



Researchstudie (Anno)



GJ 2023 auf Pro-forma-Basis durch anorganische Wachstumseffekte mit einer dynamischen Umsatz- und operativen Ergebnisentwicklung abgeschlossen

-

Robuste operative Entwicklung für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 erwartet

-

Organisches Wachstum, Synergie- und Skaleneffekte aus der IWSM-Integration sollten zukünftig zu signifikanten Umsatz- und Ergebnisverbesserungen führen

Kursziel: 5,40 € (bisher: 6,90 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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: 07.11.2024 (9:55 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie: 07.11.2024 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,40 €
(Bisher: 6,90 €)

Aktueller Kurs: 1,36 €
06.11.24 / Xetra /
(17:36 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A3CM708
WKN: A3CM70
Börsenkürzel: 75S
Aktienanzahl³: 3,80
Marketcap³: 5,17
EnterpriseValue³: 8,71
³ in Mio. / in Mio. EUR
Streubesitz: ca. 43,5%

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 21

Branche: Sicherheitsdienstleistungen (Security)

Fokus: Objekt- und Revierschutz

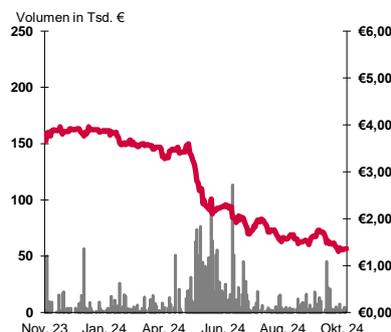
Mitarbeiter der sdm-Gruppe: >700 (Stand: Okt. 2024)

Firmensitz: München

Gründung: 2020

Vorstand: Oliver Reisinger (CEO), Peter Biewald (CFO)

Die sdm SE ist die börsennotierte Holding der operativen Tochtergesellschaften sdm Sicherheitsdienste München GmbH (sdm München), der IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH (IWSM) und der RSD Rottaler Sicherheitsdienste GmbH (RSD). 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 700 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 2022	GJ 2023*1	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatz	16,77	45,64 *2	37,28	39,23	41,84
EBITDA	1,21	2,24 *2	2,25	2,56	2,91
EBIT	0,88	1,38 *2	1,28	1,57	1,90
Nettoergebnis (nach Minderh.)	0,46	k.A.	0,34	0,46	0,60

*1 geschätzte GBC Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der IWSM-Vollkonsolidierung ab 01.01.2023)

*2 positiv beeinflusst durch einen einmaligen Sonderauftrag (Gesamtvolumen GBCe: 9,00 Mio. €)

Kennzahlen in EUR					
Gewinn je Aktie (EPS)	0,13	k.A.	0,09	0,12	0,16
Dividende je Aktie	0,08	0,09	0,10	0,12	0,14

Kennzahlen					
EV/Umsatz	0,52	0,19	0,23	0,22	0,21
EV/EBITDA	7,20	3,89	3,87	3,40	2,99
EV/EBIT	9,90	6,31	6,81	5,55	4,58
KGV	11,24	k.A.	15,21	11,24	8,62
KBV		0,98			

Finanztermine	**letzter Research von GBC:
13.11.2024: Münchner Kapitalmarkt Konferenz (München)	Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.12.2023: RS / 6,90 / KAUFEN
12.10.2023: RS / 6,90 / KAUFEN
20.07.2023: RS / 6,90 / KAUFEN
28.11.2022: RS / 5,45 / KAUFEN
26.07.2022: RS / 5,10 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die sdm SE (sdm) und ihre operativ-tätigen Tochtergesellschaften agieren in der multi-milliarden schweren Sicherheitsdienstleistungsbranche in Deutschland, die im vergangenen Jahr laut dem Branchenverband BDSW erneut deutlich um 12,6% auf 13,40 Mrd. € (VJ: 11,90 Mrd. €) zulegen konnte. Für das laufende Jahr rechnen die Branchenexperten von Lünendonk mit einem signifikanten Wachstum der Sicherheitswirtschaft um 6,5% und für den Zeitraum 2025 bis 2027 erwarten sie ein nochmals stärkeres durchschnittlichen Marktwachstum von 7,1% (CAGR).
- Das vergangene Geschäftsjahr der sdm-Gruppe war v.a. geprägt durch die beiden Übernahmen der IWSM und RSD. Da der sdm-Konzern für das abgelaufene Geschäftsjahr lediglich einen Einzelabschluss für die sdm SE veröffentlicht hat, haben wir konsolidierte Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der Vollkonsolidierung der IWSM ab 1.1.2023) für diese Geschäftsperiode aufgestellt bzw. prognostiziert. Für das Jahr 2025 hat die Gesellschaft neben dem sdm SE Einzelabschluss auch einen konsolidierten Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2024 in Aussicht gestellt.
- Auf konsolidierter Pro-forma-Ebene hat die sdm-Gruppe im vergangenen Geschäftsjahr 2023 bedingt durch anorganische Wachstumseffekte geschätzte 45,64 Mio. € (inkl. IWSM-Sonderauftrag mit Auftragsvolumen GBCe von ca. 9,00 Mio. €) an Konzernumsatzerlösen erzielt, was einer beinahe Verdreifachung der Umsätze gegenüber dem Vorjahr (VJ: 16,77 Mio. €) entspricht. In Bezug auf die Ertragslage wurde hierbei ein Pro-forma-EBITDA von 2,24 Mio. € erzielt und damit ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahresniveau (VJ: 1,21 Mio. €).
- Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnet das sdm-Management mit einem Umsatz von mehr als 35,0 Mio. € und einem EBITDA von 1,50 Mio. €. Auf EBIT-Basis stellt die Gesellschaft ein operatives Ergebnis von 0,70 Mio. € in Aussicht. Im Zuge dessen soll der im Rahmen der Q1-Meldung bekannt gegebene Großauftrag (Auftragsbeginn lt. eigenen Angaben: Juni 2024) mit einem erwarteten Umsatzvolumen von ca. 2,00 Mio. € einen deutlich positiven Effekt auf die Geschäftsentwicklung der aktuellen Geschäftsperiode haben. Entsprechend rechnet sdm für das zweite Geschäftshalbjahr mit signifikanten Umsatz- und Ergebniszuwächsen.
- In unserem im Sommer veröffentlichten Managementinterview (siehe GBC-Interview vom 07.08.2024) hat der Vorstand der Gesellschaft nochmals sein langfristiges Umsatzziel in Form eines Konzernumsatzes von 100,0 Mio. € bekräftigt. Insbesondere anorganische Wachstumseffekte sollen hierbei neben angestrebtem organischem Wachstum einen zentralen Faktor bilden, um dieses perspektivische Unternehmensziel auch erreichen zu können.
- Vor dem Hintergrund der aktuellen Unternehmensperformance und dem Unternehmensausblick, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 und das Folgejahr 2025 vorsichtig nach unten angepasst. Das nachfolgende Geschäftsjahr 2026 haben wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.
- Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 kalkulieren wir nun mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 37,28 Mio. € (zuvor: 50,76 Mio. €) und einem EBITDA von 2,25 Mio. € (zuvor: 4,26 Mio. €). Im Vergleich zur Pro-forma-Vorjahresperformance rechnen wir folglich mit einem Rückgang der Umsatzerlöse. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass die Finanzkennzahlen des Vorjahres maßgeblich durch einen einmaligen Sonderauftrag bei IWSM (Umsatzvolumen des Sonderauftrags GBCe: ca. 9,00 Mio. €) deutlich positiv beeinflusst waren. Korrigiert um diesen Sondereffekt rechnen wir somit auf vergleichbarer Basis bei einem bereinigten Konzernumsatz von 36,64 Mio. € (GBCe) mit einem

