

---

## OSRAM LICHT AG

### „Selbstfahrende Autos und ein bisschen Marihuana.“

---

Stell dir vor Du hast früher Glühbirnen verkauft und jetzt helfen deine Produkte, dass selbstfahrende Autos Passanten erkennen können und nicht in andere Autos hineinrasseln. Das glaubst Du nicht? Der Kapitalmarkt irgendwie auch nicht so recht. Während Andere sich noch darüber streiten, lässt sich das Ganze für 5x EBITDA oder 9x EBIT aufsammeln...

#### **Eine kleine Einführung**

Die Geschichte der Osram Licht AG beginnt vor dem ersten Weltkrieg. Das Fantasiewort Osram ist eine Schöpfung aus den Elementen Osmium und Wolfram, welche für Glühfäden der ersten Glühbirnen verwendet wurden. Getrieben und lange getragen durch das Kernprodukt Glühbirne wächst Osram zu einem stattlichen Konzern. 1978 wird Osram hundertprozentige Tochter von Siemens. Im Rahmen der Siemens Portfolio Bereinigung wird Osram 2013 per Spin-Off an die Börse gebracht.

#### **Aufräumarbeiten**

In der neuen Eigenständigkeit beginnt Osram sich mit strategischer Weitsichtigkeit zu transformieren. 2015 kündigt Osram an das Privatkundengeschäft mit Glühbirnen und LED Lampen für allgemeine Beleuchtung abspalten zu wollen. Glühbirnen als Produkt litten zu diesem Zeitpunkt bereits seit Jahren unter einem massiven Volumenabschwung. Der Übergang zu LED Leuchtmitteln kann diesen Abschwung nicht ausgleichen, da diese offensichtlich einen nicht annähernd so dichten Ersatzzyklus haben. In einem Carveout Prozess wird die neu formierte Geschäftseinheit mit dem Namen Ledvance für einen Verkauf vorbereitet. Mit wirtschaftlicher Wirkung zum 1. März 2017 ist der Verkauf der Ledvance an ein chinesisches Konsortium abgeschlossen.

#### **Eine neue Osram**

Mit €4 Milliarden Umsatz spezialisiert sich Osram auf LEDs, welche kleiner, effizienter und über ihren Lebenszyklus hinweg günstiger sind als ihre Alternativen. LEDs können jede beliebige Wellenlänge erzeugen und sich dynamisch anpassen. Dabei passen sie in kleinere Geräte bei denen traditionelle Leuchtmittel niemals zur Anwendung kommen könnten. Dies ermöglicht neue Anwendungsbereiche wie die Photonik: Oberflächentechnik, Sensorik, Pflanzenanbau und humantherapeutische Anwendungen. Der Hauptunterschied zwischen einer LED und einem normalen Halbleiter ist das sogenannte Packaging, denn LEDs können dadurch Photonen emittieren. Das Ziel der Strategie von Osram ist es, sich als globaler Photonik und Beleuchtungssystem Anbieter zu positionieren.

Osram gliedert sich in drei Geschäftsbereiche:

(1) Special Lighting (SL / €2,2 Mrd Umsatz, €281m LTM EBITDA). SL verkauft Beleuchtungssysteme für die Automobilindustrie und Spezialanwendungen. Die globale Automobilbranche bietet viel Potential weiter mit LED Systemen zu wachsen. CEO Olaf Berlien glaubt, dass die LED Scheinwerfer-Penetration gerade einmal zur Hälfte abgeschlossen ist. Die Profitabilität des Bereichs liegt dabei mit 13% EBITDA oberhalb typischer Automobilzuliefermargen.

