

sdm SE^{*1;4;5a;6a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,45 €
(Bisher: 5,10 €)

Aktueller Kurs: 3,78
 24.11.22 / Xetra /
 (17:36 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A3CM708
 WKN: A3CM70
 Börsenkürzel: 75S
 Aktienanzahl³: 3,46
 Marketcap³: 13,06
 EnterpriseValue³: 12,10
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Streubesitz: ca. 15,9%

Transparenzlevel:
 Primärmarkt
 (Börse Düsseldorf)

Marktsegment
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsors:
 Bankhaus Wolfgang
 Steubing AG

Analysten

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 25.11.2022 (14:01 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 28.11.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Sicherheit (Security)

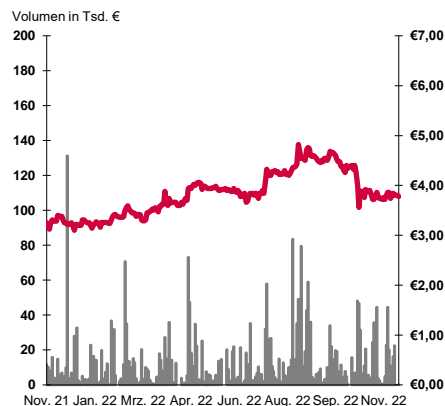
Fokus: Sicherheitsdienstleistungen

Mitarbeiter der sdm-Gruppe: 300 (Ø GJ 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.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024
Umsatz	10,38	12,99	17,29	20,68	23,33
EBITDA	0,88	1,40	1,79	2,20	2,52
EBIT	0,87	1,39	1,47	1,88	2,20
Nettoergebnis (EAT)	0,69	1,15	1,02	1,31	1,53

Kennzahlen in EUR					
Gewinn je Aktie (EPS)	0,23	0,33	0,29	0,38	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,08	0,09	0,12	0,14

Kennzahlen					
EV/Umsatz	1,17	0,93	0,70	0,59	0,52
EV/EBITDA	13,75	8,65	6,76	5,50	4,80
EV/EBIT	13,91	8,71	8,23	6,44	5,50
KGV	18,93	11,36	12,81	9,97	8,54
KBV		2,80			

Finanztermine	
07.12.2022:	IIF (International Investment Forum)

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.07.2022:	RS / 5,10 / KAUFEN
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 eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

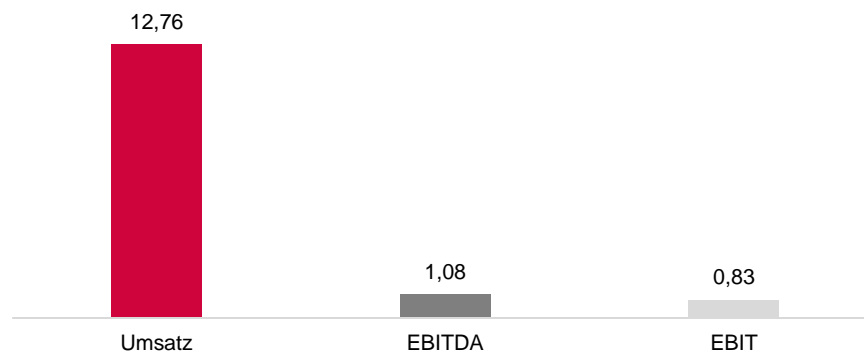
9-Monate 2022: sdm setzt dynamischen Wachstumskurs fort; hohe personelle Auslastung ermöglicht solide finanzielle Performance; Anpassung der Prognosen und des Kursziels; Kaufen-Rating bestätigt

Am 14.11.2022 hat die sdm SE (sdm) erstmals einen Konzernabschluss für ihre 9-Monatsgeschäftszahlen des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Entsprechend ist ein Vorjahresvergleich zwar nicht ohne weiteres möglich.

