



## Researchstudie (Anno)



**GJ 2022 mit einer dynamischen Umsatz- und Ergebnisentwicklung abgeschlossen**

-

**Durch die Mundt-Übernahme wird im laufenden GJ 2023 ein sprunghafter Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet**

-

**Die erwarteten Synergie- und Skaleneffekte aus der Mundt-Integration sollten zukünftig zu deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwächsen führen**

**Kursziel: 6,90 € (bisher: 5,45 €)**

**Rating: Kaufen**

### WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 20.07.2023 (9:38 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie: 20.07.2023 (10:30 Uhr)

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

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 6,90 €**  
**(Bisher: 5,45 €)**

Aktueller Kurs: 4,46 €  
19.07.23 / Xetra /  
(17:36 Uhr)  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A3CM708  
WKN: A3CM70  
Börsenkürzel: 75S  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,80  
Marketcap<sup>3</sup>: 17,03  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 15,31  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Streubesitz: ca. 41,0%

Transparenzlevel:  
Primärmarkt  
(Börse Düsseldorf)

Marktsegment  
Freiverkehr  
(Open Market)

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:  
BankM AG

### Analysten:

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: Sicherheit (Security)

Fokus: Sicherheitsdienstleistungen

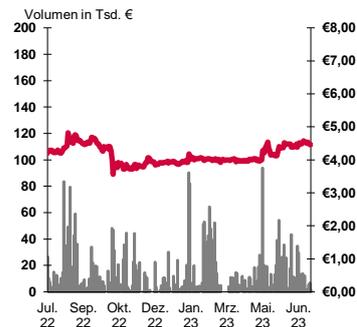
Mitarbeiter der sdm-Gruppe: >750 (Stand: Mai 2023)

Firmensitz: München

Gründung: 2020

Vorstand: Oliver Reisinger

Die sdm SE ist die börsennotierte Holding der operativen Tochtergesellschaften sdm Sicherheitsdienste München GmbH, der IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH und der RSD Rottaler Sicherheitsdienste GmbH. Mit ihren Tochtergesellschaften gehört die sdm-Gruppe zu den führenden Sicherheitsdienstleistern in den Metropolregionen München und Nordrhein Westfalen. Die Gesellschaft deckt hierbei mit ihren mehr als 750 Mitarbeitern ein breites Spektrum an Sicherheitsdienstleistungen ab: vom Werk-, Objekt- und Revierschutz über Wert- und Geldtransporte bis hin zur Organisation von Veranstaltungen und effektiven Personenschutz.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatz	12,99	16,77	48,69	50,76	54,29
EBITDA	0,91	1,21	3,87	4,26	4,82
EBIT	0,58	0,88	2,69	3,07	3,62
Nettoergebnis (nach Minderh.)	0,18	0,46	1,04	1,34	1,70

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	0,05	0,13	0,27	0,35	0,45
Dividende je Aktie	0,08	0,09*	0,10	0,12	0,14

\*Dividendenvorschlag an die HV

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,18	0,91	0,31	0,30	0,28
EV/EBITDA	16,83	12,66	3,96	3,59	3,18
EV/EBIT	26,40	17,40	5,69	4,99	4,23
KGV	94,63	37,03	16,38	12,71	10,02
KBV		3,66			

### Finanztermine

17.08.2023: ordentliche Hauptversammlung (virtuell)  
Sept. 2023: Halbjahresbericht 2023  
Nov. 2023: Mitteilung zu Q3 2023  
Nov. 2023: Münchner Kapitalmarkt Konferenz (München)

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
28.11.2022: RS / 5,45 / KAUFEN  
26.07.2022: RS / 5,10 / KAUFEN  
27.04.2022: RS / 4,65 / KAUFEN  
14.02.2022: RS / 4,65 / 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

- Basierend auf den veröffentlichten Geschäftszahlen hat der sdm-Konzern auch im vergangenen Geschäftsjahr 2022 mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 29,1% auf 16,77 Mio. € (VJ: 12,99 Mio. €) seinen dynamischen Wachstumskurs weiter fortsetzen können. Als wesentlicher Wachstumstreiber erwies sich erneut der starke Ausbau des Kerngeschäfts Objekt- und Revierbewachung. Damit konnte die Gesellschaft erneut von der anhaltend starken Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen von öffentlichen Behörden, Unternehmen und Privatpersonen profitieren.
- Parallel zur starken Umsatzentwicklung hat die sdm-Gruppe auch auf allen Ergebnisebenen überproportionale Zuwächse verzeichnen können. So ist das EBIT im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 51,7% auf 0,88 Mio. € (VJ: 0,58 Mio. €) angewachsen. Auf Nettoebene wurde ein nochmals deutlicher Anstieg um 155,6% auf 0,46 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) erzielt.
- Gemäß den veröffentlichten Q1-Zahlen hat sdm durch die beiden im ersten Halbjahr 2023 durchgeführten Akquisitionen von Mundt und RSD, welche rückwirkend zum 1. Januar 2023 vollkonsolidiert wurden, einen dynamischen Umsatz- und Ergebnisanstieg erzielt. So betrug der Umsatz in den ersten drei Monaten 17,1 Mio. € und lag damit bereits im Auftaktquartal über dem Gesamtjahresumsatz des vergangenen Geschäftsjahres (GJ 2022: 16,77 Mio. €). Parallel hierzu wurde ein EBIT in Höhe von 1,17 Mio. €, welches sich damit ebenfalls deutlich oberhalb des operativen Ergebnisses des gesamten Vorjahres (GJ 2022: 0,88 Mio. €) bewegt hat. Basierend auf dem erfreulichen Auftaktquartal und den positiven Erwartungen bezüglich des weiteren Jahresverlaufs, hat sdm seine bisher herausgegebene Guidance (Umsatz von rund 50,0 Mio. €) bestätigt. Eine weitere Konkretisierung dieses Ausblicks soll im weiteren Jahresverlauf folgen.
- Vor dem Hintergrund des sehr überzeugenden Auftaktquartals und dem positiven Unternehmensausblick und der vielversprechenden Wachstumsstrategie, heben wir unsere bisherigen Umsatz- und operativen Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 deutlich an. Entsprechend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2023 nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 48,69 Mio. € (zuvor: 20,68 Mio. €) und einem EBIT von 2,69 Mio. € (zuvor: 1,88 Mio. €). Im darauffolgenden Jahr 2024 sollte der Umsatz und das EBIT erneut zulegen können auf 50,76 Mio. € (zuvor: 23,33 Mio. €) bzw. 3,07 Mio. € (zuvor: 2,20 Mio. €). Für das Geschäftsjahr 2025, welches wir erstmals in unsere Detailperiode aufgenommen haben, rechnen wir mit Umsatzerlösen von 54,29 Mio. € und einem EBIT von 3,62 Mio. €.
- Bedingt durch die mit den Akquisitionen verbundenen signifikanten Abschreibungs- und Finanzierungseffekten (Abschreibungen auf Firmenwerte; Zinslast), passen wir jedoch unsere bisherigen Nettoprognosen nach unten an. Für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 kalkulieren wir nun mit einem Konzernergebnis (nach Minderheiten) von 1,04 Mio. € (zuvor: 1,31 Mio. €) bzw. 1,34 Mio. € (zuvor: 1,53 Mio. €). Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit einem Nettoergebnis von 1,70 Mio. €.
- Durch die schrittweise Integration der RSD und Mundt in den sdm-Konzern erwarten wir umfangreiche Skalen- und Synergieeffekte, die hierbei gehoben werden und sich deutlich positiv auf die zukünftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung auswirken sollten. Signifikante kostenseitige Synergien erwarten wir vor allem bei der Bündelung des Einkaufs, der Zusammenlegung des Fuhrparks und im Bereich der Verwaltungskosten. Auch umsatzseitig sollten deutliche Synergien durch Cross-Selling-Effekte und bei der Kundengewinnung sowie bei Ausschreibungen von Großprojekten genutzt werden können. Wir gehen davon aus, dass bereits im Geschäftsjahr 2024 erste signifikante Synergieeffekte sichtbar werden und sich damit deutlich positiv auf die Unterneh-