moderaten Konzernumsatzzuwachs um ca. 1,7%. Dieser Anstieg sollte v.a. durch den zuletzt gewonnenen Großauftrag, der für das laufende Geschäftsjahr ein geschätztes Umsatzvolumen von 2,00 Mio. € beinhaltet, befeuert werden können. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sollte dieser Großauftrag noch stärker zum Tragen kommen (Umsatzbeitrag GBCe: ca. 2,75 Mio. €), da er dann allgemein auf Gesamtjahresbasis wirken kann.

- Für das Folgejahr 2025 rechnen wir mit einem Umsatz von 39,23 Mio. € (zuvor: 54,29 Mio. €) und einem EBITDA von 2,56 Mio. € (zuvor: 4,82 Mio. €). In Bezug auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2026 gehen wir von einem erneuten Umsatzzuwachs auf 41,84 Mio. € und einem EBITDA-Zuwachs auf 2,91 Mio. € aus. Parallel hierzu sollte durch das angestrebte organische Wachstum und erwartete Skalen- und Synergieeffekte im Rahmen der Integration der erworbenen Tochtergesellschaften die operative Marge von geschätzten 5,0% (bereinigte EBITDA-Marge) im vergangenen GJ 2023 schrittweise auf prognostizierte 6,9% im GJ 2026 ansteigen können.
- Insgesamt sehen wir die sdm-Gruppe weiterhin in einer guten Ausgangslage, um von der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen seitens des privaten, gewerblichen und öffentlichen Sektors signifikant zu profitieren und seinen Wachstumskurs fortzusetzen. Gerade mit den Schwerpunkten auf die Metropolregionen München und Nordrhein-Westfalen verfügt die Gesellschaft über starke regionale Marktpositionen, die durch die erwartete Ausweitung des Bestands- und Neukundengeschäfts sukzessive ausgebaut werden sollten. Durch weitere avisierte Übernahmen, die wesentlicher Bestandteil der verfolgten Wachstumsstrategie sind, könnte sich das künftige Wachstumstempo nochmals deutlich erhöhen.
- **Vor dem Hintergrund unserer nach unten angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen, haben wir unser bisheriges Kursziel auf 5,40 € je Aktie (zuvor: 6,90 €) gesenkt. Der eingetretene Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2025, statt zuvor GJ 2024) und die gesenkten Kapitalkosten infolge der Reduktion des GBC-Beta haben einer noch stärkeren Kurszielminderung entgegengewirkt. In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der sdm-Aktie.**

INHALTSVERZEICHNIS

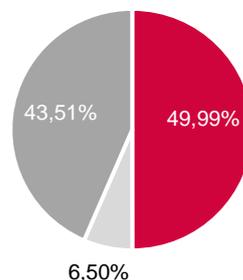
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Leistungsangebot und Geschäftsaktivitäten der sdm-Gruppe	5
Markt und Marktumfeld	8
Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland	8
Unternehmensentwicklung und Prognose	11
Historische Unternehmensentwicklung	11
Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung	11
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2024	13
SWOT-Analyse	14
Prognosen und Modellannahmen	15
Umsatz- und Ergebnisprognosen	15
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Stand: Okt. 2024
Renegat GmbH (sdm-Vorstand O. Reisinger)	49,99%
Sonstige Kerninvestoren (Private Equity Fonds etc.)	6,50%
Freefloat (Streubesitz)	43,51%

Quelle: sdm SE; GBC AG



- Renegat GmbH (sdm-Vorstand O. Reisinger)
- Sonstige Kerninvestoren (Private Equity Fonds etc.)
- Freefloat (Streubesitz)

Leistungsangebot und Geschäftsaktivitäten der sdm-Gruppe

Die sdm-Gruppe hat sich mit seinen drei operativ-tätigen Tochtergesellschaften (sdm München, IWSM, RSD) auf Sicherheitsdienstleistungen spezialisiert und tritt innerhalb der Sicherheitsbranche als Qualitätsanbieter (geschulte Mitarbeiter, faire Löhne etc.) auf. Der Schwerpunkt des Leistungsangebots, welches sich primär an öffentliche und gewerbliche Kunden richtet, bildet hierbei der gut planbare Objekt- und Revierschutz.

Trotz der allgemeinen Eigenständigkeit der drei Tochtergesellschaften der sdm SE, profitieren die Sicherheitsdienstleister des Konzerns insbesondere auf der Kostenseite (bspw. Etablierung erprobter Prozesse & Konzepte oder zentraler Einkauf), bei der Kundengewinnung und gemeinsamen Projekten voneinander.

Serviceangebot des sdm-Konzerns



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

Quelle: sdm SE; GBC AG

Das vergangene Geschäftsjahr 2023 bildete den Auftakt der mit dem sdm-IPO bekannt gegebenen Buy-and-Build-Strategie. So hat sich durch die Übernahme der RSD Rottaler Sicherheitsdienste GmbH (RSD) und der IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH (Mundt) im ersten Halbjahr 2023 die Unternehmensstruktur und -größe der sdm-Gruppe stark verändert.

Bei der durchgeführten Mundt-Akquisition handelte es sich um eine sogenannte transformative Übernahme, die zu einem sprunghaften Wachstum der bisherigen Konzernumsatzerlöse und des Mitarbeiterstamms (von zuvor rund 300 auf über >700) führte. Auch die regionale Marktabdeckung hat sich von zuvor Bayern bzw. der Metropolregion München auf das überregionale Gebiet Nordrhein-Westfalens signifikant ausgeweitet.