Basierend auf den veröffentlichten Geschäftszahlen hat die Sicherheitsdienstleistungsgesellschaft in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 38,4% auf 12,76 Mio. € (vergleichbarer Umsatz 9M 2021: 9,22 Mio. €) seinen eingeschlagenen Wachstumskurs aber rasant fortgesetzt. Hierbei konnte die Gesellschaft laut eigenen Angaben weiterhin von einer anhaltend hohen Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen von Behörden, Unternehmen und Privatpersonen profitieren. Dies ermöglichte unserer Einschätzung nach eine besonders hohe Auslastung des Personalstamms und in der Folge ein dynamisches Wachstum. Zudem gab die Gesellschaft bekannt, dass sich das zweistellige Wachstum auch im vierten Quartal weiter fortsetzen soll.

Auf operativer Ebene wurde mit einem erzielten EBITDA von 1,08 Mio. € ein deutlich positives Betriebsergebnis erzielt und damit auch der profitable Wachstumskurs über die vergangenen beiden Quartale hinaus beibehalten. Hieraus resultierte eine EBITDA-Marge von 8,50%. Das EBITDA berücksichtigt zudem auch Holdingkosten in Höhe von 0,30 Mio. €.

Ausgewählte 9-Monatsfinanzkennzahlen der sdm SE (in Mio. €)



Quelle: sdm SE; GBC AG

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungseffekten, die v.a. aus kontinuierlichen Abschreibungen der operativen Tochtergesellschaften (Geschäfts- und Firmenwertabschreibungen) resultieren, ergab sich ein EBIT von 0,83 Mio. €. Auf Nettoebene wurde ein Jahresüberschuss in Höhe 0,46 Mio. € erzielt.

Darüber hinaus hat sdm ebenfalls Anfang November bekannt geben, dass sich das Unternehmen unter anderem in fortgeschrittenen Verhandlungen befindet eine Mehrheitsbeteiligung an einem Sicherheitsdienstleister zu erwerben. Dieser hat im Jahr 2021 einen Umsatz im zweistelligen Millionen-Euro-Bereich erzielt und ist profitabel. Diese beabsichtigte Übernahme hat einen hohen transformativen Charakter und damit würde sdm umsatz- und ergebnisseitig in „neue Dimensionen“ vorstoßen. An dieser Stelle ist zu betonen, dass das avisierte anorganische Wachstum ein fester Bestandteil der Unternehmensstrategie der Sicherheitsgesellschaft ist.

In Anbetracht der bisherigen starken Geschäftsentwicklung und des positiven Ausblicks auf das laufende vierte Quartal, hat das sdm-Management seine bisherige Guidance (EBIT von mind. 1,45 Mio. €) für das Geschäftsjahr 2022 konkretisiert. Die Gesellschaft erwartet für das laufende Geschäftsjahr Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 17,00 Mio. € bis 18,00 Mio. € und damit einen deutlichen Umsatzsprung zum Vorjahr (2021: 12,99 Mio. €).

Vor dem Hintergrund der konkretisierten Guidance, haben wir unsere bisherige Umsatzprognose für das aktuelle Geschäftsjahr 2022 auf 17,29 Mio. € (zuvor: 16,97 Mio. €) angehoben. Bedingt durch über unseren Erwartungen liegende Geschäfts- und Firmenwertabschreibungen der Gesellschaft, haben wir unsere bisherige EBIT-Prognose auf 1,47 Mio. € (zuvor: 1,76 Mio. €) angepasst. Für die beiden nachfolgenden Geschäftsjahre haben wir unsere Umsatzschätzungen beibehalten. Aufgrund niedrigerer als bisher erwarteter Holdingkosten, haben wir jedoch unsere bisherigen EBITDA-Schätzungen für das GJ 2023 auf 2,20 Mio. € (zuvor: 1,90 Mio. €) und für das GJ 2024 auf 2,52 Mio. € (zuvor: 2,24 Mio. €) angehoben. Unsere EBIT-Schätzungen für diese Geschäftsperioden haben wir insbesondere aufgrund von höheren Abschreibungen unverändert bei 1,88 Mio. € (GJ 2023) und 2,20 Mio. € (GJ 2024) belassen.