mensperformance auswirken. In den darauffolgenden Geschäftsperioden sollten diese dann noch stärker durchschlagen bzw. sich wesentlich stärker in den Konzerngeschäftszahlen widerspiegeln.

- Insgesamt sehen wir die sdm weiterhin in einer guten strategischen Position, um auch zukünftig von der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen deutlich zu profitieren. Mithilfe der beiden akquirierten Unternehmen hat die sdm-Gruppe seine Marktposition deutlich gestärkt und stößt hierbei umsatz- und auch ergebnisseitig in neue Größenordnungen vor.
- **Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir bedingt durch unsere angehobenen Umsatz- und operativen Ergebnisschätzungen und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2025 in unsere Detailschätzperiode unser bisheriges Kursziel auf 6,90 € je Aktie (zuvor: 5,45 €) angehoben. Kurszielerhöhend hat sich ebenfalls der eingetretene Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2024, statt zuvor auf GJ 2023) ausgewirkt. Entgegengesetzt wirkten die angehobenen Kapitalkosten infolge der Zunahme des risikofreien Zinses (auf 2,00% statt zuvor 1,50%) und der eingetretene Verwässerungseffekt durch die zuletzt durchgeführte Kapitalerhöhung. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“.**

## INHALTSVERZEICHNIS

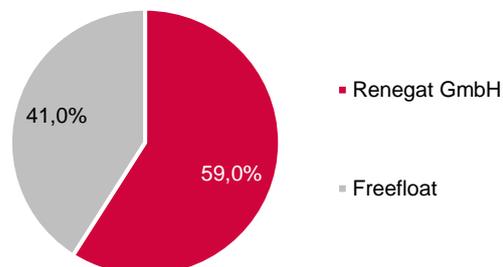
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Unternehmensstruktur zum 31.12.2022 .....	5
Geschäftsaktivitäten der neuen sdm-Gruppe .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>8</b>
Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland .....	8
<b>Unternehmensentwicklung und Prognose .....</b>	<b>10</b>
Historische Unternehmensentwicklung .....	10
Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung .....	10
Bilanzielle/finanzielle Situation der sdm SE .....	12
<b>Geschäftsentwicklung Q1 2023- starkes Auftaktquartal .....</b>	<b>14</b>
SWOT-Analyse .....	16
Prognosen und Modellannahmen .....	17
Umsatz- und Ergebnisprognosen .....	17
<b>Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	19
DCF-Modell .....	20
<b>Anhang .....</b>	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

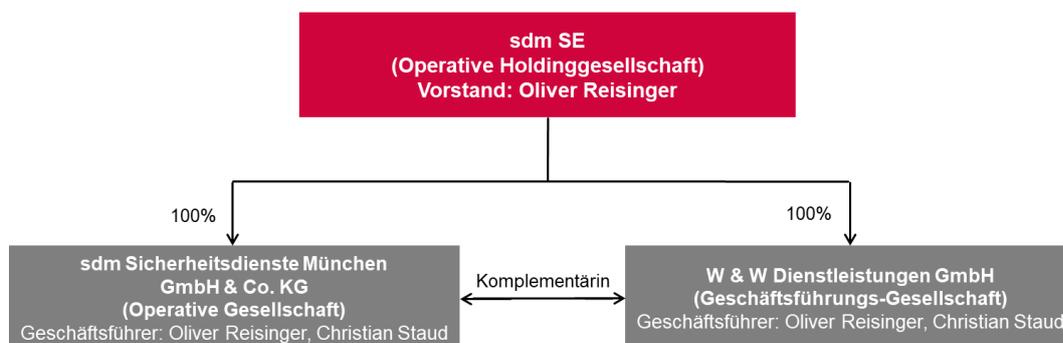
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Stand: Juli 2023
Renegat GmbH (Vorstand O. Reisinger)	59,0%
Freefloat (Streubesitz)	41,0%

Quelle: sdm SE



### Unternehmensstruktur zum 31.12.2022



Quelle: sdm SE; GBC AG

Die sdm SE mit Sitz in München ist eine operative tätige Holdinggesellschaft mit dem Fokus auf Sicherheitsdienstleistungen, 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 war bis Ende 2022 die alleinige Beteiligung, die auch ein operatives Geschäft mit dem Fokus auf Sicherheitsdienstleistungen ausübt und stellte damit die wichtigste Beteiligung der Holding dar. Die Sicherheitsdienstleistungen dieser Beteiligung bzw. Tochtergesellschaft fokussieren sich hauptsächlich auf den Werk- und Objektschutz sowie den Revierdienst. Der überwiegende Teil der Kunden, die hierdurch adressiert wurden, waren öffentliche Kunden (Behörden, öffentliche Einrichtungen etc.)

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.

## Geschäftsaktivitäten der neuen sdm-Gruppe

Im Jahr 2022 war die sdm sicherheitsdienste München GmbH mit dem Schwerpunkt auf öffentliche Kunden noch die einzige operative Tochtergesellschaft der sdm SE. Durch die Übernahme der RSD Rottaler Sicherheitsdienste GmbH (RSD) und die IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH (Mundt) im ersten Halbjahr 2023 hat sich die Unternehmensstruktur der sdm-Gruppe und auch die Unternehmensgröße sehr stark verändert. Damit befinden sich inzwischen drei eigenständige Sicherheitsdienstleister unter dem Dach der börsennotierten sdm SE.

