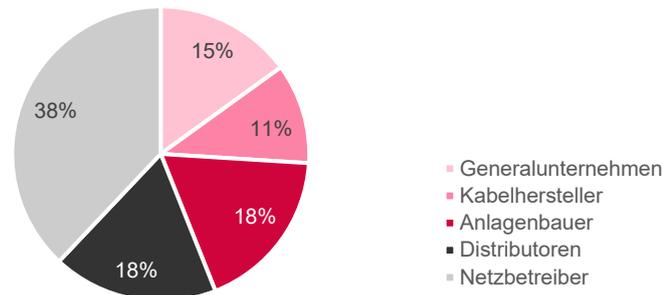
Die Produkte der Gesellschaft sind wesentliche Bestandteile der Übertragungs- bzw. Verteilernetze, so dass die jeweiligen Netzbetreiber als Endkunden von PFISTERER anzusehen sind. Rund 38 % des Umsatzes und damit der größte Teil des Umsatzes wird direkt mit den Netzbetreibern, den DSOs und TSOs erzielt. Hierzu zählen TenneT, RWE, E.ON, Amprion etc. Etwa 15 % des Umsatzes werden mit



Generalunternehmen erzielt, die für den Bau der Stromnetze verantwortlich sind. Diese Generalunternehmen errichten letztlich die Infrastruktur für die Netzbetreiber, so dass über dieses Kundensegment indirekt auch die Verteiler- und Übertragungsnetzbetreiber adressiert werden. Gleiches gilt für die weiteren Kundengruppen wie Distributoren, Kabelhersteller oder Anlagenbauer.

Grundsätzlich besteht eine sehr heterogene Kundenkonzentration, bei der der größte PFISTERER-Kunde lediglich für 4,8 % des Umsatzes verantwortlich ist. Es handelt sich hierbei um zum Teil langjährige Beziehungen zu Kunden, die als risikoavers einzustufen sind und deren Fokus auf Zuverlässigkeit, Sicherheit und Langlebigkeit der Produkte liegt.

Aufteilung der Umsatzerlöse nach Kundengruppen (in %)



Quelle: PFISTERER; GBC AG

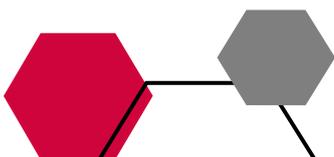
Die langjährigen Kundenbeziehungen werden zum Teil durch seit Jahren bestehende Entwicklungspartnerschaften gestärkt. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Partnerschaft mit TenneT, einem der vier deutschen Übertragungsnetzbetreiber. Im Rahmen dieser Partnerschaft lieferte PFISTERER 200 steckbare CONNEX-Steckverbinder für die Hochspannung zur Netzanbindung der Konverterplattform Dol-Win kappa. Als Partner von TenneT unterstützt PFISTERER das Offshore-Plattformprogramm von TenneT und entwickelt, fertigt und liefert unternehmenskritische Hochspannungsübertragungslösungen.

Darüber hinaus wurde PFISTERER von TenneT mit der Entwicklung einer universellen Reparaturmuffe für Seekabel beauftragt.



Die Ausgangssituation: TenneT setzt für die Anbindung der Offshore-Windparks an das Festland Seekabel ein, die von verschiedenen Kabelherstellern bezogen werden. Um mögliche Fehler oder Schäden beheben zu können, müssen verschiedene Reservekabel, Reparaturmuffen oder andere Ersatzteile vorgehalten werden. Vor dem Hintergrund der komplexen Lagerhaltung bei TenneT wurde PFISTERER mit der Entwicklung einer universellen Reparaturmuffe beauftragt, die unabhängig von Kabel, Material oder Leiterquerschnitt ist und eine schnelle Fehlerbehebung ermöglicht.

Die Lösung: PFISTERER präsentierte auf Basis der Produktfamilie CONNEX eine Universal-muffe, die eine schnelle Reparatur für völlig unterschiedliche Kabel, Materialien und unabhängig vom Querschnitt ermöglicht. Die Muffe deckt den Höchstspannungsbereich bis 245 kV ab. Nach Angaben des Unternehmens kann TenneT damit die Lagerhaltung um rund 90 Prozent reduzieren.



Produktbeispiele

Seit der Gründung im Jahr 1921 hat PFISTERER ein umfassendes Know-how im Umgang mit den beiden Werkstoffen Metall und Silikon aufgebaut. Insbesondere seit 1962, als PFISTERER als erstes Unternehmen auf Silikon als Isoliermedium setzte, wurde Grundlagenforschung zu diesem Werkstoff betrieben. Inzwischen wird Silikon in vielen Anwendungsbereichen der Elektrotechnik eingesetzt.

Eigene Entwicklungslabors sowie die Zusammenarbeit mit Forschungszentren und Industriepartnern ermöglichen einen stetigen Strom von Neuentwicklungen und Markteinführungen. Nachfolgend ein kurzer Überblick ohne Anspruch auf Vollständigkeit über die wichtigsten Produktfamilien des Unternehmens.

CONNEX



Das 1975 eingeführte und seither kontinuierlich weiterentwickelte Anschlusssystem CONNEX ist eine steckbare Verbindung für Kabel und steht für vereinfachte Installation und Wartung. Das System besteht aus einer Vielzahl von Produkten, ist frei konfigurierbar und für einen großen Spannungsbereich einsetzbar. Durch die Stecktechnik und die Möglichkeit der Vormontage wird eine insgesamt reduzierte Installationszeit erreicht. Dadurch und durch die Tatsache, dass das System berührungssicher, wartungsfrei und tauchfähig ist, werden CONNEX-Verbindungen auch in schwierigen Umgebungen (Seekabel etc.) eingesetzt.

SICON Schraubverbinder



Die 2003 eingeführte Produktgruppe SICON ist ein Schraubverbinder mit einem breiten Anwendungsspektrum. Er wird für Muffen und Endverschlüsse sowie für die Verbindung aller Leiter (z.B. Kabel im Niederspannungsbereich) eingesetzt. Ein Alleinstellungsmerkmal dieser Produktfamilie ist die patentierte Abreißschraube, mit der ein optimaler Kontaktdruck ohne die Gefahr von Drahtschäden oder scharfen Kanten erreicht wird. Sobald der optimale Anpressdruck erreicht ist, reißt der Schraubenkopf automatisch und stufenlos ab. Dies führt zu einer erheblichen Vereinfachung der Installation, stellt eine konstante Verbindung für alle Materialien her und gewährleistet gleichzeitig eine langfristige elektrische Zuverlässigkeit.

FrontCon

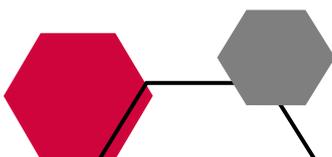


Kabel mit einzeldrahtisolierten Leitern ermöglichen bei gleichem Kabeldurchmesser höhere Leistungen und werden daher zunehmend zur Energieübertragung eingesetzt. Das Verbinden solcher einzelisolierten Kabelstränge ist jedoch sehr zeitaufwendig, da jeder einzelne Strang abisoliert werden muss. Mit der im Jahr 2018 eingeführten und seitdem erweiterten Produktfamilie FrontCon wird der Verbindungsprozess durch ein Direktkontaktsystem erheblich vereinfacht und die Montagezeit deutlich verkürzt. Da das Abisolieren der Einzeldrähte entfällt, beträgt die Zeitersparnis nach Unternehmensangaben bis zu 80 %. Damit ist der Zeitaufwand mit dem von Standardverbindungen vergleichbar.

ISICOMPACT



Bei der Produktfamilie ISICOMPACT handelt es sich um eine Abzweigklemme für den Niederspannungsbereich mit patentierter Einzelschraubverbindung. Aufgrund der umfangreichen Sicherheitsmerkmale (Berührungsschutz, kein Abisolieren erforderlich) der ISICOMPACT kann die Installation ohne Abschaltung der Stromversorgung erfolgen. Auch diese Abzweigklemme ist mit dem patentierten Schraubanschluss ausgestattet, der eine einfache und fehlerfreie Installation gewährleistet.



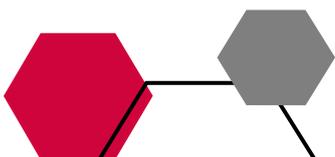
USP

PFISTERER ist nach eigenen Angaben weltweit der einzige unabhängige Anbieter von Verbindungs- und Isolationslösungen für elektrische Netze, der produktseitig alle Spannungsebenen sowie alle Netzanschlüsse abdeckt. Wie im Rahmen dieser Studie am Beispiel der TenneT-Kooperation gezeigt werden konnte, bietet die breite Kompatibilität der Produkte den Kunden von PFISTERER eine hohe Flexibilität, verbunden mit Einsparpotenzialen bei der Ersatzteilbevorratung.

Mit der kontinuierlichen Entwicklung neuer Produktfamilien sowie der Ergänzung bestehender Produktfamilien auf Basis der beiden Werkstoffe Metall und Silikon hat PFISTERER seine hohe Innovationstätigkeit unter Beweis gestellt. Interne Produktentwicklungen, Kooperationen mit führenden Universitäten und Forschungszentren sowie die bereits dargestellten Kooperationen mit Industrieunternehmen tragen wesentlich zur hohen Innovationsgeschwindigkeit bei.

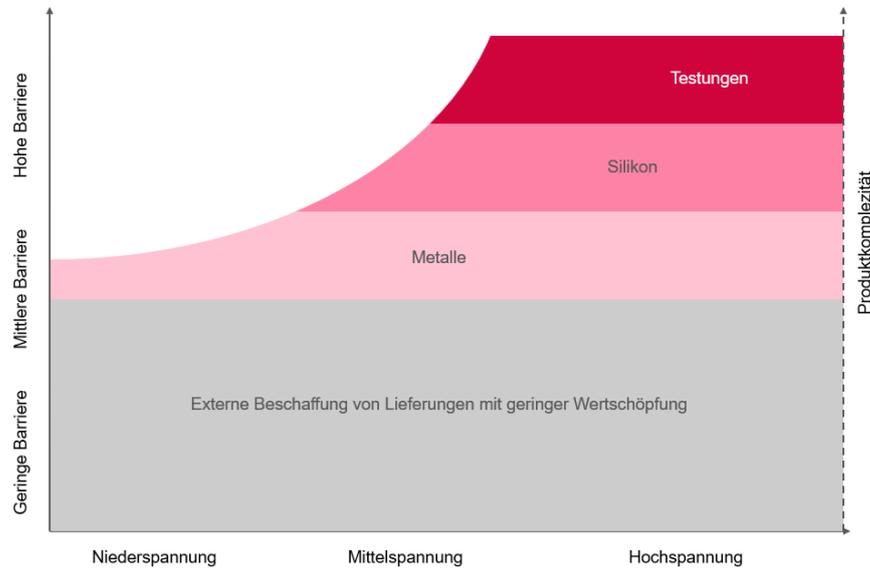
Ein wichtiger Aspekt sind dabei die unternehmenseigenen Hochspannungs-Entwicklungslabors, die der zunehmenden Komplexität bei höheren Spannungen Rechnung tragen. Höhere Spannungsebenen gehen mit höheren Anforderungen an Entwicklung, Fertigung und Prüfexpertise einher. In allen Bereichen hat PFISTERER spezielles Know-how aufgebaut, das durch etablierte Prozesse unterstützt wird.

Bereich	PFISTERER USP
Entwicklung	<ul style="list-style-type: none"> - Umfangreicher track record in der kontinuierlichen Verbesserung der Materialeigenschaften (inkl. Silikon) - Interne Prototypenentwicklung beschleunigt die Prozesse und den Markteintritt. Prototypen werden strengen Labor- und Feldtests unterzogen. - Komponenten für eine nahtlose Integration in allen Spannungsebenen werden selbst entwickelt. - Produkteigenschaften werden zur Gewährleistung der Betriebsstabilität unter extremen Bedingungen validiert.
Produktion	<ul style="list-style-type: none"> - Hohe Materialanforderungen bezüglich Haltbarkeit und Effizienz werden durch interne, selbstentwickelte Verarbeitungsprozesse gewährleistet. - Verbesserungen in den Produktionsprozessen gehen mit Kostenvorteilen und einer Verbesserung der Vermarktungszeit einher. - Automatisierungsgrad wurde kontinuierlich gesteigert. Produktionsprozesse sind modular aufgebaut, wodurch ein schneller und zuverlässiger Produktionsaufbau möglich wurde. - Komplexität wurde bei Vor-Ort-Installationen dank passgenauer bzw. vorinstallierter Produkte reduziert. - Effizientes Lieferkettenmanagement gewährleistet eine nahtlose Produktion.
Testung	<ul style="list-style-type: none"> - PFISTERER betreibt eigene Testzentren für alle Spannungsbereiche. Maßgeschneiderte Tests unter extremen Bedingungen sind damit möglich. Ab einer gewissen Spannungsebene sind die End-of-line-Tests von jedem Produkt vor Auslieferung obligatorisch. - Auf Grundlage der strengen Qualitätsstandards werden Lieferanten- und Materialprüfungen durchgeführt, um Mängel in der Produktion zu vermeiden. - Branchenübliche Anforderungen werden durch die Integration von Netzsimulationen und Live-Leistungstests vor Ort übertroffen. - Kabellösungen sind vorgetestet und damit lassen sich Installationsfehler vermeiden und Wettbewerbsvorteile gegenüber Generalisten und Spezialisten erlangen.