Basierend auf unseren beibehaltenen kurz- und mittelfristigen Prognosen, aber neu berechneten reduzierten Kapitalkosten (WACC), haben wir mithilfe unseres DCF-Modells einen fairen Wert in Höhe von 5,45 € je Aktie ermittelt und damit unser bisheriges Kursziel (5,10 €) angehoben. Die Senkung unseres WACCs (auf nun 10,8% statt zuvor 11,4%) resultiert aus einem gesenkten „GBC-Beta“ (auf 1,70 statt, zuvor 1,93) aufgrund des sich zeigenden risikoärmeren Charakters des sdm-Geschäftsmodells. Kapitalkostenerhöhend hat sich hingegen der zuletzt deutlich angestiegene risikofreie Zins auf 1,50% (zuvor: 0,80%) ausgewirkt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der sdm-Aktie.

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 1,50% (zuvor: 0,80%).

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 1,70 (zuvor: 1,93.)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,83% (zuvor: 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 10,83% (zuvor: 11,41%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,83% (zuvor: 11,41%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert zum Ende des Geschäftsjahres 2023 beträgt 5,45 € je Aktie (zuvor: 5,10 €). Die Senkung unseres WACCs auf nun 10,83% statt bisher 11,41% resultiert aus einem gesenkten „GBC-Beta“ (auf 1,70 statt, zuvor 1,93) aufgrund des sich zeigenden risikoärmeren Charakters des sdm-Geschäftsmodells. Kapitalkostenerhöhend hat sich hingegen der angestiegene risikofreie Zins von aktuell 1,50% (statt zuvor 0,80%) ausgewirkt.

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	10,8%	ewige EBITA - Marge	9,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consis-					final
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	tency					
in Mio. EUR	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	Endwert
Umsatz (US)	17,29	20,68	23,33	24,50	25,72	27,01	28,36	29,78	
US Veränderung	33,1%	19,6%	12,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,02	6,94	7,65	7,92	8,08	8,23	8,40	8,55	
EBITDA	1,79	2,20	2,52	2,64	2,77	2,91	3,06	3,21	
EBITDA-Marge	10,3%	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
EBITA	1,47	1,88	2,20	2,28	2,40	2,53	2,66	2,81	
EBITA-Marge	8,5%	9,1%	9,4%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Steuern auf EBITA	-0,44	-0,56	-0,66	-0,68	-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)	1,03	1,32	1,54	1,59	1,68	1,77	1,87	1,96	
Kapitalrendite	24,8%	29,7%	31,8%	30,9%	30,3%	30,8%	31,2%	31,6%	31,1%
Working Capital (WC)	1,56	1,86	2,10	2,45	2,57	2,70	2,84	2,98	
WC zu Umsatz	9,0%	9,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,42	-0,31	-0,24	-0,35	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,87	2,98	3,05	3,09	3,18	3,28	3,38	3,48	
AFA auf OAV	-0,32	-0,32	-0,32	-0,37	-0,37	-0,38	-0,39	-0,41	
AFA zu OAV	11,1%	10,7%	10,5%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,43	-0,39	-0,41	-0,46	-0,48	-0,49	-0,51	
Investiertes Kapital	4,43	4,84	5,15	5,54	5,75	5,98	6,21	6,46	
EBITDA	1,79	2,20	2,52	2,64	2,77	2,91	3,06	3,21	
Steuern auf EBITA	-0,44	-0,56	-0,66	-0,68	-0,72	-0,76	-0,80	-0,84	
Investitionen gesamt	-0,61	-1,84	-1,53	-0,76	-0,58	-0,61	-0,63	-0,65	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,43	-0,39	-0,41	-0,46	-0,48	-0,49	-0,51	
Investitionen in WC	-0,42	-0,31	-0,24	-0,35	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	-1,10	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,74	-0,20	0,33	1,20	1,47	1,54	1,63	1,72	21,26
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	14,94	16,76							
Barwert expliziter FCFs	4,59	5,28							
Barwert des Continuing Value	10,35	11,47							
Nettoschulden (Net debt)	-2,29	-2,08							
Wert des Eigenkapitals	17,23	18,84							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	17,23	18,84							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,46	3,46							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,99	5,45							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,70
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,8%

Kapitalrendite	WACC				
	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%
30,6%	5,75	5,56	5,39	5,24	5,09
30,8%	5,78	5,59	5,42	5,26	5,11
31,1%	5,81	5,62	5,45	5,29	5,14
31,3%	5,84	5,65	5,48	5,32	5,17
31,6%	5,87	5,68	5,51	5,34	5,19

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>

§ 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 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), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de