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

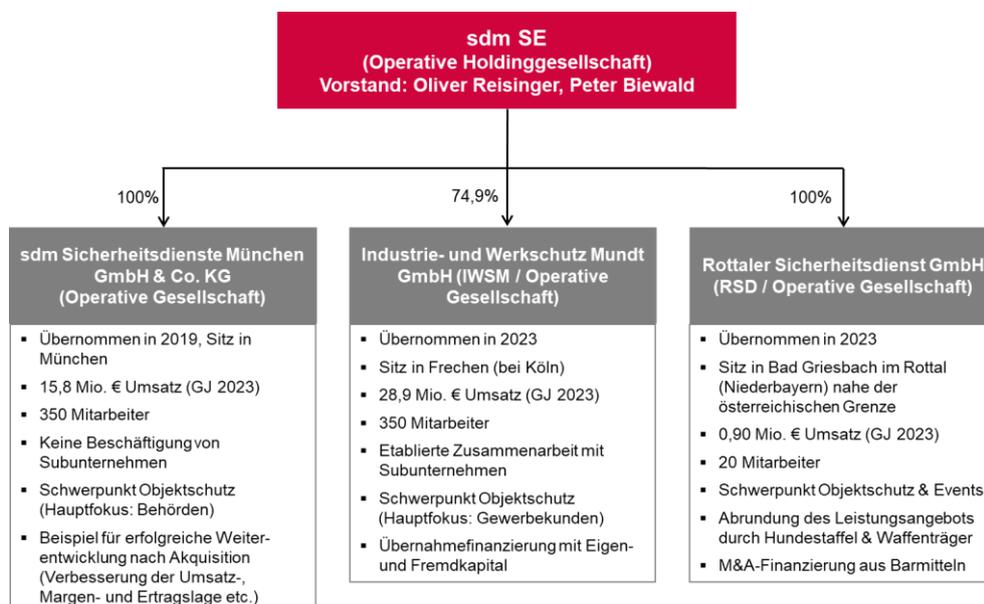
Die **sdm Sicherheitsdienste München GmbH & Co. KG** ist ein Dienstleister im Sicherheitsgewerbe mit einer strategischen Marktausrichtung auf Bayern und hierbei insbesondere auf die Metropolregion München.

In diesem regionalen Markt erwirtschaftet diese Tochtergesellschaft derzeit 100% ihrer Umsätze und bietet Sicherheitsdienstleistungen für Unternehmen, öffentlich-rechtliche Auftraggeber („Öffentliche Hand“) 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 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 z.B. 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. die FC Bayern München AG, Automobilhersteller, Hotels und Handelsunternehmen, Teil des Kundenkreises der Gesellschaft.

Unternehmensstruktur des sdm-Konzerns



Quelle: sdm SE; GBC AG *gemäß veröffentlichter konsolidierter Konzernumsatzerlöse

Zu Beginn des Jahres 2023 hatte der sdm-Konzern mit der Bekanntgabe der Akquisition der **RSD Rottaler Sicherheitsdienst GmbH** die Umsetzung der im Rahmen des Börsengangs kommunizierten M&A-Aktivitäten (Buy-and-Build-Strategie) 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 des vergangenen Jahres 2023 hat die sdm-Gruppe die mehrheitliche Übernahme der **IWSM Industrie- und Werkschutz Mundt GmbH** durchgeführt. Im Zuge der Akquisition hat sich die sdm-Gruppe 74,9% 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 350 Mitarbeitern deckt das Unternehmen ein breites Spektrum an Sicherheitsdienstleistungen ab. Dabei bildet – wie bei der sdm-Gruppe – der Werks-, Objekt- und Revierschutz das Kerngeschäft des Sicherheitsdienstleisters. IWSM ist in den vergangenen Jahren sehr dynamisch gewachsen. So wurde der Umsatz von 14,9 Mio. € in 2018 auf 28,9 Mio. € in 2023 deutlich gesteigert. Parallel hierzu wuchs das operative Ergebnis (EBITDA) deutlich auf zuletzt 1,74 Mio. € an.

MARKT UND MARKTUMFELD

Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland

Die sdm-Gruppe hat sich mit ihren Geschäftstätigkeiten und umfangreichem Leistungsangebot schwerpunktmäßig auf die Sicherheitsdienstleistungswirtschaft in Deutschland fokussiert. Vor diesem Hintergrund werden wir nachfolgend mit unseren Ausführungen insbesondere auf diese inländische Branche eingehen.

Die im laufenden Jahr veröffentlichte polizeiliche Kriminalstatistik zeichnet ein klares Bild. Mit einem Anstieg von rund 5,50 % im Vergleich zum Vorjahr 2022 nahm die Anzahl an Straftaten innerhalb der Bundesrepublik Deutschland im vergangenen Jahr erneut deutlich zu. Getrieben durch die höhere Mobilität im Nachgang der COVID-19 Pandemie, wie auch durch individuelle soziale Belastungen aufgrund der anhaltend hohen Inflation sowie dem Dauerthema der Migration bzw. innere Sicherheit, blickt die Sicherheitsdienstleistungsbranche aufgrund der hieraus resultierenden hohen Nachfrage nach Security-Services einer weiterhin positiven Zukunft entgegen und strebt danach seinen nachhaltigen Wachstumstrend fortzusetzen.

Primär angetrieben wird das Wachstum der Sicherheitswirtschaft durch eine erhöhte allgemeine Gewaltbereitschaft innerhalb der Bevölkerung wie auch ein wachsendes Investitionsverhalten des Staates in seinen Sicherheitsapparat sowie eine zunehmende Fremdvergabe von Sicherheitsdienstleistungen durch die Wirtschaft.

Mit mehr als rund 276.000 Mitarbeitenden (BDSW – Stand 30.06. 2023) leistete die deutsche Sicherheitswirtschaft im vergangenen Jahr einen wesentlichen Beitrag zur inneren Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland. Mehr als 90% der Beschäftigten arbeiten dabei im Bereich der privaten Wach- und Sicherheitsdienste. Gemäß aktuellen Zahlen des Branchenverbands BDSW waren diese Sicherheitskräfte in rund 5.450 Wach- und Sicherheitsunternehmen sowie Detekteien beschäftigt. Ein Blick auf die absoluten Zahlen unterstreicht dabei nicht nur den Wachstumstrend im Bereich des Mitarbeiterstamms, welcher nunmehr annähernd gleichauf ist mit der personellen Stärke der Polizei (Polizeistärke 2022: rund 296.800 Polizeibeamte).

