

Kaufen Ersteinschätzung

Kursziel EUR 30,00 (alt: n.a.)

Kurs EUR 23,58
Bloomberg 4DS GR
Reuters 4DSG
Branche Renewables



Aktien Daten: 01.07.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 128 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 146 Mio.
Buchwert: EUR 68,5 Mio.
Aktienanzahl: 5,4 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 117 Tsd.

Aktionäre:
 Streubesitz 33,8 %
 Josef Daldrup 34,4 %
 Karl Daldrup 10,6 %
 Bernd Daldrup 10,6 %
 Thomas Daldrup 10,6 %

Termine:
 HV 14.07.11
 Zahlen H1/2011 ab 01.09.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	46,2	-	22,7	-	61,5	-
EBIT	8,2	-	8,5	-	12,4	-
EPS	1,00	-	0,84	-	1,06	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 04.07.2011
 Analysten:
 Christopher Rodler +49 (0)40-309537-290
 crodler@warburg-research.com
 Stephan Wulf +49 (0)40-309537-150
 swulf@warburg-research.com

Einziges Pure Play in einem vielversprechenden Sektor

Marktführer mit starkem Track Record: Daldrup ist Technologie- und Qualitätsführer bei Tiefengeothermiebohrungen. Das Unternehmen kommt aus dem Bereich der Brunnenbohrungen und verfügt über innovative Produkte (Lizenzrechte für den Kalina-Kreisprozess) und einen einzigartigen Track Record von 20 Tiefengeothermie-Bohrungen. Durch den Betrieb von eigenen Geothermiekraftwerken erweitert Daldrup sein Geschäftsmodell und wird als unabhängiger Stromerzeuger auftreten. Durch diesen Schritt entwickelt sich Daldrup von einem Bohrdienstleistungsunternehmen mit einem volatilen Geschäft zu einem Stromlieferanten mit attraktiven und vorhersehbaren Cashflows.

Geothermie vereint die attraktivsten Vorteile der erneuerbaren Energien: Die Geothermie ist die einzige regenerative Energiequelle, die sowohl grundlastfähig als auch unabhängig von Rohstoffkosten ist. Im Gegensatz zu Wind- oder PV-Anlagen ist die Stromerzeugung in geothermischen Anlagen kontrollierbar, unabhängig vom Wetter und zeichnet sich durch eine Auslastung von knapp 100% aus. Damit erfüllt sie die zunehmende politische Forderung nach Grundlastfähigkeit, da die volatile Stromerzeugung von Wind- oder PV-Anlagen eine zunehmende Bedrohung für die Netzstabilität in Deutschland darstellt. Darüber hinaus ist die Geothermie weder von der Entwicklung der Rohstoffkosten abhängig, wie z.B. Biomasse, noch wird sie für den Wettbewerb zur Nahrungsmittelindustrie kritisiert.

Regulatorische Verbesserungen sollten einen Boom bei Geothermie-Projekten auslösen: Aufgrund der o.g. Vorteile wird die Geothermie im überarbeiteten EEG mit einer spürbaren Verbesserung der Einspeisevergütung belohnt. Wir erwarten, dass viele Projekte, die unter dem alten EEG wirtschaftlich nicht durchführbar waren, nun im Rahmen des modifizierten regulatorischen Systems realisiert werden. Die aktuelle Pipeline sollte sich dann auf rund 80 geothermische Projekte in Deutschland belaufen. Bohranlagen sind eindeutig der Engpass der Industrie, sodass steigende Preise für Bohrdienstleistungen äußerst wahrscheinlich sind.

Der Geschäftsbereich Stromerzeugung verbessert das Geschäftsmodell: Daldrups neue Stromerzeugungsaktivitäten führen nicht nur zu einem besser vorhersehbaren Geschäftsmodell, sondern auch zu einer deutlichen Steigerung der Margen sowie einer wesentlichen Verbesserung des Risikoprofils des Unternehmens. Die negativen Auswirkungen der hohen Kapitalanforderungen für die Erschließung des Stromerzeugungsgeschäfts werden durch Einbindung von externen Partnern in die einzelnen Projekte reduziert. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Finanzinvestoren sowie lokale Partner mit strategischem Interesse. Aber auch Daldrups aktuelles Kerngeschäft entwickelt sich extrem vorteilhaft. Mit einem Auftragsbestand von EUR 90 Mio. ist das Unternehmen bis Ende 2012 voll ausgelastet. Der Verkauf von schlüsselfertigen Projekten für die geothermische Stromerzeugung könnte zukünftig eine weitere einträgliche Aktivität darstellen. Obwohl bereits konkrete Pläne für die Erschließung dieses Geschäfts vorliegen, wurden diese von uns noch nicht in das Ergebnismodell eingearbeitet und kommen damit noch zu unseren Schätzungen hinzu.

Einziges Pure Play in Geothermie: Wie bereits erwähnt, haben die jüngsten politischen Entscheidungen ein sehr vorteilhaftes Umfeld für die Geothermie geschaffen. Während es für Investoren zahlreiche Möglichkeiten für den Aufbau eines Exposures im Bereich PV, Windenergie oder Biomasse gibt, ist Daldrup die einzige Option für eine Investition in diese vielversprechende Industrie. Die Vorteile des Geschäftsbereichs Stromerzeugung werden in den aktuellen Bewertungsmultiplikatoren noch nicht reflektiert und erscheinen daher relativ teuer. Im Gegensatz dazu reflektiert unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 30 eine faire Einschätzung über den vollständigen Investitionszyklus und indiziert ein attraktives Kurspotenzial von 32%. Wir beginnen die Coverage von Daldrup mit einer Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	28,2	27,0	24,1	57,9	46,2	22,7	61,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	-4,2 %	-10,9 %	140,6 %	-20,1 %	-51,0 %	171,1 %
Rohrertrag	13,7	13,4	15,4	15,1	25,2	25,8	35,1
<i>Rohrertragsmarge</i>	48,5 %	49,7 %	64,0 %	26,2 %	54,6 %	113,9 %	57,1 %
EBITDA	4,6	6,7	7,3	7,8	12,3	14,5	22,6
<i>EBITDA-Marge</i>	16,4 %	24,6 %	30,3 %	13,5 %	26,7 %	63,8 %	36,8 %
EBIT	4,3	5,4	4,6	3,8	8,2	8,5	12,4
<i>EBIT-Marge</i>	15,3 %	19,8 %	19,3 %	6,6 %	17,8 %	37,4 %	20,2 %
Jahresüberschuss	1,7	4,0	3,8	2,6	5,5	4,6	5,8
EPS	0,31	0,74	0,70	0,49	1,00	0,84	1,06
Free Cash Flow je Aktie	-0,75	0,90	-0,75	0,63	-2,53	-7,08	-6,35
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	4,7	4,9	5,5	2,3	3,2	8,1	3,6
EV/EBITDA	28,6	19,9	18,1	16,9	11,8	12,8	9,7
EV/EBIT	30,6	24,7	28,5	34,5	17,8	21,8	17,6
KGV	76,0	31,9	33,7	48,1	23,6	28,1	22,2
ROCE	17,6 %	16,0 %	8,6 %	5,6 %	10,3 %	7,6 %	8,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	1,8 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	8,4 %	7,8 %	10,3 %

Equity Story	3
Technologie- und Qualitätsführer	3
Eigene Kraftwerke führen zu besser vorhersehbarem Geschäft	4
Kursziel von EUR 30 liefert ein Kurspotenzial von 32%	4
Energiewende bleibt auch weiterhin das dominierende Thema	5
Wettbewerbsqualität	6
Technologie- und Qualitätsführer	6
Primärtrends liefern solide Wachstumsbasis	7
Ein äußerst attraktives Marktumfeld	8
Geothermie – frühere Probleme scheinen behoben	11
Positives regulatorisches Umfeld	12
Günstiges Wettbewerbsumfeld	13
Finanzen	15
Bohrdienstleistungen bleiben bis 2016 der dominierende Geschäftsbereich	15
Profitabilität jeder Anlage hängt von der individuellen Gestaltung ab	17
GuV-Struktur wird sich wesentlich ändern	19
Bewertung	20
Free Cash Flow Yield	20
DCF-Modell	21
Newsflow	22
Unternehmen & Produkte & Markt	23
Bohrdienstleistungen	23
Europas größte Onshore-Bohrkapazität	23
Überzeugender Track-Record	24
Familienunternehmen	25
Geothermie: Markt und Technik	25
Kennzahlen	29

-
- **Starke strategische Position in einem attraktiven Markt**
 - **Geothermie profitiert von einer Verbesserung der regulatorischen Vorschriften**
 - **Strom- und Wärmeerzeugungsaktivitäten führen zu besser vorhersehbaren Cashflows**
 - **Attraktives Risikoprofil und ansprechendes Kurspotenzial**
-

Technologie- und Qualitätsführer

Durch das Know-how, die Erfahrung sowie den guten Ruf hat sich Daldrup im Bereich der Tiefengeothermie-Bohrungen als Technologie- und Qualitätsführer etabliert. Daldrup hat 20 Bohrungen mit Tiefen von mehr als 2.000 Meter durchgeführt. Da die Markteintrittsbarrieren hoch und die Verfügbarkeit von Tiefbohrungskapazitäten und qualifiziertem Personal niedrig sind, wird Daldrup von der wachsenden Nachfrage profitieren. In Zukunft will Daldrup zusätzlich im Bereich der eigenen geothermischen Stromerzeugung aktiv werden. So hat das Unternehmen durch die Zusammenarbeit mit privaten und öffentlichen Versorgern und Investoren bereits mit der Entwicklung von eigenen Projekten begonnen. Dafür besitzt und betreibt Daldrup 10 Claims im süddeutschen Molassebecken und ein Feld im Oberrheingraben. Das erste Projekt in Taufkirchen wird ab Ende 2012 Strom erzeugen. Durch diese Integration entlang der Wertschöpfungskette kann Daldrup mittel- bis langfristig stabile Erträge mit der Erzeugung von Strom- und Wärme generieren.

Energiequelle mit einer Reihe von einzigartigen Vorteilen

Durch die wachsende Energienachfrage und die schwindenden Rohstoffe sowie steigende Energiekosten gewinnen die regenerativen Energiequellen mehr und mehr an Bedeutung. Unter den erneuerbaren Energien ist die Geothermie eine (theoretisch) unerschöpfliche Energiequelle mit einzigartigen Eigenschaften. Im Gegensatz zu Windkraft- oder PV-Anlagen bieten Geothermie-Anlagen die Möglichkeit einer kombinierten Strom- und Wärmeerzeugung und können zur Sicherung der Grundlast- und Netzstabilität beitragen. Während Biomasse als einzige regenerative Energiequelle auch über diese Vorteile verfügt, wird die Geothermie nicht durch Brennstoffpreisentwicklungen beeinflusst. Durch diese Kombination von Vorteilen sollte die Geothermie ein wesentlicher Bestandteil des zukünftigen Energiemix sein. Zudem würde die dezentrale Stromerzeugung durch Geothermie den Bedarf an großflächigem Netzausbau reduzieren. Des Weiteren ist die Stromerzeugung nach der Installation CO₂-neutral.

Regierungszuschüsse ebnen den Weg für Geothermie

Da die Einspeisevergütung für die Tiefengeothermie in der Vergangenheit nicht ausgereicht hat, war die Anzahl von durchgeführten Projekten zu niedrig, um die Kosten zu senken. Mit dem Umdenken der Politik sollte sich die Situation nun ändern. Der Anstieg der Einspeisevergütung dürfte neben der Ausweitung des Marktanreizprogramms ein starker Katalysator für die weitere Entwicklung der Geothermie sein. Diese Maßnahme dürfte eine Installationswelle von 80 geothermischen Anlagen (380MW) bis 2020 auslösen. Durch die beiden Geschäftsbereiche profitiert Daldrup von der steigenden Nachfrage nach Tiefenbohrungsdienstleistungen und von konstanten Renditen durch den Vertrieb von Strom und Wärme.

Eigene Kraftwerke führen zu besser vorhersehbarem Geschäft

Der Einstieg in das Stromerzeugungsgeschäft wird Daldrups Geschäftsmodell wesentlich ändern, d.h. sicherlich verbessern.

Mit der zunehmenden Bedeutung des Stromerzeugungsgeschäfts wird die Vorhersehbarkeit der Cashflows des Unternehmens deutlich steigen. Zudem sollten sich durch die hohe Attraktivität der geothermischen Stromerzeugung auch die Margen signifikant verbessern. Hohe Investitionen für diese Projekte und erhebliche Kapitalanforderungen sind die Schattenseite dieser Entwicklung.

Verbesserung der Vorschriften und ein enger Markt als Preistreiber

Die Verbesserung des regulatorischen Umfelds und die Tatsache, dass die Anzahl der Bohranlagen der limitierende Faktor in diesem Markt ist, sollten zu einer positiven Preisentwicklung für Daldrups Bohrdienstleistungen führen. Wir gehen außerdem von Investitionen in eine weitere Tiefbohranlage in 2012 aus, wodurch sich das Umsatzwachstum in Daldrups aktuellem Kernsegment weiter erhöht. Alles in allem unterstellen wir für das Unternehmen eine Umsatz-CAGR 2010-16 von 17%.

Hohe Kapitalanforderungen werden teilweise von Partnern getragen

Die größte Triebkraft für Daldrups Ergebnisentwicklung stellt der neue Stromerzeugungsbereich dar. Neben den bereits identifizierten Projekten enthält unser Ergebnismodell sechs weitere geothermische Stromerzeugungsprojekte, die sich zumindest teilweise aus den 11 Claims des Unternehmens ergeben. Das letzte dieser Projekte sollte bis 2020 realisiert werden. Wir rechnen mit Investitionen von rund EUR 11 Mio. je MW, berücksichtigen aber auch den Wert der teilweise entwickelten Claims. Insgesamt rechnen wir mit Investitionen von EUR 339 Mio. bis 2020, wovon Daldrup rund EUR 238 Mio. tragen sollte.