Bei der durchgeführten Mundt-Akquisition handelte es sich um eine transformative Übernahme, da es hierdurch zu einem sprunghaften Wachstum der Konzernumsatzerlöse und des Mitarbeiterstamms (von zuvor rund 300 auf über 750) kam. Auch die regionale Marktdeckung hat sich von bisher Bayern bzw. die Metropolregion München auf das überregionale Gebiet Nordrhein-Westfalens signifikant ausgeweitet.

Entsprechend peilt der sdm-Konzern nun für das laufende Geschäftsjahr 2023 Konzernumsatzerlöse von rund 50 Mio. € (VJ: 16,77 Mio. €) an, was einer nahezu Verdreifachung im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Im Zuge dieser Übernahmen konnte der sdm-Konzern gemessen am Umsatz unter die Top-20 Sicherheitsdienstleister in Deutschland aufsteigen, wobei sich der sdm-Konzern als Qualitätsanbieter (geschulte Mitarbeiter, faire Löhne etc.) im Sicherheitsmarkt positioniert hat. Dadurch, dass die übernommenen Gesellschaften ebenfalls ihren Schwerpunkt im gut planbaren Objekt- und Revierschutz haben, konnte das bisherige Kerngeschäft der sdm deutlich gestärkt bzw. ausgebaut werden.

### Die neue sdm-Gruppe



Quelle: sdm SE; GBC AG

Nachfolgend sollen nun die einzelnen Tochtergesellschaften des sdm-Konzerns kurz dargestellt werden.

Die **sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG** ist ein Dienstleister im Sicherheitsgewerbe mit einer strategischen Marktausrichtung auf Bayern und hierbei insbesondere auf die Metropolregion München.

In diesem regionalen Markt erwirtschaftet diese Tochtergesellschaft derzeit 100,0% ihrer Umsätze und bietet Sicherheitsdienstleistungen für Unternehmen, öffentlich-rechtliche Auftraggeber und Privatpersonen an.

In Punkto Leistungsangebot bilden der Werk- und Objektschutz sowie der Revier- und Streifendienst das Stammgeschäft des Unternehmens. In Bezug auf die Kundenstruktur besteht der Kundenstamm aktuell laut Unternehmensangaben aus 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 Tochtergesellschaft.

Nachdem in der Vergangenheit die öffentlichen Auftraggeber wie die Stadt München oder die Regierung von Oberbayern einen dominanten Anteil des Kundenstammes ausgemacht haben, sind nach einer gezielten Ausweitung der Zielkundengruppenansprache nun auch verstärkt gewerbliche Kunden, wie z.B. Automobilhersteller, Hotels und Handelsunternehmen, Teil des Kundenkreises der Gesellschaft.

Zu Beginn des Jahres hat der sdm-Konzern mit der Bekanntgabe der Akquisition der **RSD Rottaler Sicherheitsdienst GmbH** den Auftakt der im Rahmen des Börsengangs avancierten M&A-Aktivitäten begonnen. Mit der vollständigen Übernahme der RSD erweiterte der Konzern seine bisherige (primäre) Präsenz in der Metropolregion München um Niederbayern bis an die österreichische Grenze.

RSD ist in seiner Region nahe der österreichischen Grenze marktseitig sehr stark etabliert und vernetzt. Der Sicherheitsdienstleister verfügt über ein gut ausgebildetes Personal, eine Hundestaffel und eine Alarmzentrale. Den Kern des Geschäfts bildet der sehr planbare Objektschutz von Behörden und Unternehmen, wie bspw. Hotels. Daneben wird dieser ergänzt durch Eventbewachung. Mit Sitz in Bad Griesbach im Rottal in Niederbayern befindet sich die Sicherheitsgesellschaft in einer attraktiven Eventregion mit allein sieben Golfplätzen und regelmäßigen Charity-Events. RSD hat in den vergangenen Jahren Umsatzerlöse von jährlich knapp unter einer Million Euro erwirtschaftet.

Im Mai dieses Jahres hat die sdm-Gruppe die mehrheitliche Übernahme der **IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH** durchgeführt. Im Zuge der Akquisition hat sich die sdm-Gruppe 75,9% der Gesellschaftsanteile des Sicherheitsdienstleisters mit Sitz in Nordrhein-Westfalen gesichert. Die verbliebenen 25,1% werden vom bisherigen Geschäftsführer von Mundt gehalten.

Die im Jahr 1997 gegründete Gesellschaft gehört zu den führenden Sicherheitsdienstleistern in Nordrhein-Westfalen. Mit rund 450 Mitarbeitern deckt das Unternehmen ein breites Spektrum an Sicherheitsdienstleistungen ab. Dabei sind – wie bei der sdm-Gruppe – der Werks-, Objekt- und Revierschutz das Kerngeschäft. Mundt ist in den vergangenen Jahren sehr dynamisch gewachsen. So wurde der Umsatz von 14,9 Mio. € in 2018 auf 29,0 Mio. € in 2022 deutlich gesteigert. Das EBITDA wurde in dieser Zeit auf 2,52 Mio. € genauso verdoppelt wie der Jahresüberschuss auf 1,59 Mio. €.

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland

Die sdm-Gruppe ist mit ihrem umfangreichen Leistungsangebot mit dem Schwerpunkt auf Werk- und Objektschutz und Revierbestreitungsdiensten in der boomenden Sicherheitsdienstleistungsbranche aktiv. Bei diesem multimilliardenschweren Sektor handelt es sich um eine nachhaltig wachsende Branche, die verstärkt an Bedeutung (Unterstützung der Polizei, allgemeine Gewaltzunahme, Flüchtlingskrise) gewinnt.

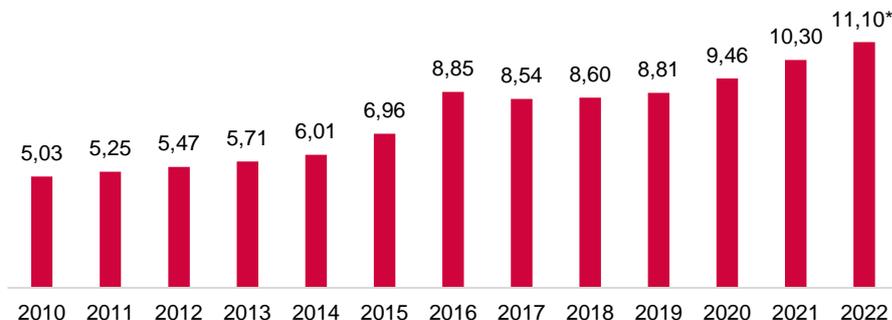
Die deutsche Sicherheitswirtschaft leistet mit zuletzt rund 275.000 Mitarbeitern (BDSW) im Jahr 2022 einen wesentlichen Beitrag zur inneren Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland. Laut aktuellen Angaben des Branchenverbands BDSW waren diese Sicherheitskräfte im Jahr 2021 in rund 5.450 Wach- und Sicherheitsunternehmen sowie Detekteien beschäftigt und sind damit nahezu gleichauf mit der personellen Stärke der Polizei (Polizeistärke 2021: 279.400 Polizeibeamte). Bei den meisten dieser Security-Gesellschaften handelt es sich um Klein- und Kleinstunternehmen.

