



## Researchstudie (Anno)



**GJ 2021 mit deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwächsen abgeschlossen; Halbjahr 2022 über Erwartungen**

-

**Erwartete Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie sollte zu einer dynamischen operativen Entwicklung führen**

-

**GBC-Schätzungen konservativ angehoben; Kursziel erhöht**

**Kursziel: 5,10 € (bisher: 4,65 €)**

**Rating: Kaufen**

### WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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“

## sdm SE \*1,4;5a;6a,7;11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 5,10 €**  
**(Bisher: 4,65 €)**

Aktueller Kurs: 4,34 €  
25.07.22 / Xetra /  
(11:55 Uhr)  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A3CM708  
WKN: A3CM70  
Börsenkürzel: 75S  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,46  
Marketcap<sup>3</sup>: 15,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 14,04  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Streubesitz: ca. 15,9%

Transparenzlevel:  
Primärmarkt  
(Börse Düsseldorf)

Marktsegment  
Freiverkehr  
(Open Market)

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsors:  
Wolfgang Steubing AG

### Analysten:

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Sicherheit (Security)

Fokus: Sicherheitsdienstleistungen

Mitarbeiter der sdm-Gruppe: 300 (Jahresdurchschnitt 2021)

Firmensitz: München

Gründung: Konzern / Kernbeteiligung sdm KG: 2020 / 2002

Vorstand: Oliver Reisinger

Die sdm SE zählt zu den führenden Sicherheitsdienstleistungsunternehmen in der Metropolregion München. Das Unternehmen verfügt über ein breites Leistungsangebot an sicherheitsspezifischen Dienstleistungen. Diese reichen vom Werk- und Objektschutz, über Wert- und Geldtransporte bis hin zur Organisation von Veranstaltungen und effektiven Personenschutz. Die sdm-Gruppe wies im Jahr 2021 eine Kundenstruktur mit mehr als 80 Bestands- und Projektkunden auf. Den Großteil hiervon bildeten große kommunale und städtische Auftraggeber. Daneben gehören u.a. auch Konsulate, Krankenhäuser, Impfzentren, AnKER-Zentren, Stiftungen, Privatpersonen, Hotels und der Einzelhandel zum Kundenkreis des Unternehmens. Mit ihren rund 300 Mitarbeitern konnte die Sicherheitsdienstleistungsgesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr rund 13,0 Mio. € Umsatz erzielen.

Volumen in Tsd. €



GuV in Mio. EUR\ GJ.-Ende	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	10,38	12,99	16,97	20,68	23,33
EBITDA	0,88	1,40	1,79	1,90	2,24
EBIT	0,87	1,39	1,76	1,88	2,20
Konzernergebnis (EAT)	0,69	1,15	1,22	1,31	1,53

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	0,23	0,33	0,35	0,38	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,08*	0,10	0,12	0,14

\*geplante Ausschüttung der sdm SE

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,35	1,08	0,83	0,68	0,60
EV/EBITDA	15,95	10,03	7,84	7,39	6,27
EV/EBIT	16,14	10,10	7,98	7,47	6,38
KGv	21,74	13,04	12,29	11,45	9,80
KBV		3,22			

### Finanztermine

25.08.2022: Hauptversammlung  
Sept. 2022: Halbjahresbericht 2022  
Okt. 2022: Mitteilung zu Q3 2022  
Dez. 2022: MKK (München)

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
27.04.2022: RS / 4,65 / KAUFEN  
14.02.2022: RS / 4,65 / KAUFEN  
30.11.2021: RS / 4,58 / KAUFEN  
11.10.2021: RS / 4,09 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß veröffentlichter Geschäftszahlen hat die sdm SE (sdm) auch im vergangenen Geschäftsjahr 2021 mit einem Umsatzanstieg um 25,1% auf 12,99 Mio. € (VJ: 10,38 Mio. €) seinen eingeschlagenen Wachstumskurs dynamisch fortgesetzt. Als wesentlicher Wachstumstreiber erwies sich erneut die Fest – und Objektbewachung. Damit wurde die Unternehmensguidance (Umsatz von ca. 12,50 Mio. €) und auch unsere Umsatzschätzung (Umsatz GBCe: 12,50 Mio. €) übertroffen.
- Parallel zur dynamischen Umsatzentwicklung hat das Unternehmen auch überproportionale Ergebniszuwächse erzielt. So wurde das operative Ergebnis (EBIT) im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 58,6% auf 1,38 Mio. € (VJ: 0,87 Mio. €) gesteigert. Damit hat sdm auch seine Ergebnisguidance (EBIT zwischen 1,20 Mio. € und 1,25 Mio. €) übertroffen. Unsere Ergebnisprognose (EBIT GBCe: 1,20 Mio. €) wurde ebenfalls übererfüllt. Auf Nettoebene wurde ein Anstieg um 66,7% auf 1,15 Mio. € (VJ: 0,69 Mio. €) erzielt.
- Basierend auf den veröffentlichten Halbjahreszahlen 2022 der Gesellschaft hat sdm auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres seinen profitablen Wachstumskurs fortgesetzt. So sind die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich um 40,0% auf 8,57 Mio. € (1.HJ 2021: 6,12 Mio. €) und das EBIT um 40,0% auf 1,26 Mio. € (1. HJ 2021: 0,90 Mio. €) angestiegen. In Anbetracht der sehr erfreulichen Geschäftsentwicklung und der weiterhin hohen Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen, hat das Management mit Vorlage der Halbjahreszahlen seinen bisherigen Ausblick 2022 (EBIT von mindestens 1,45 Mio. €) bestätigt und eine Konkretisierung der bisherigen Guidance im weiteren Jahresverlauf in Aussicht gestellt.
- Vor dem Hintergrund der sehr überzeugenden Halbjahreszahlen, der weiterhin positiven Rahmenbedingungen (anhaltend hohe Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen etc.) und dem bestätigten Unternehmensausblick, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 angehoben. In Anbetracht der aktuellen Unternehmensperformance sind unsere Ergebnisschätzungen trotz Anhebung als eher konservativ einzustufen. Für das aktuelle Geschäftsjahr 2022 rechnen wir nun mit Umsatzerlösen von 16,97 Mio. € (zuvor: 16,09 Mio. €) und einem EBIT von 1,76 Mio. € (zuvor: 1,45 Mio. €). In Bezug auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir Umsatzerlöse von 20,68 Mio. € (zuvor: 20,28 Mio. €) und ein EBIT von 1,88 Mio. € (zuvor: 1,78 Mio. €). Für das Geschäftsjahr 2024 rechnen wir weiterhin mit Umsatzerlösen von 23,33 Mio. € und einem EBIT von 2,20 Mio. €.
- **Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angehobenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 ein neues Kursziel in Höhe von 5,10 € (zuvor: 4,65 €) je Aktie ermittelt. Kurszielerhöhend hat sich ebenfalls der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2023 statt zuvor 2022) ausgewirkt. Entgegengesetzt wirkten hingegen angestiegene Kapitalkosten (risikofreier Zins aktuell 0,80%, statt zuvor 0,25%). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein attraktives Kurspotenzial.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Unternehmensstruktur zum 31.12.2021 .....	4
Geschäftsmodell und Leistungsangebot .....	5
Kundenstruktur.....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland.....	7
<b>Unternehmensentwicklung und Prognose.....</b>	<b>9</b>
Historische Unternehmensentwicklung .....	9
Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle/finanzielle Situation der sdm AG .....	11
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022 .....</b>	<b>12</b>
SWOT-Analyse .....	13
Prognosen und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
<b>Bewertung .....</b>	<b>17</b>
Modellannahmen .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis .....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