Alles in allem sollte Daldrup bis 2020 eine jährliche Produktion von rund 200GWh erreichen, verglichen mit einer gesamten geothermischen Produktion von 50GWh in Deutschland in 2010. Die hohe Profitabilität dieses Geschäfts hebt auch die Margen des Unternehmens auf ein neues Niveau. Für 2016 erwarten wir eine EBIT-Marge (auf Basis der gesamten operativen Performance) von 22,7% nach nur 9,3% in 2010.

Bereich Stromerzeugung wird die Margen verbessern

Für den Bereich Stromerzeugung erwarten wir eine EBIT-Marge von knapp 25% in 2016, nachdem dieser Geschäftsbereich in den ersten beiden Jahren (2012 und 2013) EBIT-Verluste liefern wird, da die Anlaufkosten bedingt durch die niedrige Auslastung zu Beginn der Inbetriebnahme noch über den Ergebnisbeiträgen liegen.

Unser Kursziel von EUR 30 liefert ein Kurspotenzial von 32%

Unsere Bewertung von Daldrup & Söhne basiert auf einem DCF-Modell, da nur ein dynamischer Bewertungsansatz die strukturellen Änderungen von Daldrups Geschäftsmodell reflektieren kann.

Explizite Schätzungen bis 2020

Aufgrund der guten Prognostizierbarkeit von Daldrups neuem Geschäft stützt sich unser DCF-Modell selbst bis 2020 auf explizite Schätzungen für GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung des Unternehmens. Ab 2021 basiert das Modell auf Schätzungen für wesentliche Werttreiber (wie z.B. Umsatzwachstum, EBIT-Margen bzw. Working Capital Quoten).

Unsere DCF-Annahmen reflektieren einerseits die Volatilität des Bohrgeschäfts sowie den fehlenden Track Record im Stromerzeugungsgeschäft und andererseits das äußerst attraktive Risikoprofil des Energieerzeugungsgeschäfts. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen liegt unser fairer DCF-Wert je Aktie bei EUR 30,32. Unser Kursziel von EUR 30 bietet zurzeit ein attraktives Potenzial von 32%.

Energiewende bleibt auch weiterhin das dominierende Thema

Der Newsflow sollte positiv bleiben, da die Energiewende und die damit einhergehenden Änderungen in der Energiepolitik das weiterhin vorherrschende Thema sind. Zudem wird am 8. Juli das Maßnahmenpaket vom Bundesrat verabschiedet.

Bedingt durch die steigende Nachfrage hat Daldrup die Kapazitätsgrenze erreicht. Für das Unternehmen gibt es zwei Wege, die Kapazitäten auszuweiten: Investition in Bohranlagen und Akquisitionen. Unter der Annahme, dass qualifiziertes Personal knapp ist, wären Akquisitionen die bevorzugte Option.

- **Technologie- und Qualitätsführer mit überzeugender Erfolgsbilanz**
- **Geothermie vereint die wichtigsten Vorteile erneuerbarer Energien**
- **Regulatorische Verbesserungen sollten der Geothermie Auftrieb verleihen**
- **Hohe Eintrittsbarrieren haben zu einem günstigen Wettbewerbsumfeld geführt**

Technologie- und Qualitätsführer

Daldrup ist Technologie- und Qualitätsführer bei Tiefengeothermie-Bohrungen. Das Unternehmen kommt aus dem Bereich der Brunnenbohrungen und hat im Bereich des Spezialtiefbaus in Verbindung mit Tiefenbohrungen Know-how aufgebaut. Dadurch kann das Unternehmen Dienstleistungen im Bereich Bohrungen anbieten, die hinsichtlich der Präzision, besonders unter schwierigen geologischen Bedingungen, führend sind. Daldrup hat bisher 20 Tiefengeothermie-Bohrungen durchgeführt und besitzt langjährige Erfahrungen in diesem Bereich. Des Weiteren hat sich das Unternehmen ein exzellentes Netzwerk aufgebaut und besitzt einen ausgezeichneten Ruf. Aufgrund von Engpässen bei den Kapazitäten im Bereich Tiefenbohrungen und bei qualifiziertem Personal wird Daldrup von der steigenden Nachfrage profitieren, die durch das bessere regulatorische Umfeld für geothermische Stromerzeugung entsteht.

Daldrup beginnt eigene geothermische Stromerzeugung

Daldrups traditionelles Geschäft ist in 4 Bereiche aufgeteilt:

- Geothermie: Planung und Durchführung von geothermischen Bohrungen
- Explorations- und Testbohrungen für Rohstoffvorkommen
- Brunnenbohrungen für Trinkwasser, Brauchwasser, Mineral- und Heilwasser und Thermalsole
- Technische Dienstleistungen im Bereich Umwelt und Spezialtiefbau

Zukünftig wird das Geschäft auf zwei Säulen basieren:

- Anbieter von Bohrdienstleistungen (traditionelles Geschäft)
- Unabhängiger Stromerzeuger (IPP, Betrieb von Geothermiekraftwerken / Vertrieb von Strom und Wärme)

Durch die Ausweitung des Geschäftsmodells deckt Daldrup alle Stufen der Wertschöpfungskette eines Tiefengeothermieprojekts ab und erhöht somit die Wertschöpfungstiefe. Wesentliche Vorteile dieser Maßnahme sind eine geringere Volatilität sowie eine höhere Visibilität und bessere Vorhersehbarkeit der Erträge aufgrund des antizyklischen Stromverkaufs.



Quelle: Daldrup, Warburg Research

Entwicklung von Geothermie-Projekten / Stromverkauf

Mittels Kooperationen mit privaten und öffentlichen Versorgern und Investoren, plant Daldrup, eigene Geothermie-Projekte zu entwickeln (Beteiligung am Betrieb eines

Kraftwerks) und dadurch mittel- bis langfristig stabile Gewinne durch die Strom- und Wärmeerzeugung zu generieren.

Durch seine Tochtergesellschaften Geysir Europe und Exorka (als Generalunternehmer), erwirbt und entwickelt das Unternehmen Claims und schlüsselfertige Geothermiekraftwerke. Derzeit entwickelt Daldrup 11 Claims, 10 davon im süddeutschen Molassebecken und einen im Oberrheingraben. Angesichts der Tatsache, dass geeignete Standorte für (profitable) geothermische Stromerzeugung eher selten sind, versucht Daldrup zudem, sich Claims außerhalb Deutschlands zu sichern. Aktuell versucht sich Daldrup über 3 Projektunternehmen Claims in Italien zu akquirieren.

Daldrups aktuelle Kernmärkte

Daldrups Kernmärkte



Quelle: Daldrup, Warburg Research

Die Claims werden zu Projektgesellschaften entwickelt, die teilweise durch die Partner von Daldrup finanziert werden. Im Allgemeinen zielt Daldrup auf eine Mehrheitsbeteiligung ab. Insbesondere im Hinblick auf die ersten Projekte könnte Daldrup aufgrund der anspruchsvollen Kapitalanforderungen Beteiligungen von nur >25% akzeptieren. Daldrup besitzt derzeit 11 Claims, wovon zurzeit drei davon entwickelt werden: Taufkirchen (Bohrphase), Neuried (Planungsphase) und Geretsried (Planungsphase). Das erste Projekt in Taufkirchen sollte Ende 2012 mit der Stromerzeugung beginnen. Vor dem Hintergrund des mittelfristigen Ziels, ein mittelständischer Versorger zu werden, plant Daldrup bis 2020 die Inbetriebnahme einer Anlage pro Jahr.

Erhöhung der Einspeisevergütung fördert weiteres Wachstum

Es wird erwartet, dass der politische Kurswechsel und die erneute Erhöhung der Einspeisevergütung starke Treiber für die weitere Entwicklung der Geothermie sind. Diese Maßnahme wird wahrscheinlich zum Bau von 80 Geothermiekraftwerken in Deutschland bis 2020 führen. Dadurch müssten sich die hohen Kostensenkungspotentiale nutzen lassen, sodass sich die Kosten für die geothermische Stromerzeugung an das Marktniveau annähern. Daldrup wird durch seine zwei Unternehmensbereiche sowohl von der steigenden Nachfrage bei Bohrdienstleistungen als auch von konstanten Renditen im Bereich Stromverkauf profitieren.

Primärtrends liefern solide Wachstumsbasis

Steigender Energiebedarf und schwindende Rohstoffe

Angesichts des steigenden Energiebedarfs, der begrenzten Verfügbarkeit von fossilen Brennstoffen, der angestrebten Reduzierung von CO₂-Emissionen und der Stilllegung von Kernkraftwerken in Deutschland, wird erneuerbaren Energiequellen immer mehr Bedeutung beigemessen. Geothermie wird als einer der dynamischsten Submärkte angesehen. Der europäische Dachverband für Geothermie (EGEC) erwartet allein bis 2020 eine durchschnittliche Wachstumsrate von 11% bei der geothermischen Wärmeerzeugung. Während z.B. oberflächennahe Bohrungen ausreichen um Privathaushalte zu beheizen und mit heißem Wasser zu versorgen, sind Tiefenbohrungen von bis zu 5.000 Metern und Temperaturen von bis zu 170°C für Wärme- und Stromerzeugung in größerem Umfang erforderlich. Der steigende Bedarf führt zu einem Mangel an

Bohrkapazitäten und letztlich zu steigenden Bohrkosten.

Steigende Energiekosten und CO2-Reduzierung

Neben der Geothermie ist Daldrup auch in weiteren starken Märkten aktiv. Hohe Energiekosten und die Abhängigkeit von Rohstoffimporten führten z.B. dazu, dass immer neuere Explorationsprojekte und Feldentwicklungsbohrungen für Öl und Gas in Deutschland und Europa durchgeführt wurden. Die hohen Preise für Mineralien und Metalle erzeugen zudem einen attraktiven Markt für andere Forschungsbohrprojekte. Ein hohes Wachstum verzeichnet auch der Markt für Grubengasgewinnung aus stillgelegten Minen, der vom deutschen Gesetz für den Vorrang erneuerbarer Energien (EEG) gefördert wird. Die Erforschung und Sicherstellung stillgelegter Minen in den deutschen Regionen Ruhr und Saarland stellt eine weitere nachhaltige Quelle potenzieller Umsätze dar.

Wasservorkommen

Wasser ist ein weiterer globaler Trend. Um den Trinkwasserbedarf von 8,5 Mrd. Menschen zu decken, die laut Schätzungen bis 2025 auf unserem Planeten leben werden, müssen ca. 8 Mio. neue Grundwasserbrunnen gegraben werden. Heute haben mehr als 40% der Bevölkerung Afrikas – 300 Mio. Menschen – keinen Zugang zu sauberem Trinkwasser. In ihren Millenniumszielen plant die UN konkrete Verbesserungen in diesem Bereich, mit dem Ergebnis, dass die Investitionen in die Wassertechnologie allein schon aus diesem Grund in der ganzen Welt zunehmen. Aber sogar in Europa herrscht Wassermangel, das Grundwasser in 60% aller Städte sinkt bereits und macht tiefere Brunnen erforderlich.

Ein äußerst attraktives Marktumfeld

Daldrups Marktumfeld ist äußerst günstig und bietet gute Möglichkeiten für beschleunigtes Wachstum: Diskussionen über den Klimawandel, die Entwicklung der Rohstoffpreise und das günstige regulatorische Umfeld stimulieren die Nachfrage nach erneuerbaren Energien wie der Geothermie. Es sollte jedoch auch bedacht werden, dass die konstant sinkenden Ressourcen von Rohöl, Erdgas, Mineralien, Metallen und Wasser ein effizientes Umgehen mit diesen Ressourcen erforderlich macht, was wiederum zu einer erhöhten globalen Nachfrage nach modernen Dienstleistungen im Bereich Onshore-Bohrungen führt. Daldrup kann eine breitere und technologisch fortschrittlichere Palette an Dienstleistungen anbieten als jeder andere Wettbewerber in diesem Bereich.

Eine unerschöpfliche Energiequelle mit einzigartigen Eigenschaften

Theoretisch stellt die Geothermie eine unerschöpfliche Energiequelle dar. Lässt man die wirtschaftlichen und technischen Aspekte außen vor, beläuft sich das theoretisch-physikalische Potenzial geothermischer Energie in Deutschland auf 1.200.000 EJ (Exajoule = 369.000.000TWh, unter der Annahme einer Tiefe von 10.000 Metern; 650.000 EJ = 195.000.999 TWh bei einer Tiefe von 7.000 Metern), verglichen mit einem Primärenergieverbrauch von 14 EJ/a = 4.200 TWh/a.

Geothermisches Potenzial

Stromerzeugung

Theoretisches Potenzial	118 EJ/a	
Technisches Potenzial	1,15 EJ/a	65% des deutschen Stromverbrauchs (1,8 EJ)

Hydrothermale Wärmeerzeugung

Theoretisches Potenzial	1574 EJ/a	
Technisches Potenzial	500 EJ/a	100x deutscher Wärmeverbrauch (5,5 EJ/a)

Petrothermale Wärmeerzeugung

Theoretisches Potenzial	1200 EJ/a	
Technisches Potenzial	3 EJ/a	

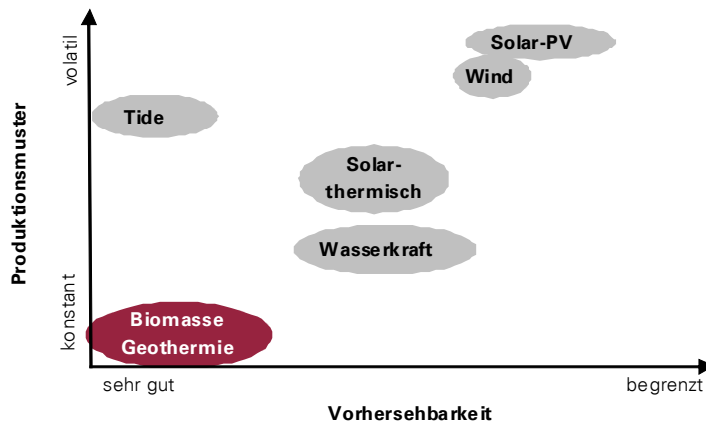
Quelle: Deutscher Bundestag

Grundlastfähigkeit – Unabhängig von der Entwicklung der Brennstoffpreise

Als einzige erneuerbare Energie verbindet geothermische Stromerzeugung 2 wesentliche Vorteile:

1. Die konstante Verfügbarkeit, d.h. **Grundlastfähigkeit**. Verglichen mit Windkraft- oder PV-Anlagen, bieten geothermische Anlagen die Möglichkeit einer kombinierten Strom- und Wärmeerzeugung, und besitzen die Fähigkeit, zur Sicherung der Grundlast und Netzstabilität beizutragen.
2. Im Vergleich zur Biomasse, der zweiten erneuerbaren Energie, die in der Lage ist, Grundlast oder Wärme zusammen mit Strom bereitzustellen, **wird Geothermie nicht durch die Entwicklung der Brennstoffpreise beeinflusst**. Während die Attraktivität einer Anlage mit Biomasse durch steigende Kosten der Biomasse abnehmen kann, ist die Kostenbasis der Geothermie für die gesamte Lebensdauer der Anlage berechenbar.