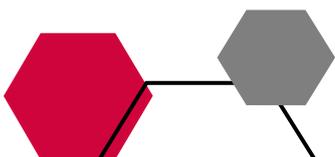
Mit dem erlangten Know-how und den hier dargestellten USP verfügt PFISTERER über eine hohe Markteintrittsbarriere. Die angebotene Produktvielfalt sowie die bei einzelnen Produkten hohe Produktkomplexität, das Produktions-, Material- und Prüf-Know-how gehen nach Unternehmensangaben mit einem Zeitvorsprung von 10 bis 15 Jahren einher.

Markteintrittsbarriere steigt mit Voltlevel und Produktkomplexität an



Quelle: PFISTERER; GBC AG

Wie die vorstehende Grafik verdeutlicht, steigt mit der Verarbeitungskompetenz verschiedener Materialien, der Produktkomplexität sowie der Spannungshöhe die Markteintrittsbarriere. Mit der internen Verarbeitungsexpertise hat sich PFISTERER eine führende Stellung in einem geschützten Markt erarbeitet.



Footprint und Produktionsstätten der PFISTERER SE

Globaler Fußabdruck



Quelle: PFISTERER; GBC AG

Die Aufteilung der Produktion an den fünf Standorten in Deutschland, Tschechien und in den USA geht mit Kostenvorteilen einher, sichert eine schnelle Lieferfähigkeit und ermöglicht eine hohe Produktionsflexibilität. Da an allen Produktionsstätten die gleichen Prozesse implementiert sind, können sich diese gegenseitig barrierefrei unterstützen. Ein gutes Beispiel für die Hebung von Kostenvorteilen ist die Etablierung des Produktionsstandortes im tschechischen Kadaň, der, bei gleichen Prozessen, ein ähnliches Produktspektrum zum Standort in Winterbach abdeckt und aufgrund des niedrigen Kostenniveaus gleichzeitig Kostenvorteile hebt. Der 2024 eröffnete Produktionsstandort in Rochester (USA) sichert die regionale Nähe zum stark wachsenden US-Markt und macht PFISTERER unabhängig von möglichen Zoll- oder Importbeschränkungen.

Standort Winterbach (Hauptsitz)



IT und Supply Chain Management

Produktionsfläche: 2.424 qm

Kernkompetenz: Silikonverarbeitung, Innovation und Entwicklung von Prototypen im Bereich Silikon

Anwendungen: MVA, HVA, HVD

Ziele: Aufbau der HVDC-Produktion und Expansion der HV-Labore; Expansion der Büroräumlichkeiten für weiteres Wachstum im F&E,

Standort Gussenstadt



Produktionsfläche: 8.035 qm

Kernkompetenz: Metallverarbeitung, Entwicklung von Prototypen im Metallbereich

Anwendungen: COM

Ziele: Weiterer Ausbau der Metall-Expertise und Verarbeitung; Expansion der Produktionsfläche

Standort Selb



Produktionsfläche: 600 qm, weitere 660 qm als Testfläche

Kernkompetenz: Tests und Produktion von Komponenten für HV, Testanlage von bis zu 1.000.000 Volt

Anwendungen: HVA, HVD

Ziele: Ausbau weiterer Prüf- und Montagekapazitäten

Standort Rochester



Produktionsfläche: 7.160 qm

Kernkompetenz: Kundens Schulungen, Offshore-HVA, Metallfertigung, Silikonverarbeitung

Anwendungen: COM, HVA

Ziele: Starker Ausbau der Produktion und Beginn der OHL-Produktion

Standort Kadaň



Produktionsfläche: 10.395 qm (Flächen für Erweiterung in Höhe von 50.000 qm)

Kernkompetenz: Silikonverarbeitung für OHL und Kabelzubehör für HVA und MVA, End-of-Line-Testing

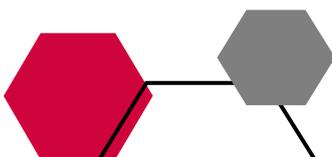
Anwendungen: OHL, HVA, MVA

Ziele: Verdoppelung der Fläche geplant, Neue HV-Labore für F&E in Planung, Weitere Expansion der Produktion für HVA und MVA

Quelle: PFISTERER; HVA=High Voltage Cable Accessories, MVA=Medium Voltage Cable Accessories, OHL=Overhead Lines, COM=Components, HVD=High Voltage Direct Cable Accessories

Bis September 2024 verfügte PFISTERER über einen zusätzlichen Produktionsstandort in Wunsiedel, der durch einen Großbrand zerstört wurde. Die Produktion im Bereich der Silikonisolatoren aus Wunsiedel wurde nach dem Brand dauerhaft an den Standort Kadaň verlagert, wo entsprechende Kapazitäten sowie qualifiziertes Fachpersonal vorhanden sind. Am Standort Wunsiedel verbleiben die Bereiche Vertrieb, Technik und Verwaltung (ca. 20 Mitarbeiter).

An allen Standorten verfügt das Unternehmen über zum Teil erhebliche Flächenreserven, um den geplanten Expansionskurs zu unterstützen. Sowohl in Winterbach als auch in Gussenstadt und Kadaň liegen zum Teil konkrete Ausbaupläne vor. So soll in Winterbach ein neues Prüflabor in einer 32 Meter hohen Prüfhalle entstehen. Nach dem geplanten Baubeginn im Jahr 2025 soll die Halle ab dem kommenden Jahr 2026 in Betrieb gehen. Das Gesamtinvestitionsvolumen beläuft sich nach derzeitigem Stand auf rund 25 Millionen Euro. Die neue Testhalle wird in erster Linie dazu dienen, die gesetzlichen Anforderungen bei der Prüfung neuer HVDC-Produkte zu erfüllen und damit höhere Spannungen (> 1.000.000 Volt) abzudecken. Aufgrund der Expansionsmöglichkeiten an den bestehenden Standorten sieht die Unternehmensplanung keine neuen Produktionsstandorte vor.



MARKT UND MARKTUMFELD

Die PFISTERER adressiert mit dem im vorangegangenen Abschnitt dargestellten Produktportfolio zur Energieerzeugung, -übertragung und -verteilung die wesentlichen Aspekte des Strommarktes. In der nachfolgenden Marktanalyse nehmen wir daher eine umfassende Gesamtmarkt Betrachtung vor, in der wir die übergeordneten Trends der Stromnachfrage, der derzeit laufenden Transformation des Stromangebotes und den daraus resultierenden Implikationen auf das Stromnetz darstellen.

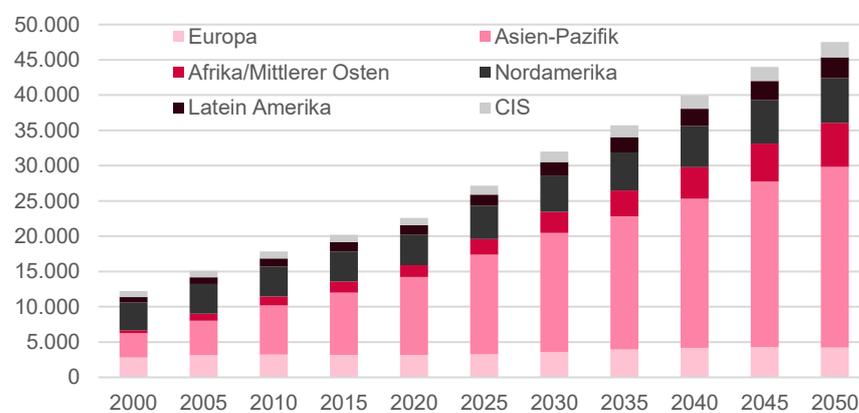
Entwicklung weltweiter Energiebedarf (Nachfrage)

Die weltweite Stromnachfrage, für die in den kommenden Jahren ein starkes Wachstum prognostiziert wird, hängt einerseits von der Entwicklung der Weltwirtschaft ab und erfährt andererseits starke Wachstumsimpulse durch neue Technologien. Zu den neuen Technologien zählen Elektrofahrzeuge, Wärmepumpen oder Rechenzentren, von denen besondere Impulse für eine steigende Stromnachfrage ausgehen. Schließlich ist auch der Klimawandel als Nachfragefaktor zu verstehen. Denn intensivere Hitze- oder Kältewellen führen naturgemäß auch zu einem höheren Stromverbrauch.

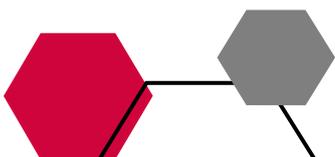
Prognostizierte Entwicklung der Nachfrage nach Elektrizität

Das prognostizierte Bevölkerungswachstum und die globale Wirtschaftsentwicklung weisen historisch eine hohe Korrelation mit der Energienachfrage auf. Auf globaler Ebene ist dies nach wie vor der Fall, während in einigen Regionen in jüngster Zeit eine Abschwächung dieses Zusammenhangs zu beobachten ist. Nach Daten von McKinsey lag die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Stromnachfrage in Europa zwischen 2000 und 2008 bei 0,96. Dieser Wert ist nach 2008 auf 0,53 gesunken. Neben der Corona-Pandemie ist dies auf einen grundlegenden Wandel der Wirtschaftsstrukturen zurückzuführen. So hat in Europa der Dienstleistungssektor an Bedeutung gewonnen, während die energieintensive Produktion ins außereuropäische Ausland verlagert wurde. Dieser Strukturwandel erklärt die von EnerOutlook prognostizierte Entwicklung der weltweiten Stromnachfrage, die für Europa zwischen 2020 und 2030 mit einem CAGR von 1,5 % nur einen leichten Anstieg erwartet. Demgegenüber wird für den asiatisch-pazifischen Raum im gleichen Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 5,1 % prognostiziert. Weltweit soll der Stromverbrauch zwischen 2020 und 2030 mit einem CAGR von 3,9 % zunehmen.

Prognose Elektrizitätsverbrauch (in TWh)



Quelle: EnerOutlook; GBC AG



Neben dem erwarteten Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung dürften technologische Disruptionen eine zunehmende Rolle für die erwartete Nachfragesteigerung spielen. Der Global Electricity Review 2025 von Ember prognostiziert einen Anstieg der weltweiten Stromnachfrage um etwa 4,0 % im Jahr 2024, was einem Zuwachs von rund 1.172 TWh entspricht. Dies ist der drittgrößte absolute Zuwachs der Stromnachfrage, der jemals verzeichnet wurde, und wird vor allem durch erhöhte Kühlbedarfe während extremer Hitzewellen sowie durch den wachsenden Einsatz von Rechenzentren, KI-Systemen, Elektrofahrzeugen und Wärmepumpen angetrieben.

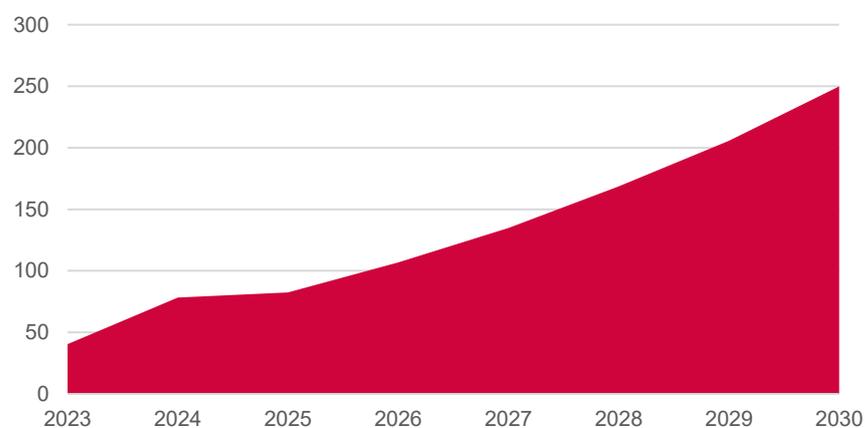
Elektromobilität auf dem Vormarsch

Die Bedeutung der zunehmenden Elektrifizierung des Verkehrs für die Nachfragesteigerung wird in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Nach aktuellen Daten der Internationalen Energieagentur wurden im Jahr 2023 weltweit insgesamt 14 Mio. Elektrofahrzeuge neu zugelassen, was bereits einem Anteil von 18 % an den Gesamtzulassungen entspricht. Im Jahr 2022 lag dieser Anteil noch bei 14 %, was auf eine außerordentlich hohe Dynamik hindeutet. Als wichtige Treiber werden die Entwicklungen in der Batterietechnologie sowie die sinkenden Batteriepreise genannt. Dadurch werden Elektrofahrzeuge auch wirtschaftlich konkurrenzfähig. Zudem haben staatliche Förderprogramme, insbesondere in China, zu diesem Wachstumsschub beigetragen.

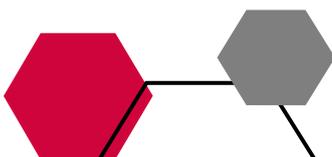
Angesichts regulatorischer Vorgaben zur Emissionsreduktion ist mit einer Beschleunigung dieses Trends zu rechnen. Zu nennen ist hier das so genannte „Verbrenner-Aus“, wonach in der EU ab 2035 nur noch emissionsfreie Pkw zugelassen werden dürfen. Auch in den USA sollen die CO₂-Emissionen des Verkehrs zwischen 2026 und 2032 um fast 50 % sinken. China, das Land mit dem derzeit weltweit größten Bestand an Elektrofahrzeugen, will bis 2060 CO₂-Neutralität erreichen. Die Neuzulassung von Elektrofahrzeugen wird daher besonders gefördert, z.B. durch eine Befreiung von der Kaufsteuer.