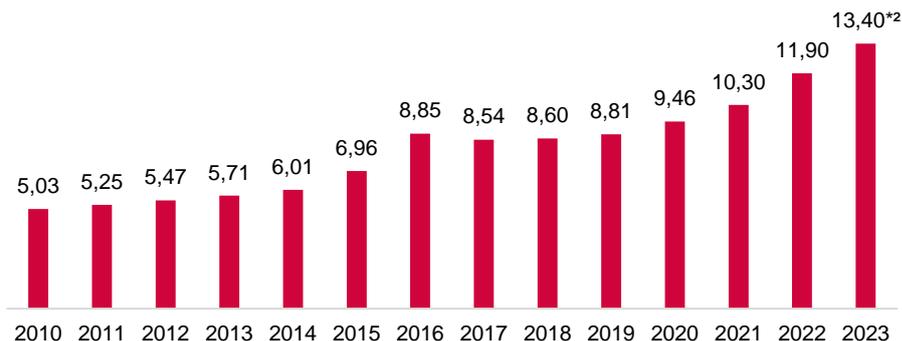
Die Sicherheitsunternehmen leisten einen vielfältigen Beitrag zur Bewältigung der täglichen Aufgaben der Polizei, insbesondere an Flughäfen, wo sie die Bundespolizei unterstützen. Langfristig streben sie gemäß der Einschätzung von Sicherheitsexperten eine enge strategische Partnerschaft mit der Polizei an. Deutliche Fortschritte in Richtung dieses Ziels sind bereits erkennbar. So haben Sicherheitsunternehmen in vielen Bundesländern bereits Kooperationsverträge mit den jeweiligen Polizeibehörden geschlossen, um die Polizei bei essenziellen Kernaufgaben signifikant zu unterstützen.

Dabei ist die Sicherheitsdienstleistungsbranche generell äußerst fragmentiert und besteht aus zahlreichen Betrieben unterschiedlichster Größe. Zudem sind regionale Tätigkeitsschwerpunkte innerhalb der Bundesrepublik erkennbar. In Bezug auf das „Qualitätssegment“ der Sicherheitsdienstleistungsbranche, zu dem sich die sdm-Gruppe zählt, spielen zudem bestimmte Erfolgsfaktoren eine entscheidende Rolle für die Positionierung der Unternehmen. Dazu gehören ein positives Unternehmensimage, eine hohe Dienstleistungsqualität, gut geschultes und zertifiziertes Personal sowie ein attraktives Preis-Leistungs-Verhältnis.

Ein bedeutender Treiber für das Wachstum der Sicherheitsbranche ist vor allem das gestiegene Sicherheitsbedürfnis von staatlichen Institutionen, der Wirtschaft und der Zivilbevölkerung, als Folge der Eingangs bereits erwähnten verschiedenen Umweltfaktoren. Diese gesteigerte Nachfrage nach Sicherheitsleistungen wie Sicherheitsdiensten und

Sicherheitstechnik resultiert aus verschiedenen Faktoren, darunter einem zunehmenden Unsicherheitsgefühl in der Bevölkerung sowie der allgemeinen sich verschärferten Sicherheits- und Bedrohungslage in Deutschland. Eine Situation, welche allgemein geprägt ist von einer Vielzahl empirisch belegbarer Phänomene. An dieser Stelle seien exemplarisch ein erhöhtes Gewaltpotenzial, eine wachsende Bedrohung durch Wirtschaftskriminalität, eine erhöhte Terrorismusgefahr und Radikalisierungen sowie eine zunehmende Präsenz von organisierten kriminellen Gruppierungen als Ursachen erwähnt.

Entwicklung der Sicherheitswirtschaft in Deutschland (Mrd. €)*1

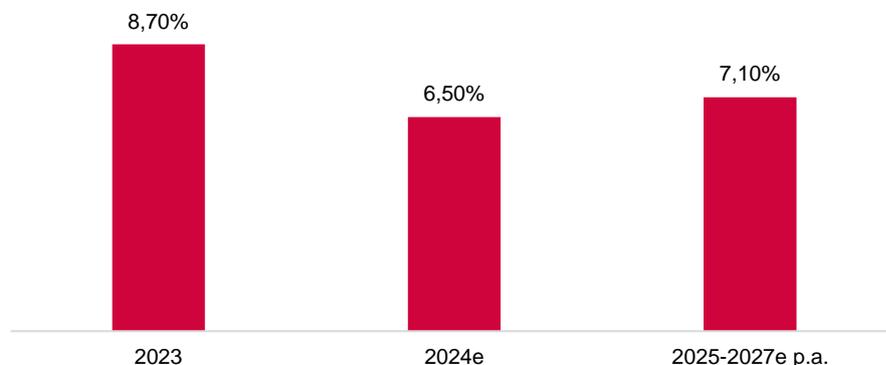


Quelle: BDSW; GBC AG *1 Umsätze der Wach- und Sicherheitsdienste sowie Detekteien
*2 geschätzter Wert des BDSW-Branchenverbands

Angesichts der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen konnte die Sicherheitsdienstleistungswirtschaft laut Angaben des Branchenverbands BDSW auch in 2023 einen erneuten deutlichen Umsatzzuwachs um 12,6% auf 13,40 Mrd. € (VJ: 11,90 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 7,83% (CAGR).

Auch für die zukünftige Entwicklung der Sicherheitsbranche sind Branchenexperten positiv gestimmt. So rechnen die Marktexperten von Lünendonk basierend auf einer repräsentativen Studie für das laufende Jahr 2024 mit einem Branchenwachstum von 6,5%. Für den darauffolgenden Zeitraum 2025 bis 2027 erwarten sie eine Verstetigung des aktuellen Wachstumstrends und prognostizieren im Mittel eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 7,1% (CAGR).

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



Quelle: Lünendonk; GBC AG

Es gilt abschließend zu konstatieren, dass wir die sdm-Gruppe derzeit weiterhin strategisch gut aufgestellt sehen, um von der anhaltend hohen Nachfrage nach

Sicherheitsdienstleistungen in Deutschland deutlich zu profitieren. Daneben bieten die aktuell vorherrschenden Branchentrends wie eine voranschreitende Marktkonsolidierung, verschärfte Ausschreibungsbedingungen bei Auftragsvergaben sowie der verstärkte Einsatz von Sicherheitstechnik zahlreiche Chancen, um signifikante (zusätzliches) Wachstums- und Ertragspotenziale erschließen zu können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

Historische Unternehmensentwicklung

Kennzahlen in Mio. EUR	2021	2022	2023*1
Umsatzerlöse	12,99	16,77	45,64*2
EBITDA	0,91	1,21	2,24*2
EBIT	0,58	0,88	1,38*2

Quelle: sdm SE *1 geschätzte GBC Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der Vollkonsolidierung der übernommenen IWSM ab dem 01.01.2023); *2 positiv beeinflusst durch einen einmaligen Sonderauftrag (Umsatzvolumen GBCe: 9,00 Mio. €)

Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Vor dem Hintergrund, dass der sdm-Konzern für das vergangene Geschäftsjahr 2023 keinen konsolidierten Konzernabschluss und lediglich einen Einzelabschluss für die sdm SE veröffentlicht hat, haben wir geschätzte Pro-forma-Konzernkennzahlen für diese Geschäftsperiode aufgestellt.