Produktionsmuster



Quelle: Piwko, Warburg Research

Aufgrund dezentraler Produktion kein großflächiger Netzausbau erforderlich

Ein weiterer Vorteil der Geothermie ist ihr dezentraler Charakter. Die Energie kann in kleinen dezentralen Anlagen (5 MW) erzeugt werden und bietet somit Investitionsmöglichkeiten für örtliche Regierungen und Kunden aus der Industrie. Der Einsatz der Geothermie reduziert somit den Bedarf eines großflächigen Netzausbaus.

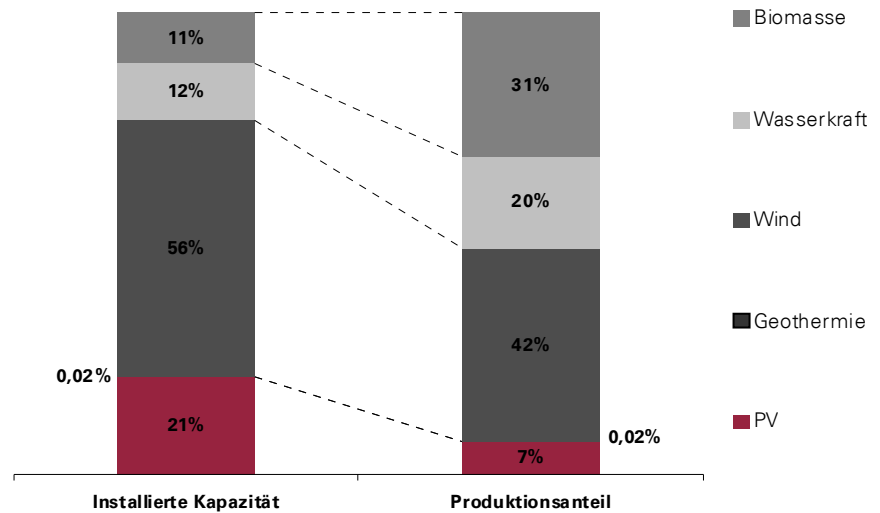
CO2-neutral / reduzierter CO2-Ausstoß

Nach der Installation ist die geothermische Stromerzeugung CO2-neutral. Wird auch die Installation berücksichtigt, ist der CO2-Wert vergleichbar mit dem von Biomasseanlagen und besser als der von PV-Systemen.

Status Quo und Ausblick

Die Geothermie wird mehr und mehr zu einem heißen Thema in politischen Diskussionen über die Energieversorgung der Zukunft. Angesichts steigender Kosten bei fossilen Brennstoffen, bedeutet die langfristige zuverlässige Verfügbarkeit geothermischer Energie in Verbindung mit den flexiblen Anwendungsmöglichkeiten, wie Heizen, Kühlen und Stromerzeugung, dass weltweit immer mehr Anlagen installiert werden. Die folgende Grafik zeigt jedoch, dass geothermische Stromerzeugung derzeit noch hinter anderen Formen erneuerbarer Energien wie Wind, PV oder Biomasse zurückbleibt. Angesichts der beschriebenen Vorteile von Geothermie erwarten wir, dass sich dieser Zustand in naher Zukunft ändert.

Anteile an Installierter Kapazität und Produktion



Quelle: BDEW, Warburg Research

Laut EEG Erfahrungsbericht, erwartet das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit aufgrund der erhöhten Einspeisevergütung, dass bis 2020 80 Projekte (380 MW installierte Kapazität) realisiert werden. Laut einem Positionspapier zweier Geothermieverbände (GtV und WFG), in dem höhere Einspeisevergütungen gefordert werden, sind sogar 120 Anlagen mit einer Kapazität von 4,6 TWh bis 2025 möglich.

Installierte Kapazität und erzeugte Energie

	Installiert 2005 (MW)	Erzeugt 2005 (GWh)	Installiert 2010 (MW)	Erzeugt 2010 (GWh)	Prognose 2015 (MW)
Deutschland	0,2	1,5	6,6	50	15
Italien	791	5340	843	5520	920
Türkei	20	105	82	490	200
Island	202	1483	575	4597	800
Welt	8933	55709	10715	67246	18500

Quelle: Bertani 2010

Langfristig könnte die petrothermale Technologie vom Kostensenkungspotenzial profitieren. Ein technologischer Durchbruch würde immense Möglichkeiten für die Geothermie eröffnen, da wasserführende Schichten in diesem Fall nicht erforderlich wären. Folglich wären deutlich mehr Regionen für Tiefengeothermie-Kraftwerke geeignet. Bei diesem Szenario könnte das Stromerzeugungspotenzial 60% des aktuellen Stromverbrauchs betragen.

Geothermie langfristiger Ausblick

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2015	2020	2025	2030	2040	2050
Installierte Kapazität (MW)	0,2	0,2	3,2	6,6	6,6	10	80	300	650	1010	2200	3710
Stromerzeugung (GWh)	0,2	0,4	0,4	17,6	18,8	30	370	1.700	4.100	6.600	14.300	24.100

Quelle: BMU

Geothermie – frühere Probleme scheinen behoben

Anspruchsvolle geologische Bedingungen bei Tiefengeothermie in Deutschland

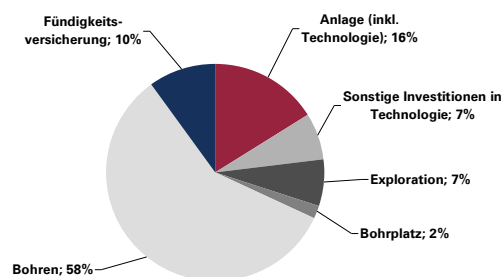
Mit modernster Technologie ist ein wirtschaftlich rentabler Betrieb von tiefengeothermischen Anlagen begrenzt auf bestimmte Regionen (siehe Marktsektor). Der Grund dafür liegt darin, dass hydrothermale Geothermie spezielle geologische Bedingungen erforderlich macht, wie heiße Wasserquellen mit einer hohen Schüttung und hohen Temperaturen. Mit steigenden Anforderungen des Projektes erhöhen sich die Kosten. Eine Weiterentwicklung im Bereich der petrothermalen Geothermie würde die Anzahl geeigneter Standorte extrem erhöhen und auf längere Sicht die Kosten senken.

Erdbeben und Blowouts stellen die größten Risiken bei Geothermie-Projekten dar. Laut Experten übersteigen die Risiken der Tiefengeothermie nicht die Risiken anderer elektrischer Anlagen. Spezielle Risiken bestehen nur während des Bohrprozesses beim Durchbrechen unterirdischer Gesteinsschichten. Die häufigste Unfallursache war in der Vergangenheit der Blowout, der jedoch dank neuer Technologien vermieden werden kann. Dennoch könnten während des Bohrprozesses kleinere Erdbeben auftreten, die jedoch in den meisten Fällen gar nicht wahrgenommen werden. Dank des technologischen Fortschritts und wachsender Erfahrungswerte kann das Risiko von Erdbeben auf ein Minimum begrenzt werden.

Hohe Projektrisiken aufgrund spezifischer Charakteristika bei Tiefengeothermie Projekten

Tiefengeothermie-Projekte zeichnen sich durch hohe Investitionskosten von ca. EUR 10 Mio./MW aus. Bei einer durchschnittlichen Projektgröße von 5 MW ergeben sich demnach Investitionskosten von EUR 50 Mio. Der größte Teil davon entfällt auf die Bohrkosten (50-70%). Sie variieren zwischen 1.000 und 2.500 EUR/Tiefenmeter, abhängig von verschiedenen Faktoren. Der wichtigste Faktor ist die Tiefe, d.h. bei zunehmender Tiefe steigen die Kosten exponentiell. Weitere Faktoren sind die geologische Beschaffenheit des Untergrunds und die Komplexität des Bohrprojektes (abgelenkte Bohrungen, Durchmesser der Bohrung etc). Laut EEG-Erfahrungsbericht überstiegen bei der Mehrheit aller untersuchten Geothermie-Projekte die Bohrkosten die Planungskosten durchschnittlich um 70%.

Projektkosten



Quelle: Geothermiekompetenz.de, Warburg Research

Die Investitionskosten vor allem zu Beginn der Projekte waren in der Vergangenheit zu hoch, um Tiefengeothermie-Projekte profitabel durchführen zu können. Selbst mit den erhöhten Einspeisevergütungen aus dem EEG 2009 ist ein wirtschaftlich rentabler Betrieb nur bei hohen Temperaturen möglich, welche wiederum nur in bestimmten Gebieten verfügbar sind. Zusätzlich sind die Planungsrisiken hoch, weil trotz gründlicher Planung und seismischer Erforschung immer das Risiko besteht, dass die Temperaturen oder die Schüttung zu gering sind. Dies kann vor Abschluss der ersten Bohrung nicht zur Gänze ausgeschlossen werden. Jedoch kann man das sogenannte Fündig-

keitsrisiko auf 1% begrenzen und sich dagegen versichern.

Aufgrund der hohen Investitionskosten und Risiken vor allem in der Anfangsphase, sind Betreiber zum großen Teil von Eigenkapitalfinanzierung abhängig. Während der Finanzkrise wurde das sogar noch problematischer und behinderte erneut die Entwicklung von Geothermie-Projekten.

Profitabilität

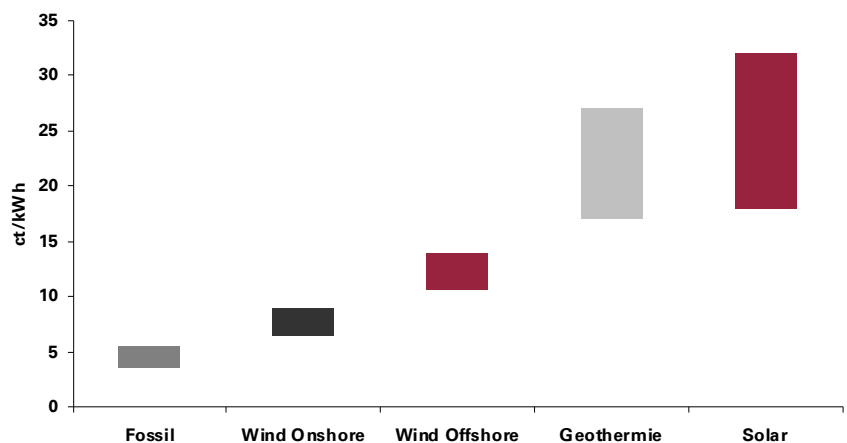
Trotz einer Erhöhung der Einspeisevergütungen in 2009, kam die Entwicklung der Geothermie zum Stillstand. Ende 2007 waren 150 geothermische Stromprojekte geplant, von denen bis heute lediglich 3 umgesetzt wurden. Aufgrund der niedrigen Anzahl durchgeführter Projekte konnte das immense Kostensenkungspotenzial nicht realisiert werden. Laut EEG Erfahrungsbericht beläuft sich das Kostensenkungspotenzial bei Bohrungen auf bis zu 30%, bei der Kraftwerkstechnologie auf bis zu 25%.

Folglich ist die Profitabilität für die zukünftige Entwicklung der Geothermie entscheidend. Die durchschnittlichen Renditen geothermischer Stromprojekte belaufen sich auf 5-12%. Der wichtigste Faktor für die Profitabilität eines Geothermie-Projekts ist die Qualität des Standorts, welche durch folgende Parameter definiert wird:

- **Investition** (primär abhängig von den Bohrkosten/-tiefe): Eine Erhöhung der Investitionen um 10% führt zu Profitabilitätsverlusten von 10%.
- **Schüttung (Flussrate)**: Eine Erhöhung der Schüttung um 10% führt zu einer Erhöhung der Profitabilität um mehr als 14%.
- **Temperatur (thermal Gradient)**: Eine Erhöhung der Temperatur um 7% führt zu einer Erhöhung der Profitabilität von mehr als 30%.
- **Effizienz**: Die durchschnittliche Effizienz liegt bei 10-15%.
- **Wärmeerzeugung**: Zusätzlicher Wärmeverkauf erhöht die Profitabilität.

Demzufolge können die Kosten der Stromerzeugung bei geothermischen Stromprojekten abhängig von den genannten Faktoren variieren.

Erzeugungskosten



Quelle: EEG-Progress Report (Daten 2010), Warburg Research

Positives regulatorisches Umfeld

In der Vergangenheit war die Einspeisevergütung für die Tiefengeothermie nicht ausreichend. Wie bereits erwähnt, war die Anzahl der realisierten Projekte zu gering, um Kostensenkungen durch Erfahrungskurveneffekte zu generieren. Laut EEG Erfahrungsbericht sind mit einer Einspeisevergütung von 23 ct/kWh nur Projekte mit Temperaturen von über 140°C profitabel (nur 18 Projekte im Molassebecken). Mit einer

Einspeisevergütung von 27ct/kWh sind jedoch Projekte mit Temperaturen von über 125°C profitabel (39 im Molassebecken, eine ausreichende Anzahl um das Kostensenkungspotenzial auszuschöpfen).