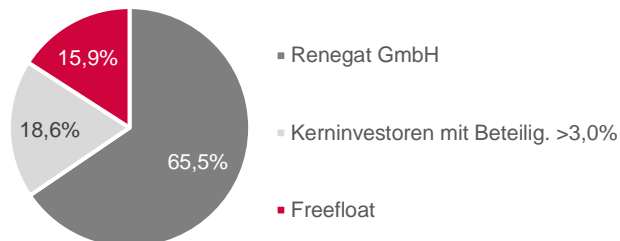
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

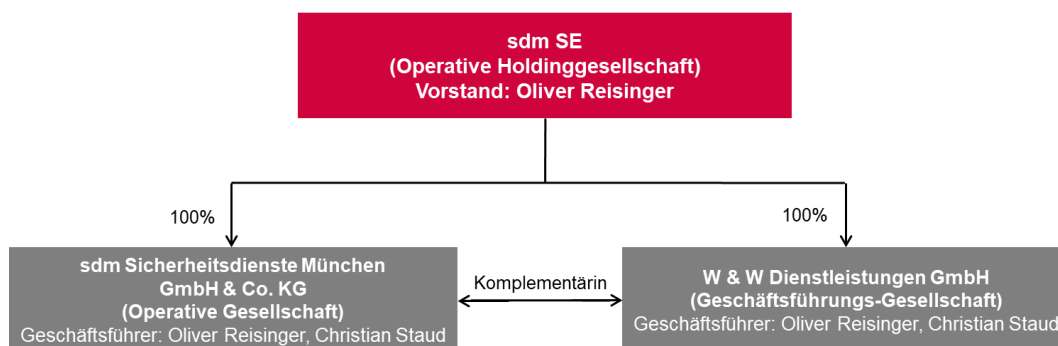
Anteilseigner in %	Stand: Juni 2022
Renegat GmbH*	65,5%
Kerninvestoren mit Beteilig. >3,0%	18,6%
Freefloat (Streubesitz)	15,9%

Quelle: sdm SE

\*dem Vorstand Oliver Reisinger zuzurechnen



### Unternehmensstruktur zum 31.12.2021



Quelle: sdm SE; GBC AG

Die sdm SE mit Sitz in München ist eine operative Holdinggesellschaft, die über die beiden Tochtergesellschaften (jeweils 100%ige Beteiligung) sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG (sdm KG) und die W & W Dienstleistungen GmbH verfügt. Erstere ist derzeit die alleinige Beteiligung, die auch ein operatives Geschäft mit dem Fokus auf Sicherheitsdienstleistungen ausübt und stellt damit die wichtigste Beteiligung der Holding dar.

Die Tätigkeit der W & W Dienstleistungen GmbH (Geschäftsführungs-Gesellschaft) beschränkt sich auf die Übernahme der Geschäftsführung und Vertretung der sdm KG als deren persönlich haftende Gesellschafterin. Als geschäftsführende Gesellschaft der sdm KG beschäftigt sie neben der Geschäftsführung keine weiteren Mitarbeiter.

Die sdm SE bildet zudem die strategische Management- und Finanzholdinggesellschaft der sdm-Gruppe und übt hierbei zentrale Leitungsfunktionen aus und stellt gemeinsam genutzte Dienstleistungen unter anderem in den Bereichen Finanzen, Administration, Human Resources, Investor Relations, IT, Strategie und Public Relations und Corporate Affairs für die Gruppe zur Verfügung. Die Muttergesellschaft fokussiert sich hauptsächlich auf die Strategie, Public Relations, Verwaltung und Controlling ihrer Beteiligungen, sowie die Entwicklung der gesamten Unternehmensgruppe.

## Geschäftsmodell und Leistungsangebot

Die Kernbeteiligung der sdm-Gruppe, die sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG, ist ein Dienstleister im Sicherheitsgewerbe mit einer strategischen Marktausrichtung auf Bayern und explizit auf die Metropolregion München. Im Rahmen ihrer Positionierung sieht sich das Unternehmen als „Qualitätsanbieter“ von Sicherheitsdienstleistungen.

In diesem Regionalmarkt erwirtschaftet diese Sicherheitsgesellschaft derzeit 100,0% ihrer Umsätze und bietet Sicherheitsdienstleistungen für Unternehmen, öffentlich-rechtliche Auftraggeber und Privatpersonen an. Diese Sicherheitsleistungen lassen sich in nachfolgende Bereiche aufteilen:

Leistungsangebot der sdm-Gruppe			
Werk- und Objektschutz	Revier- & Streifen-dienst	Werttransporte & Kurierfahrten	Schließdienste
Sicherheit bei Messen & Events	Schlüssel- & Datenträger-verwaltung	Personenschutz	Außerdem in geringem Umfang: Empfangs-, Reinigungs- & Chauffeur-dienste

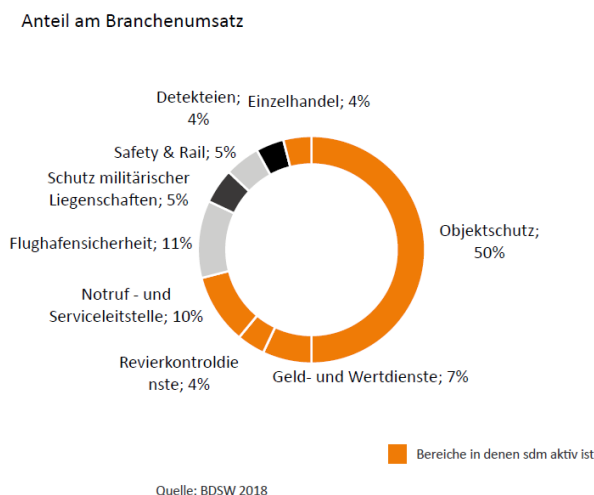
- Konzeption und Umsetzung individueller Sicherheitsstrategien
- Cross-Selling-Potenziale
- Keine Abhängigkeit von einzelnen Bereichen
- Fokus auf Marge & weniger auf Umsatz

Quelle: sdm SE; GBC AG

Die sdm SE verfügt damit über ein breites Portfolio an verschiedenen Sicherheitsdienstleistungen. Hierbei ist anzumerken, dass der Werk- und Objektschutz sowie der Revier- und Streifendienst das Kerngeschäft des Unternehmens bilden. Entsprechend wurden laut Unternehmensangaben im vergangenen Geschäftsjahr rund 80,0% der Umsätze im Bereich des Objektschutzes erwirtschaftet. Beide Kerngeschäftsfelder ermöglichen traditionell eine gute Planbarkeit der Sicherheitsdienstleistungen und sorgen für eine hohe personelle Auslastung.