Diese beruhen auf einer wie (eigentlich) ursprünglich von dem Unternehmen angekündigten Vollkonsolidierung der übernommenen IWSM ab dem 01.01.2023. Sowohl die Unternehmensguidance (Konzernumsatzerlöse von annähernd 50,0 Mio. €) als auch unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen basierten auf dieser Prämisse. Bilanziell wirksamer Bestandteil der sdm-Gruppe wurde die akquirierte Gesellschaft laut Unternehmensangaben ab dem 01.09.2023 (gemäß dem effektiven Erwerbs- bzw. Konsolidierungszeitpunkt).

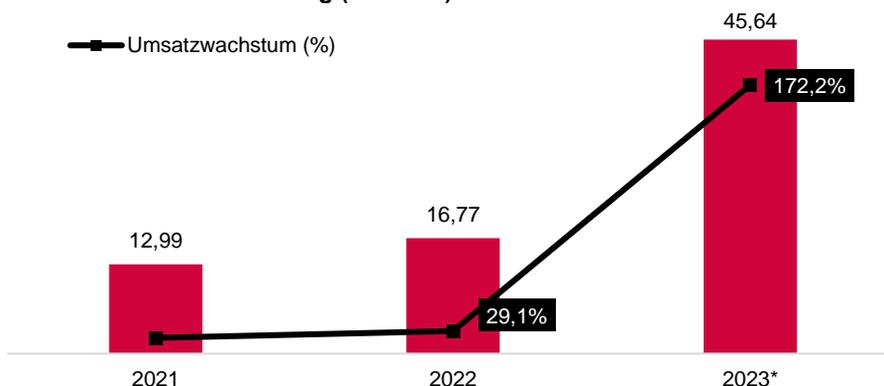
Mit der Bekanntgabe der testierten Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2023 (auf Einzelabschlussebene), hat der sdm-Konzern ebenfalls Eckzahlen bezüglich der einzelnen operativen Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen veröffentlicht. Hiernach hat die Stammgesellschaft sdm Sicherheitsdienste GmbH & Co. KG (sdm München) im vergangenen Geschäftsjahr Umsatzerlösen in Höhe von 14,19 Mio. € (VJ: 14,89 Mio. €) und ein operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von 1,26 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €) erzielt.

Die übernommene IWSM erwirtschaftete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von 28,91 Mio. € (VJ: 28,89 Mio. €) und ein EBIT von 1,78 Mio. € (VJ: 2,32 Mio. €). Hierin enthalten war ein einmaliger Sonderauftrag für einen großen Energieversorger im Gesamtvolumen von rund 9,00 Mio. € (GBCe), der zukünftig in dieser Form nicht mehr umsatz- und ergebniswirksam anfallen wird.

Die zuvor akquirierte RSD GmbH verzeichnete Umsatzerlöse in Höhe von 0,90 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €) und erreichte hierbei einen Jahresüberschuss von grob 0,10 Mio. € (VJ: ausgeglichenes Jahresergebnis Mio. €). Entsprechend haben alle drei operativen Tochtergesellschaften mit ihrer erzielten Performance positiv zum Ergebnis der sdm-Gruppe beigetragen.

Auf Pro-forma-Basis hat die Gesellschaft laut unserer Einschätzung im vergangenen Geschäftsjahr 2023 Konzernumsatzerlöse in Höhe von 45,64 Mio. € (GBCe) erzielt, was einer massiven Erhöhung der Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahresniveau (VJ: 16,77 Mio. €) entspricht. Als Hauptursache für diese dynamische Erlösentwicklung hat sich unseres Erachtens vor allem der positive Umsatzbeitrag der übernommenen Gesellschaft IWSM erwiesen. Auch die Stammgesellschaft sdm München hat durch die zuvor dargestellte positive Erlösentwicklung signifikant zum Konzernumsatz der sdm-Gruppe beigetragen.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)

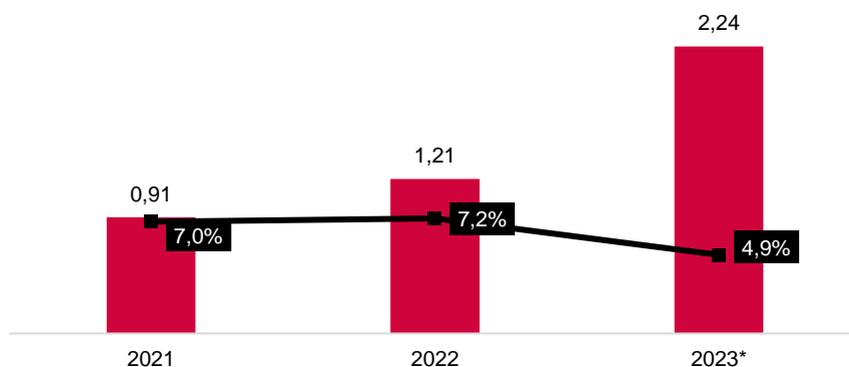


Quelle: sdm SE; GBC AG *geschätzte GBC Pro-forma-Umsatzerlöse

Trotz der guten operativen Entwicklung wurde sowohl unsere Umsatzschätzung (Konzernumsatz von 48,69 Mio. €) als auch die Unternehmensguidance (Umsatz von annähernd 50,0 Mio. €) nicht erreicht.

Parallel hierzu ist das operative Ergebnis (EBITDA) auf geschätzter Pro-forma-Basis (GBCe) im Vergleich zum Vorjahr dynamisch auf 2,24 Mio. € (VJ: 1,21 Mio. €) angestiegen. Hieraus ergab sich eine EBITDA-Marge von 4,9%, welches damit unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 7,2%) lag. Entsprechend wurde auch unsere EBITDA-Prognose (EBITDA von 3,87 Mio. €) nicht erfüllt.

Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. € / in %)



Quelle: sdm SE; GBC AG *geschätztes GBC Pro-forma-EBITDA

Insgesamt konnte die sdm-Gruppe im vergangenen Jahr durch das erzielte anorganische Wachstum in neue Umsatz- und organische Ergebnisdimensionen vorstoßen und zugleich seinen geografischen "Fußabdruck" im Security-Business deutlich erweitern.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2024

Pro-forma-Kennzahlen (in Mio. €)	1.HJ 2024
Konzernumsatz	16,11
EBITDA	0,71
EBITDA-Marge	4,4%

Quelle: sdm SE Pro-forma-Kennzahlen; GBC AG

In den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2024 hat die sdm-Gruppe laut eigenen Angaben auf Pro-forma-Basis Umsatzerlöse in Höhe von 16,11 Mio. € und ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von 0,71 Mio. € erzielt. Hieraus ergab sich eine EBITDA-Marge von 4,40%.