Die Sicherheitsunternehmen unterstützen mit ihren Sicherheitskräften in vielen Fällen die alltägliche Arbeit der Polizei, bspw. an Flughäfen die Bundespolizei. Laut Einschätzung von Sicherheitsexperten ist das langfristige Ziel eine enge strategische Partnerschaft mit der Polizei. Wesentliche Schritte in diese Richtung sind bereits deutlich zu beobachten. So hat die Sicherheitswirtschaft bereits in vielen Bundesländern Kooperationsverträge mit den jeweiligen Polizeibehörden geschlossen, um die Polizei bei wesentlichen Kernaufgaben zu unterstützen.

Bei der Sicherheitsdienstleistungsbranche handelt es sich allgemein um eine sehr stark fragmentierte Branche mit unzähligen Betrieben verschiedener Größe. Zu den wesentlichen Erfolgsfaktoren der Branche im „Qualitätssegment“ zählen insbesondere ein positives Firmenimage, eine hohe Qualität der Dienstleistung, geschultes und zertifiziertes Personal und ein attraktives PreisLeistungsverhältnis.

Ein wesentlicher Treiber der Sicherheitsbranche ist insbesondere ein allgemein verstärktes Sicherheitsbedürfnis von Staat, Wirtschaft und der Zivilbevölkerung, was zu einer ansteigenden Nachfrage nach Sicherheitsleistungen (Sicherheitsdienste, Sicherheitstechnik etc.) führt. Diese zunehmende Nachfrage basiert u.a. auch auf einem abnehmenden Sicherheitsgefühl der Bevölkerung und der allgemeinen innerdeutschen Sicherheitslage (verstärktes Gewaltpotenzial, wachsende Gefahr von Wirtschaftskriminalität, Terror und Radikalisierungen, zunehmende Clankriminalität etc.).

#### Entwicklung der Sicherheitswirtschaft in Deutschland (Mrd. €)\*<sub>1</sub>

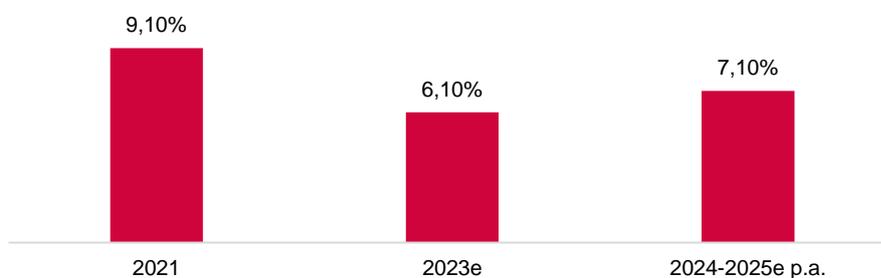


Quelle: BDSW; GBC AG \*<sub>1</sub> Umsätze der Wach- und Sicherheitsdienste sowie Detekteien  
\*<sub>2</sub> geschätzter Wert des Branchenverbands

Angesichts der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen konnte die Sicherheitsdienstleistungswirtschaft laut Angaben des Branchenverbands BDSW auch in 2022 einen erneuten Umsatzzuwachs um 7,8% auf 11,10 Mrd. € (VJ: 10,30 Mrd. €) erzielen und damit einen neuen Rekordwert verzeichnen. Damit hat sich der Branchenumsatz seit dem Jahr 2010 mehr als verdoppelt. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate betrug in diesem Zeitraum 6,8% (CAGR).

Basierend auf einer repräsentativen Studie der Marktexperten von Lünendonk erwarten die deutlichen Sicherheitsdienstleistungsunternehmen für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 ein Umsatzwachstum von 6,10% und damit eine signifikante Fortsetzung des Branchenwachstums. Für die nachfolgenden Jahre 2024 bis 2025 sind sie noch optimistischer und gehen von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,10% (CAGR) aus.

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



Quelle: Lünendonk; GBC AG

**Insgesamt sehen wir die sdm-Gruppe weiterhin strategisch gut aufgestellt, um von der anhaltend hohen Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen in Deutschland deutlich zu profitieren. Zudem sollte die weiter voranschreitende Marktkonsolidierung, in der die sdm eine aktive Rolle eingenommen hat, zusätzliche Wachstums- und Ertragspotenziale eröffnen.**

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

### Historische Unternehmensentwicklung

Kennzahlen in Mio. EUR	2021	2022
Umsatzerlöse	12,99	16,77
EBITDA	0,91	1,21
EBIT	0,58	0,88
Nettoergebnis	0,18	0,46

Quelle: sdm SE

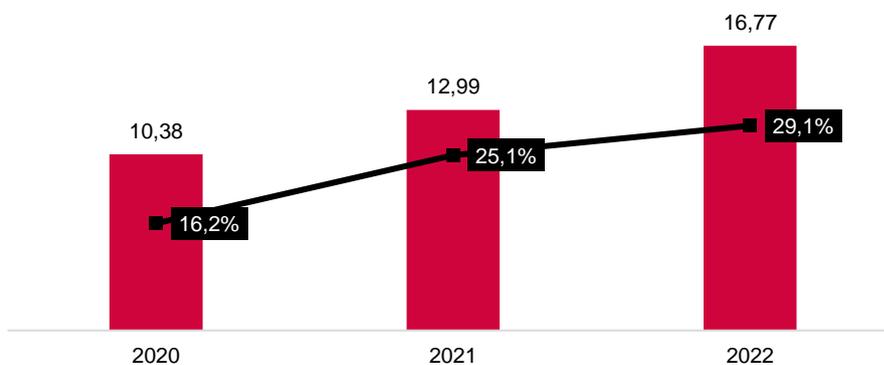
### Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr des sdm-Konzerns war insbesondere geprägt von dynamischem Wachstum und dem weiteren Ausbau des Firmenkundengeschäfts.

Basierend auf einer starken Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen von Behörden, Unternehmen und Privatpersonen konnte sdm auch im vergangenen Geschäftsjahr mit einem dynamischen Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahr von 29,1% auf 16,77 Mio. € (VJ: 12,99 Mio. €) seinen eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen.

Somit ist sdm wesentlich stärker gewachsen als die Sicherheitsdienstleistungsbranche (Branchenwachstum lt. BDSW in 2022: rund 8,0%) und hat entsprechend Marktanteile hinzugewonnen. Die von der Gesellschaft herausgegebene Umsatzguidance (Umsatz von 17,00 bis 18,00 Mio. €) wurde damit knapp verfehlt. Auch unsere Umsatzschätzung (Umsatz GBCe: 17,29 Mio. €) wurde leicht unterschritten.

### Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: sdm SE; GBC AG

Unserer Einschätzung nach war hierbei der wesentliche Wachstumstreiber der erfolgreiche Ausbau des Bestandskundengeschäfts, insbesondere mit Behördenkunden („öffentliche Hand“), wie bspw. der Stadt München oder die Regierung von Oberbayern.

Daneben hat sich auch der verstärkte Auf- und Ausbau des Firmenkundengeschäfts deutlich positiv auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt. Laut Unternehmensangaben wurden nach einer intensivierten Firmenkundenansprache einige Neukunden gewonnen.

So konnte u.a. im vergangenen Jahr der renommierte Fußballclub FC Bayern München in den Kundenkreis aufgenommen werden.

In Bezug auf die Umsatzzusammensetzung entfielen unserer Einschätzung nach rund 80,0% der erwirtschafteten Erlöse auf die Objektbewachung, dem traditionellen

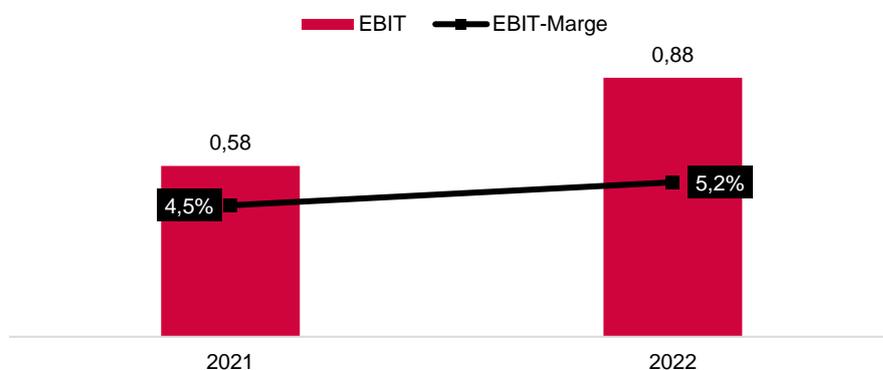
Kerngeschäft der sdm. Die restlichen Umsatzerlöse verteilen sich auf sonstige Sicherheitsdienstleistungen, z.B. Werttransporte, Kurierfahrten oder Personenschutz.

Alles in allem konnte der sdm-Konzern somit auch im vergangenen Geschäftsjahr von der in der jüngsten Vergangenheit durchgeführten Neuorganisation, Neupositionierung (Qualitätsanbieter-Ansatz) und Geschäftsmodelloptimierung wesentlich profitieren. Dies hat sich u.a. bei der Kundenakquise und dem Ausbau des Bestandskundengeschäfts ausgezahlt.

Das dynamische Umsatzwachstum hat sich ebenfalls positiv in der Ergebnisentwicklung niedergeschlagen. Entsprechend konnten parallel zum Anstieg des Geschäftsvolumens die Erträge auf allen Ergebnisebenen überproportional zulegen. Der deutlich überproportionale Ergebnisanstieg im Vergleich zum Umsatz ist auf die konstanten Kosten der börsennotierten Holding (Verwaltungs- und Listingkosten der Holding) zurückzuführen. Entsprechend ist das Betriebsergebnis (EBIT) im Vergleich zum Vorjahr signifikant um 51,7% auf 0,88 Mio. € (VJ: 0,58 Mio. €) angestiegen. Im gleichen Zuge wurde die EBIT-Marge spürbar auf 5,2% (VJ: 4,5%) gesteigert.

Unserer Einschätzung nach hatten signifikante Personalkostensteigerungen (Anstieg des Tarif- und Mindestlohns), die jedoch nur zeitverzögert an die Kunden weitergegeben werden konnten, einer noch deutlich positiveren Ergebnisentwicklung entgegengewirkt. Aufgrund dessen konnte sdm seine Ergebnisguidance (EBIT von mindestens 1,45 Mio. €) nicht erreichen. Auch unsere Ergebnisprognose (EBIT GBCe: 1,47 Mio. €) wurde ebenso nicht erfüllt.

#### 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 0,46 Mio. € erzielt, welches im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 0,18 Mio. €) deutlich um 155,6% zulegen konnte. Ebenso konnte die Nettomarge auf 2,7% (VJ: 1,4%) gesteigert werden.

**Insgesamt ist es der sdm auch im vergangenen Jahr gelungen, den eingeschlagenen Wachstumskurs fortzusetzen und hierbei eine überproportionale Ergebnisentwicklung zu erzielen. Der starke Ausbau des Kerngeschäfts „Objektbewachung“ mit dem Fokus auf Behördenkunden hat hierzu wesentlich beigetragen.**

## Bilanzielle/finanzielle Situation der sdm SE

Konzernbilanz der sdm SE (in Mio. €)	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	4,48	4,66
Eigenkapitalquote (in %)	67,9%	68,5%
Immaterielle Vermögenswerte	2,81	2,50
davon Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill)	2,81	2,50
Forderungen	2,40	1,79
Liquide Mittel (Kasse & Bankguthaben)	1,06	1,72
Zinstragende Verbindlichkeiten (Bankkredite)	0,09	0,00
Nettoliquidität	0,97	1,72
Bilanzsumme	6,60	6,80

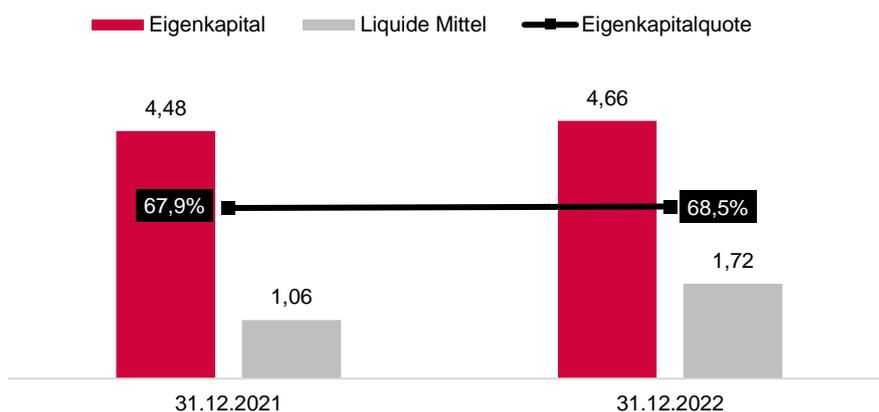
Quelle: sdm SE; GBC AG

Die positive Geschäftsentwicklung der sdm SE in den vergangenen Jahren hat sich auch positiv in der Bilanzstruktur niedergeschlagen.