Mit ihrem umfangreichen Leistungsangebot deckt die sdm-Gruppe auch die bedeutendsten Segmente des Gesamtmarktes der Sicherheitswirtschaft ab. Die folgende Grafik illustriert, in welchen wesentlichen Marktbereichen der Sicherheitsbranche die sdm aktiv ist.

## SICHERHEITSBRANCHE IM DETAIL



Quelle: sdm SE, BDSW 2018

## Kundenstruktur

Die sdm-Gruppe besitzt laut eigenen Angaben aktuell eine Kundenstruktur von rund 80 Bestands- und Projektkunden. Den Großteil hiervon bilden große kommunale und städtische Auftraggeber. Daneben gehören Konsulate, Krankenhäuser, Impfzentren und „Anker-Zentren“ (Bündelung von Ankunft, Entscheidung und Rückführung bzgl. Flüchtlingen an einem Ort), Stiftungen, Privatpersonen, Hotels und der Einzelhandel zum Kundenkreis der sdm.

Für kommunale und städtische Aufträge nimmt das Unternehmen an Ausschreibungen teil. Die sdm ist langjähriger Security-Partner der Stadt München. Die längste Zusammenarbeit bzgl. eines Auftrages besteht laut Unternehmensangaben seit 12 Jahren. Die Verträge des Unternehmens laufen in der Regel zwischen einem und fünf Jahren und verfügen über eine Verlängerungsoption.

Nachdem in der Vergangenheit die öffentlichen Auftraggeber wie die Stadt München oder die Regierung von Oberbayern einen dominanten Anteil des Kundenstammes besetzt haben, sind nach der Einführung eines neuen Marketings nun auch verstärkt gewerbliche Kunden, wie z.B. Automobilhersteller, Hotels und Handelsunternehmen, Teil des Kundenkreis der Gesellschaft.

Die nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über die Kundenstruktur der sdm-Gruppe:



### Solide Kundenstruktur mit dem Schwerpunkt „öffentliche Hand“

- Zu den Kunden der sdm gehören:
  - Behörden und öffentliche Einrichtungen: u.a. Konsulate, Krankenhäuser, Impfzentren
  - Unternehmen: u.a. Einzelhandel, Oktoberfest, Hotels
- Mehr als 80 Bestandskunden in 2021
- Vertragsdauer 1 bis 5 Jahre (in der Praxis sehr stabile Beziehungen)
- 78,0% Umsatz mit Stadt, Land, Landkreisen, Kommunen
  - Kein Risiko, da verlässliche Partner ohne Zahlungsausfälle und pünktlichen Zahlungen
  - Dennoch sollen mehr Unternehmenskunden den öffentlichen Anteil reduzieren

Quelle: sdm SE; GBC AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland

Der sdm-Konzern ist mit seinem umfassenden Leistungsangebot in der boomenden Sicherheitsdienstleistungsbranche aktiv. Bei diesem bedeutenden Sektor handelt es sich um eine multimilliardenschwere Branche.

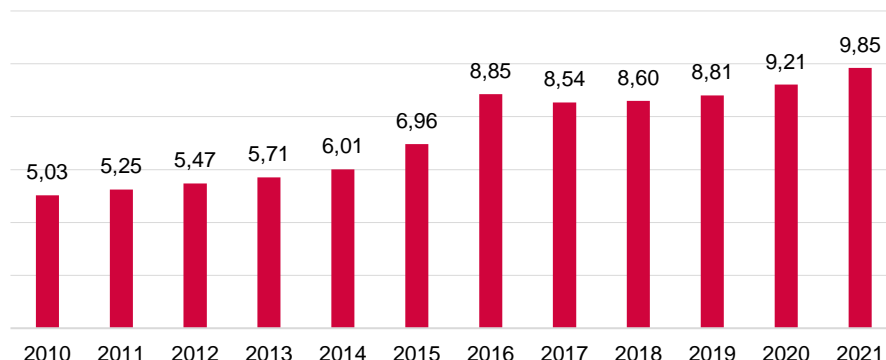
Die deutsche Sicherheitswirtschaft leistet mit zuletzt rund 260.000 Mitarbeitern (BDSW) im Jahr 2021 einen wesentlichen Beitrag zur inneren Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland. Gemäß dem Branchenverband BDSW (Bundesverband der Sicherheitswirtschaft) waren diese Sicherheitskräfte im Jahr 2019 in rund 4.100 Wach- und Sicherheitsunternehmen beschäftigt und sind damit nahezu gleichauf mit der personellen Stärke der Polizei (Polizeistärke 2016: 274.441 Beamte). Bei den meisten dieser Sicherheitsunternehmen handelt es sich um Klein- und Kleinstunternehmen.

Die Security-Unternehmen unterstützen in vielen Fällen die alltägliche Arbeit der Polizeikräfte (z.B. an Flughäfen die Bundespolizei). Laut Branchenexperten ist das langfristige Ziel eine enge strategische Partnerschaft mit der Polizei. In vielen Bundesländern hat die Sicherheitswirtschaft bereits Kooperationsverträge mit den jeweiligen Polizei-Behörden geschlossen.

Die Sicherheitsdienstleistungsbranche kann allgemein als eine sehr stark fragmentierte Industrie angesehen werden. Zu den wesentlichen Erfolgsfaktoren der Branche im „Qualitätssegment“ zählen insbesondere ein positives Image, eine hohe Qualität der Leistung und ein attraktives Preis-Leistungs-Verhältnis.

Ein wesentlicher Treiber der Sicherheitsbranche ist vor allem ein allgemein verstärktes Sicherheitsbedürfnis von Staat, Wirtschaft und seitens der Bevölkerung, was zu einer ansteigenden Nachfrage nach Sicherheitsleistungen führt. Diese zunehmende Nachfrage resultiert u.a. aus einem abnehmenden Sicherheitsgefühl der Bevölkerung und der allgemeinen Sicherheitslage (verstärktes Gewaltpotenzial, wachsende Gefahr von Wirtschaftskriminalität und Terroranschlägen etc.).