Entwicklung des Pro-forma-Umsatz und -EBITDA der sdm-Gruppe (Mio. €)



Quelle: sdm SE Pro-forma-Kennzahlen; GBC AG

Mit Bekanntgabe der Halbjahreszahlen Ende September 2024 hat sdm wesentliche Finanzkennzahlen zu den drei operativen Gesellschaften der Gruppe bekannt gegeben. Hiernach hat die Stammgesellschaft sdm München im ersten Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von 7,49 Mio. € (1. HJ 2023: 8,21 Mio. €) und ein Betriebsergebnis (EBIT) von 0,43 Mio. € (1. HJ 2023: 0,69 Mio. €) erzielt.

Die größere Tochtergesellschaft IWSM erwirtschaftete in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres Umsätze in Höhe von 8,13 Mio. € (1. HJ 2023: 18,19 Mio. €) und ein EBIT von 0,29 Mio. € (1. HJ 2023: 1,69 Mio. €). Bereinigt um einen erhaltenen großvolumigen Sonderauftrag im ersten Quartal 2023 ergab sich laut Unternehmensangaben dagegen ein unverändertes Umsatzniveau im Vergleich zum Vorjahreszeitraum.

Bei der kleinsten Tochtergesellschaft RSD wurden im ersten Halbjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von 0,53 Mio. € (1. HJ 2023: 0,38 Mio. €) verzeichnet und ein nahezu ausgeglichenes Nettoergebnis (1. HJ 2023: leicht positiver Jahresüberschuss) erreicht.

Somit haben alle drei Tochtergesellschaften mit ihrer operativen Performance positive Ergebnisbeiträge zur sdm-Gruppe beigesteuert.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Bedeutende Marktposition (Top-5-Position) in der Metropolregion München/Bayern und Nordrhein-Westfalen • Positionierung als Qualitätsanbieter und damit deutliche Differenzierung vom Wettbewerb, was höhere Erträge und eine stärkere Kundenbindung ermöglicht • Kundenstamm aus langjährigen stabilen öffentlichen Kunden und gewerblichen Kunden (hohe Kundenloyalität) • Kernportfolio an gut planbaren Sicherheitsdienstleistungen und eine gut diversifizierte Kundenstruktur an Behörden- und Firmenkunden 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von leitenden Personen, v.a. auf Ebene des Top-Managements • Geschäftsaktivitäten bisher hauptsächlich nur in Bayern/Metropolregion München und Nordrhein-Westfalen • 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. • Derzeit noch geringer Freefloat in der Aktie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Gute regionale Positionierung im Wachstumsmarkt Sicherheitsdienstleistungen • Durch die Integration der übernommenen Gesellschaften (Mundt & RSD) eröffnen sich erhebliche Synergie- und Skaleneffekte • Hohe Cross-Selling-Potenziale v.a. bei Gewerbekunden und signifikantes Wachstumspotenzial bei Bestandskunden (Up-Scalling) • Zusätzliche Wachstumschancen durch eine regionale Ausweitung des Geschäfts, eine Verbreiterung des Leistungsangebots (z.B. technische Dienste) und weitere M&A-Maßnahmen • Eine Verschärfung der Regulierung könnte zu einer weiteren Marktbereinigung führen und damit die Geschäftsentwicklung von „Qualitätsanbietern“ wie die sdm-Gruppe zusätzlich beflügeln 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Sicherheitsdienstleistungsmarkt könnte sich schwächer entwickeln als zunächst erwartet und damit die Wachstumsdynamik des Konzerns verringern. • Ein verstärkter Wettbewerb innerhalb der Branche könnte zu Preisdruck führen und damit die Kundengewinnung erschweren • Neue oder umfangreichere Richtlinien können die Geschäftsentwicklung kurzfristig bremsen und zu deutlichen Sonderkosten führen • Große internationale Sicherheitsanbieter könnten sich verstärkt auf dem lukrativen deutschen Sicherheitsdienstleistungsmarkt engagieren und damit für einen erhöhten Wettbewerb sorgen.

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2023*1	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025e (Neu)	GJ 2025e (Alt)	GJ 2026e (Neu)
Umsatzerlöse	45,64*2	37,28	50,76	39,23	54,29	41,84
EBITDA	2,24*2	2,25	4,26	2,56	4,82	2,91
EBIT	1,38*2	1,28	3,07	1,57	3,62	1,90
Nettoergebnis (nach Minderh.)	k.A.	0,34	1,34	0,46	1,70	0,60

Quelle: Schätzungen GBC AG *1geschätzte GBC Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der IWSM-Vollkonsolidierung ab 01.01.2023) *2 positiv beeinflusst durch einen einmaligen Sonderauftrag (Umsatzvolumen GBCe: ca. 9,00 Mio. €)

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Der sdm-Konzern verfolgt grundsätzlich eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie, die neben organischem Wachstum auch anorganisches Wachstum (M&As) vorsieht. Im Fokus der Wachstumsbestrebungen der Gesellschaft steht hierbei insbesondere der sukzessive Ausbau des Stammgeschäfts Objekt- und Revierbewachung. In diesem Kerngeschäft plant sdm durch die Gewinnung neuer Kunden und dem Ausbau des Bestandskundengeschäfts weiterzuwachsen.

Ergänzt werden soll die angepeilte organische Geschäftsexpansion durch weitere gezielte Übernahmen (Stichwort: Umsetzung der mit dem IPO verkündeten Buy-and-Build-Strategie), um attraktive Marktpotenziale im Rahmen der voranschreitenden Konsolidierung der Sicherheitswirtschaft zu nutzen.

Kernelemente der sdm-Wachstumsstrategie



Quelle: sdm SE; GBC AG

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 rechnet das sdm-Management mit Konzernumsatzerlösen von mehr als 35,0 Mio. € und einem operativen Ergebnis (EBITDA) von 1,50 Mio. €. Auf EBIT-Basis wird ein Betriebsergebnis von 0,70 Mio. € in Aussicht gestellt. Für das zweite Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres erwartet die Gesellschaft eine signifikante Zunahme der Umsätze und Ergebnisse. Im Zuge dessen soll der im Rahmen der Q1-Meldung bekannt gegebene Großauftrag (Auftragsbeginn lt. eigenen Angaben im Juni 2024) mit einem geschätzten Umsatzvolumen von ca. 2,00 Mio. € einen deutlich positiven Effekt auf die Geschäftsentwicklung der aktuellen Geschäftsperiode haben.