Die Aktivseite der sdm-Konzernbilanz zum 31.12.2022 ist insbesondere geprägt durch immaterielle Vermögenswerte in Form von aktivierten Geschäfts- und Firmenwerten (Bilanzanteil: 36,8%). Diese resultieren aus einer Kapitalkonsolidierung der in den Konzern über eine Sachkapitalerhöhung eingebrachten Gesellschaften sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG und W & W Dienstleistungen GmbH.

Darüber hinaus stellen die Bilanzposten Forderungen (zum 31.12.2022: 1,79 Mio. €) und liquide Mittel (zum 31.12.2022: 1,72 Mio. €) weitere wichtige Positionen der Aktivseite der Konzernbilanz dar. Bedingt durch die vollständige Rückzahlung der zum Ende des vorherigen GJ 2021 vorhandenen Bankverbindlichkeiten in Höhe von 0,09 Mio. € ist das Unternehmen zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres Bankschuldenfrei gewesen.

### Eigenkapital und Eigenkapital quote zum Ende des Geschäftsjahres 2022 (in Mio. & in %)



Quelle: sdm SE; GBC AG

Die Passivseite der Konzernbilanz wird überwiegend dominiert durch einen traditionell sehr hohen Eigenkapitalanteil des Unternehmens. Durch den deutlich positiven Jahresüberschuss in Höhe von 0,46 Mio. € wurde die Eigenkapitalquote zum Ende des Geschäftsjahres 2022 im Vergleich zum Vorjahr leicht auf 68,5% (31.12.2021: 67,9%) gesteigert. Damit bewegt sich die Eigenkapitalquote weiterhin auf einem überdurchschnittlichen und zugleich soliden Niveau.

Am 12.05.2023 hat die sdm SE die erfolgreiche Platzierung einer angekündigten Barkapitalerhöhung bekannt gegeben. Im Rahmen dieser Kapitalmaßnahme wurden 345.606

neue Aktien zu einem Preis von 4,00 € je Aktie bei Investoren platziert. Hierdurch sind dem Unternehmen liquide Mittel zur allgemeinen Wachstumsfinanzierung in Höhe von 1,38 Mio. € (Bruttoemissionserlös) zugeflossen. Ein Teil des Emissionserlöses soll speziell zur Finanzierung der durchgeführten Mundt-Akquisition genutzt werden.

**Insgesamt verfügt die sdm-Gruppe über eine solide und gesunde Bilanzstruktur. Durch das relativ gut planbare und stabile Objektbewachungsgeschäft und dem hohen Liquiditätsbestand, befindet sich das Unternehmen in einer komfortablen finanziellen Situation.**

## Geschäftsentwicklung Q1 2023- starkes Auftaktquartal

Konzernkennzahlen (in Mio. €)	Q1 2023
Konzernumsatz	17,10
EBITDA	1,48
EBITDA-Marge	8,7%
EBIT	1,17
EBIT-Marge	6,8%
Nettogewinn (nach Minderheiten)	0,46

Quelle: sdm SE; GBC AG

Am 01.07.2023 hat der sdm-Konzern seine Quartalszahlen zu den ersten drei Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2023 bekannt geben. Das Auftaktquartal war hierbei vor allem geprägt durch die durchgeführten Übernahmen der RSD (im Januar 2023) und der Mundt (Mai 2023) im laufenden Geschäftsjahr, die beide rückwirkend zum 01. Januar 2023 voll konsolidiert wurden.

Insbesondere die im Mai bekannt gegebene Übernahme der Mundt hatte transformativen Charakter für den sdm-Konzern. Mundt gehört mit seinen 450 Mitarbeitern zu den führenden Sicherheitsdienstleistern in Nordrhein-Westfalen. Das Kerngeschäft des Sicherheitsdienstleisters ist der Objekt- und Revierschutz von Firmenkunden. Laut Unternehmensangaben hat Mundt im vergangenen Jahr 2022 einen Umsatz in Höhe von 29,0 Mio. € und einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,59 Mio. € erwirtschaftet.

Im Rahmen der Akquisition erwarb sdm 74,9% der Anteile an Mundt. Die verbliebenen Anteile hält der bisherige Geschäftsführer der Gesellschaft. Der Kaufpreis wurde hierbei überwiegend durch Fremdkapital finanziert. Unserer Einschätzung nach belief sich der Kaufpreis auf rund 12,0 Mio. € und damit entsprechend rund 9,0 Mio. € für die erworbene Mehrheitsbeteiligung (74,9%). Laut eigenen Angaben strebt die Gesellschaft an, diese Übernahme in rund fünf Jahren zu amortisieren. Wir sehen diese Akquisition als einen guten strategischen Schritt an, um die bisherige Marktabdeckung deutlich zu erweitern und zugleich die Kundenstruktur stärker zu diversifizieren. Vor diesem Hintergrund stufen wir den geschätzten Kaufpreis als günstig ein.

Durch erzielte anorganische und organische Wachstumseffekte in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres ist der sdm-Gruppe mit einem erzielten Konzernumsatz von 17,1 Mio. € ein gutes Auftaktquartal gelungen. Dieser erwirtschaftete Umsatz liegt bereits jetzt schon über dem Gesamtjahresumsatz des vergangenen Geschäftsjahres 2022 (16,77 Mio. €). Laut Unternehmensangaben haben hierbei alle drei operativen Tochtergesellschaften durch ihre positive Entwicklung zu den Konzernumsatzzuwächsen beigetragen.

Dabei gab es bei der Mundt-Tochtergesellschaft im Januar einen Sondereinsatz. Dieser einmalige Auftrag hat einen Umsatzbeitrag im mittleren einstelligen Millionenbereich zum Konzernumsatz beigesteuert.

Auf operativer Ergebnisebene wurde über die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres ein EBITDA in Höhe von 1,48 Mio. € erzielt. Unter Berücksichtigung von angefallenen Abschreibungen in Höhe von 0,31 Mio. €, die im Wesentlichen planmäßige Firmenwertabschreibungen betreffen, wurde ein EBIT in Höhe von 1,17 Mio. € ausgewiesen. Der Konzern-Nettogewinn (nach Abzug von Minderheitsanteilen) lag bei 0,46 Mio. €.