Alle Prognoseszenarien, die wir im Rahmen dieser Marktstudie recherchiert haben, gehen von einem hohen Marktwachstum für Elektrofahrzeuge aus. Die Internationale Energieagentur (IEA) prognostiziert bis 2030 einen Anstieg der zugelassenen Elektrofahrzeuge auf 240 Millionen. Das durchschnittliche jährliche Wachstum läge dann bei knapp 30 %.

Prognose Anzahl zugelassener Elektrofahrzeuge (in Mio. €)



Quelle: [iae.org](https://www.iea.org/); GBC AG



Wärmepumpen

Auch der zunehmende Einsatz von Wärmepumpen dürfte einen erheblichen Einfluss auf die Stromnachfrage haben. Ähnlich wie bei der Marktentwicklung von Elektrofahrzeugen hängt die kurzfristige Nachfrage nach Wärmepumpen von staatlichen Fördermaßnahmen ab, so dass es in einzelnen Jahren zu starken Schwankungen kommen kann. Dies zeigt der starke Rückgang des Wärmepumpenabsatzes in Europa, der im Jahr 2024 um rund 23 % auf 2 Mio. (2023: 2,6 Mio.) gesunken ist (Quelle: ehpa.org). Als Ursachen werden verschiedene Faktoren genannt, wie z.B. das wieder niedrigere Gaspreisniveau oder die allgemein schwache Konjunktorentwicklung. Aber auch Änderungen in den staatlichen Förderprogrammen dürften einen großen Einfluss gehabt haben.

Dennoch bleiben Wärmepumpen eine wichtige Technologie zur Emissionsminderung im Gebäudesektor. Mittel- bis langfristig ist daher mit einer dynamischen Nachfrageentwicklung zu rechnen. The Business Research Company erwartet ein Marktwachstum von durchschnittlich 10,1 % pro Jahr zwischen 2024 und 2025.

Rechenzentren

Der Anteil der Rechenzentren am Gesamtenergieverbrauch ist gering. Weltweit wird der Anteil am Gesamtenergieverbrauch in verschiedenen Publikationen mit 1 % bis 2 % angegeben (Quelle: iae.com). Nach Angaben des DOE (U.S. Department of Energy) hatten Rechenzentren in den USA im Jahr 2023 einen Anteil von 4,4 % am Gesamtenergieverbrauch. Nach Angaben der Europäischen Kommission lag der Anteil in Europa im Jahr 2022 zwischen 1,8 % und 2,6 %. Im Gegensatz zu anderen Verbrauchsträgern weisen Rechenzentren eine sehr hohe regionale Fokussierung auf. Ein gutes Beispiel hierfür ist Irland, wo Rechenzentren rund 18 % des nationalen Stromverbrauchs ausmachen, während der Anteil in anderen Ländern deutlich geringer ist.

Es wird erwartet, dass die Zunahme der Anzahl und Größe von Rechenzentren im Zusammenhang mit dem zunehmenden Einsatz von künstlicher Intelligenz die technischen Effizienzsteigerungen übertrifft. Nach Angaben des DOE soll dies in den USA zu einem Anstieg des Stromverbrauchs auf 325 bis 580 TWh bis 2028 führen (2023: 176 TWh), was einem Anteil von 6,7 % bis 12 % am gesamten Stromverbrauch der USA entsprechen würde. Grundsätzlich ist die erwartete Entwicklung und Verbreitung von Künstlicher Intelligenz mit einem sehr hohen Unsicherheitsfaktor verbunden, wobei die Mehrzahl der Studien von einem dynamischen Wachstum ausgeht.

Stromanteil steigt an

Die oben genannten Faktoren haben in den letzten Jahren zu einem Anstieg des Anteils der Elektrizität am weltweiten Endverbrauch geführt. Wie dargestellt, führen die zunehmende Elektrifizierung in der Industrie sowie im Wohn- und Dienstleistungssektor und die jüngste Zunahme der E-Mobilität in Europa zu einem Anstieg des Stromanteils von 18,5 % (2000) auf 21,4 % (2023). In Asien ist dieser Trend mit einem Anstieg von 14,7 % (2000) auf 25,2 % (2023) noch ausgeprägter. Nach der Szenarioanalyse des IAE wird der weltweite Anteil im Jahr 2030 bei 30 % liegen und damit weiter sichtbar ansteigen. Dies hat eine direkte Implikation auf den notwendigen weiteren Ausbau der Netzinfrastruktur (siehe Kapitel Netzinfrastruktur), der als wichtiger Treiber für die Nachfrage nach PFISTERER-Produkten zu verstehen ist.



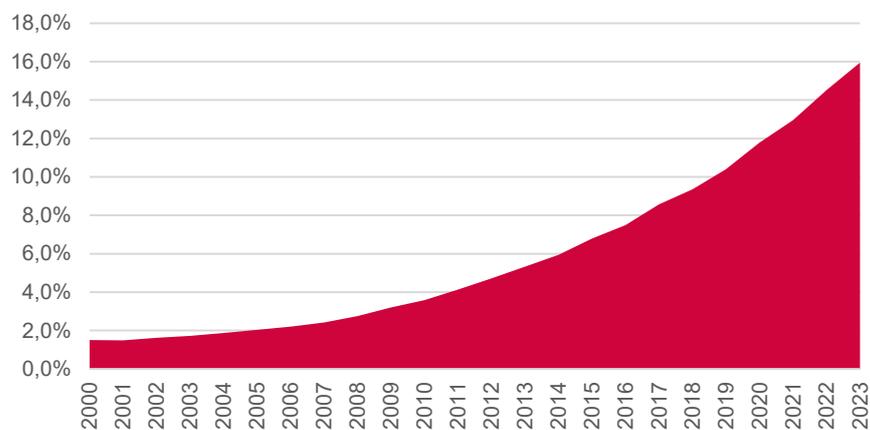
Entwicklung Energieerzeugung (Angebot)

Dem erwarteten steigenden Energiebedarf steht eine Energieinfrastruktur, die sich derzeit im Wandel befindet. Dabei liefert PFISTERER Produkte für alle wesentlichen Segmente der Energieerzeugung und dürfte damit vollumfänglich von der nachfolgend dargestellten Marktentwicklung profitieren.

Der Wandel in der Energieinfrastruktur basiert dabei auf der Zunahme der erneuerbaren Stromerzeugung, was insbesondere mit der Notwendigkeit einer dezentraleren Infrastruktur einhergeht. Maßgeblich für den Ausbau der erneuerbaren Energien ist das zunehmende Bewusstsein der Endlichkeit der Rohstoffe zur Primärenergieerzeugung sowie der voranschreitende Klimawandel. Auch nach dem Ausstieg der USA aus dem Pariser Klimavertrag genießt die Energiewende hohe Priorität bei vielen weltweiten Regierungen und Unternehmen. Damit die Energiewende gelingen kann, sind grundsätzlich massive Veränderungen in der Art und Weise notwendig, wie Energie erzeugt, verteilt, gespeichert und genutzt wird. Das allgemeine Ziel der Energiewende ist es, die traditionell fossil-geprägte Energieversorgung auf klimafreundlichere erneuerbare Energien (Solar, Wind etc.) umzustellen. Dieser notwendige strukturelle Wandel innerhalb der Volkswirtschaft und Gesellschaft umfasst mehrere Bereiche bzw. Sektoren (Energie, Verkehr/Transport, Industrie etc.).

Trotz der in Summe bisher noch nicht vollständig umgesetzten Maßnahmen der verschiedenen Nationen zu einem stärkeren Klimaschutz, ist der Anteil der Stromerzeugung aus Wind und Solar an der weltweiten Stromproduktion in den letzten Jahren stark angestiegen. In 2023 lag dieser bereits bei 16 %. Noch eine Dekade zuvor, also im Jahr 2013, lag dieser gerade einmal bei 5,3 %. Im gleichen Zeitraum ist die Stromerzeugung aus Kohle, Gas und Öl von 67,7 % auf 60,7 % gefallen.

Anteil erneuerbarer Energien* an der Gesamtstromproduktion

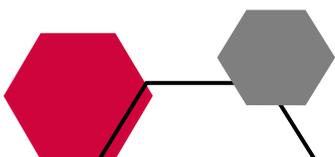


Quelle: ourworldindata.org; GBC AG; *Wind und Solar

Die Experten der Internationalen Energieagentur erwarten eine Beschleunigung der aktuell laufenden Transformation. Bis 2030 könnte sich die Kapazität der erneuerbaren Energien weltweit nahezu verdreifachen und damit die Hälfte des weltweiten Strombedarfs decken. Der Großteil des Wachstums würde in diesem Szenario auf China entfallen, insbesondere auf den Bau von Solarkraftwerken.

Solar

Der Ausbau der weltweiten Solarkapazitäten hat sich zuletzt deutlich beschleunigt. Nach Angaben von Solarpower Europe wurden 2023 weltweit neue Solaranlagen mit einer Leistung von 447 GW in Betrieb genommen, rund 87 % mehr als im



Vorjahr. Verschiedene Faktoren wie der Ausbau der globalen PV-Produktionskapazitäten und die Verbesserung der Lieferketten haben dazu beigetragen. Wie erwartet war China mit insgesamt 253 GW für den größten Teil der Neuinstallationen verantwortlich und ist gleichzeitig der wichtigste Taktgeber für die zukünftige Entwicklung des globalen Solarmarktes. Aber auch die Europäische Union und die USA sollen nach IAE-Angaben ein sichtbares Wachstum aufweisen. Während sich in den USA die Steuervergünstigungen des Inflation Reduction Act positiv auswirken sollen, wird für Europa den PPAs (Power Purchase Agreements) von Unternehmensseite ein hohes Wachstumspotenzial zugesprochen.

Solarpower Europe geht in seinem mittleren Szenario von mehr als einer Verdreifachung der installierten Solarkapazität bis 2028 aus, was einem CAGR von 25,8 % entspricht. Eine ähnliche Ausbaudynamik sieht auch der GSC (Global Solar Council), der von einer Verdreifachung der installierten Solarkapazitäten zwischen 2024 und 2030 ausgeht. Auch die Internationale Energieagentur (IEA) erwartet für den Zeitraum 2024 - 2030 einen Zubau von 4,2 TW und damit ein ähnlich hohes Wachstumstempo.

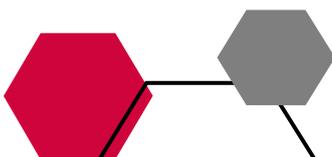
Wind

Auch wenn dem Ausbau der Photovoltaik beim weiteren Ausbau der erneuerbaren Energien die größte Bedeutung beigemessen wird, soll die Windenergie einen ebenso wichtigen Beitrag zur Dekarbonisierung der Stromerzeugung leisten. Wie bei der Photovoltaik hat auch der Ausbau der Windenergie im Jahr 2023 einen neuen Ausbaurekord erreicht. Mit etwas mehr als 116.000 MW wurde erstmals die Marke von 1 TW installierter Leistung überschritten (Quelle: WWEA). Das weitere kurz- und langfristige Potenzial wird als hoch eingeschätzt. Dies insbesondere vor dem Hintergrund geänderter Genehmigungsverfahren und verbesserter Netzanbindungen, die einen deutlichen Ausbau der Windenergie in Europa, den USA und anderen Industrie- und Schwellenländern ermöglichen sollen. Zwischen 2024 und 2030 soll sich der jährliche Zubau auf über 1 TW erhöhen und damit gegenüber dem Zeitraum 2017 bis 2023 mehr als verdoppeln. Zwischen 2023 und 2030 soll der Anteil der Windenergie an der weltweiten Stromerzeugung von 8 % auf 14 % steigen.

Entwicklung Netzinfrastruktur

Der weltweit steigende Strombedarf und der laufende Umbau der Energieinfrastruktur stellen die Netzinfrastruktur vor große Herausforderungen. Eine Herausforderung, die in direktem Zusammenhang mit dem Ausbau der erneuerbaren Energien steht, ist die Dezentralisierung der Stromnetze. In der Vergangenheit stellten große fossil befeuerte Kraftwerke den Standard der Energieerzeugung dar. Erneuerbare Energiequellen sind wesentlich fragmentierter und erfordern eine stärkere Verteilung und Netze, die eine multidirektionale Interaktion ermöglichen.

Grundsätzlich können Stromnetze nach Spannungsebenen unterschieden werden. Im Bereich der Mittel- und Niederspannung werden diese von den so genannten DSO (Distribution System Operators: Verteilernetzbetreiber) und die Übertragungsnetze der Höchst- und Hochspannung von den so genannten TSO (Transmission System Operators: Übertragungsnetzbetreiber) betrieben. Die beschriebene Dezentralisierung der Stromnetze stellt zunächst besondere Herausforderungen an die DSO, die vor allem die Netze ausbauen und modernisieren und darüber hinaus die Flexibilität erhöhen müssen. Darüber hinaus müssen die verschiedenen Spannungsebenen stärker miteinander verzahnt werden, was eine stärkere Koordination zwischen DSO und TSO erfordert.