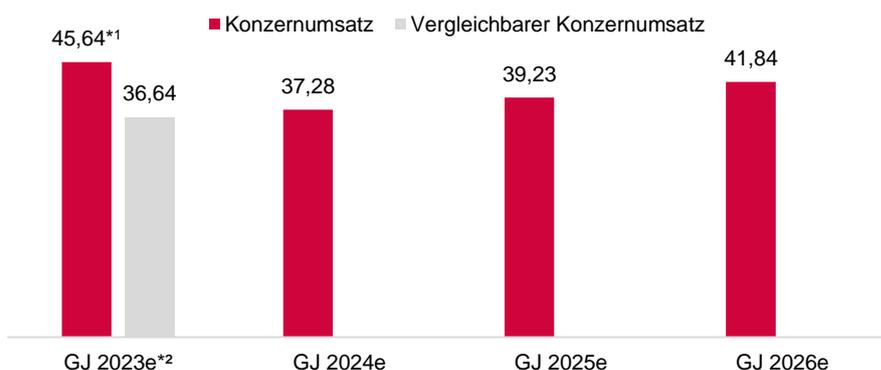
In unserem im Sommer veröffentlichten Managementinterview (siehe GBC-Interview vom 07.08.2024) hat der Vorstand der Gesellschaft nochmals sein langfristiges Umsatzziel in Form eines Konzernumsatzes von 100,0 Mio. € bekräftigt. Insbesondere anorganische Wachstumseffekte sollen aus der verfolgten Buy-and-Build-Strategie hierbei neben dem

angestrebtem organischem Wachstum einen zentralen Faktor bilden, um dieses perspektivische Unternehmensziel auch erreichen zu können.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Unternehmensperformance, die unterhalb unserer Erwartungen lag, und dem konkreten Unternehmensausblick, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 und das Folgejahr 2025 vorsichtig nach unten angepasst. Das darauffolgende Geschäftsjahr 2026 haben wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen. Mit der Veröffentlichung der Eckzahlen zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hat sdm bekanntgegeben, dass das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2024 plant, zusätzlich zum Einzelabschluss der sdm SE ebenfalls einen konsolidierten Konzernabschluss aufzustellen.

In Anbetracht dessen, handelt es sich bei unseren aufgestellten Schätzungen weiterhin um konsolidierte Prognosen, da wir davon ausgehen, dass die Gesellschaft ab dem Geschäftsjahr 2025 wieder in einem regelmäßigen Rhythmus konsolidierte Abschlüsse bzw. Geschäftsberichte (für das GJ 2024 und nachfolgende Geschäftsperioden) aufstellen bzw. veröffentlichen wird.

Erwartete Umsatzentwicklung der sdm-Gruppe (in Mio. €)



Quelle: Schätzungen GBC AG *1 positiv beeinflusst durch einen einmaligen Sonderauftrag (Umsatzvolumen GBCe: ca. 9,00 Mio. €) *2 geschätzte GBC Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der IWSM-Vollkonsolidierung ab 01.01.2023)

Konkret kalkulieren wir nun für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 37,28 Mio. € (zuvor: 50,76 Mio. €) und einem EBITDA von 2,25 Mio. € (zuvor: 4,26 Mio. €). Im direkten Vergleich zum Vorjahr rechnen wir folglich mit einem Rückgang der Umsatzerlöse. An dieser Stelle ist jedoch deutlich anzumerken, dass die Finanzkennzahlen des Vorjahres maßgeblich durch einen einmaligen Sonderauftrag (Gesamtvolumen des Sonderauftrags GBCe: ca. 9,00 Mio. €) bei der IWSM-Tochtergesellschaft deutlich positiv beeinflusst waren.

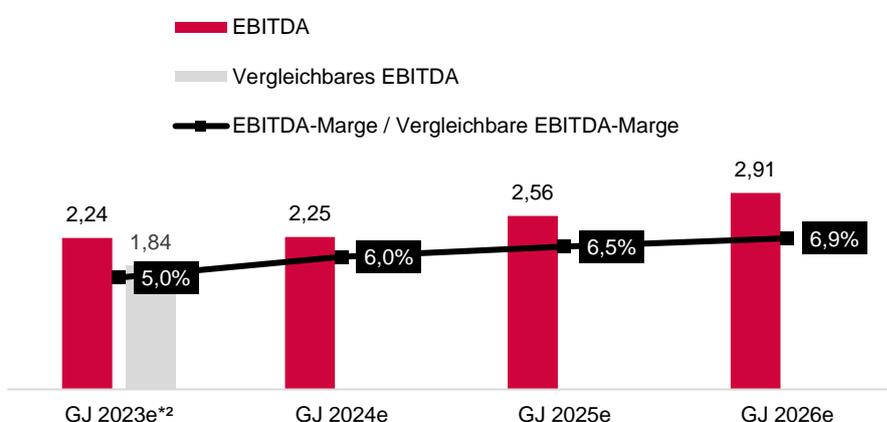
Korrigiert um diesen Sondereffekt rechnen wir somit auf vergleichbarer Basis bei einem bereinigten Konzernumsatz von 36,64 Mio. € (GBCe) mit einem moderaten Konzernumsatzanstieg um ca. 1,7%. Dieser sollte insbesondere durch den zuletzt gewonnenen Großauftrag (erwartetes Umsatzvolumen im GJ 2024: ca. 2,00 Mio. €) gelingen, der bereits im Juni des laufenden Geschäftsjahres begonnen wurde. In Bezug auf das nachfolgende Geschäftsjahr gehen wir davon aus, dass dieser Großauftrag noch stärker zum Tragen kommt (Umsatzbeitrag GBCe: ca. 2,75 Mio. €), da er dann grundsätzlich auf Gesamtjahresbasis wirken kann und nicht wie bisher nur auf Halbjahresbasis.

Für das Folgejahr 2025 rechnen wir mit einem Umsatz und einem EBITDA von 39,23 Mio. € (zuvor: 54,29 Mio. €) bzw. 2,56 Mio. € (zuvor: 4,82 Mio. €). In Bezug auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2026 kalkulieren wir mit einem erneuten Umsatzanstieg auf 41,84 Mio. € und einem EBITDA-Zuwachs auf 2,91 Mio. €. Parallel hierzu sollte durch das

angestrebte organische Wachstum und erwartete Skalen- und Synergieeffekte im Rahmen der Integration der erworbenen Tochtergesellschaften die operative Marge von geschätzten 5,0% (bereinigte EBITDA-Marge) im vergangenen GJ 2023 schrittweise auf prognostizierte 6,9% im GJ 2026 ansteigen können. Gerade im laufenden Geschäftsjahr 2024 steht die verstärkte Integration der akquirierten Sicherheitsdienstleister im besonderen Fokus des Managements, um die erwarteten positiven Synergieeffekte (aus gemeinsamen Aufträgen oder der Etablierung erprobter Prozesse und Konzepte sowie zentralem Einkauf von Produkten und Services etc.) auch sukzessive heben zu können.