#### Entwicklung der Sicherheitswirtschaft in Deutschland (Mrd. €)\*



Quelle: BDSW; GBC AG \*Umsätze der Wach- und Sicherheitsdienste sowie Detekteien

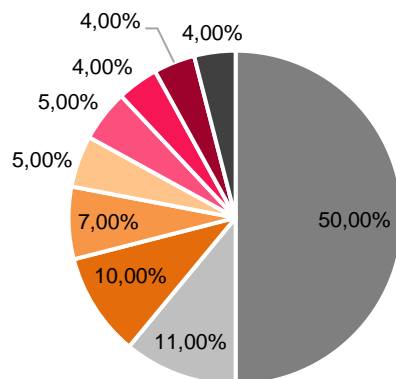
Basierend auf der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen konnte die Sicherheitsdienstleistungswirtschaft laut dem Branchenverband BDSW auch in 2021 einen erneuten Umsatzzanstieg um 6,9% auf 9,85 Mrd. € (VJ: 9,21 Mrd. €) verzeichnen und damit einen neuen Rekordwert erzielen. Damit hat sich der Branchenumsatz seit dem Jahr 2009 auf über 9,00 Mrd. € fast verdoppelt. Das durchschnittliche jährliche Wachstum seit 2010 betrug hierbei 6,30% (CAGR).



Vom Gesamtumsatz der Sicherheitswirtschaft des Jahres 2021 entfielen hierbei 50,0% auf Objektschutzdienste, 11,0% auf Flughafensicherheit, 10,0% auf Notruf- und Serviceleitstellendienste, 7,0% auf Geld- und Wertdienste, 5,0% auf den Schutz militärischer Liegenschaften, 5,0% auf Safety & Rail und jeweils 4,0% auf Revierkontrolldienste, Detekteien und den Einzelhandel.

**Verteilung des Gesamtumsatzes (2021: 9,67 Mrd. €\*) der Sicherheitswirtschaft**

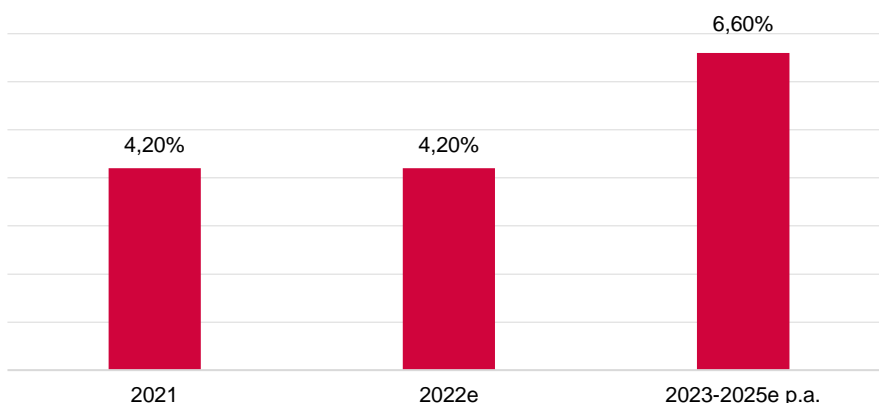
- Objektschutzdienst
- Notruf- und Serviceleitstelle
- Safety & Rail
- Revierkontrolldienste
- Flughafensicherheit
- Geld- und Wertdienste
- Schutz militärischer Liegenschaften
- Detekteien



Quelle: BDSW; GBC AG \*vorläufiger Wert

Laut einer repräsentativen Studie der Branchenexperten von Lünendonk erwarten die deutschen Sicherheitsdienstleistungsunternehmen für das laufende Geschäftsjahr ein Wachstum von 4,20%. Für die Jahre 2023 bis 2025 sind sie noch optimistischer und rechnen mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6,60% (CAGR).

**Erwartetes Wachstum der Sicherheitsdienstleister in Deutschland (in Mrd. €)**



Quelle: Lünendonk; SBF AG

Insgesamt sehen wir sdm sehr gut positioniert, um von der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen in Deutschland zu profitieren. Zudem sollte das Unternehmen auch durch eine Fortsetzung der verschärften Branchenregulierung beflügelt werden können, da sich hierdurch die Wettbewerbssituation (höhere Markteintrittsbarrieren für Unternehmen) spürbar verbessert. Daneben sollte auch die voranschreitende Marktkonsolidierung attraktive Chancen für das Unternehmen eröffnen.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

### Historische Unternehmensentwicklung

Kennzahlen in Mio. EUR	2019	2020	2021
Umsatzerlöse	8,93	10,38	12,99
EBIT	0,40	0,87	1,38
EBIT-Marge	4,5%	8,3%	10,7%
Nettoergebnis	0,30	0,69	1,15

Quelle: sdm SE

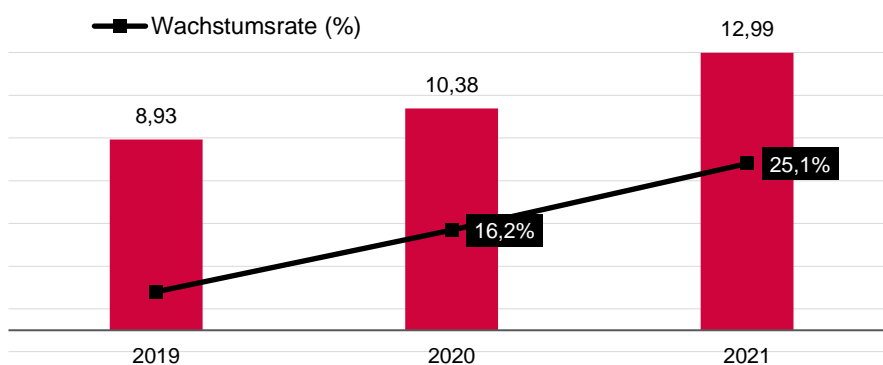
### Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Das vergangene Geschäftsjahr des sdm-Konzerns war vor allem geprägt durch Wachstum und die weitere Diversifizierung der Kundenstruktur.

Bedingt durch eine starke Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen durch Behörden, Unternehmen und Privatpersonen konnte sdm im abgelaufenen Geschäftsjahr einen dynamischen Umsatzanstieg um 25,1% auf 12,99 Mio. € (VJ: 10,38 Mio. €) erzielen und damit deutlich stärker wachsen als die Sicherheitsdienstleistungsbranche (Branchenwachstum lt. BDSW in 2021: rund 6,9%). Die herausgegebene Umsatzguidance (Umsatz von ca. 12,50 Mio. €) wurde somit übertroffen. Auch unsere Umsatzschätzung (Umsatz: 12,50 Mio. €) wurde übererfüllt.

Unserer Einschätzung nach war hierbei der wesentliche Umsatzwachstumstreiber der erfolgreiche Ausbau des Bestandskundengeschäfts, v.a. mit Behördenkunden („öffentliche Hand“). Damit ist es dem Unternehmen erneut gelungen, wesentlich stärker als die Sicherheitsdienstleistungsbranche zu wachsen (Branchenwachstum lt. BDSW in 2021: rund 6,9%).

### Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: sdm SE; GBC AG

Die sdm konnte laut eigenen Aussagen neben dem allgemeinen Branchenwachstum auch von der Schwäche einiger Wettbewerber profitieren und im Zuge dessen neue Objekt- und Zusatzbewachungen gewinnen. Zudem hat der verstärkte Aufbau von Geschäftskunden ebenfalls zur positiven Umsatzentwicklung beigetragen. So konnten neben kleineren Bewachungsaufträgen (teilweise auch saisonal) auch der renommierte Fußballclub FC Bayern München in den Kundenkreis aufgenommen werden.

Die erwirtschafteten Umsatzerlöse des abgelaufenen Geschäftsjahres 2021 basierten auf einer Kundenstruktur von mehr als 80 Bestands- und Projektkunden. Den Großteil hiervon bildeten große kommunale und städtische Auftraggeber. Daneben gehörten u.a.

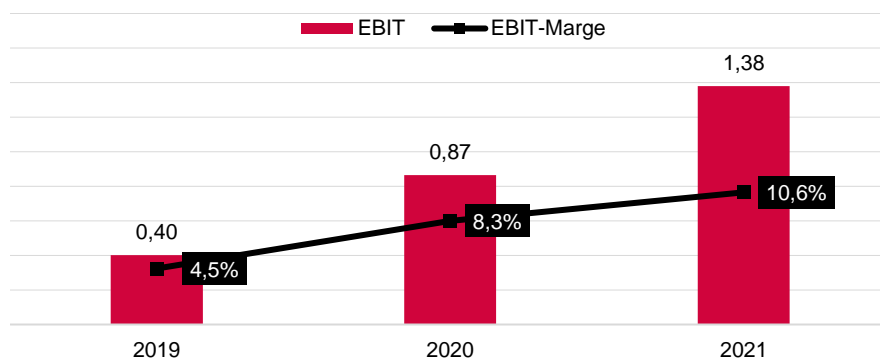
auch Konsulate, Krankenhäuser, Impfzentren, AnKER-Zentren, Stiftungen, Privatpersonen, Hotels und der Einzelhandel zum Kundenkreis der Gesellschaft.

In Bezug auf die Verteilung der erwirtschafteten Umsatzerlöse entfiel mit rund 80,0% der überwiegende Teil der Erlöse auf Fest- und Objektbewachung. Die restlichen Umsatzerlöse verteilten sich auf sonstige Sicherheitsdienstleistungen, wie z.B. Werttransporte, Kurierfahrten oder Personenschutz.

Alles in allem hat sdm damit auch im abgelaufenen Geschäftsjahr von der in der jüngsten Vergangenheit vorgenommenen Neupositionierung und Optimierung der Unternehmensstruktur sowie des Geschäftsmodells entscheidend profitiert.

Die positive Umsatzentwicklung hat sich ebenfalls in der Ergebnisentwicklung deutlich niedergeschlagen. Im Vergleich zum Umsatz legte der Gewinn auf allen Ergebnisebenen deutlich überproportional zu. So ist das Betriebsergebnis (EBIT) im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 58,6% auf 1,38 Mio. € (VJ: 0,87 Mio. €) angestiegen. Parallel hierzu wurde die EBIT-Marge signifikant auf 10,6% (VJ: 8,3%) gesteigert. Laut Unternehmensangaben konnte sdm in nahezu allen Geschäftsaktivitäten seine Margenvorstellungen durchsetzen, was sich deutlich positiv auf die erzielte Profitabilität ausgewirkt hat. Damit hat sdm auch seine Ergebnisguidance (EBIT: 1,20 Mio. € bis 1,25 Mio. €) übertroffen. Unsere Ergebnisprognose (EBIT: 1,20 Mio. €) wurde ebenfalls übererfüllt.

#### Historische Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge (in Mio. € / in %)



Quelle: GBC AG; sdm SE

Unter Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanz- und Steuereffekten wurde ein Nettoergebnis in Höhe von 1,15 Mio. € erwirtschaftet, welches im Vergleich zum Vorjahr um 66,7% (VJ: 0,69 Mio. €) angewachsen ist. Gleichzeitig ist hierbei die Nettomarge auf 8,9% (VJ: 6,6%) angestiegen.

Vor dem Hintergrund der sehr erfreulichen Geschäftsentwicklung und den weiterhin guten Geschäftsperspektiven, plant das Management des Unternehmens auf der kommenden Hauptversammlung am 25. August 2022 eine Dividende von 8 Eurocent je Aktie vorzuschlagen.

**Insgesamt konnte sdm auch im vergangenen Geschäftsjahr seinen profitablen Wachstumskurs dynamisch fortsetzen und das Nettoergebnis überproportional steigern. Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung wurde hauptsächlich vom Kerngeschäft „Objektbewachung“ getragen. Daneben ist es der Gesellschaft erfolgreich gelungen, die Kundenstruktur in Richtung Geschäftskunden weiter zu diversifizieren.**

## Bilanzielle/finanzielle Situation der sdm AG

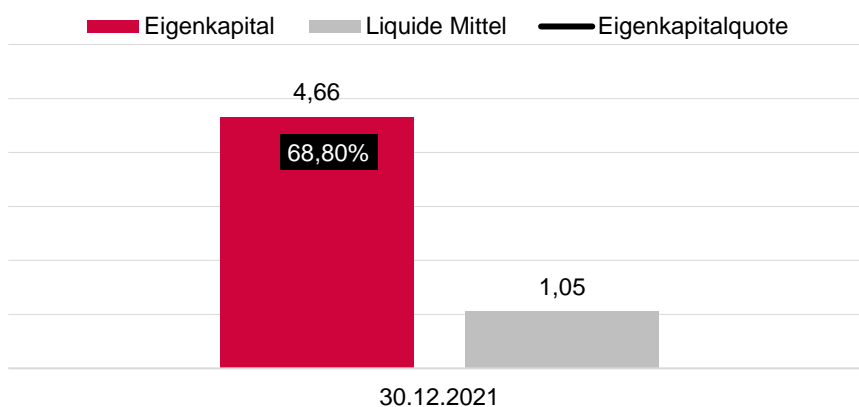
Ausgewählte Positionen der Pro-forma Konzernbilanz der sdm SE (in Mio. €)	31.12.2021
Eigenkapital	4,66
Eigenkapitalquote (in %)	68,8%
Immaterielle Vermögenswerte	3,00
davon Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill)	3,00
Forderungen	2,40
Liquide Mittel (Kasse & Bankguthaben)	1,05
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,09
Nettoverschuldung	0,96
Bilanzsumme	6,78

Quelle: GBC AG

Da sdm bisher keine Konzernbilanz aufgestellt hat, wird nachfolgend die Pro-forma Konzernbilanzstruktur der sdm SE beleuchtet und analysiert. Die Aktivseite der sdm-Konzernbilanz zum 31.12.2021 ist vor allem geprägt durch immaterielle Vermögenswerte (Anteil: 44,3%), wobei diese überwiegend auf aktivierten Geschäfts- und Firmenwerten basieren. Diese resultieren aus der Kapitalkonsolidierung der in den Konzern über eine Sachkapitalerhöhung eingebrachten Gesellschaften sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG und W & W Dienstleistungen GmbH.