Erhöhung der Einspeisevergütung in der EEG-Novelle 2011

Mit einer weiteren Erhöhung der Einspeisevergütung versucht die Regierung eine bedeutende Anzahl an tiefegeothermischen Projekten umzusetzen (auch mit Temperaturen unter 140°C), um Lerneffekte und Kostensenkungen zu erzielen. Der Referentenentwurf zur EEG-Novelle 2012 beinhaltet eine wiederholte Erhöhung der Grundvergütung und des Technologiebonus, während der Frühstarterbonus und der Wärmebonus in die Grundvergütung integriert wurden. Insgesamt wurde die Vergütung von 23 ct/kWh auf 25 ct/kWh erhöht. Eine Degression wird es erst 2018 geben, dann wird sie jedoch 5% pro Jahr betragen. Der Wärmeverkauf wird nicht länger eine Bedingung für den Erhalt einer zusätzlichen Prämie sein. Ohne den Wärmebonus waren frühere Projekte wirtschaftlich gesehen nicht durchführbar. Ab 2012 werden die Renditen für die Wärmeerzeugung zusätzlich zur geregelten Einspeisevergütung ausgezahlt. Eine weitere Verbesserung des Referentenentwurfs ist die deutlich transparentere Zusammensetzung der Vergütung. Obwohl der aktuelle Referentenentwurf einen großen Fortschritt für die Geothermie darstellt, fordert das Positionspapier des Bundesverbandes Geothermie höhere Einspeisevergütungen.

Einspeisevergütung				
ct/kWh	EEG 2012	EEG 2009	EEG 2004	Industrie
Grundvergütung				
bis zu 5 MW			15,0	
bis zu 10 MW		16,0	14,0	
bis zu 20 MW	25,0		8,95	20,0
über 20 MW		10,5	7,16	
Frühstarterbonus				
Inbetriebnahme vor 31.12.2015	-	4,0	-	7,0
Wärmebonus				
bis zu 10 MW	-	3,0	-	3,0
Technologiebonus				
Petrothermische Technologie	5,0	4,0	-	4,0

Quelle: Gesetzentwurf für EEG-Novelle, Progress Report

Ausweitung des Marktanreizprogramms

Wie vom EEG Erfahrungsbericht empfohlen, könnten bis zu 30% der Bohrkosten durch das Marktanreizprogramm erstattet werden. Sollte diese Maßnahme eingeführt werden, würde sie das Risiko reduzieren und die Anfangsinvestitionen senken. Unseres Erachtens ist diese Maßnahme äußerst förderlich für geothermische Projekte, da besonders zu Beginn jedes Projektes das Risiko für Fehlinvestitionen relativ hoch ist. Daher würde das Marktanreizprogramm den Weg für weitere Projekte ebnen. Des Weiteren fördert die KfW Tiefengeothermie-Projekte (> 400 Meter) mit Tilgungszuschüssen für den Bohrprozess, unerwartete zusätzliche Bohrkosten und für die gesamte Produktionsanlage.

Günstiges Wettbewerbsumfeld

Die Wettbewerbsintensität im Bereich der Tiefengeothermie ist gering. Für Daldrup gibt es in Deutschland wenige direkte Konkurrenten aufgrund extrem hoher Markteintrittsbarrieren. Besonderes Know-how und qualifiziertes Personal sind Voraussetzungen für Tiefenbohrungen. Große Explorationsunternehmen besitzen das Know-how für Bohrungen, betreiben jedoch keine geothermischen Bohrungen, da ihr Hauptfokus auf der Förderung von Öl und Gas gerichtet bleibt. Außerdem machen geothermische Bohrungen und Wasserförderung aufgrund der hohen Flussraten andere Methoden als bei der Ölförderung erforderlich.

Daldrups Hauptkonkurrenten sind kleine oder mittelgroße Unternehmen wie Anger's Söhne, Hekla Energy, ITAG und KCA Deutag (Schottland):

Anger's Söhne ist eine mittelgroße Bohr- und Brunnenbaugesellschaft aus Hessisch Lichtenau, Deutschland. Der Hauptfokus des Unternehmens liegt auf dem Bau von Trinkwasserbrunnen, -anlagen und Dienstleistungen hinsichtlich der Regeneration und Sanierung von Brunnen.

Hekla Energy versorgt die Energieindustrie mit Bohrdienstleistungen, einschließlich Bohranlagen, Projektmanagement und Mietwerkzeugen. Sitz der Firma ist in Celle, Deutschland. Hekla Energy wurde im September 2007 gegründet und ist zu 100% eine Tochtergesellschaft von Iceland Drilling Ltd. Das Unternehmen operiert auf internationaler Ebene und führt auch mit erfahrenen Mitarbeitern und modernen Bohranlagen Tiefengeothermiebohrungen für Erdgas und unterirdische Kavernen durch

ITAG ist ein Bohrunternehmen und eine Produktionsanlage mit mehr als 400 Mitarbeitern und wurde 1908 gegründet. ITAG befindet sich noch im Privatbesitz mit Sitz in Celle, Deutschland. Hauptprodukt der Anlage ist Bohrausrüstung für die Bohrindustrie.

KCA DEUTAG, mit Sitz in Aberdeen, Schottland, ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft des Abbot Konzerns. KCA DEUTAG ist der eines der wenigen Unternehmen mit eigener Ausrüstung und Engineering Services Group, RDS. KCA DEUTAG verwaltet derzeit mehr als 100 Bohrtürme und Tiefbohranlagen und ist verantwortlich für über 30 Küstenplattformen in der Nordsee, dem Kaspischen Meer, Angola und Sachalin. KCA DEUTAG besitzt eine Flotte mit über 60 Onshore-Bohranlagen.

e.terras AG plant, baut und betreibt schlüsselfertige geothermische Kraftwerke. Das Unternehmen mit Sitz in München, Deutschland, verfügt über die Anlagentechnologie New Kalina.

- **Eigene Kraftwerke führen zu besser vorhersehbarer Geschäft**
- **Bohrdienstleistungen ebenfalls mit weiterem Wachstumspotenzial**
- **Kapitalanforderungen werden weiter steigen**
- **Margen werden sich wesentlich verbessern**

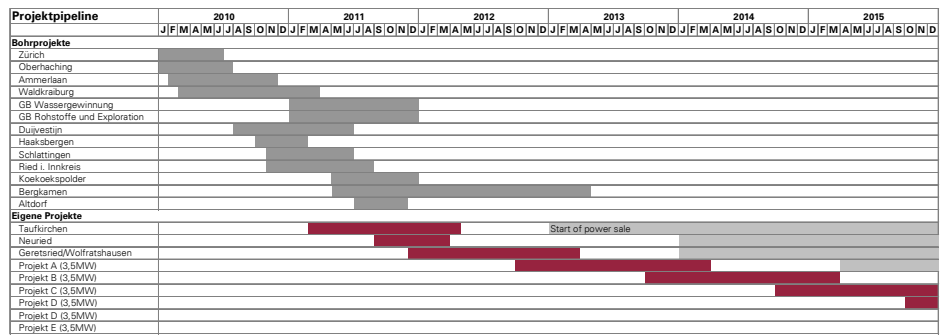
Bohrdienstleistungen bis 2016 der dominierende Geschäftsbereich

Bis heute sind Bohrerdienstleistungen für Wassergewinnungs-, Explorations- oder geothermische Projekte das dominierende Geschäft von Daldrup. Wie zuvor beschrieben verfügt das Unternehmen in diesem Geschäftsbereich über eine einzigartige Marktposition und einen überzeugenden Track Record. Zukünftig wird Daldrup bei der Entwicklung eigener Projekte für die geothermische Stromerzeugung von diesen Fähigkeiten profitieren. Während Daldrups aktuelles Geschäft von der extrem schwankenden Entwicklung des Projektgeschäfts dominiert wird, zeichnet sich der Betrieb von eigenen geothermischen Projekten durch nachhaltige, visible Cashflows aus.

Betrieb eigener Anlagen mit hoher Vorhersehbarkeit der Renditen

Während die Vorhersehbarkeit der Cashflows der wesentliche Vorteil von Daldrups neuem Geschäftsbereich ist, bringen hohe Investitionen für diese Projekte einen erheblichen Kapitalbedarf mit sich. Investitionen für geothermische Stromerzeugungsprojekte liegen bei rund EUR 10 Mio. je MW. Folglich sucht Daldrup nach Partnern, die Minderheitsanteile an diesen Projekten übernehmen.

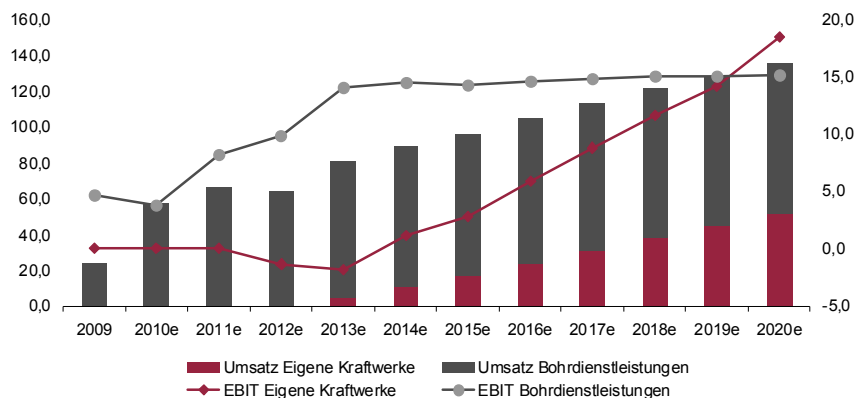
Zurzeit entwickelt Daldrup drei eigene Projekte in Taufkirchen, Geretsried/Wolfrathshausen und Neuried. Taufkirchen, mit einer Kapazität von 3,9MW, wird Daldrups erstes Projekt sein und sollte Ende 2012 den Betrieb aufnehmen. Daldrup hält zurzeit noch einen Anteil von 65% an diesem Projekt, sucht aber einen zusätzlichen Investor, der einen Anteil von 25-30% übernimmt. Für die Zukunft beabsichtigt Daldrup, einen Mehrheitsanteil an den Projekten zu halten, während sich die Größe der Anteile von Projekt zu Projekt erhöht. Vor diesem Hintergrund ist das Projekt in Geretsried/Wolfrathshausen eine Ausnahme, da das Unternehmen nur einen Anteil von 10% hält. Damit ist es das einzige at-equity konsolidierte Projekt, während alle anderen Projekte voll konsolidiert werden.



Quelle: Unternehmen, Warburg Research

Die nachfolgende Grafik zeigt die Veränderung von Daldrups Umsatz- und EBIT-Zusammensetzung. Wir erwarten, dass das mit dem Betrieb eigener Kraftwerke generierte EBIT im Jahr 2018 zu dem mit dem Bohrerdienstleistungen erwirtschafteten EBIT aufschließen wird. Über 2018 hinaus sollten die eigenen Kraftwerke den Großteil des Konzern-EBIT ausmachen.

Entwicklung Segmente: Umsatz und EBIT



Quelle: Daldrup & Söhne; Warburg Research

Anzahl der Bohranlagen ist der limitierende Faktor

Angesichts der starken Nachfrage nach Geothermie-Projekten ist die Verfügbarkeit von Bohranlagen eindeutig der Engpass in der Industrie. Daldrups Hardware ermöglicht zurzeit einen Umsatz von rund EUR 70 Mio. Angesichts der Tatsache, dass sich der enge Markt sowie Zuschüsse von 30% für Geothermie-Projekte positiv auf die Preise auswirken sollten, ist ein Anstieg dieses Umsatzpotenzials äußerst wahrscheinlich. Darüber hinaus unterstellen wir, dass die Attraktivität des Marktes weitere Investitionen bei Daldrup mit sich bringen wird. Unser Ergebnismodell enthält die Anschaffung einer weiteren Bohranlage für Tiefenbohrungen (EUR 16 Mio.) in 2012. Dies sollte einen zusätzlichen Umsatz von EUR 20 Mio. pro Jahr ermöglichen. Damit geht unsere Umsatzschätzung in 2016 von einer 90%-Auslastung aus, enthält aber keine Preissteigerungen für Bohrdienstleistungen, was angesichts der erläuterten Verbesserung des Geschäftsumfelds als extrem konservative Annahme angesehen werden kann.

Hinsichtlich der Margen unterstellen wir eine EBIT-Marge von 12-18% (auf Basis der Gesamtleistung), die deutlich unter den Niveaus in 2008 und 2009 liegt, aber wesentlich höher ist als in 2010. Die moderate Verbesserung von Daldrups Marge innerhalb unserer Planungsperiode erklärt sich durch steigende Volumina, weitere Lernkurveneffekte und die Fixkostendegression.