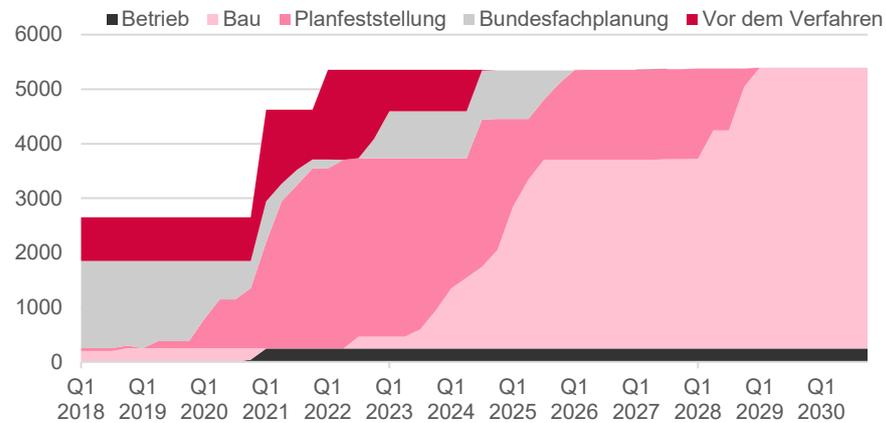


Markt für Höchstspannungs-Gleichstrom-Übertragungsleitungen

Aber auch die TSO stehen vor Herausforderungen. Neben der stärkeren Fragmentierung der Energieerzeugung geht der steigende Anteil erneuerbarer Energien mit der Notwendigkeit einher, Strom über größere Entfernungen zu transportieren. In Deutschland beispielsweise wird Windenergie vor allem im Norden und Osten erzeugt, die großen Industriebetriebe und damit die größten Stromverbraucher befinden sich jedoch im Süden. Erneuerbare Energie wird dort erzeugt, wo die Bedingungen am besten sind, auch global gesehen, aber nicht dort, wo der Verbrauch am größten ist.

Eine wichtige Rolle bei der Übertragung über große Entfernungen spielen die so genannten Stromautobahnen, d.h. Höchstspannungs-Gleichstrom-Übertragungsleitungen (HGÜ; engl.: HVDC). Beispiele in Deutschland sind der zum Teil im Bau befindliche SuedLink, der SuedOstLink, A-Nord oder Ultranet. Die HGÜ-Technik ist aufgrund der geringen Leistungsverluste besonders für die Energieübertragung über große Entfernungen attraktiv. Da diese Technologie auch den Bau von Stromnetzen durch das Wasser ermöglicht, werden HGÜ-Netze in Europa insbesondere mit dem Ausbau der Offshore-Windenergie in Verbindung gebracht. Vor diesem Hintergrund ist beispielsweise das 2GW-Programm des Übertragungsnetzbetreibers Tennet zu verstehen, der bis 2032 insgesamt 14 Offshore-Netzanbindungssysteme für HGÜ mit einer Kapazität von jeweils 2 GW installieren will. Laut Netzentwicklungsplan der Bundesnetzagentur sind aus heutiger Sicht auf Basis der geplanten Fertigstellung von Offshore-Projekten insgesamt 35 Anbindungen (Gesamtkapazität: 63,2 GW) notwendig, was zeigt, dass die aktuellen Planungen nicht ausreichen werden, um den Offshore-Strom an Land zu bringen.

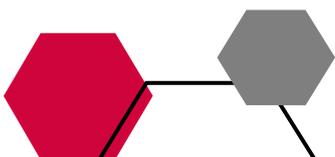
Fortschritt beim Netzausbau der HGÜ-Vorhaben



Quelle: BMWK-Controlling

Ausgehend von den etablierten Verfahrensschritten, die von der Aufnahme in das Bundesbedarfsplangesetz (BBPIG) bis zur Fertigstellung einen Zeitraum von durchschnittlich ca. 14 Jahren umfassen, ist ab Mitte 2025 mit einem starken Anstieg der HGÜ-Kilometer im Planfeststellungsverfahren zu rechnen. Ebenso wird ein erheblicher Anteil der geplanten zu bauenden Netzkilometer das Planfeststellungsverfahren abschließen und in den Bau übergehen. Dieses auf Deutschland beschränkte Bild gilt auch international.

Laut DNV sind bis 2023 weltweit Ausschreibungen und Rahmenverträge für den Bau von mindestens 46 HGÜ-Projekten mit einer Gesamtkapazität von 94,3 GW und einem Fertigstellungshorizont von 10 Jahren abgeschlossen. Die aktuelle HGÜ-Kapazität in den wichtigsten Industrieländern beträgt derzeit rund 400 GW (Quelle: PTR). Die Fertigstellung allein der bis 2023 ausgeschriebenen Projekte



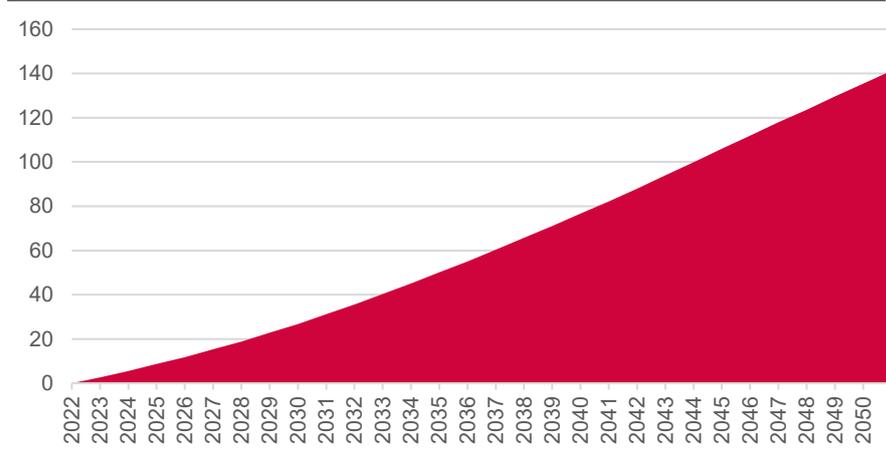
würde die globale Gesamtkapazität somit um knapp 25 % erhöhen. Marktforschungsinstitute sehen für die nächsten Jahre ein dynamisches Wachstum des HDVC-Marktes, der in US-Dollar gemessen bis 2030 mit einer hohen einstelligen CAGR wachsen soll. Die PFISTERER hat im Rahmen ihrer „Strategie 2030“ angekündigt, den Markteintritt in dieses wachstumsstarke Segment vorzubereiten. In diesem Zusammenhang stehen mehrere Lösungen des Unternehmens kurz vor der Serienreife, so dass zukünftig an dem erwarteten hohen Marktwachstum partizipiert werden soll.

Ausbau der Strominfrastruktur notwendig

Im Gegensatz zu den Offshore-Windparks, die in direktem Zusammenhang mit dem Ausbau der HGÜ-Netze stehen, erfolgt der Anschluss von PV-Anlagen oder kleineren Windparks auf der Verteilnetzebene, was mit der beschriebenen Dezentralisierung der Energieversorgung einhergeht. Verschiedene Studien gehen davon aus, dass die kleinräumigen Verteilnetze die Hauptabnehmer des zukünftigen PV-Ausbaus bzw. des Ausbaus der Onshore-Windenergie sein werden. Nach einer Studie des Zentralverbandes Elektrotechnik- und Elektronikindustrie e.V. (ZVEI) werden rund 95 % der Erzeugungsleistung von PV-Anlagen im Nieder- und Mittelspannungsnetz eingespeist. Der Anteil der Windenergieanlagen dürfte mit 69 % etwas geringer ausfallen, was u. E. aber auf die gemischte Betrachtung von Onshore- und Offshore-Erzeugung zurückzuführen ist. Ausgehend vom erwarteten Zubau an EE-Anlagen kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass im Niederspannungsbereich mit einer Versechsbis Verachtfachung und im Mittelspannungsbereich mit einer Verdreifachung bis Vervierfachung der Erzeugungsleistung zu rechnen ist.

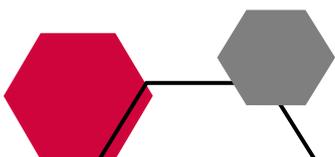
In diesem Sinne haben die deutschen Verteilernetzbetreiber in ihrer 10 Jahresplanung eine Leitungslänge von 92.642 km angegeben, die verstärkt, optimiert oder neu gebaut werden soll. (Quelle: Bundesnetzagentur), was rund 6 % des aktuellen Verteilernetzes in Deutschland entspricht. Der Netzausbaubedarf der Verteilernetze wird für die nächsten 10 Jahre mit 42,27 Mrd. € angegeben. Hinzu kommen der Ausbau des Übertragungsnetzes, das nach BMWK-Daten bis zum Jahr 2030 um rund 4.500 km ausgebaut werden soll, was rund 12 % des aktuellen Übertragungsnetzes entspricht.

Ausbaubedarf der weltweiten Stromnetze zur Erfüllung der nationalen Klimaziele (in Mio. km)



Quelle: IEA; GBC AG

Eine globale Betrachtung, die auch die Entwicklungsländer einbezieht, zeigt naturgemäß einen deutlich höheren Ausbaubedarf der Strominfrastruktur. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur müssen zur Erreichung der nationalen



Klimaziele bis 2040 weltweit über 80 Mio. km Stromleitungen neu gebaut oder erneuert werden. Dies entspricht in etwa dem heutigen Bestand der Strominfrastruktur. Die IEA geht in ihrer Szenarioanalyse davon aus, dass der Ausbau- bzw. Erneuerungsbedarf für Verteil- und Übertragungsnetze in den kommenden Jahren stetig ansteigen wird:

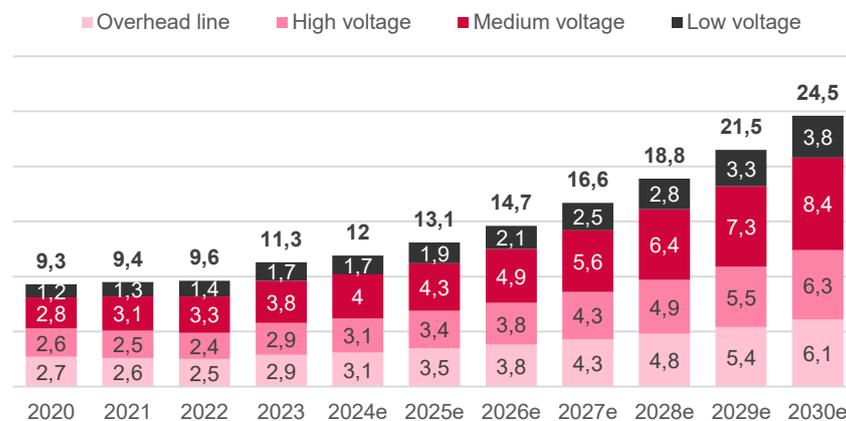
Der ohnehin vorliegende Ausbaubedarf der Stromnetze trifft auf eine zunehmend alternde Netzinfrastruktur, die mit einem hohen Erneuerungsbedarf einhergeht. Gemäß Datenlage der Europäischen Kommission sind rund 40 % der Stromnetze in Europa älter als 40 Jahre und damit liegt ein hoher Modernisierungsbedarf vor. Bei einer erwarteten Lebensdauer von 40 Jahren müssen nach Industrieschätzungen bis 2030 zwischen 375 und 425 Mrd. € in die Verteilernetze investiert werden. Ein ähnliches Bild liegt auch für die USA vor, wo der überwiegende Teil des US-amerikanischen Stromnetzes in den 60er und 70er Jahre gebaut worden ist (Department of Energy). Rund 70 % der Übertragungsnetze sind älter als 25 Jahre und nähern sich dabei dem Ende des typischen Lebenszyklus.

Fazit

Auf der einen Seite ist der für die PFISTERER relevante Markt von einer steigenden Energienachfrage geprägt. Neben dem allgemeinen wirtschaftlichen Wachstum dürfte der steigende Elektrizitätsverbrauch durch den zunehmenden Einsatz neuer Technologien überproportional zunehmen. Hierzu gehört die Elektromobilität, der zunehmende Einsatz von Wärmepumpen und Klimaanlage sowie der Vormarsch der künstlichen Intelligenz, die mit einer Zunahme der Anzahl und Größe von Rechenzentren einhergeht.

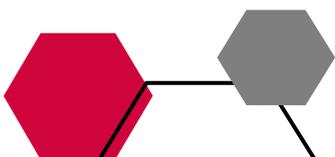
Dem gegenüber steht aber eine Energieerzeugung, die derzeit einen Wandlungsprozess durchläuft. Dieser ist von einem steigenden Anteil an erneuerbaren Energien geprägt, die über alle Spannungsebenen eine höhere Dezentralität nach sich zieht. Dies stellt eine zunehmend alternde Energieinfrastruktur vor großen Herausforderungen. Neben der Dezentralisierung der Netze steigert der zunehmende Anteil erneuerbarer Energien auch die Notwendigkeit, den Strom über größere Entfernungen zu transportieren. Folglich müssen sowohl die Verteilernetze als auch die Übertragungsnetze erheblich ausgebaut, bzw. aufgrund der fortgeschrittenen Altersstruktur erneuert werden.