Daneben stellen weitere wichtige Posten der Aktivseite der Konzernbilanz Forderungen (zum 31.12.2021: 2,40 Mio. €) und vorhandene liquide Mittel (zum 31.12.2021: 1,05 Mio. €) dar. Die zinstragenden Verbindlichkeiten bzw. Bankdarlehen beliefen sich zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres lediglich auf 0,09 Mio. €. Damit ist die sdm quasi Bankschuldenfrei.

### Eigenkapital und Eigenquote zum Ende des Geschäftsjahres 2020 (in Mio. & in %)



Quelle: GBC AG

Die Passivseite der Konzernbilanz wird vor allem dominiert durch den hohen Eigenkapitalanteil. Dieser lag zum 31.12.2021 bei 68,8% und erreichte damit ein überdurchschnittliches Niveau.

**Insgesamt verfügt die sdm SE über eine solide bilanzielle Struktur. Durch das profitable Sicherheitsdienstleistungsgeschäft mit relativ stabilen Umsätzen und dem hohen Liquiditätsbestand, befindet sich sdm in einer komfortablen finanziellen Lage.**

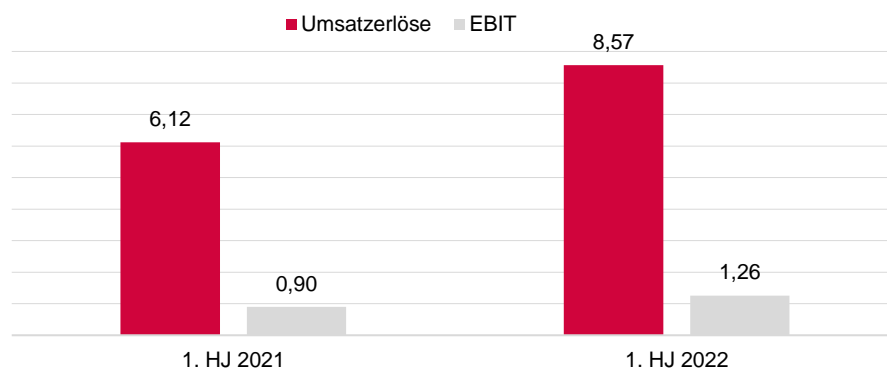
## Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022

Kennzahlen (in Mio. €)	1. HJ 2021	Δ zum VJ	1. HJ 2022
Umsatzerlöse	6,12	+40,0%	8,57
EBITDA	0,89	+42,7%	1,27
EBITDA-Marge	14,5%	k.A.	14,8%
EBIT	0,90	+40,0%	1,26
EBIT-Marge	14,7%	k.A.	14,7%

Quelle: sdm SE; GBC AG

Am 12. Juli 2022 hat die sdm zudem ihre vorläufigen Geschäftszahlen zum ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres bekannt gegeben. Hiernach konnte der Sicherheitsdienstleister nach einem sehr starken Auftaktquartal auch im zweiten Quartal 2022 seinen positiven Umsatz- und Ergebnistrend dynamisch fortsetzen. So konnten die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich um 40,0% auf 8,57 Mio. € (VJ: 6,12 Mio. €) gesteigert werden. Als wesentlicher Erlösbringer erwies sich laut Unternehmensangaben der Werk- und Objektschutz von Behörden, öffentlichen Einrichtungen und Unternehmen.

### Umsatz- und EBIT-Entwicklung im 1. Halbjahr 2022 (in Mio. €)



Quelle: sdm SE; GBC AG

Parallel zur erfreulichen Umsatzentwicklung gab es ebenfalls auf allen Ergebnisebenen deutliche Zuwächse. Entsprechend ist das EBIT in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres um 40,0% auf 1,26 Mio. € angestiegen. Da sdm laut eigenen Angaben praktisch schuldenfrei ist und über keine wesentlichen Abschreibungen verfügt, lagen EBITDA und EBT ebenso auf diesem Niveau.

Basierend auf der sehr positiven Geschäftsentwicklung hat sdm seine bisher herausgegebene Ergebnisguidance für die aktuelle Geschäftsperiode bestätigt und eine Konkretisierung dieser Prognose im weiteren Jahresverlauf angekündigt. Das Management des Unternehmens rechnet zunächst weiterhin mit einem EBIT von mindestens 1,45 Mio. €, wobei zugleich das frühzeitige Erreichen dieser Zielmarke in Aussicht gestellt wurde. Wir gehen davon aus, dass die Unternehmensguidance im weiteren Jahresverlauf erhöht wird und heben unsere Prognose bereits jetzt leicht an.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bedeutende Marktposition (Top-5-Position) in der Metropolregion München</li> <li>• Langjährige, relativ stabile Kundenbeziehungen, v.a. im öffentlichen Sektor</li> <li>• Loyale Kunden, die nur in besonderen Fällen, wie z.B. bei massiver Verletzung der geforderten Sicherheitsdienstleistung, den Security-Provider wechseln würden</li> <li>• Sehr enge Vernetzung zu behördlichen Kunden, die für eine hohe Planbarkeit der Umsatzerlöse sorgen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit von leitenden Personen, v.a. auf Ebene des Top-Managements</li> <li>• Der überwiegende Teil der Umsatzerlöse basiert derzeit noch auf wenigen öffentlichen Kunden, jedoch besteht eine gegenseitige Abhängigkeit, da der Wechsel eines Sicherheitsdienstleisters nicht ohne weiteres möglich ist</li> <li>• Größere Kundenaufträge erfordern hohe personelle Kapazitäten, die i.d.R. nicht ohne einen höheren Aufwand beschafft werden können und damit eine längere Beschaffungszeit in Anspruch nehmen.</li> <li>• Derzeit noch geringe Unternehmensgröße mit zuletzt Umsatzerlösen in Höhe von rund 13,00 Mio. €</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gute regionale Positionierung (Metropolregion München) im Wachstumsmarkt Sicherheitsdienstleistungen bei der öffentlichen Hand</li> <li>• Hohe Cross-Selling-Potenziale, v.a. bei Gewerbekunden</li> <li>• Durch einen verstärkten Technologieinsatz können bei ausgewählten Sicherheitsdienstleistungen erhebliche Skaleneffekte erzielt werden, z.B. im Bereich der Videoüberwachungen</li> <li>• Zusätzliche Wachstumsmöglichkeiten durch eine regionale Ausweitung des Geschäfts, eine Verbreiterung des Leistungsangebots und avisierte M&amp;A-Maßnahmen</li> <li>• Eine Verschärfung der Regulierung könnte zu einer weiteren Marktberreinigung führen und damit die Geschäftsentwicklung von „Qualitätsanbietern“ wie sdm zusätzlich beflügeln</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Sicherheitsdienstleistungsmarkt könnte sich schwächer entwickeln als erwartet</li> <li>• Neue oder umfangreichere Richtlinien können die Geschäftsentwicklung kurzfristig bremsen und zu deutlichen Sonderkosten führen</li> <li>• Große internationale Sicherheitsanbieter könnten sich verstärkt auf dem lukrativen deutschen Sicherheitsdienstleistungsmarkt engagieren und damit für einen erhöhten Wettbewerb sorgen.</li> </ul>