(2) Lightning Solutions & Systems (LSS / €954m Umsatz, -€95m LTM EBITDA). Der Bereich bietet Lichtmanagementsysteme, Steuergeräte, aber auch sogenannte „Luminaires“ an. Die Produkte inklusive damit in Zusammenhang stehender Dienstleistungen werden beispielsweise für Werbebeleuchtung, Brückenbeleuchtung und ähnliche Projekte benötigt. Das Geschäft stagniert seit Jahren und ist unprofitabel. Das liegt unter anderem daran, dass die Projekte immer individualisierter werden und damit dem Auspielen von Skaleneffekten entgegenwirken. Zumobel ist ein wesentlicher europäischer Wettbewerber, mittels welchem sich die strukturelle margenschwäche des Geschäfts verifizieren lässt. Osram kündigte im August 2018 an das „Luminaires“ Geschäft verkaufen zu wollen. Luminaires sind die fertigen Leuchtmittel, welche für Großprojekte und dekorative Elemente eingesetzt werden und mutmaßlich der größte Verlustbringer innerhalb der Osram Gruppe. Das Unternehmen verdeutlicht mit diesem Vorhaben nochmals die Ambition sich weg von margenschwächeren Endmärkten hin zu einem Technologie-Anbieter zu entwickeln.

(3) Opto Semiconductors (OS / €1,7 Mrd Umsatz, €428m LTM EBITDA). In diesem Bereich liegt die Zukunft des Osram Konzerns. Opto-Halbleiter sind lichtemittierende Halbleiter, welche als Grundlage von sämtlichen modernen Lichtsystemen verwendet werden. OS ist seit 2007 mit einem CAGR von >10% und einer EBITDA Marge von >20% gewachsen. Osram hat weltmarktführende Positionen bei LED, VCSEL, Laser, MiniLED und uLED. Die Forscher bei Osram reichen durchschnittlich drei Patentanträge pro Tag ein. Generell wächst die Industrie in den Bereichen Visualisierung, Sensorik und Therapie mit ca. 15% p.a. Dazu zählt bspw. 3D Sensorik, Vitalsignal Monitoring, hochauflösende Videowände, mobile Projektion, Roboter Sensorik, Drohnen und Überwachungsanwendungen.

### **Geld richtig anlegen**

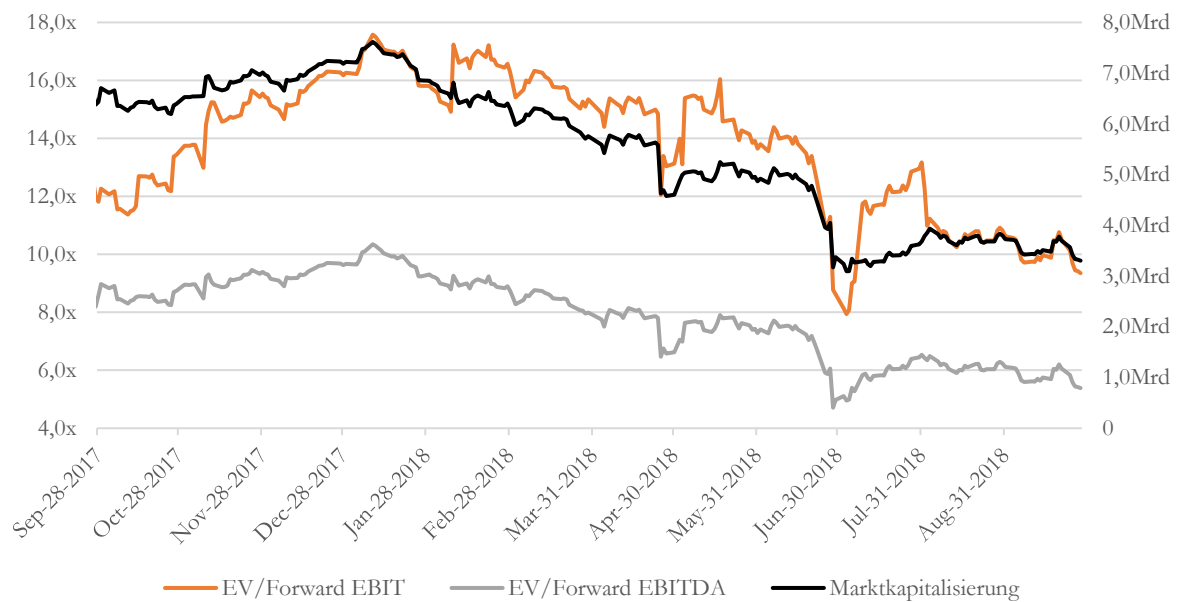
Im Kern der Osram Transformation steht die volle Konzentration auf die Halbleiterproduktion. Dazu zählt insbesondere der Bau einer der modernsten Halbleiterfabriken der Welt im malaysischen Kulim. Im November 2015 kündigt Osram an diese neue Fabrik zu bauen. Bis zu €1Mrd soll das Projekt kosten und stößt im Kapitalmarkt daher auf viel Widerstand. Die große Wette scheint jedoch aufzugehen. Das Werk ist im November 2017 ohne Verzögerung in der ersten Stufe eröffnet worden und generiert bereits Umsätze. Osram kann aus der Fabrik mit hoher Schlagzahl, Qualität und geringeren Kosten als der Wettbewerb produzieren. Auch wenn wir sehr Cash-orientierte Investoren sind, mögen wir allzu fantasielose Aktienrückkaufprogramme und hohe Ausschüttungen nicht bedingungslos. Wenn wir Unternehmen entdecken, die große interne Investitionen tätigen können, die sie auf Jahre hinweg auf die Überholspur bringen können, finden wir das sehr attraktiv. Osram ist eines dieser Unternehmen.