Bohrdienstleistungen

GuV (Mio.)	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Gesamtumsatz	28,2	27,0	24,1	57,9	66,1	63,8	76,5	78,3	79,2	81,1
Innenumsatz	0,0	0,0	0,0	0,0	19,9	41,1	19,4	19,5	19,8	20,1
Auslandsvermögen	28,2	27,0	24,1	57,9	46,2	22,7	57,1	58,8	59,4	61,0
y-o-y	0%	0%	0%	141%	-20%	-51%	152%	3%	1%	3%
Bestandsveränderung	-3,0	-1,6	15,5	-16,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	19,9	41,1	19,4	19,5	19,8	20,1
Gesamtleistung	25,2	25,4	39,5	41,1	66,1	63,8	76,5	78,3	79,2	81,1
Materialkosten	11,5	12,0	24,1	26,0	40,8	37,9	44,8	45,8	46,7	47,8
Bruttoergebnis	13,7	13,4	15,4	15,1	25,2	25,8	31,7	32,5	32,5	33,2
Gehälter	1,2	3,1	3,8	5,6	8,9	9,2	9,9	10,2	10,3	10,5
Sonstige Einnahmen	1,5	3,9	2,3	7,5	7,6	8,3	9,9	10,2	10,3	10,5
Sonstige Aufwendungen	9,3	7,6	6,6	9,3	11,6	10,4	12,5	12,8	12,9	13,2
EBITDA	4,6	6,7	7,3	7,8	12,3	14,5	19,3	19,7	19,6	20,0
EBITDA-Marge	18%	26%	18%	19%	19%	23%	25%	25%	25%	25%
Abschreibungen	0,3	1,3	2,7	4,0	4,1	4,6	5,2	5,3	5,3	5,4
EBIT	4,3	5,4	4,6	3,8	8,2	9,8	14,1	14,5	14,2	14,6
EBIT-Marge	15%	20%	19%	7%	12%	15%	18%	18%	18%	18%

Quelle: Daldrup & Söhne; Warburg Research

Wir unterstellen eine niedrige Auslastung bei Inbetriebnahme der Anlagen

Obwohl Daldrup davon ausgeht, dass das Taufkirchen-Projekt Ende 2012 den Betrieb aufnimmt, erwarten wir erst 2013 einen ersten Umsatz durch dieses Projekt. Darüber hinaus kann auch die unterstellte Auslastung von nur 50% als konservativ gesehen werden. Die GuV 2012 dieses Geschäftsbereichs enthält daher nur Abschreibungen und folglich ein negatives EBIT von EUR 2,7 Mio. Erst 2014 erwarten wir einen positiven EBIT-Beitrag durch den Betrieb der eigenen Projekte. Durch die hohe Profitabilität des Stromerzeugungsgeschäfts wird dieser das EBIT des Bohrdienstleistungsgeschäfts allerdings relativ bald übertreffen.

Profitabilität jeder Anlage hängt von der individuellen Gestaltung ab

Die Profitabilität jedes Projekts hängt davon ab, ob Daldrup bei den Projekten auch Wärme, oder nur den erzeugten Strom verkaufen kann. Wir rechnen mit einer normalisierten EBIT-Marge für Projekte mit Wärmeverkauf von etwas über 40% und von etwas über 30% für diejenigen ohne Wärmeverkauf. Die EBITDA-Marge auf das investierte Kapital liegt bei ca. 11,5% für ein Projekt mit Wärmeverkauf und etwas über 9% für diejenigen ohne Wärmeverkauf. Da uns keine Informationen darüber vorliegen, wie viele von Daldrups zukünftigen Projekten Wärme vermarkten können, unterstellen wir, dass 50% der Projekte Umsätze aus der Erzeugung von Strom und Wärme erzielen.

Bei unseren GuV-Schätzungen für den Betrieb eigener Anlagen gehen wir davon aus, dass Daldrup jedes Jahr ein neues Projekt in Betrieb nimmt, davon sind die ersten drei Projekte bereits identifiziert. Wir haben unterstellt, dass Taufkirchen Anfang 2013 in Betrieb geht. Neuried sollte dann Anfang 2014 folgen und Geretsried/Wolfrathshausen im Laufe des Jahres 2014. Beginnend mit 2015 haben wir den Beginn von noch nicht identifizierten Projekten mit einer Kapazität 3,5MW pro Jahr bis 2020 berücksichtigt. Dementsprechend wird Daldrup auf Basis unseres Szenarios bis 2020 acht eigene Geothermiekraftwerke mit einer Gesamtkapazität von ca. 28MW betreiben. Über 2020 hinaus haben wir keine Investitionen für weitere Projekte eingeplant.

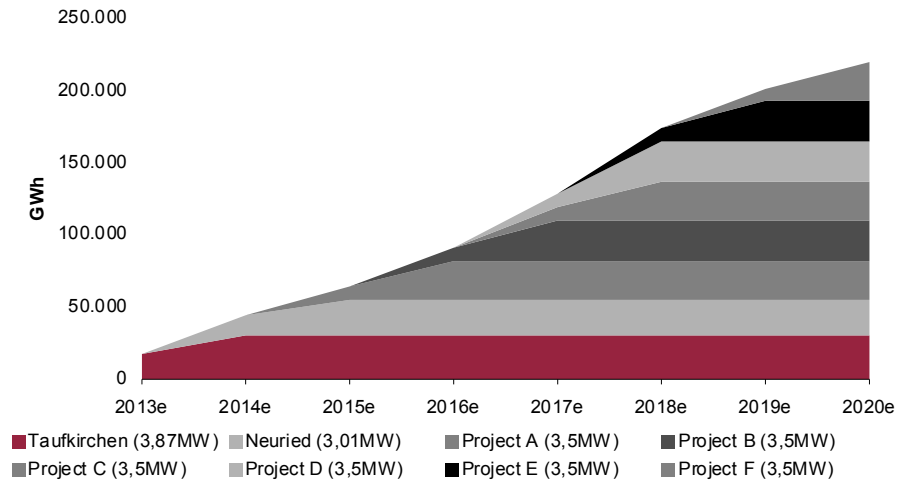
Betrieb eigener Kraftwerke									
GuV (Mio.)	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz aus Stromerzeugung	0,0	4,2	10,9	15,9	22,8	29,7	36,4	42,9	49,0
Umsatz aus Wärmeezeugung	0,0	0,2	0,4	0,6	0,9	1,2	1,4	1,7	2,0
Umsatz	0,0	4,4	11,4	16,5	23,7	30,8	37,9	44,6	51,0
Materialkosten	0,0	1,0	2,7	4,0	5,8	7,6	9,4	11,3	13,0
Bruttoergebnis	0,0	3,4	8,7	12,5	17,9	23,2	28,4	33,3	38,0
Gehälter	0,0	0,2	0,6	0,8	1,2	1,5	1,9	2,2	2,5
EBITDA	0,0	3,1	8,1	11,7	16,7	21,7	26,6	31,2	35,5
EBITDA-Marge	0,0%	71,3%	71,1%	70,8%	70,6%	70,4%	70,1%	69,9%	69,6%
Abschreibungen	1,4	5,0	6,9	8,9	10,9	12,9	14,9	17,0	17,0
EBIT	-1,4	-1,9	1,1	2,8	5,8	8,8	11,6	14,2	18,5
EBIT-Marge	0,0%	-42,2%	10,1%	17,0%	24,7%	28,6%	30,7%	31,8%	36,3%

Quelle: Warburg Research

Mehr als 200GWh an Stromerzeugung bis 2020

Die folgende Grafik zeigt die Stromerzeugung in Daldrups Geothermiekraftwerken. Grundsätzlich gehen wir von ca. 2.600 Volllaststunden im ersten Betriebsjahr aus. Ab dem zweiten Betriebsjahr unterstellen wir 7.884 Volllaststunden, was einer Auslastung von 90% entspricht. In unserem nachfolgenden Szenario haben wir nur Daldrups konsolidierte Projekte berücksichtigt, während der Beitrag von Geretsried/Wolfrathshausen nur im Finanzergebnis einbezogen wurde.

Entwicklung eigener Stromerzeugung (GWh)

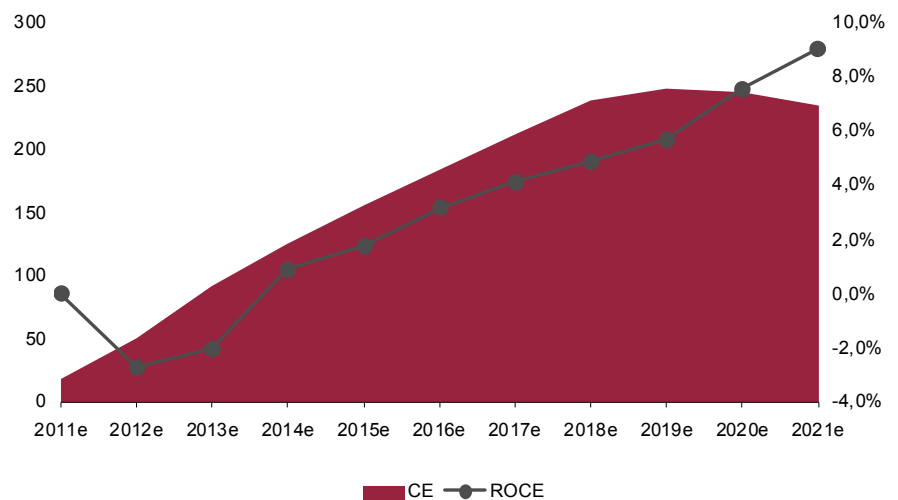


Quelle: Daldrup & Söhne; Warburg Research

Geschäft mit attraktiven Renditen

Der Einstieg in das Stromerzeugungsgeschäft bringt wesentliche Kapitalanforderungen mit sich. Bis 2020 erwarten wir Gesamtinvestitionen in Geothermiekraftwerke in Höhe von EUR 340 Mio. (Daldrups Anteil: EUR 239 Mio.), von denen ca. 70% fremdfinanziert sein sollten. Die nachfolgende Tabelle zeigt das in den Bereich Stromerzeugung eingesetzte Kapital (basierend auf Investitionen von ca. EUR 11 Mio. je MW und einem Abschreibungszeitraum von 20 Jahren) sowie den ROCE dieses Geschäftsbereichs. Da wir zu Beginn des Betriebes jeder Anlage von einer relativ niedrigen Auslastung ausgehen und hohe Abschreibungen in den ersten beiden Jahren zu negativen EBIT-Beiträgen führen, wird der ROCE in den ersten Jahren relativ niedrig sein. Sobald die Anlagen laufen zeigt unser Szenario einen ROCE von knapp über 9%, der angesichts des attraktiven Risikoprofils des Geschäfts als angemessene Rendite erachtet werden kann.

Eigene Stromerzeugung: Capital Employed und ROCE

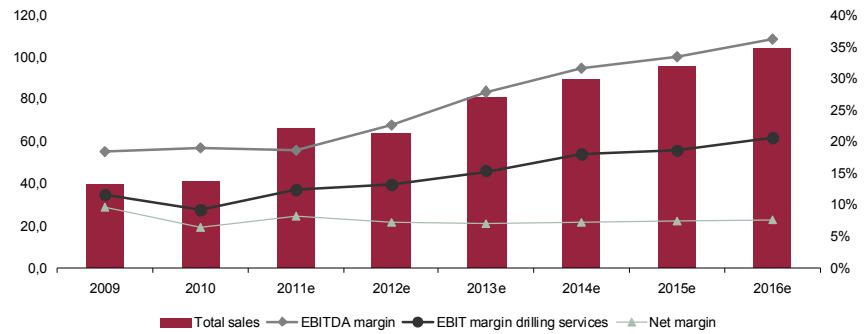


Quelle: Daldrup & Söhne; Warburg Research

GuV-Struktur wird sich wesentlich ändern

Dank der Integration des Geschäftsbereichs Stromerzeugung wird sich Daldrups GuV-Struktur bereits bis 2016 wesentlich ändern, obwohl sich die größten Auswirkungen erst danach zeigen werden. Der Umsatz wird zwischen 2010 und 2016 mit einer CAGR von 17% wachsen und auch die Margen werden sich in diesem Zeitraum deutlich verbessern. Die größte Margensteigerung wird Daldrup auf EBITDA-Basis erzielen, da hohe Abschreibungen die Profitabilität auf EBIT-Basis leicht belasten und höhere Zinsaufwendungen durch den Anstieg der Verschuldung die Nettomarge von Daldrup beeinflussen.

Umsatz- und Margenentwicklung



Quelle: Daldrup & Söhne; Warburg Research

- **Statische Bewertungsmodelle weisen den Wert von Daldrup als zu niedrig aus**
- **DCF-Modell reflektiert die strukturelle Änderung des Geschäftsmodells**
- **Unser Kursziel von EUR 30 liefert ein Kurspotenzial von 32%**

Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – Finanzergebnis) auf den EV ihre Opportunitätskosten von 10% übersteigt.

Daldrups faire Werte auf Basis unseres FCF Yield-Modells liegen bei EUR 106 Mio. basierend auf den Schätzungen für 2011, EUR 89 Mio. für 2012 und EUR 135 Mio. für 2013. In diesen Ergebnissen werden die zukünftigen Cashflows aus den Stromerzeugungsaktivitäten überhaupt nicht reflektiert, während die Belastungen durch den Aufbau dieser Aktivitäten bereits berücksichtigt werden (Anstieg der Verschuldung). Für die Ermittlung unseres fairen Werts von EUR 164 Mio. für Daldrups Eigenkapital stützen wir uns daher auf unser DCF-Modell, da eine dynamische Bewertung ein faires Bild über den gesamten Investitionszyklus reflektieren kann. Im Gegensatz dazu ist die Aussagekraft von statischen Modellen, wie z.B. dem FCFY-Ansatz, nur auf bestimmte Zeitabschnitte begrenzt.

Free Cash Flow Yield - Daldrup & Söhne

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	1,7	4,0	3,8	2,6	5,5	4,6	5,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	1,3	2,7	4,0	4,1	6,0	10,2
- Zinsergebnis (netto)	0,2	0,8	0,3	-0,4	-0,2	-1,8	-4,0
+ Steuern	0,5	2,0	1,1	1,0	2,5	2,1	2,7
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	2,3	6,6	7,3	8,0	12,3	14,5	22,6
Adjustierter Free Cash Flow Yield	1,8%	5,0%	5,5%	6,0%	8,4%	7,8%	10,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	132,2	132,2	132,2	132,2	146,0	184,5	219,1
= Fairer Enterprise Value	23,1	65,9	72,9	79,8	123,3	144,7	226,0
- Nettoverschuldung (Cash)	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	10,2	48,7	83,3
- Pensionsverbindlichkeiten	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
- Sonstige	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
= Faire Marktkapitalisierung	19,3	62,1	69,1	76,0	105,7	88,6	135,3
Aktienanzahl (Mio.)	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	3,54	11,40	12,69	13,95	19,41	16,26	24,85
Premium (-) / Discount (+) in %	-85,0%	-51,7%	-46,2%	-40,8%	-17,7%	-31,0%	5,4%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	2,56	8,60	9,60	10,57	14,18	10,13	15,27
	12,0%	2,83	9,38	10,45	11,51	15,64	11,83	17,93
Fairer	11,0%	3,16	10,30	11,47	12,62	17,35	13,85	21,08
Free Cash Flow	10,0%	3,54	11,40	12,69	13,95	19,41	16,26	24,85
Yield	9,0%	4,02	12,74	14,18	15,58	21,92	19,22	29,46
	8,0%	4,61	14,42	16,04	17,62	25,07	22,91	35,23
	7,0%	5,36	16,58	18,43	20,24	29,11	27,65	42,64

Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF-Modell

Unsere Bewertung von Daldrup basiert auf unserem DCF-Modell, das sich auf explizite Schätzungen für GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung des Unternehmens bis 2016 und auf die Einschätzung von wichtigen Werttreibern (wie z.B. Umsatzwachstum, EBIT-Margen oder Working Capital Quoten) ab 2017 stützt. Im Gegensatz zu statischen Wertansätzen wie dem Vergleich von Bewertungsmultiplikatoren, kann ein dynamisches Bewertungsmodell die strukturelle Veränderung von Daldrups Geschäftsmodell besser reflektieren.