Mit Bekanntgabe der Q1-Zahlen hat der sdm-Konzern seine bisher herausgegebene Unternehmensguidance bestätigt. Hiernach rechnet die Gesellschaft damit, dass sich nach dem starken Auftaktquartal diese positive Entwicklung auch im weiteren Jahresverlauf

fortsetzen wird. Entsprechend sieht sich die sdm-Gruppe auf einem guten Weg, im laufenden Geschäftsjahr einen Konzernumsatz von rund 50,0 Mio. € zu erreichen. Dies wäre eine Verdreifachung im Vergleich zu 2022. Der sdm-Konzern plant diese Guidance im weiteren Jahresverlauf nochmal zu konkretisieren.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bedeutende Marktposition (Top-5-Position) in der Metropolregion München/Bayern und Nordrhein-Westfalen</li> <li>• Markenpositionierung als Qualitätsanbieter und damit deutliche Differenzierung vom Wettbewerb, was höhere Erträge und eine hohe Kundenbindung ermöglicht</li> <li>• Kundenstamm aus langjährigen stabilen und gewerblichen Kunden (hohe Kundenloyalität)</li> <li>• Breites Portfolio an Sicherheitsdienstleistungen und eine gut diversifizierte Kundenstruktur an Behördenkunden und Firmenkunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit von leitenden Personen, v.a. auf Ebene des Top-Managements</li> <li>• Geschäftsaktivitäten bisher hauptsächlich nur in Bayern und Nordrhein-Westfalen</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 geringer Freefloat in der Aktie</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gute regionale Positionierung im Wachstumsmarkt Sicherheitsdienstleistungen</li> <li>• Durch die Integration der übernommenen Gesellschaften (Mundt &amp; RSD) eröffnen sich erhebliche Synergie- und Skaleneffekte</li> <li>• Hohe Cross-Selling-Potenziale, v.a. bei Gewerbekunden</li> <li>• Zusätzliche Wachstumschancen durch eine regionale Ausweitung des Geschäfts, eine Verbreiterung des Leistungsangebots und weitere M&amp;A-Maßnahmen</li> <li>• Eine Verschärfung der Regulierung könnte zu einer weiteren Marktbereinigung führen und damit die Geschäftsentwicklung von „Qualitätsanbietern“ wie die sdm-Gruppe zusätzlich beflügeln</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Sicherheitsdienstleistungsmarkt könnte sich schwächer entwickeln als zunächst erwartet und damit die Wachstumsdynamik des Konzerns verringern.</li> <li>• Ein verstärkter Wettbewerb innerhalb der Branche könnte zu Preisdruck führen und damit die Kundengewinnung erschweren</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 2022	GJ 2023e (Neu)	GJ 2023e (Alt)	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025e
Umsatzerlöse	16,77	48,69	20,68	50,76	23,33	54,29
EBITDA	1,21	3,87	2,20	4,26	2,52	4,82
EBIT	0,88	2,69	1,88	3,07	2,20	3,62
Nettoergebnis (nach Minderh.)	0,46	1,04	1,31	1,34	1,53	1,70

Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

### Umsatz- und Ergebnisprognosen

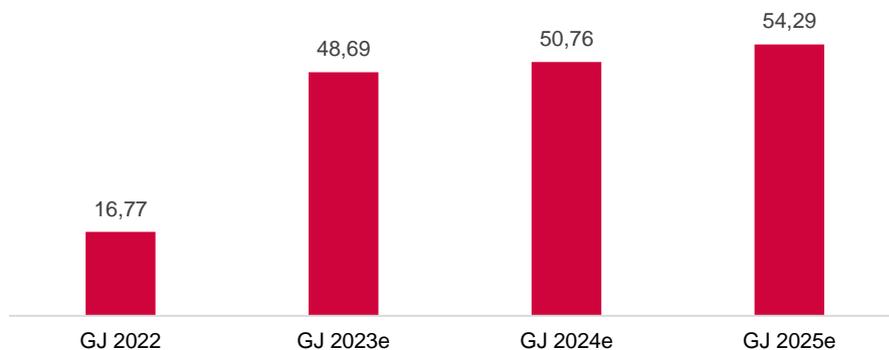
Die sdm-Gruppe verfolgt allgemein eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie und strebt hierbei neben organischem Wachstum auch anorganisches (M&As) Wachstum an. Im Fokus der Wachstumsbemühungen stehen vor allem der nachhaltige Ausbau des Kerngeschäfts Objektbewachung innerhalb der sdm-Gruppe.

Die Umsatzzuwächse der vergangenen Jahre resultierten bisher vollständig aus organischem Wachstum. Mit der diesjährigen Übernahme von RSD und der Mundt hat der sdm-Konzern erstmals anorganische Wachstumseffekte erzielt. Diese zwei Akquisitionen bedeuten für den sdm-Konzern einen Umsatz- und Ertragssprung, die überregionale Positionierung in Bayern und Nordrhein-Westfalen und neue strategische Perspektiven. Beide Gesellschaften wurden rückwirkend zum 1. Januar 2023 übernommen und voll konsolidiert.

Basierend auf den transformativen Effekten der Übernahmen erwartet das sdm-Management für das laufende Geschäftsjahr einen Konzernumsatz von rund 50,0 Mio. € und damit etwa eine Verdreifachung im Vergleich zu 2022. An dieser Stelle ist anzumerken, dass die sdm-Gruppe bereits im Q1 2023 mit Umsatzerlösen von 17,1 Mio. € bereits mehr umgesetzt hat als im gesamten Vorjahr. Die Gesellschaft hat zudem angekündigt diese Guidance im weiteren Jahresverlauf zu konkretisieren.

Vor dem Hintergrund des sehr überzeugenden Auftaktquartals und dem positiven Unternehmensausblick und der vielversprechenden Wachstumsstrategie, heben wir unsere bisherigen Umsatz- und operativen Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 deutlich an.

### Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)

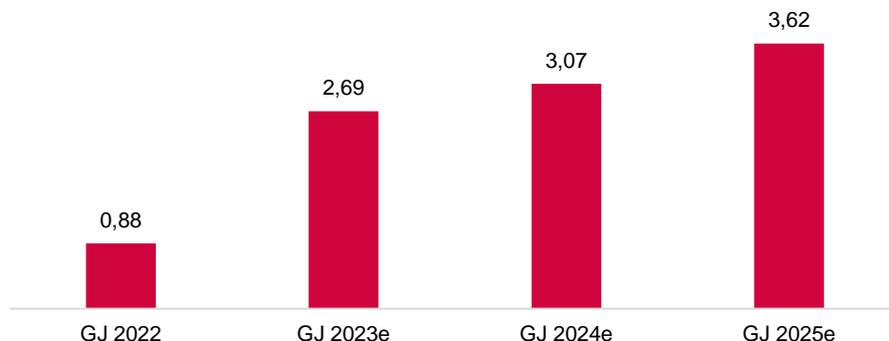


Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

Entsprechend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2023 nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 48,69 Mio. € (zuvor: 20,68 Mio. €) und einem EBIT von 2,69 Mio. € (zuvor: 1,88 Mio. €). Im darauffolgenden Jahr 2024 sollte der Umsatz und das EBIT erneut zulegen können auf 50,76 Mio. € (zuvor: 23,33 Mio. €) bzw. 3,07 Mio. € (zuvor: 2,20 Mio. €). Für

das Geschäftsjahr 2025, welches wir erstmals in unsere Detailperiode aufgenommen haben, rechnen wir mit Umsatzerlösen von 54,29 Mio. € und einem EBIT von 3,62 Mio. €.