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (Neu)	GJ 2022e (Alt)	GJ 2023e (Neu)	GJ 2023e (Alt)	GJ 2024e
Umsatzerlöse	12,99	16,97	16,09	20,68	20,28	23,33
EBITDA	1,40	1,79	1,48	1,90	1,81	2,24
EBIT	1,38	1,76	1,45	1,88	1,78	2,20
Nettoergebnis	1,15	1,22	1,01	1,31	1,24	1,53

Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

### Umsatzprognosen

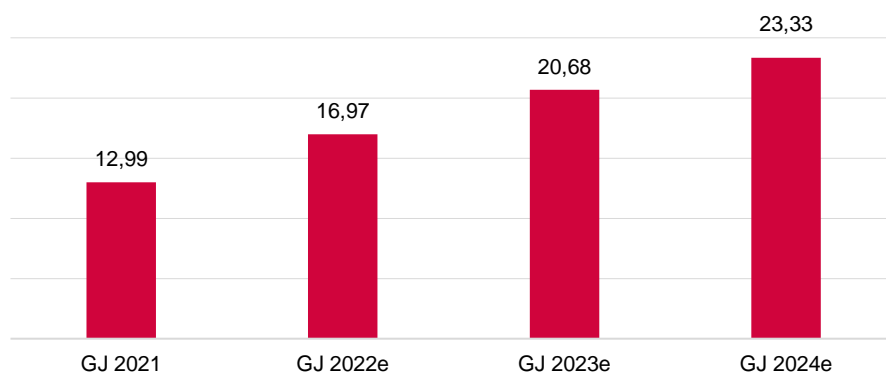
Der sdm-Konzern verfolgt allgemein eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie und strebt hierbei eine Kombination aus organischem und anorganischem (M&As) Wachstum an. Die Umsatzzuwächse der vergangenen Jahre basierten vollständig auf organischem Wachstum.

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen zum laufenden Geschäftsjahr 2022 hat sdm ebenfalls seine bisher herausgegebene Ergebnisguidance (EBIT von mind. 1,45 Mio. €) bestätigt und eine Konkretisierung dieser Prognose im weiteren Verlauf des Geschäftsjahres angekündigt.

Vor dem Hintergrund der sehr überzeugenden Halbjahreszahlen, der weiterhin positiven Rahmenbedingungen (anhaltend hohe Nachfrage nach Sicherheitsleistungen etc.) und dem bestätigten Unternehmensausblick, heben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 bereits jetzt an. In Anbetracht der aktuellen Unternehmensperformance sind unsere Ergebnisschätzungen dennoch als eher konservativ einzustufen.

Entsprechend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2022 nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 16,97 Mio. € (zuvor: 16,09 Mio. €) und einem EBIT von 1,76 Mio. € (zuvor: 1,45 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2023 sollte der Umsatz erneut ansteigen können auf 20,68 Mio. € (zuvor: 20,28 Mio. €) und das EBIT auf 1,88 Mio. € (zuvor: 1,78 Mio. €). Für das Geschäftsjahr 2024 rechnen wir weiterhin mit Umsatzerlösen von 23,33 Mio. € und einem EBIT von 2,20 Mio. €. Für diese Geschäftsperioden erwarten wir neben primär organischen Umsatzeffekten auch anorganische Umsatzeffekte. Konkret gehen wir davon aus, dass durch gezielte M&A-Maßnahmen ein zusätzlicher Umsatzbeitrag zum Konzernumsatz in Höhe von mindestens 2,00 Mio. € in 2023 und ebenfalls 2,00 Mio. € in 2024 erreicht wird.

### Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

Unsere Umsatzschätzungen basieren auf der erwarteten Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie. Diese sieht insbesondere den weiteren Ausbau der Kerngeschäftsbereiche (v.a. beim Werk- und Objektschutz) mit dem verstärkten Fokus auf Gewerbekunden vor. Zudem beabsichtigt das Unternehmen ebenfalls das Stammgeschäft mit der öffentlichen Hand (Behörden, öffentliche Einrichtungen etc.) weiter auszubauen.

Darüber hinaus soll durch den Aufbau des Geschäftsfelds „Technische Überwachung“ von Privat und Firmenkunden sowie durch gezielte Übernahmen von Sicherheitsdienstleistungen das Unternehmenswachstum weiter vorangetrieben werden. Übernahmen werden v.a. angestrebt, um hierdurch die Kundenbasis zu verbreitern und das Leistungsspektrum bzw. die regionale Präsenz zu erweitern.

### Wesentliche Elemente der Wachstumsstrategie der sdm



Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen

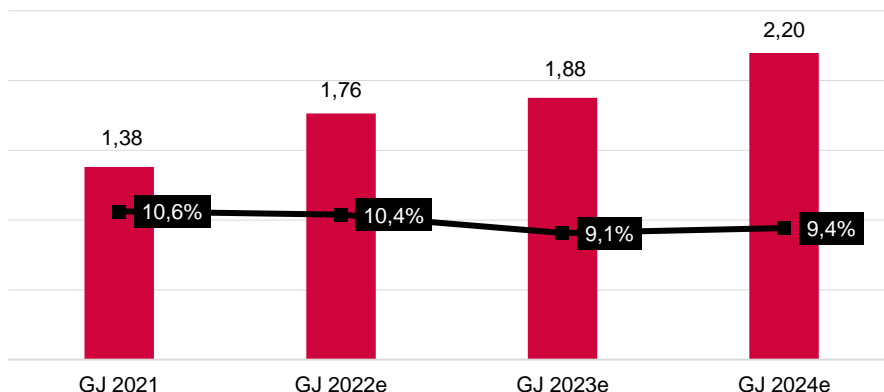
Parallel zu unseren angepassten Umsatzprognosen haben wir ebenfalls unsere Ergebnisschätzungen auf allen Ergebnisebenen erhöht.

Da das Geschäftsmodell der sdm sehr personalintensiv ist, gehen wir davon aus, dass mit der erwarteten Ausweitung des Geschäftsvolumens des Unternehmens auch die Personalkosten parallel hierzu ansteigen werden.