Marktwachstum in den für PFISTERER relevanten Produktsegmenten



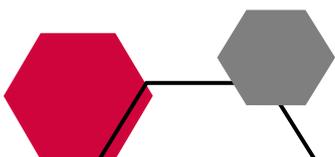
Quelle: PFISTERER; Roland Berger

PFISTERER hat bei Roland Berger eine Studie in Auftrag gegeben, um die Marktpotenziale in den von der Gesellschaft adressierten Märkten zu ermitteln. Im



Rahmen dieser Studie wurde bis 2030 ein Marktwachstum in Höhe von durchschnittlich jährlich 11,6 % ermittelt, wobei alle für die Gesellschaft relevanten Produktsegmente nahezu gleichermaßen dazu beitragen.

Unsere aus der vorstehenden Marktanalyse heraus gewonnen Erkenntnisse untermauern diese Wachstumsannahme, die unserer Ansicht nach sogar etwas konservativ ist. Für die Ableitung unserer Prognosen und Modellannahmen orientieren wir uns jedoch an das erwartete CAGR von 11,6 %.



HISTORISCHE ENTWICKLUNG

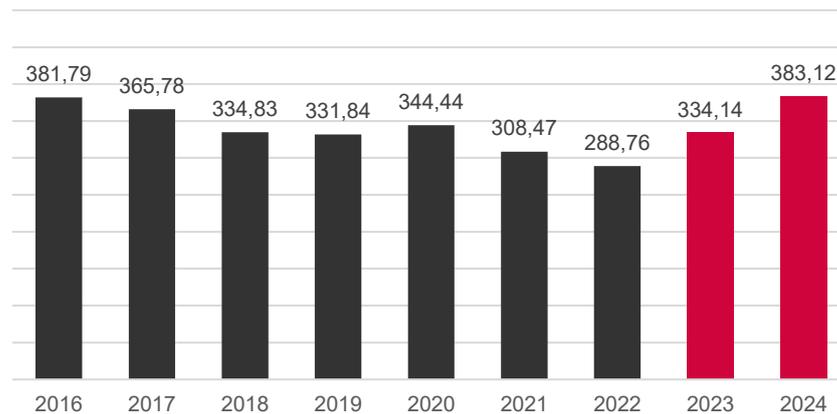
GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024
Umsatz	334,14	383,12
EBITDA (EBITDA-Marge)	51,89 (15,5%)	60,15 (15,7%)
EBIT (EBIT-Marge)	41,59 (12,5%)	47,95 (12,5%)
Jahresüberschuss	25,22	32,18

Quelle: PFISTERER; GBC AG

Historische Umsatzentwicklung

In Vorbereitung auf den Börsengang hat PFISTERER die Rechnungslegung erstmals für das Geschäftsjahr 2024 sowie zu Vergleichszwecken rückwirkend für das Geschäftsjahr 2023 auf IFRS umgestellt. Bisher hatte die Gesellschaft den Konzernabschluss nach den Vorschriften des HGB aufgestellt, so dass ein historischer Vergleich nur eingeschränkt aussagekräftig ist. Dementsprechend konzentrieren wir uns bei der Analyse der Finanzkennzahlen auf die Geschäftsjahre 2024 und 2023. Eine gute Vergleichbarkeit zwischen den beiden Rechnungslegungsstandards ist unseres Erachtens nur auf Ebene der Umsatzerlöse gegeben, so dass eine mehrjährige Darstellung der Umsatzerlöse möglich ist.

Historische Entwicklung der Umsatzerlöse 2016 – 2024 (in Mio. €)



Quelle: PFISTERER; GBC AG; 2016 – 2022 nach HGB; 2023 und 2024 nach IFRS

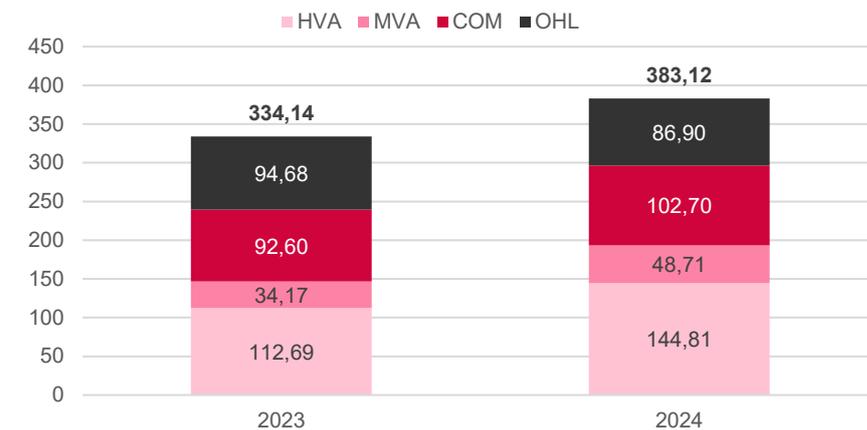
Die langfristige Umsatzdarstellung zeigt für den Zeitraum 2016 - 2022 eine rückläufige Umsatzentwicklung, die im Geschäftsjahr 2022 ihren Tiefpunkt erreicht hatte. In den letzten beiden Geschäftsjahren 2023 und 2024, die wir im Folgenden gesondert analysieren, hat PFISTERER eine Trendwende beim Umsatz eingeleitet.

Zwei zentrale Aspekte waren ausschlaggebend für den rückläufigen Umsatz in den Geschäftsjahren 2017 bis 2022. Zum einen wurden im Zuge der Fokussierung auf das Kerngeschäft im Geschäftsjahr 2021 die LAPP-Gruppe (Geschäftsfeld Isolatoren) sowie das Geschäftsfeld Railway veräußert. Beide Geschäftsbereiche hatten im Geschäftsjahr 2020 noch Umsätze in Höhe von 86,70 Mio. € zum Konzernumsatz beigetragen. Ein weiterer Aspekt war die Verlagerung der Produktion von Silikonprodukten an den tschechischen Standort Kadaň, die innerhalb ihrer Ramp-up Phase zu verzögerten Lieferzeiten geführt hat.

Umsatzentwicklung 2023 und 2024

Nach der erfolgreichen Fokussierung auf das Kerngeschäft konnte PFISTERER in den vergangenen beiden Geschäftsjahren jeweils ein beeindruckendes Umsatzwachstum von 15,7 % (2023) bzw. 14,7 % (2024) erzielen. Die Segmentierung der Umsatzerlöse erfolgt zum einen auf Produktebene (HVA, MVA, COM, OHL) und zum anderen nach den adressierten Regionen (Europa & Afrika, Amerika, Mittlerer Osten & Indien, Asien-Pazifik).

Umsatzsegmentierung nach Produkten 2023 und 2024 (in Mio. €)

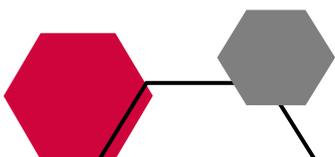


Quelle: PFISTERER; GBC AG

Die Produktsegmentierung zeigt, dass mit Ausnahme der OHL (Overhead Lines) in allen Produktbereichen ein deutliches Wachstum erzielt werden konnte. Hier zeigen sich die grundsätzlich gestiegenen Investitionen in die Energieinfrastruktur, an denen PFISTERER mit einer verbesserten Marktposition partizipieren konnte. Die verbesserte Marktposition beinhaltet die Fokussierung auf das Kernproduktportfolio, eine erhöhte Kundenbindung sowie eine bessere Ausrichtung des Produktportfolios auf die Kundenbedürfnisse.

Insgesamt hätte dies zu einem noch stärkeren Umsatzwachstum geführt, wenn nicht im September 2024 der Produktionsstandort in Wunsiedel durch einen Großbrand zerstört worden wäre. Zwar wurde umgehend mit der Verlagerung der Produktion nach Kadaň begonnen, das Erreichen des alten Produktionsniveaus wird jedoch erst für das zweite Quartal 2025 erwartet. Von dem zwischenzeitlichen Produktionsausfall war insbesondere der Geschäftsbereich OHL betroffen, so dass der Umsatzrückgang als Sondereffekt zu werten ist.

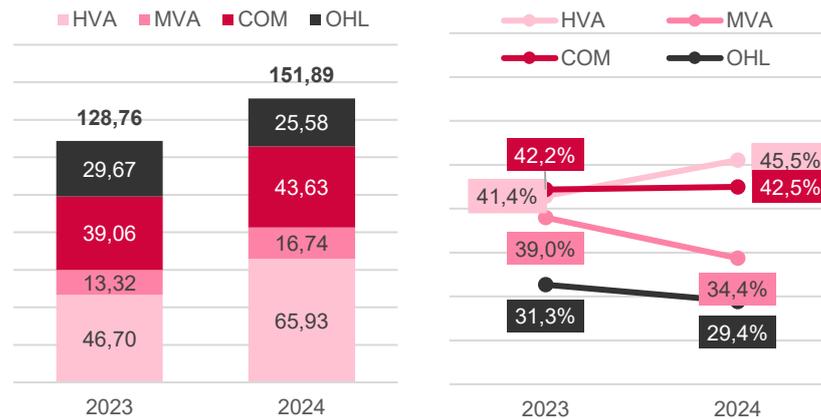
Der Umsatzrückgang bei OHL spiegelt sich auch in der regionalen Umsatzverteilung wider. Da ein Großteil der Produkte für die Region „Mittlerer Osten & Indien“ am Standort Wunsiedel produziert wurde, sank der Umsatz in dieser Region um 1,9 % auf 56,09 Mio. € (VJ: 57,18 Mio. €). Alle anderen Regionen verzeichneten zumindest zweistellige Umsatzzuwächse, wobei das Segment „Amerika“ mit einem Plus von 55,0 % auf 66,90 Mio. € (VJ: 43,15 Mio. €) den größten Anstieg verzeichnete. Hier machte sich die verbesserte Marktposition von PFISTERER besonders bemerkbar. Darüber hinaus wurde mit der Eröffnung des neuen Produktionsstandortes in Rochester (USA) im Jahr 2024 die Internationalisierungsstrategie forciert und gleichzeitig ein verbesserter Marktzugang in dieser Region erreicht.



Ergebnisentwicklung 2023 und 2024

Die im Geschäftsjahr erzielte Umsatzsteigerung von 14,7 % spiegelt sich in einer überproportionalen Steigerung des Bruttoergebnisses um 18,0 % auf 151,89 Mio. € (VJ: 128,76 Mio. €) wider, was einer Verbesserung der Bruttomarge auf 39,6 % (VJ: 38,5 %) entspricht. Vor dem Hintergrund der Sondereffekte durch den Brand in Wunsiedel ist diese Entwicklung bemerkenswert. Die Höhe der Marge ist dabei direkt proportional zum adressierten Spannungsniveau, da mit steigender Spannung auch die Produktkomplexität zunimmt.

Segmentbezogene Entwicklung des Bruttoergebnisses (in Mio. €) und der Bruttomarge



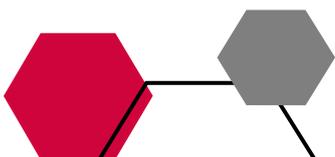
Quelle: PFISTERER; GBC AG

Dementsprechend führten insbesondere die Umsatzsteigerungen im Produktbereich HVA, der konzernweit die höchsten Bruttomargen aufweist, zu einem sichtbaren Anstieg des Bruttoergebnisses vom Umsatz. Dem standen jedoch jeweils rückläufige Bruttomargen in den Segmenten MVA und OHL gegenüber. Während das Segment OHL durch den Brand des Produktionsstandortes belastet wurde, hat sich der Produktmix innerhalb MVA hin zu margenschwächeren Produkten verschoben.

Das EBITDA folgte dem Trend des Bruttoergebnisses mit einer überproportionalen Steigerung von 16,5 % auf 60,15 Mio. € (VJ: 51,89 Mio. €), was einer leichten Verbesserung der EBITDA-Marge auf 15,7 % (VJ: 15,5 %) entspricht.

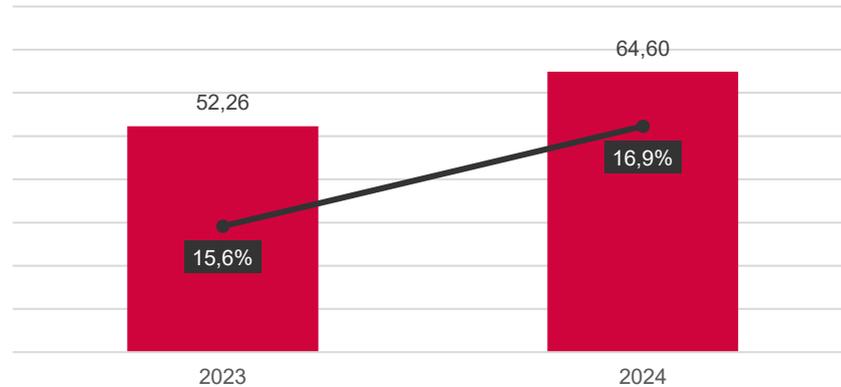
Hervorzuheben ist der deutliche Anstieg der Verwaltungsaufwendungen auf 33,38 Mio. € (VJ: 25,01 Mio. €). Hierfür ist insbesondere das virtuelle Aktienoptionsprogramm (VSOP) verantwortlich, in dessen Rahmen in den Jahren 2023 und 2024 virtuelle Aktien an Vorstände und leitende Mitarbeiter ausgegeben wurden. Dies führte zu einem außerordentlichen Aufwand in Höhe von 4,45 Mio. € (VJ: 0,37 Mio. €). Bereinigt um diesen Effekt konnte das EBITDA noch stärker um 23,6 % auf 64,60 Mio. € (VJ: 52,26 Mio. €) gesteigert werden. Weitere Aufwendungen, z.B. im Zusammenhang mit der Umstellung der Rechnungslegung sowie der Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie (Implementierung, Beratung etc.), dürften zu einem zusätzlichen Aufwand von weiteren rund 3 Mio. € geführt haben und sind in dieser Höhe für das laufende Geschäftsjahr nicht mehr zu erwarten.