WACC von 9%

In unseren grundlegenden Annahmen für das DCF-Modell haben wir ein Beta von 1,3 unterstellt. Dies reflektiert einerseits die Volatilität der Bohrdienstleistungen des Unternehmens und das Fehlen eines Track Records im Stromerzeugungsgeschäft sowie andererseits das äußerst attraktive Risikoprofil des Energieerzeugungsgeschäfts. Für die Fremdkapitalkosten des Unternehmens setzen wir einen Wert von 7,5% an, der den jüngsten Anleihen von vergleichbaren Unternehmen entspricht. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ermitteln wir einen WACC von 9,04%, mit dem die erwähnten, speziellen Risiken des Unternehmens angemessen reflektiert werden sollten. Mit diesen Annahmen liegt unser fairer DCF-Wert je Aktie bei EUR 30,16.

DCF Modell - Daldrup & Söhne

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	46,2	22,7	61,5	70,1	75,9	84,6	92,8	102,8	124,2	135,6	145,6	154,3	162,0	168,5
Veränderung	-20,1%	-51,0%	171,1%	14,1%	8,2%	11,5%	9,6%	10,8%	20,8%	9,2%	7,4%	6,0%	5,0%	4,0%
EBIT	8,2	8,5	12,4	16,1	17,8	21,6	25,1	28,5	31,3	36,1	35,9	35,3	34,4	27,0
EBIT-Marge	17,8%	37,4%	20,2%	23,0%	23,5%	25,5%	27,1%	27,7%	25,2%	26,6%	24,7%	22,9%	21,2%	16,0%
Steuerquote	31,7%	31,7%	31,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	5,6	5,8	8,5	10,5	11,6	14,0	16,3	18,5	20,3	23,4	23,3	23,0	22,4	17,5
Abschreibungen	4,1	6,0	10,2	12,2	14,2	16,3	18,4	20,5	22,7	22,7	24,8	26,2	27,5	28,6
in % vom Umsatz	8,9%	26,5%	16,6%	17,4%	18,7%	19,2%	19,8%	19,9%	18,3%	16,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-5,3	1,6	-2,0	-3,7	-1,6	-2,8	-2,3	-2,9	-7,0	-3,0	-2,3	-1,7	-1,3	-0,8
- Investitionen	-18,0	-50,7	-48,5	-43,6	-40,1	-40,7	-28,3	-1,5	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Investitionsquote	38,9%	223,7%	78,9%	62,2%	52,9%	48,1%	30,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,5	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-13,6	-37,3	-31,8	-25,3	-16,5	-14,4	2,8	33,2	32,7	39,7	42,1	43,5	44,5	41,1

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	7,5%	WACC	9,04%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	2,8
Terminal Value	170,8
Verbindlichkeiten	-13,6
Liquide Mittel	4,2
Eigenkapitalwert	164,2
Aktienzahl (Mio.)	5,45
Wert je Aktie (EUR)	30,16

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
10,04%	19,91	20,54	21,20	21,89	22,63	23,42	24,25
9,54%	23,37	24,11	24,90	25,74	26,62	27,57	28,58
9,29%	25,28	26,09	26,95	27,87	28,84	29,89	31,01
9,04%	27,32	28,21	29,15	30,16	31,24	32,39	33,63
8,79%	29,51	30,48	31,52	32,63	33,82	35,10	36,47
8,54%	31,86	32,93	34,07	35,30	36,61	38,03	39,56
8,04%	37,10	38,40	39,80	41,31	42,94	44,70	46,62

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,04%	19,69	20,42	21,16	21,89	22,63	23,36	24,09
9,54%	23,37	24,16	24,95	25,74	26,52	27,31	28,10
9,29%	25,41	26,23	27,05	27,87	28,69	29,51	30,33
9,04%	27,60	28,45	29,31	30,16	31,01	31,87	32,72
8,79%	29,97	30,85	31,74	32,63	33,52	34,41	35,30
8,54%	32,52	33,44	34,37	35,30	36,22	37,15	38,08
8,04%	38,28	39,29	40,30	41,31	42,32	43,33	44,35

Quelle: Warburg Research

- **EEG-Verbesserungen erwartet**
 - **M&A Aktivitäten könnten weiteren positiven Newsflow erzeugen**
-

EEG-Verbesserungen erwartet

Es ist auch weiterhin positiver Newsflow zu erwarten, da der Umschwung in der Energiepolitik das vorherrschende Thema bleibt. Zudem sollte am 8. Juli das Maßnahmenpaket vom Bundesrat verabschiedet werden, was Sicherheit bezüglich der erwarteten EEG-Verbesserungen für die Geothermie bedeuten würde.

M&A Aktivitäten könnten weiteren positiven Newsflow erzeugen

Aufgrund der steigenden Nachfrage hat Daldrup die Kapazitätsgrenze erreicht. Für das Unternehmen gibt es zwei Wege, die Kapazitäten auszuweiten: Investition in Bohranlagen und Akquisitionen. Unter der Annahme, dass qualifiziertes Personal knapp ist, wären Akquisitionen die bevorzugte Option.

-
- **Bohrdienstleistungen**
 - **Europas größte Onshore-Bohrkapazität**
 - **Überzeugender Track Record**
 - **Familienunternehmen**
 - **Geothermischer Markt und Technik**
-

Bohrdienstleistungen

Die Daldrup & Söhne AG ist auf Bohr- und umwelttechnische Dienstleistungen spezialisiert. Das Unternehmen wurde 1946 in Ascheberg gegründet und ist heute positioniert, um attraktive Wachstumsmärkte zu bedienen. Daldrup ist in vier Geschäftsbereichen tätig:

Geothermie ist das wichtigste und am schnellsten wachsende Geschäftssegment. Hier führt Daldrup Bohrdienstleistungen für die oberflächennahe Geothermie (Wärme Kollektoren und Erdwärmesonden zum Heizen oder Kühlen) und die Tiefengeothermie (tiefe Erdwärmesonden zur Wärmegegewinnung sowie hydrothermale und petrothermale Systeme zur Strom- und Wärmegegewinnung) durch.

Die **Wassergewinnung** ist das traditionelle Geschäft von Daldrup. Dieses Segment umfasst Brunnenbohrungen zur Gewinnung von Trink-, Brauch-, Heil-, Mineral- und Kühlwasser sowie Thermalsole. Die Brunnen werden für Wasserwerke, die Nahrungsmittelindustrie und gewerbliche Wasserkonsumenten gegraben. Daldrup verfügt über eine hohe bohrtechnische Kompetenz und Erfahrung in diesem Bereich und kann eine Vielzahl von Bohrverfahren anbieten (Trocken-, Rotary-Direktspül-, Lufthebe- und Hammerbohrverfahren).

Im Geschäftsbereich **Environment, Development and Services (EDS)** übernimmt Daldrup eine Reihe von Aufgaben: Hydraulische Sanierung von kontaminierten Standorten (Deponien, ehemalige Bergwerksanlagen, Atommüllendlager, etc.); Errichtung von Gas-Absaugbrunnen zur Gewinnung von Deponiegas; Erstellung von Grundwassergütemessstellen und Wasserreinigungsanlagen sowie Wasserprobeentnahmen; mobile Umweltanalytik.

Die Bohrarbeiten im **Segment Rohstoffe und Exploration** unterstützen die Suche nach und das Aufspüren von fossilen Energieträgern und mineralischen Rohstoffen. Es umfasst Explorations- und Aufschlussbohrungen zum Aufspüren von Ablagerungen fossiler Energieträger (Anthrazit, Öl und Gas) und mineralischer Rohstoffe (Steinsalz, Kupfer, Nickel, etc.); die Errichtung von Gas-Absaugbrunnen zur Gewinnung von Grubengas; die Erkundung und Sicherung von Altbergbauhinterlassenschaften.

Europas größte Onshore-Bohrkapazität

Daldrup besitzt mehr als 40 Bohranlagen, u.a. 4 High-Tech Bohranlagen für Tiefengeothermie-Projekte (2.000-6.000m). Damit verfügt Daldrup über die größte Onshore-Bohrkapazität in Europa.

Zu den Kunden der Daldrup AG zählen vor allem Gemeinden und andere öffentlichen Einrichtungen (insb. für die Tiefengeothermie) sowie Industrie- (insb. für Wassergewinnung und Rohstoffexploration) und Privatkunden (insb. für flache Brunnenbohrungen und oberflächennahe Geothermie).

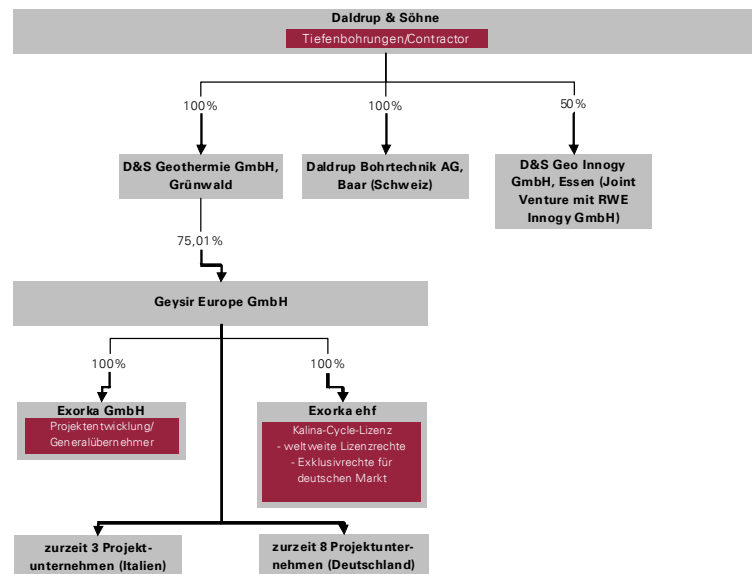
Überzeugender Track Record

Bohr-Know-how ist entscheidend für die Nutzung von Geothermie. Daldrup hat 20 Bohrungen von mehr als 2.000 Metern durchgeführt.

Track Record						
Projekttitel	Kunde	Standort	Projektart	Tiefe	Jahr	Status
Carbo Kohlensäure	Carbo Kohlensäure, Wehr	Wehr	Kohlensäureerschließung	600 - 1.000 m TVD	1996-2001	beendet
Burg	Entwicklungsgesellschaft Burg (Spreewald) mbH	Burg	Solegewinnung	1.350 m TVD	1998-2000	beendet
Rupertsecken	Geologisches Landesamt Rheinland-Pfalz	Rupertsecken/Pfalz	Forschungsbohrung	800 m TVD	2000	beendet
Grube Messel	Hessisches Landesamt für Umwelt und Geologie	Messel	Forschungsbohrung	433 m TVD	2001	beendet
Bad Windsheim	Zweckverband Kurzentrum Bad Windsheim	Bad Windsheim	Thermale Sole	1.250 m TVD	2004	beendet
Minegas 1 und 2	Minegas GmbH	Essen	Grubengas	530 und 580 m TVD	2004-2005	beendet
Heerlen	Gemeinde Heerlen	Heerlen, Niederlande	Hydrothermales System	229-700 m TVD	2006-2007	beendet
VDB # 1 und VDB # 2	A.G. van den Bosch B. V. (Projekt Nr. 1)	Bleiswijk, Niederlande	Hydrothermale Dublette	2.457 m TVD	2006-2007	beendet
Erlenbach 2	Stadtwerke Arnberg GmbH & Co. KG	Arnberg, in NRW	Tiefe geothermale Sonde	2.835 m TVD	2007-2008	beendet
Garching Th1 und Th2	AR-Recycling GmbH	Garching, Bayern	Hydrothermale Dublette	2.165 m TVD	2008	beendet
VDB # 3 und VDB # 4	A.G. van den Bosch B. V. (Projekt Nr. 2)	Bleiswijk, Niederlande	Hydrothermale Dublette	2.553 m TVD	2008-2009	beendet
Aschheim Th1 und Th2	AFK-Geothermie GmbH	Aschheim, Bayern	Hydrothermale Dublette	2.630 m TVD	2008-2009	beendet
GTB Sonnengarten	Elektrizitätswerk der Stadt Zürich	Zürich, Schweiz	Geothermische Forschungsbohrung	2.708 m TVD	2009	beendet
Pijnacker Leon Ammerlaan PLA#1 und PLA#2	Ammerlaan Real Estate BV	Pijnacker, Niederlande	Hydrothermale Dublette	2.627 m TVD	2010	beendet
Oberhaching GT1 und GT2	Erwärme Grünwald GmbH	Oberhaching, Bayern	Hydrothermale Dublette	4.454 m TVD	2010	beendet
Waldkraiburg Th1 und Th2	Stadtwerke Waldkraiburg GmbH	Waldkraiburg, Bayern	Hydrothermale Dublette	2.854 m TVD	2010	2. Bohrung in Arbeit
Mehrnach Th 1 und Th 2	GRB Geothermie Ried Bohrung GmbH	Ried in Innkreis, Österreich	Hydrothermale Dublette	2.800 m TVD	2010	1. Bohrung in Arbeit
Pijnacker Geothermal PNA-GT-03 und PNA-GT-04	Gebr. Duijvestijn B.V.	Pijnacker, Niederlande	Hydrothermale Dublette	2.268 m TVD	2010	beendet
Taufkirchen GT 1 bis GT 4	Exorka GmbH	Taufkirchen, Bayern	Hydrothermale Dublette	3.700 m TVD	2011	beauftragt
GEN 1, GEN 2 und GEN 3	Enex Power Germany GmbH	Geretsried / Wolftrathshausen	Hydrothermale Dublette	ca. 5.000 m TVD	2011	beauftragt
Schlattingen GT 1 und GT 2	Gemüse- und Landbau Hansjörg Grob	Schlattingen, Schweiz	Hydrothermale Dublette	ca. 1.500 m TVD	2011	1. Bohrung in Arbeit
Koekoekspolder KKP-GT-01 und GT-02	Aardwarmtecluster 1 KKP BV	Ijsselmuiden, Niederlande	Hydrothermale Dublette	ca. 2.300 m TVD	2011	beauftragt

Quelle: Daldrup, Warburg Research

Organigramm



Quelle: Daldrup, Warburg Research

Familienunternehmen

Der Vorstand setzt sich aus den folgenden Personen zusammen:

Josef Daldrup (CEO)

Josef Daldrup (geb. 1953) ist der größte Aktionär und verantwortlich für die Bereiche Strategie, Key Accounts und Kommunikation/IR.