### **Zukunft**

Osram ist in verschiedenen Zukunftstechnologien hervorragend positioniert. Dazu zählt zum Beispiel das sogenannte LIDAR (Light Detection and Ranging) was wir Technik-Laien als Radar, nur eben mit Licht verstehen. Das brauchen zum Beispiel Autos um ihre Umgebung zu erkennen und ist damit also eine Kerntechnologie für autonomes Fahren. Darüber hinaus hat Osram intelligente LED Scheinwerfer entwickelt, die aus Tausenden kleinen Pixeln bestehen. Wenn ein anderes Auto entgegenkommt, erkennen die Scheinwerfer das, und schalten nur diejenigen Pixel aus, welche den anderen Fahrer blenden könnten. Man kann also durchgängig mit Fernlicht fahren. Im Mai 2018 erwirbt Osram darüber hinaus die Firma Fluence Bioengineering aus Austin, Texas. Die Firma entwickelt LED-Beleuchtungssysteme für Pflanzenanbau. Die Technologie ermöglicht die besonders energiesparende Vertikale Landwirtschaft. Das Geschäft floriert nicht zuletzt mit dem Wachstum der Marihuana Industrie in den USA.

### **Wieso genau jetzt Osram?**

Die Marktkapitalisierung von Osram lag im Januar 2018 noch bei über €7,5Mrd – zwei Gewinnwarnungen später verbleiben knapp €3,3Mrd. Die erste im April wurde durch einen starken US-Dollar und höhere Restrukturierungskosten ausgelöst. Die zweite Gewinnwarnung erfolgte im Juni, da deutsche Automobilhersteller ihre Erwartungen für H2 2018 nach unten korrigierten. Die Investorenlandschaft hatte für das geringer als erwartete Umsatz- und Gewinnwachstum kein Verständnis und prügelte die Aktie von €79 auf zuletzt €34 herunter. Das untenstehende Diagramm zeigt, dass es sich hierbei eher um ein sogenanntes Multiple De-Rating als eine ergebnisinduzierte Korrektur handelte.



Ironischerweise findet dieses De-Rating inmitten der Transformation Richtung Zukunftstechnologien, und während der erfolgreichen Inbetriebnahme der OS Fabrik in Kulim statt. In vielerlei Hinsicht ähnelt die neue Osram eher Halbleiter-Peers wie Infineon (15x EV/ NTM EBIT) als Automobil Unternehmen (ca. 7x EV / NTM EBIT), ist jedoch im vergangenen Jahr auf deren Level gefallen.