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



Quelle: sdm SE; Schätzungen GBC AG

Bedingt durch die mit den Akquisitionen verbundenen signifikanten Abschreibungs- und Finanzierungseffekten (Abschreibungen auf Firmenwerte; Zinslast), passen wir jedoch unsere bisherigen Nettoprognosen nach unten an. Für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 kalkulieren wir nun mit einem Konzernergebnis (nach Minderheiten) von 1,04 Mio. € (zuvor: 1,31 Mio. €) bzw. 1,34 Mio. € (zuvor: 1,53 Mio. €). Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit einem Nettoergebnis von 1,70 Mio. €.

Durch die schrittweise Integration der RSD und Mundt in den sdm-Konzern erwarten wir umfangreiche Skalen- und Synergieeffekte, die hierbei gehoben werden und sich deutlich positiv auf die zukünftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung auswirken sollten. Signifikante kostenseitige Synergien erwarten wir vor allem bei der Bündelung des Einkaufs, der Zusammenlegung des Fuhrparks und im Bereich der Verwaltungskosten. Auch umsatzseitig sollten deutliche Synergien durch Cross-Selling-Effekte und bei der Kundengewinnung sowie bei Ausschreibungen von Großprojekten genutzt werden können. Wir gehen davon aus, dass bereits im Geschäftsjahr 2024 erste signifikante Synergieeffekte sichtbar werden und sich damit deutlich positiv auf die Unternehmensperformance auswirken. In den darauffolgenden Geschäftsperioden sollten diese dann noch stärker durchschlagen bzw. sich wesentlich stärker in den Konzerngeschäftszahlen widerspiegeln.

Daneben sollte auch im Rahmen des prognostizierten Wachstums das deutlich bessere Verhältnis von Holdingkosten (im Wesentlichen aus Börsennotierung) zur Unternehmensperformance durch erwartete Kostendegressionseffekte zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung führen.

Insgesamt sehen wir die sdm weiterhin in einer guten strategischen Position, um auch zukünftig von der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen deutlich zu profitieren. Mithilfe der beiden akquirierten Unternehmen hat die sdm-Gruppe seine Marktposition deutlich gestärkt und stößt hierbei umsatz- und auch ergebnisseitig in neue Größenordnungen vor.

**Bedingt durch unsere angehobenen Umsatz- und operativen Ergebnisschätzungen und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2025 in unsere Detailschätzperiode, haben wir unser bisheriges Kursziel auf 6,90 € je Aktie (zuvor: 5,45 €) erhöht. Kurszielerhöhend hat sich ebenfalls der eingetretene Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2024, statt zuvor auf GJ 2023) ausgewirkt. Entgegengesetzt wirkten die angehobenen Kapitalkosten infolge der Zunahme des risikofreien Zinses (auf 2,00% statt zuvor 1,50%) und der eingetretene Verwässerungseffekt durch die durchgeführte Kapitalerhöhung.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die sdm SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1 und für die Jahre 2026 bis 2030 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 2,00% (zuvor: 1,50%).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,70 (zuvor: 1,70.)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,33% (zuvor: 10,83) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,33% (zuvor: 10,83%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,33% (zuvor: 10,83%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert zum Ende des Geschäftsjahres 2024 beträgt 6,90 € je Aktie (zuvor: 5,45 €). Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus unseren angehobenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024, sowie der erstmaligen Aufnahme des Geschäftsjahres 2025 in unsere detaillierte Schätzperiode. Zudem hat sich der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2024 statt zuvor 2023) kurszielerhöhend ausgewirkt. Entgegengesetzt haben sich angestiegene Kapitalkosten (risikofreier Zins aktuell 2,00%, statt zuvor 1,50%) 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	9,4%-11,0%	ewige EBITA - Marge	9,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	44,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	48,69	50,76	54,29	57,00	59,85	62,84	65,98	69,28	
US Veränderung	190,3%	4,3%	6,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	19,04	19,62	20,91	21,24	21,74	22,35	23,20	23,95	
EBITDA	3,87	4,26	4,82	5,34	5,87	6,43	7,01	7,59	
EBITDA-Marge	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,8%	10,2%	10,6%	11,0%	
EBITA	2,69	3,07	3,62	4,19	4,69	5,22	5,77	6,34	
EBITA-Marge	5,5%	6,0%	6,7%	7,4%	7,8%	8,3%	8,7%	9,1%	9,4%
Steuern auf EBITA	-0,81	-0,92	-1,09	-1,26	-1,41	-1,57	-1,73	-1,90	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,88	2,15	2,53	2,93	3,28	3,65	4,04	4,43	
Kapitalrendite	37,5%	28,9%	33,1%	37,9%	40,5%	43,3%	46,0%	48,7%	49,3%
Working Capital (WC)	4,87	5,08	5,16	5,42	5,69	5,97	6,27	6,58	
WC zu Umsatz	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
Investitionen in WC	-2,39	-0,21	-0,08	-0,26	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,56	2,59	2,60	2,68	2,75	2,81	2,84	2,89	
AFA auf OAV	-1,18	-1,19	-1,20	-1,14	-1,18	-1,21	-1,24	-1,25	
AFA zu OAV	46,2%	46,0%	46,2%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	
Investitionen in OAV	-1,20	-1,22	-1,21	-1,23	-1,25	-1,27	-1,27	-1,30	
Investiertes Kapital	7,43	7,66	7,75	8,10	8,44	8,78	9,11	9,47	
EBITDA	3,87	4,26	4,82	5,34	5,87	6,43	7,01	7,59	
Steuern auf EBITA	-0,81	-0,92	-1,09	-1,26	-1,41	-1,57	-1,73	-1,90	
Investitionen gesamt	-13,19	-2,33	-1,29	-1,49	-1,52	-1,55	-1,57	-1,61	
Investitionen in OAV	-1,20	-1,22	-1,21	-1,23	-1,25	-1,27	-1,27	-1,30	
Investitionen in WC	-2,39	-0,21	-0,08	-0,26	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	
Investitionen in Goodwill	-9,60	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,12	1,01	2,44	2,59	2,94	3,31	3,71	4,07	48,02

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	35,13	38,10
Barwert expliziter FCFs	12,48	12,88
Barwert des Continuing Value	22,65	25,22
Nettoschulden (Net debt)	7,41	6,68
Wert des Eigenkapitals	27,72	31,42
Fremde Gewinnanteile	-4,59	-5,20
Wert des Aktienkapitals	23,13	26,22
Ausstehende Aktien in Mio.	3,80	3,80
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,08	<b>6,90</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,70
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>11,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	10,7%	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%
48,8%	7,51	7,16	6,83	6,52	6,24
49,0%	7,55	7,19	6,86	6,55	6,27
49,3%	7,59	7,23	<b>6,90</b>	6,59	6,30
49,5%	7,63	7,27	6,93	6,62	6,33
49,8%	7,66	7,30	6,97	6,66	6,36

## 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 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)