Peter Maasewerd (CFO)

Peter Maasewerd (geb. 1960) ist Diplom-Geologe. Er ist verantwortlich für die Bereiche Rohstoffe & Exploration und EDS sowie für Personal, EDV und Rechnungswesen/Controlling.

Andreas Tönies (COO)

Andreas Tönies (geb. 1965) ist verantwortlich für die Geschäftsbereiche Geothermie und Wassergewinnung sowie für Logistik, Technik, Einkauf und Marketing.

Geothermie: Markt und Technik

Technik

Die in der Erdkruste vorhandene geothermische Energie stammt im Wesentlichen aus radioaktiven Zerfallsprozessen im Erdkern oder aus der Restwärme aus der Zeit der Erdentstehung. Ein Teil der Energie aus der Sonneneinstrahlung wird zudem ganz oberflächennah gespeichert. In vielen Ländern, insbesondere in Regionen mit geologisch vorteilhaften Bedingungen (u.a. Regionen im sogenannten "Pacific Ring of Fire" und solche mit vulkanischer Aktivität und Temperaturen > 200°C) wird die Geothermie bereits zur Erzeugung von Elektrizität oder direkt in Wärmenetzwerken genutzt. In Ländern wie Deutschland, Italien, Indonesien, den Philippinen, Mexiko, den USA und Island ist die Nutzung von Geothermie seit vielen Jahren ein wesentlicher Bestandteil der Energiestrategie.

Die deutsche geothermische Industrie deckt alle geothermischen Techniken von der oberflächennahen Geothermie bis zur hydrothermalen und petrothermalen Tiefengeothermie zur Beheizung, Kühlung und Stromerzeugung ab. Abhängig von der Bohrtiefe unterscheidet man bei der Geothermie im Wesentlichen zwei Arten: Tiefengeothermie und flache oder oberflächennahe Geothermie.

Oberflächennahe Geothermie

Die oberflächennahe Geothermie wird aus Tiefen von bis zu 400 Metern bezogen. Da in der Erde eine weitaus gleichmäßigere Temperatur vorherrscht als in der Luft oder im Wasser, ist diese Energiequelle für die Kühlung oder Beheizung von Gebäuden optimal. Bei Tiefen von ca. 15 Metern und abhängig von den geologischen Bedingungen bis in maximal 40 Meter Tiefe unterliegen die Temperaturen in der obersten Schicht der Erde saisonalen Schwankungen und werden durch die Sonneneinstrahlung beeinflusst. In diesen Bereichen herrschen Temperaturen von knapp über der jährlichen Durchschnittstemperatur auf der Erdoberfläche vor. Ab dieser Tiefe erhöht sich die Temperatur gemäß dem thermischen Gradienten um ca. 3°C je 100 m Tiefe. Die aus dem Boden abgeleitete Wärme hängt zudem von der Qualität des Bodens ab.

Verschiedene Systeme wie z.B. geothermische Wärmekollektoren, geothermische Wärmesonden und Energiepfähle werden zur Nutzbarmachung von Geothermie verwendet. Werden diese zum Beheizen genutzt, erhöhen Wärmepumpen die Bodentemperatur auf die im Gebäude benötigte Temperatur und ziehen in einem zirkulierenden Prozess Wärme aus der Erde. Die unter der Erde vorherrschenden konstanten Temperaturen können durch ein Umgehen der Wärmepumpen aber auch für eine direkte Kühlung des Gebäudes genutzt werden. Liefert die Erde keine angemessene Kühlung, können die Wärmepumpen umgekehrt betrieben werden, um die benötigte Kühlkapazität zu liefern.

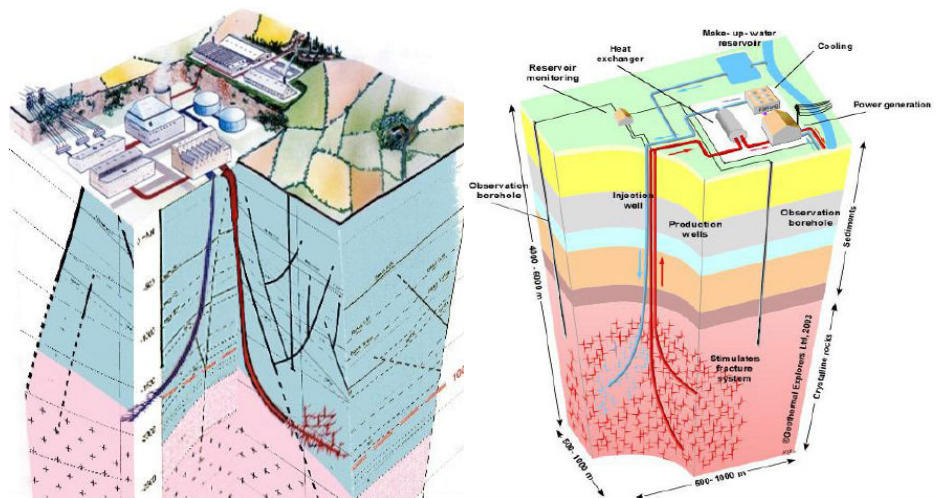
Tiefengeothermie

Tiefengeothermie (Tiefen von mehr als 400m) kann sowohl zur Erzeugung von Elektrizität in Kraftwerken als auch für die Einspeisung von Wärme in größere Wärmenetze für die industrielle Produktion oder für das Heizen von Gebäuden genutzt werden. Die Tiefengeothermie ist zudem in hydrothermale Energie und petrothermale Energie unterteilt (EGS, Hot Dry Rock-Systeme).

Die **Hydrothermale Geothermie** nutzt heißes Wasser, das direkt aus Wasserreservoirs gezogen wird, die sich in großen Tiefen befinden, und kann je nach vorliegendem Durchfluss oder Temperatur zur Erzeugung von Wärme bzw. Elektrizität genutzt werden.

Die Nutzung von tiefen Wärmereservoirs mit wenigen oder keinem Wasservorkommen wird als **petrothermale Geothermie** bezeichnet. Kristalline und massive sedimentäre Gesteine in Tiefen von drei bis sechs Kilometern mit hohen Temperaturen (über 150°C) können als Reservoirs dienen. Auf diese wird mittels zwei oder mehr Bohrlöchern zugegriffen, die in Festgestein gebohrt werden. Hydraulische und chemische Stimulierungsverfahren (Enhanced Geothermal Systems, EGS) werden dafür verwendet, Sprünge oder Risse in das Gestein zu machen. Dann wird kaltes Wasser bei hohem Druck über eine Einpressbohrung in das Gestein gepumpt, wo es erwärmt wird und über ein zweites Bohrloch wieder an die Oberfläche zurückkehrt. Dieses heiße Wasser erwärmt wiederum ein Arbeitsmedium mit einem niedrigen Siedepunkt (sogenannter Kalina-Kreisprozess und Organic Rankine Cycle, ORC) und produziert damit Dampf für eine Turbine. Die Wärme kann über einen Wärmetauscher auch in die Fernwärmenetze eingespeist werden.

Hydrothermale und petrothermale Geothermie



Quelle: Daldrup, Warburg Research

Organic Rankine Cycle (ORC)/Kalina-Kreisprozess

Zur Erzeugung von Elektrizität treibt Dampf eine Turbine an. Im Allgemeinen sind dafür Temperaturen von über 175°C erforderlich. Unter Verwendung des ORC oder Kalina-Kreisprozesses kann Elektrizität mit Temperaturen von unter 175°C produziert werden.

Der Organic Rankine Cycle (ORC) trägt seinen Namen aufgrund der Nutzung einer organischen, hochmolekularen Flüssigkeit mit einer niedrigen Verdampfungstemperatur. Die Niedertemperaturwärme wird in Nutzarbeit umgewandelt, die wiederum in Elektrizität umgewandelt werden kann. Die optimale Temperatur für diesen Prozess liegt zwischen 145-150°C.

Im Gegensatz zum ORC-Prozess nutzt der Kalina-Kreisprozess Wasser und Ammoniak in verschiedenen Verhältnissen und erhöht damit den gesamten thermodynamischen Wirkungsgrad. In den geeigneten Betriebseinrichtungen erhöht der Kalina-Kreisprozess die thermische Leistung nachweislich um bis zu 50%. Die optimale Temperatur für

diesen Prozess liegt zwischen 125-130°C.

Global Geothermal Ltd. (Mutterkonzern: Wasabi Energy Ltd.) besitzt weltweit alle lizenzierten Einrichtungen zum Einsatz des Kalina-Kreisprozesses. Exorka, eine Tochtergesellschaft von Daldrup, besitzt die weltweite Lizenz für den Einsatz der Kalina-Kreisprozess-Kraftwerkstechnik und die Exklusivrechte für die Nutzung in Deutschland.

Geothermische Marktentwicklung hängt stark von den geologischen Voraussetzungen ab

Die Mehrzahl der installierten Anlagen wird derzeit für die Erzeugung von Wärme genutzt. Im Jahr 2010 waren ca. 50.500 MW der thermischen Leistung in knapp 80 Ländern weltweit installiert. Im Bereich der Stromerzeugung war 2010 nur eine geothermische Kapazität von unter 10.700 MW in insgesamt 24 Ländern installiert. Die größte Kapazität war in den USA installiert, gefolgt von den Philippinen, Indonesien, Mexiko und Italien. Durch den wachsenden nationalen Energieverbrauch und einen Anstieg der Preise für fossile Brennstoffe könnte die Nutzung der Geothermie zukünftig in Ländern mit einem hohen geothermischen Potenzial an Bedeutung gewinnen. Neben dem besonders hohen Potenzial für die Nutzung dieser Art von Energie entlang des sogenannten Feuergürtels im Pazifik ist das Potenzial zudem auf den Inseln entlang des mittelatlantischen Rückens (z.B. Island) und weiteren Hot Spots in Ostafrika und Teilen des Mittleren Ostens sehr hoch.

Geologische Voraussetzungen in Deutschland

Im Vergleich zu Ländern wie Island oder Italien gibt es in Deutschland keine Hochenthalpie-Regionen. Die für die Erzeugung von Strom erforderlichen Temperaturen werden nur in Tiefen von mehr als 4.000m erreicht. Aufgrund dieser Tatsache ist für die Nutzung von geothermischen Ressourcen spezielles Know-how im Bereich der Tiefenbohrungen erforderlich.

Geologische Umgebung in Deutschland



Quelle: Geothermieprojekte.de, Warburg Research

In Deutschland erreicht Thermalwasser Temperaturen von bis zu 180°C (Norddeutsches Becken bis zu 120°C, Oberrheingraben bis zu 180°C, Süddeutsches Molassebecken bis zu 180°C). Die begrenzten Thermalwasservorräte konzentrieren sich vor allem

auf drei Regionen, von denen zwei Regionen für die Niederenthalpie-Stromerzeugung geeignet sind (Oberrheingraben, Süddeutsches Molassebecken). Andere Teile des Landes eignen sich nur für petrothermale Systeme.

In Deutschland werden Tiefengeothermie-Kraftwerke zur Erzeugung von Wärme sowie zur Kraft-Wärme-Kopplung genutzt. Da dies jedoch hohe Temperaturen erforderlich macht, sind bisher nur drei geothermische Kraftwerke in Betrieb, zwei weitere befinden sich in der Testphase und mehrere in der Planungsphase. Zurzeit gibt es in Deutschland etwa 150 geothermische Energieexplorationsfelder. Insgesamt befinden sich mehr als 80 Tiefengeothermie-Projekte in der Planungsphase.