Die Anleger sind nach wie vor besorgt über eine mögliche Verlangsamung der Automobilvolumina und die Auswirkungen eines Handelskriegs auf die globale Lieferkette. Einkaufsmanager sind zurückhaltend bei einer ganzen Bandbreite an Produkten, da oftmals Unklarheit darüber besteht, welche Produkte und Komponenten von neuen Handelszöllen betroffen sind. Der Handelsstreit lähmt also das System von global produzierenden Technologieunternehmen.

Aus vielerlei Hinsicht ist die nun geschaffene Situation für Investoren mit einem langfristigen Horizont interessant. Dazu muss man sich ein paar einfache Fragen stellen:

Werden in fünf Jahren mehr Autos mit intelligenten LEDs ausgestattet sein?

Werden in fünf Jahren mehr Autos mit Umgebungssensorik wie LIDAR ausgestattet sein?

Werden wir in fünf Jahren flächensparender und ökologischere Agrarkultur betreiben müssen?

Hat sich Osram mit einer mutigen Großinvestition für diese Zeit auf die Überholspur bewegt?

Die Antwort auf alle diese Fragen ist unzweifelhaft: Ja. Zum Bewertungsvergleich kann man ein ähnlich vom Handelskrieg gebeuteltes Unternehmen mit guter Positionierung für die Zukunft heranziehen: KION. Die Firma produziert Gabelstapler und intelligente Lagertechnologien, welche unentbehrlich für eine von eCommerce durchzogene Welt sein werden. KION lässt sich für das 12-fache des im nächsten Jahr erwartenden EBIT erwerben. Osram schon für das 9-fache. Wir denken beide Firmen sind unterbewertet und haben eine nicht insignifikante Angstkomponente in der Bewertung. Bei Osram erhält man darüber hinaus noch einen 25%igen relativen Abschlag. In der Beleuchtungsindustrie wird der nicht annähernd so zukunftsfähig aufgestellte Osram-Wettbewerber „Zumtobel“ zum 20-fachen des EBIT gehandelt.

Man muss sich des fragilen ökonomischen Umfelds von Osram bewusst sein, welches für weitere Unruhen für den Konzern sorgen kann. Wer sich in eine erhabene langfristige Perspektive begibt, hat aber nun die Gelegenheit ein von langfristigen Zukunftstrends durchzogenes Unternehmen zu einem einstelligen EBIT Multiplikator zu bewundern. Du brauchst kein Uber, Google oder Tesla für „High-Tech-Megatrend“ Exposure. Da genügt auch die langweilige deutsche Truppe, die früher einmal Glühbirnen verkauft hat...

Frankfurt, 2. Oktober 2018

## DISCLAIMERS

**No Offer or Advice.** The information contained herein has been prepared solely for informational purposes and is not an offer to sell or purchase or a solicitation of an offer to sell or purchase an interest in any securities. CCA reserves the right to change, modify, add or remove portions of any content at any time without notice and without liability. Those who access this do so at their own initiative. You acknowledge that the content of this document is for general, informational purposes only and is not intended to constitute an offer to sell or buy any securities or promise to undertake or solicit business, may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. We do not provide investment or other advice, and this is not to be deemed a recommendation that anyone buy, sell or hold any security or other investment or that you pursue any investment style or strategy. You should consult with your own advisers with respect to your individual circumstances and needs.

**No Warranties or Liability.** We are not responsible for any damages that result from your use of this information. We have compiled this in good faith and while we use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information, this is provided on an "as is" basis with no warranties of any kind. We do not warrant that the information is accurate, reliable, up to date or correct. Your use of this information is solely at your own risk.

**Confidentiality.** This information is confidential. Recipients may not disclose any of this information to any person or use it for any purpose other than those permitted by us in writing. Information in this document is exclusively directed towards professional investors domiciled in Germany according to section 31a of the Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG). Investment advice and investment brokerage according to section 1 paragraph 1a No. 1a German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG) will be provided for the account and under the liability of BN & Partners Capital AG according to section 2 paragraph 10 German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG). BN & Partners Capital AG has the required authorisation of Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) according to section 32 German Banking Act.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese „WM“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen. Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Datum: 2. Oktober 2018. Herausgeber: CCA GmbH / Hasengasse 21 / 60311 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.