Unsere deutlich reduzierten operativen Ergebnisschätzungen und Margenniveaus für das aktuelle Geschäftsjahr und das Folgejahr spiegeln neben den angepassten Umsatzschätzungen insbesondere die erwarteten signifikanten Abschreibungseffekte aus den getätigten Übernahmen (sog. HGB-Firmenwertabschreibungen) wider.

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



Quelle: Schätzungen GBC AG *1 positiv beeinflusst durch einen einmaligen Sondereffekt (Umsatzvolumen Sonderauftrag GBCe: ca. 2,0 Mio. €) *2 geschätzte GBC Pro-forma-Kennzahlen (Annahme der IWSM-Vollkonsolidierung ab 01.01.2023)

Insgesamt sehen wir die sdm-Gruppe weiterhin in einer guten Ausgangslage, um von der verstärkten Nachfrage nach Sicherheitsdienstleistungen seitens des privaten, gewerblichen und öffentlichen Sektors signifikant zu profitieren und ihren Wachstumskurs fortzusetzen. Gerade mit den Schwerpunkten auf die Metropolregionen München und Nordrhein-Westfalen verfügt die Gesellschaft über starke regionale Marktpositionen, die durch eine erwartete Ausweitung des Bestands- und Neukundengeschäfts (weiter) ausgebaut werden sollten. Durch weitere avisierte Übernahmen, die wesentlicher Bestandteil der verfolgten Wachstumsstrategie sind, könnte sich das künftige Wachstumstempo des Konzerns nochmals deutlich erhöhen.

Vor dem Hintergrund unserer nach unten angepassten Umsatz- und Ergebnisschätzungen, haben wir unser bisheriges Kursziel auf 5,40 € je Aktie (zuvor: 6,90 €) gesenkt. Der eingetretene Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2025, statt zuvor GJ 2024) und die gesenkten Kapitalkosten infolge der Reduktion des GBC-Beta haben einer noch stärkeren Kurszielminderung entgegengewirkt. 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 2024 bis 2026 in Phase 1 und für die Jahre 2027 bis 2031 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 35,0% 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 35,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5% (zuvor: 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 2,50% (zuvor: 2,00%).

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 1,39 (zuvor: 1,70). Durch die beiden durchgeführten Übernahmen (IWSM und RSD) hat sich das bisherige Risikoprofil der sdm deutlich verbessert und zugleich wurde das ohnehin defensive Geschäftsmodell des Konzerns nochmals zusätzlich gestärkt bzw. optimiert. Dies führte zu einer deutlichen Reduktion des GBC-Beta auf 1,39 (zuvor: 1,70).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,16% (zuvor: 11,33%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,16% (zuvor: 11,33%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,16% (zuvor: 11,33%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert zum Ende des Geschäftsjahres 2025 beträgt 5,40 € je Aktie (zuvor: 6,90 €). Unsere Kurszielreduktion basiert primär auf unseren gesenkten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2024 und 2025 und der daraus resultierenden niedrigeren Bewertungsausgangsbasis für die Folgejahre. Entgegengesetzt wirkten der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2025 statt zuvor 2024) und die gesenkten Kapitalkosten infolge der Reduktion des GBC-Beta.

DCF-Modell

sdm SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	7,7%-9,7%	ewige EBITA - Marge	7,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,8%	effektive Steuerquote im Endwert	35,0%
Working Capital zu Umsatz	7,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz (US)	37,28	39,23	41,84	44,56	47,46	50,54	53,83	57,32	
US Veränderung	-15,5%	5,2%	6,7%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,62	3,80	4,04	4,29	4,54	4,81	5,10	5,39	
EBITDA	2,25	2,56	2,91	3,41	3,91	4,43	4,98	5,54	
EBITDA-Marge	6,0%	6,5%	6,9%	7,7%	8,2%	8,8%	9,3%	9,7%	
EBITA	1,28	1,57	1,90	2,40	2,89	3,41	3,95	4,51	
EBITA-Marge	3,4%	4,0%	4,5%	5,4%	6,1%	6,7%	7,3%	7,9%	7,9%
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,89	-1,06	-0,84	-1,01	-1,19	-1,38	-1,58	
zu EBITA	55,1%	56,4%	55,9%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
EBI (NOPLAT)	0,58	0,69	0,84	1,56	1,88	2,22	2,57	2,93	
Kapitalrendite	4,1%	5,1%	6,2%	11,5%	13,7%	15,8%	18,0%	20,1%	20,1%
Working Capital (WC)	3,17	3,20	3,22	3,34	3,56	3,79	4,04	4,30	
WC zu Umsatz	8,5%	8,2%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in WC	0,56	-0,03	-0,02	-0,12	-0,22	-0,23	-0,25	-0,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	10,31	10,33	10,35	10,39	10,45	10,50	10,56	10,63	
AFA auf OAV	-0,97	-0,99	-1,01	-1,01	-1,01	-1,02	-1,02	-1,03	
AFA zu OAV	9,4%	9,6%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	
Investitionen in OAV	-0,98	-1,01	-1,03	-1,05	-1,07	-1,07	-1,09	-1,10	
Investiertes Kapital	13,48	13,53	13,57	13,73	14,01	14,29	14,60	14,93	
EBITDA	2,25	2,56	2,91	3,41	3,91	4,43	4,98	5,54	
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,89	-1,06	-0,84	-1,01	-1,19	-1,38	-1,58	
Investitionen gesamt	-1,32	-1,04	-1,05	-1,17	-1,29	-1,30	-1,34	-1,36	
Investitionen in OAV	-0,98	-1,01	-1,03	-1,05	-1,07	-1,07	-1,09	-1,10	
Investitionen in WC	0,56	-0,03	-0,02	-0,12	-0,22	-0,23	-0,25	-0,26	
Investitionen in Goodwill	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,23	0,64	0,79	1,40	1,61	1,93	2,26	2,60	34,26

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	24,55	26,40
Barwert expliziter FCFs	7,14	7,23
Barwert des Continuing Value	17,40	19,17
Nettoschulden (Net debt)	3,65	3,32
Wert des Eigenkapitals	20,89	23,08
Fremde Gewinnanteile	-2,32	-2,56
Wert des Aktienkapitals	18,58	20,52
Ausstehende Aktien in Mio.	3,80	3,80
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,89	5,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,2%

Kapitalrendite	WACC				
	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%
19,6%	5,85	5,54	5,26	4,99	4,75
19,8%	5,93	5,61	5,33	5,06	4,82
20,1%	6,01	5,69	5,40	5,13	4,88
20,3%	6,09	5,77	5,47	5,20	4,95
20,6%	6,17	5,84	5,54	5,27	5,01

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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<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;5b;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



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