Dem steht jedoch ein einmaliger Ertrag aus der Liquidation und Entkonsolidierung der LAPP-Gruppe in Höhe von netto rund 5,25 Mio. € gegenüber. Darüber hinaus hat die Gesellschaft für die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter in Wunsiedel Rückstellungen in Höhe von 3,84 Mio. € gebildet, wobei dieser Effekt durch die



Entschädigung aus der Feuerversicherung in Höhe von 2,45 Mio. € teilweise kompensiert wurde. Diese Ereignisse wurden im sonstigen betrieblichen Ergebnis erfasst, das per Saldo mit 5,27 Mio. € (VJ: 5,73 Mio. €) unter dem Vorjahr lag.

Bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge



Quelle: PFISTERER; GBC AG

Unterhalb des EBITDA fällt vor allem der deutliche Rückgang der Finanzaufwendungen auf 3,98 Mio. € (VJ: 8,59 Mio. €) auf. PFISTERER hat die jeweils hohen freien Cashflows der letzten beiden Geschäftsjahre genutzt, um ausstehende Finanzverbindlichkeiten in erheblichem Umfang zurückzuführen. Allein im Geschäftsjahr 2024 wurden die ausstehenden Bankdarlehen auf 33,48 Mio. € (31.12.23: 50,53 Mio. €) reduziert, was letztlich zu dem starken Rückgang der Finanzaufwendungen geführt hat.

Unter dem Strich und unter Berücksichtigung einer Steuerquote von 23,1 % weist PFISTERER einen Jahresüberschuss iHv. von 32,76 Mio. € (VJ: 25,22 Mio. €) aus.

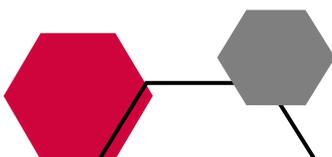
Entwicklung Q1 2025

GuV in Mio. €	Q1 2024	Q1 2025
Umsatz	101,56	100,13
EBITDA (EBITDA-Marge)	18,91 (18,6%)	19,73 (19,7%)
EBIT (EBIT-Marge)	15,95 (15,7%)	16,65 (16,6%)
Periodenergebnis nach Minderheiten	10,60	11,53

Quelle: PFISTERER; GBC AG

Die Entwicklung des Q1 2025 ist als Fortsetzung der Entwicklung des Geschäftsjahres 2024 zu betrachten. Zwar war die Gesellschaft weiterhin von Produktionsausfällen infolge der Standortverlagerung von Wunsiedel nach Kadaň betroffen, dennoch konnten mit Umsätzen in Höhe von 100,13 Mio. € (VJ: 101,56 Mio. €) nahezu die Umsätze des Vorjahres erreicht werden. Die rückläufigen Umsätze im OHL-Segment (-28,3 %) resultieren aus dem Brand und der Standortverlagerung und wurden dabei insbesondere von gestiegenen Umsätzen im HVA (+13,8 %) und MVA (+39,1 %) aufgefangen. Aufgrund des höheren Margenniveaus in diesen Segmenten verzeichnete PFISTERER eine operative Ergebnisverbesserung.

Besonders deutlich sticht der Anstieg des Auftragseingangs auf 144,2 Mio. € (VJ: 106,5 Mio. €) und somit des Auftragsbestands auf 285,3 Mio. € (VJ: 196,9 Mio. €) hervor. Damit liegt eine gute Basis für die Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres vor.



Bilanzielle Entwicklung und Cashflow

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024
EK (EK-Quote)	42,90 (20,8%)	83,70 (34,5%)
Finanzverbindlichkeiten	103,42	78,67
Liquide Mittel	10,13	12,49
Net Debt	93,16	66,02
Operatives Anlagevermögen	64,09	73,15
Working Capital	90,62	98,95
Cashflow (operativ)	20,82	42,59
Cashflow (Investition)	-4,11	-17,92
Cashflow (Finanzierung)	6,57	-25,32

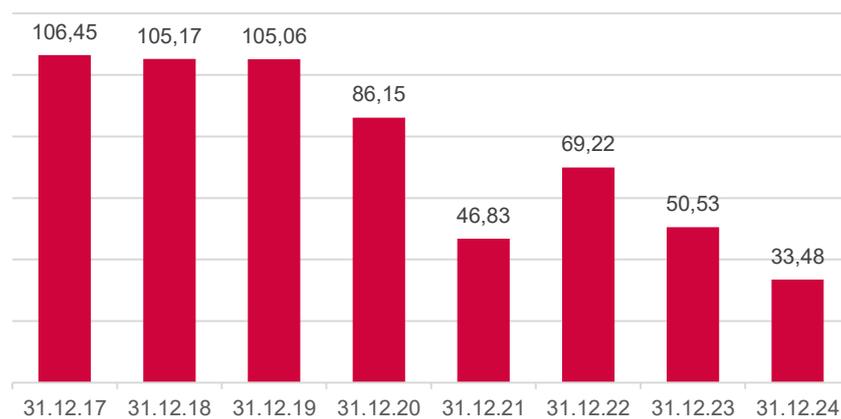
Quelle: PFISTERER; GBC AG

Bilanzkennzahlen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 hat die PFISTERER eine deutliche Verbesserung der Bilanzkennzahlen erreicht. Auf der einen Seite steht hier die ergebnisbedingte Verbesserung des Eigenkapitals auf 83,70 Mio. € (31.12.2023: 42,90 Mio. €), welches nun 34,5 % (31.12.23: 20,8 %) der Bilanzsumme ausmacht. Zuzüglich der IPO-Kapitalerhöhung dürfte die Post-IPO-Bilanz eine deutliche Verbesserung der EK-Quote nach sich ziehen.

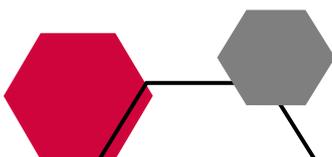
Auf der anderen Seite ist die Reduzierung der Bankverbindlichkeiten auf 33,48 Mio. € (31.12.23: 50,53 Mio. €) hervorzuheben. Dies ist als Fortsetzung eines mehrjährigen Trends zu sehen. Die Mehrjahresentwicklung der Bankverbindlichkeiten kann ohne Einschränkung der Aussagekraft über die verschiedenen Rechnungslegungsstandards dargestellt werden. Im Jahr 2015 hatte PFISTERER einen Konsortialkreditvertrag mit einem Volumen von 135 Mio. € abgeschlossen. Das Volumen wurde zwischenzeitlich auf 90 Mio. € reduziert. Gleichzeitig wurde die Kreditanspruchnahme in den vergangenen Geschäftsjahren deutlich reduziert und die Bilanzqualität signifikant verbessert.

Ausstehenden Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: PFISTERER; GBC AG

Nach Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten gemäß IFRS 16 in Höhe von 26,53 Mio. € sowie der liquiden Mittel weist PFISTERER auch bei der Nettoverschuldung eine deutliche Verbesserung auf 66,02 Mio. € (31.12.23: 93,16 Mio. €) aus. Bezogen auf das bereinigte EBITDA beträgt das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA lediglich 1,0 (VJ: 1,8) und ist damit ebenfalls stark verbessert.



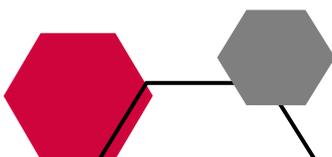
Ein weiterer wesentlicher Aspekt der PFISTERER-Bilanz ist das Nettoumlaufvermögen, das im Hinblick auf die Liefersicherheit bzw. -zuverlässigkeit eine wichtige Rolle spielt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erhöhte sich das Working Capital zwar insbesondere aufgrund eines stichtagsbedingten Anstiegs der Vorräte auf 98,95 Mio. € (31.12.23: 90,62 Mio. €), gemessen am Umsatz sank die Quote jedoch leicht auf 25,8 % (31.12.23: 27,1 %). Vor dem Hintergrund der Unternehmensstrategie, die eine höhere Auslieferungsgeschwindigkeit der Produkte vorsieht, sollte diese Quote zukünftig wieder leicht ansteigen.

Vor dem Hintergrund geplanter Investitionen dürfte sich auch das Anlagevermögen erhöhen, das im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 73,15 Mio. € (31.12.23: 64,09 Mio. €) gestiegen ist. Darin enthalten sind unter anderem Investitionen in den neuen Standort in den USA sowie in geringerem Umfang in Deutschland und Tschechien.

Entwicklung des Cashflows

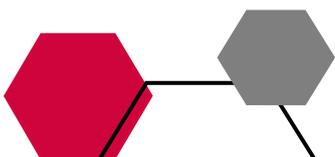
Die dargestellten Bilanzveränderungen spiegeln sich auch in der Entwicklung des Cashflows wider. Die rückläufige Working-Capital-Quote im Verhältnis zum Umsatz hat gebundene Liquidität freigesetzt und zu einem starken Anstieg des operativen Cashflows auf 42,59 Mio. € (VJ: 20,82 Mio. €) geführt. Dies ist aus unserer Sicht ein neuer Rekordwert und zugleich ein gutes Indiz für die Ergebnisqualität von PFISTERER.

Die hohe operative Liquiditätsgenerierung reichte aus, um die im Mehrjahresvergleich hohen Investitionen (Investitions-Cashflow: -17,92 Mio. €) sowie die umfangreichen Kredittilgungen (Finanzierungs-Cashflow: -25,32 Mio. €) zu decken, was die hohe Innenfinanzierungskraft von PFISTERER belegt.



SWOT-ANALYSE

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ● Produktpalette deckt alle Spannungsebenen und Netzschnittstellen ab und ist damit in einer Vielzahl von Anwendungen tief eingebunden. ● Unabhängigkeit von Kabelherstellern gewährleistet hohe Kompatibilität und reduziert Ersatzteilkosten für die Kunden. ● Es besteht eine heterogene und diverse Kundenstruktur und dadurch ein geringes Klumpenrisiko. ● Langjährige Kundenbeziehungen mit risikoaversen Kunden ● Hohe Innovationsgeschwindigkeit ermöglicht schnellen Eintritt in wachstumsstarke Märkte. ● Betrieb eigener Testzentren für alle Spannungsbereiche stellt hohe Produktqualität sicher. ● Hohe Markteintrittsbarriere verschafft der Gesellschaft einen Zeitvorsprung. ● Globaler Footprint sichert Kundennähe und geht mit Kostenvorteilen einher. ● Umfassendes Know-How im Umgang mit beiden Werkstoffen Metall und Silikon. ● Solide Bilanzrelationen und hohes Rentabilitätsniveau vorhanden. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Bankverbindlichkeiten in Höhe von 33,06 Mio. € haben eine Laufzeit bis Dezember 2025 und sind damit als kurzfristig klassifiziert. Eine Verlängerung steht noch aus. ● Bruttomarge im Segment MVA um 4,6 Prozentpunkte niedriger als im Vorjahr. Hohe Margenabhängigkeit vom Produktmix. ● Die Planbarkeit der Erträge ist, da diese keinen wiederkehrenden Charakter haben, gering. ● Die meisten Rahmenverträge mit den Schlüsselkunden haben eine Laufzeit von einem Jahr und sind damit als kurzfristig einzustufen. ● Die Umsatzsteigerung in 2024 war zu etwa 33% auf gestiegene Preise zurückzuführen, 67% war Volumenwachstum. ● Das operative Ergebnis des laufenden Geschäftsjahres wird weiterhin von Sondereffekten im Zusammenhang mit VSOP geprägt sein.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ● Marktumfeld ist von einem Investitionsstau und einer hohen Marktdynamik geprägt. ● Frühzeitige Positionierung, um am erwarteten starken Wachstum im margenstarken Bereich HVDC zu profitieren. ● Verbesserung der Produktionsprozesse, Optimierung der Lieferketten und Ausbau der In-House-Wertschöpfung soll Lieferzeiten verkürzen und Ergebnismargen steigern. ● Wachstumsstarke Regionen (USA, Saudi-Arabien, Indien) werden zunehmend adressiert. ● Steigende Ergebnismargen mit Verbesserung im Produktmix erwartet. ● An allen Standorten verfügt PFISTERER über Flächenreserven für die Umsetzung des Expansionskurses. ● Investitionsprogramm kann weitestgehend aus eigenen Mitteln finanziert werden. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Verzögerungen bei der Entwicklung neuer Produkte (HVDC) könnten zum Verlust von Marktanteilen führen. ● Eine Änderung des regulatorischen Umfelds könnte zu einer Änderung der Marktstruktur führen. ● Eine Verstärkung der protektionistischen Tendenzen könnte die Geschäftstätigkeit der PFISTERER negativ beeinflussen. ● Investitionsprogramm in Höhe von 215 Mio. € baut, neben den IPO-Erlösen, auf Liquiditätszuflüssen aus dem operativen Geschäft auf. Ein nicht ausreichender operativer Cashflow könnte sich hier negativ auswirken. ● Um Lieferfähigkeit sicherzustellen, könnte ein stärkerer Aufbau des Working Capitals notwendig sein. ● Eine für die Gesellschaft ungünstige Wechselkursentwicklung könnte das Umsatzvolumen belasten.



PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e
Umsatz	383,12	427,37	478,23	540,01	604,45	675,94	717,02
EBITDA	60,15	72,37	91,02	105,65	118,32	132,30	141,91
EBITDA-Marge	15,7%	16,9%	19,0%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%
EBIT	47,95	60,20	69,92	83,16	94,58	107,44	116,03
EBIT-Marge	12,5%	14,1%	14,6%	15,4%	15,6%	15,9%	16,2%
JÜ	32,18	43,03	50,67	60,96	69,79	79,68	86,25

Quelle: GBC AG

Wachstumsstrategie als Prognosegrundlage

PFISTERER hat im Oktober 2024 die „Strategie 2030“ vorgestellt, die auf drei Wachstumssäulen basiert. Zum einen will das Unternehmen mit der vorhandenen und selbst entwickelten Technologiekompetenz am erwarteten Ausbau der Energieinfrastruktur in den bestehenden Märkten partizipieren. Parallel dazu plant das Unternehmen, das bestehende Produktportfolio zu ergänzen und die regionale Präsenz auszuweiten. Schließlich sollen als dritte Wachstumssäule mit neuen Produktentwicklungen neue Anwendungsfelder adressiert werden. Ein Beispiel hierfür ist der vielversprechende Markt für Hochspannungs-Gleichstrom-Übertragung (HVDC), der ein hohes Wachstumspotenzial aufweist.

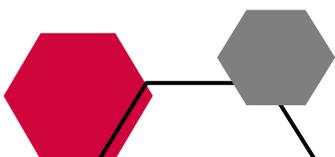


Quelle: PFISTERER; GBC AG

1. Wachstum im Kerngeschäft und in bestehenden Märkten

PFISTERER ist mit seinem bestehenden Produktportfolio bereits gut positioniert, um am zukünftigen Marktwachstum zu partizipieren. Die hohen Marktpotenziale haben wir im Kapitel „Markt und Marktumfeld“ ausführlich dargestellt. Wesentliche Kriterien hierfür sind ein steigender Strombedarf, unter anderem getrieben durch das allgemeine Wirtschaftswachstum, eine zunehmende Elektrifizierung im Mobilitäts- und Immobilienbereich sowie neue Anwendungen (Stichwort: KI). Der steigenden Nachfrage steht aufgrund der Dezentralisierung der Stromerzeugung die Notwendigkeit eines grundlegenden Infrastrukturumbaus gegenüber, der zudem durch eine zunehmende Alterung der Stromnetze gekennzeichnet ist.

Mit ihrer auf allen Spannungsebenen aufgebauten Expertise verfügt PFISTERER bereits heute über ein breites Produktportfolio, um nach einer mehrjährigen Phase geringer Investitionen von der nun anstehenden Investitionsphase profitieren zu können. Langfristige Partnerschaften mit Kunden ermöglichen zudem eine bessere Ausschöpfung des hohen Marktpotenzials. Aus der Zusammenarbeit ist ein Produktportfolio entstanden, das den Kundenbedürfnissen besser entspricht und PFISTERER in eine gute Position versetzt, Marktanteile zu gewinnen.



PFISTERER beliefert bereits 90 Länder direkt oder über lokale Distributoren. Durch die strategisch günstig gelegenen Produktionsstandorte können kurze Lieferzeiten realisiert werden. Um die Lieferzeiten weiter zu verbessern, setzt das Unternehmen derzeit verschiedene Optimierungsmaßnahmen um. Dazu gehören die Optimierung der Lieferketten, die Implementierung vorausschauender Prozesse oder der Ausbau der In-House-Wertschöpfung. Als Beispiel kann das geplante In-Sourcing der Galvanik am Standort Gussenstadt genannt werden, wodurch eine deutliche Verkürzung der Lieferzeiten erreicht werden kann.

2. Expansion bestehendes Produktportfolio und Footprint

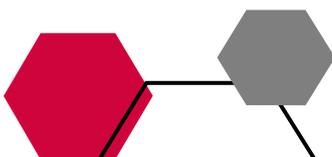
Im Geschäftsjahr 2024 erwirtschaftete PFISTERER mehr als 40 % seines Umsatzes außerhalb Europas, wobei die Berichtsregionen „Asien-Pazifik“ und „Amerika“ eine besonders hohe Wachstumsdynamik aufwiesen. Die Region „Middle East & India“ wuchs weniger stark, was auf den Brand am Standort Wunsiedel zurückzuführen ist, an dem ein Großteil der Produkte für diese Region hergestellt wird. Für die Regionen außerhalb Europas wird einerseits ein hohes Wachstum erwartet, andererseits ist PFISTERER hier noch etwas weniger präsent als in Europa. Vor diesem Hintergrund sind der Ausbau des Standortes in den USA und der Aufbau einer neuen Niederlassung in Saudi-Arabien wichtige Faktoren für die weitere Internationalisierung der PFISTERER-Gruppe. Der im Jahr 2024 gegründete Standort in den USA soll kontinuierlich ausgebaut werden, das Unternehmen rechnet hier mit einer Versechsfachung der Produktionsleistung.

3. Entwicklung neuer Produkte

Neben der verstärkten Präsenz in ausländischen Wachstumsmärkten soll das bestehende Portfolio um neue Produkte erweitert werden. Als Beispiel nennt PFISTERER eine geplante Produkterweiterung im Spannungsbereich Extra High Voltage (über 250 kV), in dem der Stromtransport über größere Entfernungen erfolgt. Die zunehmende Entfernung zwischen Stromerzeugung und -verbrauch (z. B. bei Offshore-Windkraftanlagen) dürfte in diesem margenstarken Bereich zu einem starken Marktwachstum im niedrigen zweistelligen Prozentbereich führen. Ein ähnlich dynamisches Marktwachstum ist auch im Mittelspannungsbereich (MV) zu erwarten, wo das Unternehmen eine Abrundung seines Produktportfolios plant.

Mit der laufenden Entwicklung von Produkten für neue Anwendungen will sich das Unternehmen frühzeitig für den Eintritt in potenzielle Wachstumsmärkte positionieren. Ein solcher Wachstumsmarkt ist HVDC (High Voltage Direct Current: Höchstspannungs-Gleichstrom-Übertragung), die zur verlustfreien Übertragung über große Entfernungen eingesetzt wird. Beispiele für diese Übertragungstechnik sind die in Deutschland teilweise im Bau befindlichen Stromtrassen SuedLink, SuedOstLink, A-Nord oder Ultratnet. Mit der zunehmenden Integration der Offshore-Windenergie wird für HVDC ein starkes Marktwachstum erwartet, das derzeit nur von wenigen Akteuren bedient wird. Derzeit gibt es keine unabhängigen Hersteller von HVDC-Zubehör, so dass PFISTERER hier in eine Marktlücke vorstoßen würde.

Aktuell entwickelt die Gesellschaft HVDC-Kabelzubehör, welches ab dem Jahr 2026 in den Markt eingeführt werden sollte. Für diesen Voltbereich müssen extra Testkapazitäten aufgebaut werden, die durch die ab 2026 am Standort Winterbach in Betrieb gehende neue Testhalle abgedeckt wird. Eine Konkretisierung der Entwicklungsaktivitäten liegt zudem anhand unterschiedlicher Entwicklungsvereinbarungen mit internationalen Kabelherstellern vor.

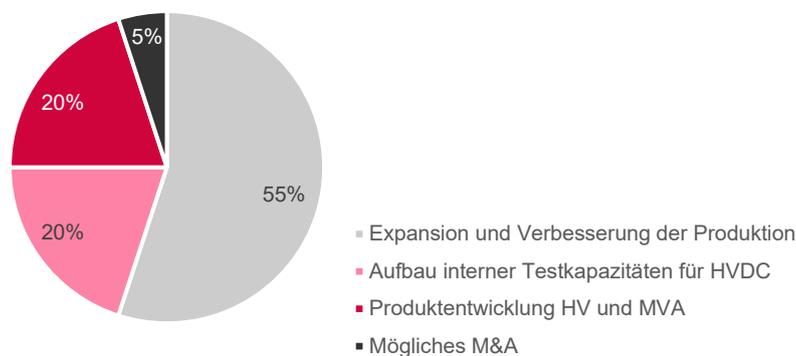


CAPEX-Planung zur Unterstützung der Wachstumsstrategie

Die Wachstumsstrategie von PFISTERER wird durch einen konkreten Investitionsplan unterlegt, der die Verwendung der Mittel aus der durchgeführten Kapitalerhöhung sowie der in den kommenden Geschäftsjahren zu erzielenden positiven operativen Cashflows vorsieht.

Der überwiegende Teil des bis 2030 aufgestellten Investitionsprogramms in Höhe von rund 215 Mio. € soll in den Ausbau und die Verbesserung der bestehenden Produktionskapazitäten fließen (55 %). Jeweils 20 % sollen für den Aufbau interner Testlabors (HVDC) sowie für die Ergänzung der aktuellen Produktpalette im Bereich HV und MVA verwendet werden. Die verbleibenden 5 % stehen für ein mögliches anorganisches Wachstum zur Verfügung, wobei hier keine konkreten Pläne vorliegen:

CAPEX-Aufteilung



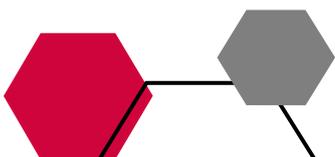
Quelle: PFISTERER; GBC AG

Umsatzprognosen 2025 – 2030

Unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen beziehen auf der einen Seite die von der Gesellschaft kommunizierte dreigeteilte mittelfristige Wachstumsstrategie. Darüber hinaus berücksichtigen wir das von hohen Wachstumspotenzialen geprägte Marktumfeld, an dem die PFISTERER mit von uns angenommenen Marktanteilsgewinnen überproportional partizipieren sollte. Schließlich ist die von der Gesellschaft geplante Investitionsoffensive, im Rahmen derer bis 2030 Gesamtinvestitionen in Höhe von rund 215 Mio. € getätigt werden sollen, ein wichtiger Baustein für die Umsetzung der Wachstumsstrategie.

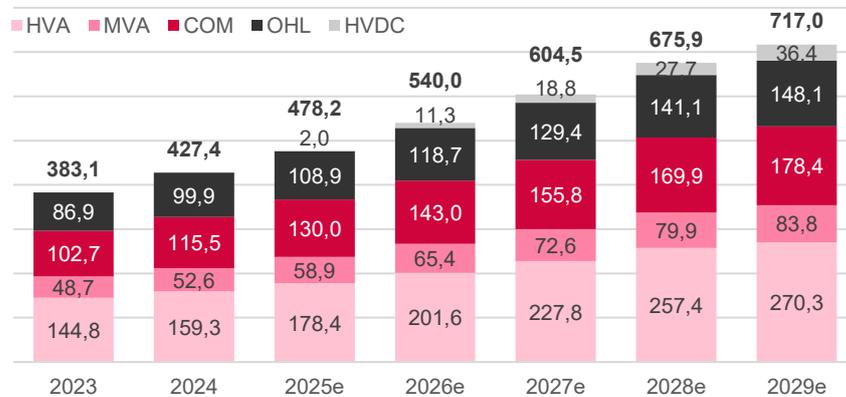
Wie im Kapitel Markt und Marktumfeld dieser Studie dargestellt, wird für den für PFISTERER adressierbaren Markt eine durchschnittliche Wachstumsrate von 11,6 % erwartet. Das Management der PFISTERER erwartet entsprechend der eigenen Zielsetzung, in den kommenden Geschäftsjahren (2025 bis 2030) stärker als der Markt zu wachsen. Diese Erwartung basiert, wie dargestellt, auf der Adressierung besonders wachstumsstarker Marktsegmente, der Ausweitung der Geschäftstätigkeit in wachstumsstarke Regionen sowie der Verbesserung der Marktposition in den bisherigen Kernsegmenten und damit der Gewinnung von Marktanteilen.

Wir haben unsere Umsatzprognose auf Produktebene erstellt und rechnen bis zum Geschäftsjahr 2030 mit einem CAGR von rund 12 %, was dann einem Umsatzniveau von 717,02 Mio. € in der letzten Schätzperiode entsprechen würde. Gegenüber dem Umsatz des abgelaufenen Geschäftsjahres 2024 in Höhe von 383,12 Mio. € entspricht dies nahezu einer Verdoppelung. Eine besonders hohe Wachstumsdynamik unterstellen wir für das Produktsegment HVA. Darüber hinaus sollten



Produkte für den Einsatz im wachstumsstarken HVDC-Bereich ab 2026 erstmals zum Konzernumsatz beitragen, zunächst noch im niedrigen einstelligen Millionenbereich. Für die Folgejahre unterstellen wir für dieses Produktsegment ausgehend von einem niedrigen Niveau ein sehr dynamisches Wachstum:

Umsatzprognosen nach Produktsegmenten (in Mio. €)



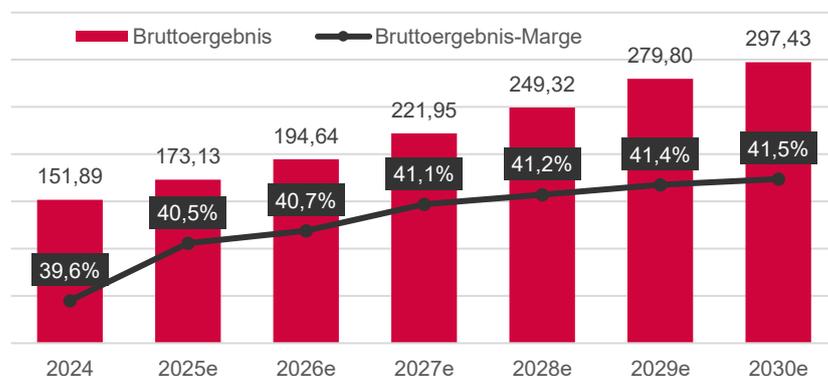
Quelle: GBC AG

Regional betrachtet sollen die Umsätze in den Regionen USA, Mittlerer Osten und Indien besonders stark wachsen, der größte Umsatzanteil soll aber weiterhin auf die von der Gesellschaft zusammengefasste Region Europa & Afrika entfallen.