Vor dem Hintergrund, dass sdm über eine recht schlanke Verwaltung und Organisation verfügt und zukünftig über den beabsichtigten Aufbau des Geschäftsbereichs „Technische Überwachung“ verstärkt technologiegetriebene Sicherheitsdienstleistungen anbieten wird, rechnen wir in den kommenden Jahren mit sukzessiv einsetzenden Skaleneffekten. Durch die erwartete höhere Umsatzdynamik sollten sich dann die verschiedenen Fixkosten (Verwaltungsaufwand etc.) auf ein höheres Geschäftsvolumen verteilen und damit zu einer Verbesserung der Fixkostenquote (Fixkostendegression) und in der Folge zu einer höheren Profitabilität führen. Durch den zukünftig erwarteten verstärkten Einsatz von technologiebasierten Sicherheitsdienstleistungen sollte sich der Umsatzmix verbessern und damit auch die Rentabilität schrittweise erhöht werden.



### Erwartete Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge (%)

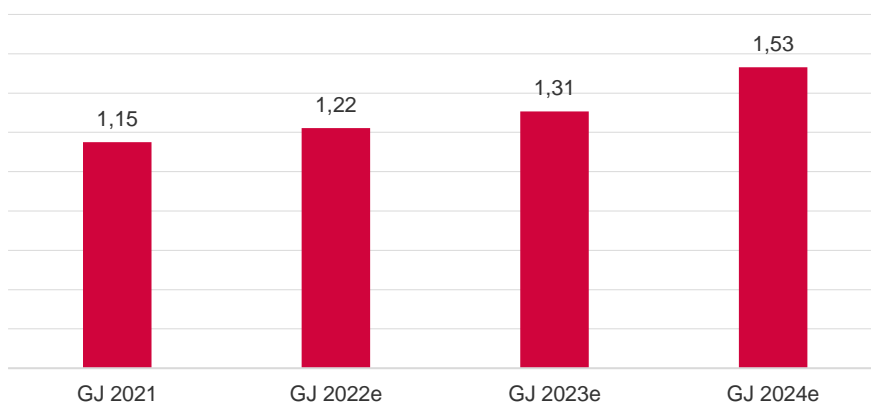


Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

Konkret kalkulieren wir für das laufende Geschäftsjahr nun mit einem operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von 1,76 Mio. € (zuvor: 1,45 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2023 erwarten wir einen weiteren Anstieg auf dann 1,88 Mio. € (zuvor: 1,78 Mio. €). Für das Geschäftsjahr 2024 rechnen wir weiterhin mit einem EBIT in Höhe von 2,20 Mio. €. Basierend auf der erwarteten verstärkten Skalierung des Geschäfts, sollte parallel hierzu die EBIT-Marge weiterhin auf einem hohen Niveau gehalten werden können.

Unter Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit einem Nettoergebnis von 1,22 Mio. € (zuvor: 1,01 Mio. €). In den Folgejahren sollte dies weiter deutlich gesteigert werden können auf dann 1,53 Mio. € in 2024.

### Erwartete Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: sdm SE, Schätzungen GBC AG

Insgesamt sehen wir sdm auch weiterhin sehr gut aufgestellt, um seine Marktposition zukünftig deutlich auszubauen. Hierbei sollte die Gesellschaft von der anhaltend hohen Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen deutlich profitieren können. Zudem rechnen wir damit, dass durch die beabsichtigten M&A-Maßnahmen weitere Wachstumsimpulse gesetzt werden können. Im Zuge der Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie sollte es dem Unternehmen ebenfalls gelingen, seine Nettoergebnisse und Margenniveaus deutlich zu steigern.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die sdm SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1 und für die Jahre 2025 bis 2029 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in der Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der sdm SE 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. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,80% (zuvor: 0,25%).

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 1,93 (zuvor: 1,93.)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,41% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,41% (zuvor: 10,86%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,41% (zuvor: 10,86%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert zum Ende des Geschäftsjahres 2023 beträgt 5,10 € je Aktie (zuvor: 4,65 €). Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus unseren angehobenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023. Zudem hat sich der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2023 statt zuvor 2022) kurszielerhöhend ausgewirkt. Entgegengesetzt haben sich angestiegene Kapitalkosten (risikofreier Zins aktuell 0,80%, statt zuvor 0,25%) ausgewirkt.

## DCF-Modell

### sdm SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,6%	ewige EBITA - Marge	9,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	16,97	20,68	23,33	24,50	25,72	27,01	28,36	29,78	
US Veränderung	30,6%	21,9%	12,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,46	6,34	6,80	6,90	7,01	7,14	7,28	7,43	
EBITDA	1,79	1,90	2,24	2,35	2,47	2,59	2,72	2,86	
EBITDA-Marge	10,5%	9,2%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
EBITA	1,76	1,88	2,20	2,30	2,41	2,53	2,66	2,80	
EBITA-Marge	10,4%	9,1%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,56	-0,66	-0,69	-0,72	-0,76	-0,80	-0,84	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,23	1,31	1,54	1,61	1,69	1,77	1,86	1,96	
Kapitalrendite	29,8%	28,3%	30,0%	29,1%	29,3%	29,7%	30,0%	30,4%	30,0%
Working Capital (WC)	1,53	1,86	2,10	2,20	2,31	2,43	2,55	2,68	
WC zu Umsatz	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in WC	-0,39	-0,33	-0,24	-0,10	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,11	3,26	3,43	3,55	3,67	3,78	3,90	4,01	
AFA auf OAV	-0,02	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	
AFA zu OAV	0,8%	0,7%	1,1%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Investitionen in OAV	-0,13	-0,18	-0,21	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
Investiertes Kapital	4,63	5,12	5,53	5,76	5,98	6,21	6,45	6,69	
EBITDA	1,79	1,90	2,24	2,35	2,47	2,59	2,72	2,86	
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,56	-0,66	-0,69	-0,72	-0,76	-0,80	-0,84	
Investitionen gesamt	-0,52	-1,61	-1,35	-0,27	-0,28	-0,29	-0,29	-0,30	
Investitionen in OAV	-0,13	-0,18	-0,21	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
Investitionen in WC	-0,39	-0,33	-0,24	-0,10	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Investitionen in Goodwill	0,00	-1,10	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,74	-0,28	0,23	1,38	1,46	1,54	1,63	1,72	19,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,78	15,63
Barwert expliziter FCFs	4,45	5,23
Barwert des Continuing Value	9,34	10,40
Nettoschulden (Net debt)	-2,29	-2,01
Wert des Eigenkapitals	16,08	17,64
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	16,08	17,64
Ausstehende Aktien in Mio.	3,46	3,46
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,65	<b>5,10</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,93
Eigenkapitalkosten	11,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>11,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	10,8%	11,1%	11,4%	11,7%	12,0%
29,5%	5,36	5,20	5,05	4,91	4,78
29,7%	5,38	5,23	5,08	4,94	4,81
30,0%	5,41	5,25	<b>5,10</b>	4,96	4,83
30,2%	5,44	5,28	5,13	4,99	4,86
30,5%	5,47	5,31	5,16	5,02	4,88

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

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

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

#### **§ 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:

<http://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: (1;4;5a;6a,7;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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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:

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb der 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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