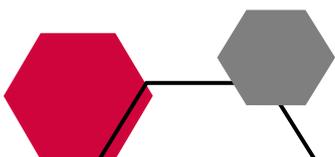
Ergebnisprognosen 2025 – 2030

Die Höhe der Umsatzkosten, die im Wesentlichen den Materialaufwand beinhalten, hängt in erster Linie vom Produktmix ab. Die Bruttomarge, also die Marge nach Berücksichtigung der Umsatzkosten, steht dabei in direktem Zusammenhang mit der adressierten Spannungsebene, da mit steigender Spannung die Produktkomplexität zunimmt, die Anforderungen an die Produktqualität steigen und schließlich höhere Markteintrittsbarrieren bestehen. Daher sollte sich unsere Umsatzannahme, dass insbesondere die Produktbereiche HVDC sowie der Einstieg in das HVDC-Segment überproportional für das erwartete Umsatzwachstum verantwortlich sind, in einer Verbesserung der Rohmarge widerspiegeln. Diese sollte sich nach unserer Einschätzung in den kommenden Geschäftsjahren bei leicht steigenden Werten oberhalb von 40 % etablieren:

Prognose Bruttoergebnis (in Mio. €) und Bruttomarge (in %)



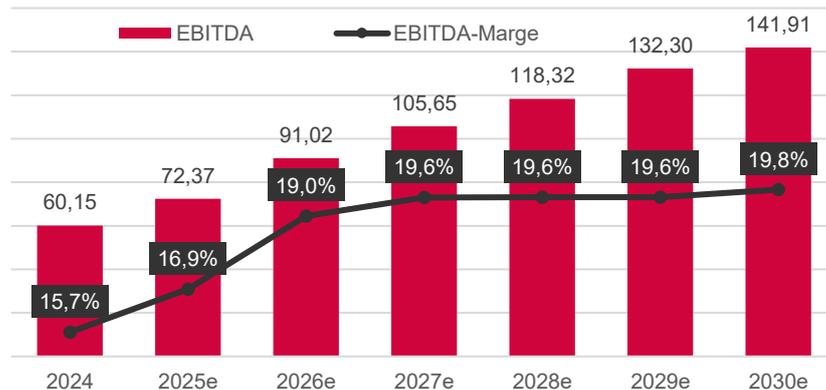
Quelle: GBC AG



Das EBITDA sollte dem Bruttoergebnis folgen, wobei wir Skaleneffekte bei den Kostenpositionen unterhalb des Bruttoergebnisses unterstellen, so dass die EBITDA-Marge etwas stärker als die Bruttomarge steigen sollte. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr von Sondereffekten im Zusammenhang mit der Umstellung der Rechnungslegung sowie der Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie, nicht zuletzt in Vorbereitung des Börsengangs, geprägt war, sollten diese im laufenden Geschäftsjahr keine Sonderbelastungen mehr darstellen. Darüber hinaus waren die Verwaltungsaufwendungen in 2024 durch Aufwendungen im Zusammenhang mit dem virtuellen Aktienoptionsprogramm (VSOP) in Höhe von 4,45 Mio. € geprägt. Verteilt auf das laufende und das kommende Geschäftsjahr rechnen wir im Zusammenhang mit dem VSOP mit weiteren Aufwendungen in Höhe von insgesamt rund 4,0 Mio. €, in absoluten Zahlen erwarten wir hier einen Rückgang der Aufwendungen.

Der Wegfall dieser Sonderaufwendungen sollte nach unserer Einschätzung bereits im laufenden Geschäftsjahr zu einem sichtbaren Anstieg der EBITDA-Marge auf 16,9 % (VJ: 15,7 %) führen. Für die Folgejahre halten wir eine EBITDA-Marge von über 19,0 % für nachhaltig erreichbar:

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

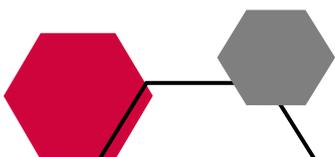


Quelle: GBC AG

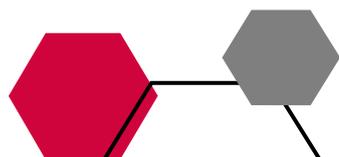
Unterhalb des EBITDA berücksichtigen wir die im Zusammenhang mit dem CAPEX-Programm stehenden Investitionen in Höhe von 215 Mio. €, die zu einem Anstieg der Abschreibungen führen dürften. Finanziert werden dürfte das Programm auf der einen Seite durch den IPO-Erlös in Höhe von ca. 95 Mio. € brutto (netto: 85,90 Mio. €). Darüber hinaus unterstellen wir im Zusammenhang mit dem positiven operativen Cashflow eine hohe Innenfinanzierungskraft, so dass unsere Wachstumsannahmen keine Aufnahme von Bankverbindlichkeiten enthalten. Der künftige Zinsaufwand, der in 2024 noch maßgeblich Kreditzinsen enthielt, wird unseren Schätzungen zur Folge in erster Linie IFRS 16-Aufwendungen im Zusammenhang mit Leasingverhältnissen enthalten.

Nach Berücksichtigung einer Steuerquote in Höhe von 23 % rechnen wir auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit einer sukzessiven Verbesserung der Umsatzrendite, die ab dem laufenden Geschäftsjahr 2025 sogar zweistellig ausfallen sollte.

Nach Angaben der Gesellschaft sollen die Aktionärinnen und Aktionäre zukünftig am Unternehmenserfolg beteiligt werden. Gemäß der Dividendenpolitik der Gesellschaft soll ab dem Jahr 2026, bezogen auf das Ergebnis des laufenden Geschäftsjahres 2025, eine Dividende in Höhe von 30 % des ausschüttungsfähigen



Jahresergebnisses ausgeschüttet werden. Dementsprechend erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr eine Dividendenausschüttung in Höhe von 0,71 € je Aktie, was auf Basis des aktuellen Aktienkurses einer Dividendenrendite von 1,8 % entspricht.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die PFISTERER Holding SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2030 in Phase 1, erfolgt für die Jahre 2031 und 2032 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. In der konkreten Schätzperiode rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf bis zu 19,8 %. Diesen Wert nehmen wir als Ziel-EBITDA-Marge für die Jahre 2031 und 2032 an. Die von uns angenommene Steuerquote von 23 % (Endwert: 25 %) reflektiert die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft in Ländern mit unterschiedlichen Steuerquoten. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der PFISTERER 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 Unternehmensbewertungen 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 und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 2,50 %.

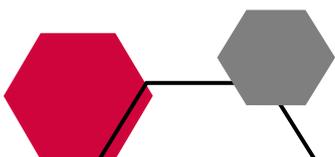
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,85 % (bisher: 9,85 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,52 %.

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Unternehmenswert entspricht zum Geschäftsjahresende 2025 insgesamt 868,52 Mio. €. In diesem Wert ist auch der im Rahmen des Börsengangs erreichte Nettoemissionserlös in Höhe von 85,90 Mio. € enthalten. Der faire Wert je Aktie entspricht 48,00 €.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency					final	
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	427,37	478,23	540,01	604,45	675,94	717,02	734,94	753,32	
Umsatzwachstum	11,6%	11,9%	12,9%	11,9%	11,8%	6,1%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	72,37	91,02	105,65	118,32	132,30	141,91	145,45	149,09	
EBITDA-Marge	16,9%	19,0%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	19,8%	19,8%	
EBIT	60,20	69,92	83,16	94,58	107,44	116,03	119,58	122,76	
EBIT-Marge	14,1%	14,6%	15,4%	15,6%	15,9%	16,2%	16,3%	16,3%	17,5%
NOPLAT	46,35	53,84	64,03	72,83	82,73	89,34	92,08	94,52	101,38
Working Capital (WC)	115,39	131,51	148,50	166,22	185,88	197,18	202,11	207,16	
Anlagevermögen (OAV)	135,98	189,88	202,39	213,65	223,79	232,91	237,03	240,70	
Investiertes Kapital	251,37	321,39	350,90	379,88	409,67	430,09	439,14	447,86	
Kapitalrendite	26,9%	21,4%	19,9%	20,8%	21,8%	21,8%	21,4%	21,5%	22,6%
EBITDA	72,37	91,02	105,65	118,32	132,30	141,91	145,45	149,09	
Steuern auf EBITA	-13,85	-16,08	-19,13	-21,75	-24,71	-26,69	-27,50	-28,23	
Veränderung OAV	-75,00	-75,00	-35,00	-35,00	-35,00	-35,00	-30,00	-30,00	
Veränderung WC	-16,44	-16,12	-16,99	-17,72	-19,66	-11,30	-4,93	-5,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-32,91	-16,19	34,53	43,84	52,93	68,92	83,02	85,80	1285,50

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,85%
Zielgewichtung	95,00%
Fremdkapitalkosten	4,30%
Zielgewichtung	5,00%
Taxshield	24,99%
WACC	9,52%

Ermittlung fairer Wert		GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft		901,85	1003,85
Barwert expliziter FCFs		221,48	258,74
Barwert Continuing Value		680,37	745,11
Nettoschulden		27,33	58,85
Wert des Eigenkapitals		874,52	945,00
Fremde Gewinnanteile		-6,00	-6,48
Wert des Aktienkapitals		868,52	938,52
Ausstehende Aktien in Mio.		18,10	18,10
Fairer Wert der Aktie in EUR		48,00	51,87

Sensitivitätsanalyse

	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
22,1%	52,06	49,44	47,06	44,89	42,91
22,4%	52,60	49,94	47,53	45,33	43,32
22,6%	53,13	50,44	48,00	45,77	43,74
22,9%	53,66	50,94	48,46	46,21	44,15
23,1%	54,19	51,43	48,93	46,65	44,56

ZAHLEN IM ÜBERBLICK

in Mio. €	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	334,14	383,12	427,37	478,23	540,01	604,45	675,94	717,02
Umsatzkosten	-205,38	-231,23	-254,24	-283,59	-318,07	-355,13	-396,14	-419,58
Nettoergebnis	128,76	151,89	173,13	194,64	221,95	249,32	279,80	297,43
Vertriebskosten	-50,01	-54,18	-59,83	-66,95	-75,06	-83,41	-92,60	-96,80
F+E	-18,01	-21,30	-23,51	-26,30	-29,70	-33,24	-37,18	-39,44
Verwaltungskosten	-25,01	-33,38	-32,58	-34,81	-37,80	-42,31	-47,32	-50,19
sonstige Erträge	14,74	25,12	17,95	20,09	22,68	25,39	28,39	30,11
sonstige Aufwendungen	-9,01	-19,84	-14,96	-16,74	-18,90	-21,16	-23,66	-25,10
Wertminderungen	-0,13	-0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	41,60	47,95	60,20	69,92	83,16	94,58	107,44	116,03
Finanzerträge	0,28	0,36	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Finanzaufwand	-8,59	-3,98	-2,88	-2,68	-2,56	-2,51	-2,52	-2,58
EBT	33,28	44,33	57,57	67,50	80,86	92,32	105,17	113,70
Steuern	-7,37	-10,57	-13,24	-15,52	-18,60	-21,23	-24,19	-26,15
Minderheiten	-0,68	-1,58	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30
JÜ	25,23	32,18	43,03	50,67	60,96	69,79	79,68	86,25
EBITDA	51,89	60,15	72,37	91,02	105,65	118,32	132,30	141,91
EBITDA-Marge	15,7%	16,9%	19,0%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	15,7%
EBIT	41,60	47,95	60,20	69,92	83,16	94,58	107,44	116,03
EBIT-Marge	12,5%	14,1%	14,6%	15,4%	15,6%	15,9%	16,2%	12,5%
EPS je Aktie in €	1,73	2,21	2,38	2,80	3,37	3,86	4,40	4,77
Dividende je Aktie in €	0,00	0,80	0,71	0,84	1,01	1,16	1,32	1,43

Quelle: PFISTERER; GBC AG

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

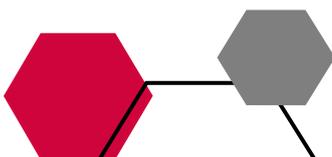
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

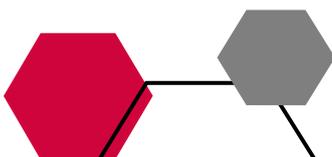
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

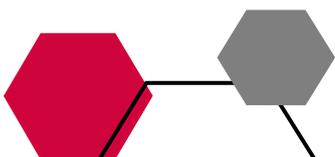
Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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