Gewinn- und Verlustrechnung Daldrup & Söhne AG

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	28,2	27,0	24,1	57,9	46,2	22,7	61,5
Bestandsveränderungen	-3,0	-1,6	15,5	-16,8	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	19,9	41,1	19,4
Gesamtleistung	25,2	25,4	39,5	41,1	66,1	63,8	80,9
Materialaufwand	11,5	12,0	24,1	26,0	40,8	37,9	45,8
Rohertrag	13,7	13,4	15,4	15,1	25,2	25,8	35,1
Personalaufwendungen	1,2	3,1	3,8	5,6	8,9	9,2	10,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	3,9	2,3	7,5	7,6	8,3	9,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,3	7,6	6,6	9,3	11,6	10,4	12,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,6	6,7	7,3	7,8	12,3	14,5	22,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	1,3	2,7	3,0	4,1	6,0	10,2
EBITA	4,3	5,4	4,6	4,8	8,2	8,5	12,4
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,3	5,4	4,6	3,8	8,2	8,5	12,4
Zinserträge	0,4	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,1	0,0	0,0	0,4	0,4	2,0	4,2
Finanzergebnis	0,2	0,8	0,3	-0,4	-0,2	-1,8	-4,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,5	6,1	4,9	3,4	8,0	6,7	8,4
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,5	6,1	4,9	3,4	8,0	6,7	8,4
Steuern gesamt	0,5	2,0	1,1	1,0	2,5	2,1	2,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,0	4,1	3,8	2,5	5,5	4,6	5,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,7	4,0	3,8	2,4	5,5	4,6	5,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,7	4,0	3,8	2,6	5,5	4,6	5,8

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Daldrup & Söhne AG

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-10,7 %	-5,8 %	64,2 %	-29,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	42,9 %	181,2 %	31,6 %
Gesamtleistung	89,3 %	94,2 %	164,2 %	71,1 %	142,9 %	281,2 %	131,6 %
Materialaufwand	40,8 %	44,5 %	100,2 %	44,9 %	88,3 %	167,3 %	74,5 %
Rohertrag	48,5 %	49,7 %	64,0 %	26,2 %	54,6 %	113,9 %	57,1 %
Personalaufwendungen	4,4 %	11,4 %	16,0 %	9,6 %	19,4 %	40,8 %	16,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	5,5 %	14,6 %	9,7 %	13,0 %	16,4 %	36,6 %	16,2 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,1 %	28,3 %	27,4 %	16,0 %	25,0 %	45,8 %	20,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	16,4 %	24,6 %	30,3 %	13,5 %	26,7 %	63,8 %	36,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	4,8 %	11,1 %	5,2 %	8,9 %	26,5 %	16,6 %
EBITA	15,3 %	19,8 %	19,3 %	8,3 %	17,8 %	37,4 %	20,2 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	15,3 %	19,8 %	19,3 %	6,6 %	17,8 %	37,4 %	20,2 %
Zinserträge	1,3 %	3,0 %	1,0 %	0,3 %	0,4 %	0,9 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,2 %	0,0 %	0,8 %	0,9 %	8,7 %	6,8 %
Finanzergebnis	0,8 %	2,9 %	1,1 %	-0,7 %	-0,5 %	-7,8 %	-6,5 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,1 %	22,7 %	20,4 %	6,0 %	17,3 %	29,5 %	13,7 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	16,1 %	22,7 %	20,4 %	6,0 %	17,3 %	29,5 %	13,7 %
Steuern gesamt	1,9 %	7,5 %	4,6 %	1,7 %	5,5 %	9,4 %	4,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,3 %	15,2 %	15,8 %	4,3 %	11,8 %	20,2 %	9,4 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1 %	14,9 %	15,8 %	4,2 %	11,8 %	20,2 %	9,4 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,1 %	14,9 %	15,8 %	4,6 %	11,8 %	20,2 %	9,4 %

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Daldrup & Söhne AG

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	7,5	8,2	8,2	9,6	11,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	7,5	8,2	8,2	9,6	11,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	6,0	26,8	47,2	49,2	63,1	106	143
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Anlagevermögen	6,1	26,8	55,5	60,0	73,8	119	157
Vorräte	3,5	3,9	12,1	6,9	13,2	12,8	16,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,4	5,8	12,4	21,7	21,7	21,0	22,2
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	19,8	12,2	6,9	4,2	3,0	3,8	4,0
Umlaufvermögen	28,7	21,9	32,1	32,9	38,0	37,7	42,5
Bilanzsumme (Aktiva)	34,8	48,7	87,6	92,8	112	156	199
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,0	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	17,1	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5
Gewinnrücklagen	2,1	6,0	19,8	26,8	32,3	36,8	42,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Buchwert	24,2	42,1	55,9	63,0	68,5	73,0	78,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	8,9	7,0	7,0	7,0	7,0
Eigenkapital	24,2	42,1	64,8	70,0	75,5	80,1	85,8
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Rückstellungen gesamt	7,3	3,5	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,6	13,2	52,5	87,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,5	2,9	7,4	8,1	9,1	9,6	12,2
Sonstige Verbindlichkeiten	0,8	0,2	13,7	11,5	11,5	11,5	11,5
Verbindlichkeiten	10,6	6,6	22,9	22,8	36,4	76,2	114
Bilanzsumme (Passiva)	34,8	48,7	87,6	92,8	112	156	199

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Daldrup & Söhne AG

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	8,5 %	8,9 %	7,3 %	6,2 %	5,5 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	8,5 %	8,9 %	7,3 %	6,2 %	5,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	17,4 %	55,1 %	53,9 %	53,0 %	56,4 %	68,1 %	71,9 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,9 %	2,7 %	2,3 %	1,6 %	1,3 %
Anlagevermögen	17,4 %	55,1 %	63,3 %	64,6 %	66,0 %	75,9 %	78,7 %
Vorräte	10,1 %	8,0 %	13,8 %	7,4 %	11,8 %	8,2 %	8,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,4 %	11,9 %	14,2 %	23,4 %	19,4 %	13,4 %	11,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0 %	0,1 %	0,8 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Liquide Mittel	57,0 %	25,0 %	7,9 %	4,5 %	2,7 %	2,4 %	2,0 %
Umlaufvermögen	82,5 %	45,0 %	36,7 %	35,4 %	34,0 %	24,1 %	21,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	14,3 %	11,2 %	6,2 %	5,9 %	4,9 %	3,5 %	2,7 %
Kapitalrücklage	49,0 %	62,6 %	34,8 %	32,9 %	27,3 %	19,5 %	15,3 %
Gewinnrücklagen	6,0 %	12,4 %	22,6 %	28,9 %	28,8 %	23,6 %	21,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
Buchwert	69,5 %	86,5 %	63,8 %	67,9 %	61,2 %	46,7 %	39,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	10,2 %	7,6 %	6,3 %	4,5 %	3,5 %
Eigenkapital	69,5 %	86,5 %	73,9 %	75,5 %	67,5 %	51,2 %	43,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8 %	0,6 %	0,0 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	21,0 %	7,2 %	2,0 %	2,9 %	2,4 %	1,7 %	1,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	11,8 %	33,6 %	43,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,1 %	5,9 %	8,5 %	8,7 %	8,1 %	6,1 %	6,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,3 %	0,4 %	15,7 %	12,4 %	10,3 %	7,3 %	5,8 %
Verbindlichkeiten	30,4 %	13,5 %	26,1 %	24,6 %	32,5 %	48,8 %	57,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Daldrup & Söhne AG

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,7	4,0	3,8	2,4	5,5	4,6	5,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	1,3	2,7	3,0	4,1	6,0	10,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,3	5,3	6,2	6,8	9,6	10,6	15,9
Veränderung Vorräte	-3,5	-0,4	-8,2	5,3	-6,3	0,4	-3,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,4	-0,4	-6,6	-9,3	0,0	0,7	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,5	0,4	4,5	0,7	1,0	0,5	2,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-6,4	-0,4	-10,3	-3,3	-5,3	1,6	-2,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-4,1	4,9	-4,1	3,4	4,2	12,2	13,9
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0	-18,0	-50,7	-48,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	-18,0	-50,7	-48,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,6	12,6	39,3	34,8
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	0,0	0,6	12,6	39,3	34,8
Veränderung liquide Mittel	-4,1	4,9	-4,1	4,0	-1,2	0,8	0,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	-4,1	24,7	8,0	11,0	3,0	3,8	4,0

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Daldrup & Söhne AG

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	72,9 %	69,6 %	133,9 %	57,5 %	116,3 %	217,3 %	94,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	15,3 %	19,8 %	19,3 %	6,6 %	17,8 %	37,4 %	20,2 %
EBITDA / Operating Assets	37,2 %	19,8 %	11,3 %	11,2 %	13,9 %	11,1 %	13,3 %
ROA	28,3 %	15,0 %	6,8 %	4,4 %	7,4 %	3,9 %	3,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	4,7	1,0	0,5	1,2	0,7	0,2	0,4
Operating Assets Turnover	2,3	0,8	0,4	0,8	0,5	0,2	0,4
Capital Employed Turnover	1,2	0,6	0,4	0,8	0,5	0,2	0,4
Kapitalverzinsung							
ROCE	17,6 %	16,0 %	8,6 %	5,6 %	10,3 %	7,6 %	8,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	18,9 %	19,9 %	13,6 %	11,5 %	15,4 %	13,0 %	14,7 %
ROE	7,1 %	9,6 %	5,9 %	3,8 %	7,2 %	5,7 %	6,7 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	14,2 %	12,2 %	7,1 %	3,9 %	7,5 %	5,9 %	6,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	33,3 %	12,4 %	7,1 %	3,7 %	7,5 %	5,9 %	6,9 %
ROIC	14,4 %	13,4 %	7,3 %	4,7 %	6,0 %	3,4 %	3,3 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-19,8	-12,2	-6,9	-3,6	10,2	48,7	83,3
Net Gearing	-82,0 %	-28,9 %	-10,7 %	-5,1 %	13,5 %	60,8 %	97,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	2370357,4 %	208898012,9 %	12429,8 %	573,5 %	152,5 %	98,4 %
Current ratio	8,8	7,2	1,5	1,6	1,8	1,7	1,6
Acid Test Ratio	2,4	2,7	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9
EBITDA / Zinsaufwand	31,5	158,5	780,7	17,9	29,9	7,3	5,4
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	15,9	37,9	4,8	3,1
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-4,1	4,9	-4,1	3,4	-13,8	-38,6	-34,6
Free Cash Flow / Umsatz	-14,5 %	18,2 %	-17,0 %	5,9 %	-29,7 %	-170,0 %	-56,2 %
Adj. Free Cash Flow	2,3	6,6	7,3	8,0	12,3	14,5	22,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	13,0 %	12,2 %	12,5 %	5,7 %	11,4 %	19,3 %	9,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-238,7 %	121,9 %	-107,5 %	129,9 %	-251,7 %	-842,6 %	-600,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,9 %	5,1 %	2,6 %	3,5 %	5,4 %	5,8 %	5,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	2361,7 %	1032,8 %	154,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	38,9 %	223,7 %	78,9 %
Maint. Capex / Umsatz	1,1 %	4,8 %	11,1 %	5,2 %	8,9 %	26,5 %	16,6 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	437,3 %	845,6 %	476,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	22,7 %	24,4 %	49,7 %	32,5 %	50,0 %	110,3 %	41,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	216,2 %	201,8 %	167,6 %	268,2 %	238,5 %	218,8 %	182,0 %
Inventory processing period (Tage)	45,5	52,5	184	60,8	73,0	73,0	73,0
Receivables collection period (Tage)	69,4	78,4	188	137	120	120	100
Payables payment period (Tage)	32,1	38,8	112	51,0	50,0	55,0	55,0
Cash conversion cycle (Tage)	82,8	92,0	260	147	143	138	118
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	5,3	3,0	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5
EV/sales	4,7	4,9	5,5	2,3	3,2	8,1	3,6
EV/EBITDA	28,6	19,9	18,1	16,9	11,8	12,8	9,7
EV/EBIT	30,6	24,7	28,5	34,5	17,8	21,8	17,6
EV/FCF	n.m.	26,9	n.m.	38,5	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	76,0	31,9	33,7	48,1	23,6	28,1	22,2
P/CF	55,9	24,1	20,6	18,9	13,4	12,1	8,1
Adj. Free Cash Flow Yield	1,7 %	4,0 %	4,7 %	5,1 %	6,6 %	5,7 %	7,3 %

Quellen: Daldrup & Söhne AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Daldrup & Söhne

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	1,7	4,0	3,8	2,6	5,5	4,6	5,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	1,3	2,7	4,0	4,1	6,0	10,2
- Zinsergebnis (netto)	0,2	0,8	0,3	-0,4	-0,2	-1,8	-4,0
+ Steuern	0,5	2,0	1,1	1,0	2,5	2,1	2,7
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	2,3	6,6	7,3	8,0	12,3	14,5	22,6
Adjustierter Free Cash Flow Yield	1,8%	5,0%	5,5%	6,0%	8,4%	7,8%	10,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	132,2	132,2	132,2	132,2	146,0	184,5	219,1
= Fairer Enterprise Value	23,1	65,9	72,9	79,8	123,3	144,7	226,0
- Nettoverschuldung (Cash)	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	10,2	48,7	83,3
- Pensionsverbindlichkeiten	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
- Sonstige	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
= Faire Marktkapitalisierung	19,3	62,1	69,1	76,0	105,7	88,6	135,3
Aktienanzahl (Mio.)	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	3,54	11,40	12,69	13,95	19,41	16,26	24,85
Premium (-) / Discount (+) in %	-85,0%	-51,7%	-46,2%	-40,8%	-17,7%	-31,0%	5,4%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	2,56	8,60	9,60	10,57	14,18	10,13	15,27
	12,0%	2,83	9,38	10,45	11,51	15,64	11,83	17,93
Fairer	11,0%	3,16	10,30	11,47	12,62	17,35	13,85	21,08
Free Cash Flow	10,0%	3,54	11,40	12,69	13,95	19,41	16,26	24,85
Yield	9,0%	4,02	12,74	14,18	15,58	21,92	19,22	29,46
	8,0%	4,61	14,42	16,04	17,62	25,07	22,91	35,23
	7,0%	5,36	16,58	18,43	20,24	29,11	27,65	42,64

Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Daldrup & Söhne

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	46,2	22,7	61,5	70,1	75,9	84,6	92,8	102,8	124,2	135,6	145,6	154,3	162,0	168,5
Veränderung	-20,1%	-51,0%	171,1%	14,1%	8,2%	11,5%	9,6%	10,8%	20,8%	9,2%	7,4%	6,0%	5,0%	4,0%
EBIT	8,2	8,5	12,4	16,1	17,8	21,6	25,1	28,5	31,3	36,1	35,9	35,3	34,4	27,0
EBIT-Marge	17,8%	37,4%	20,2%	23,0%	23,5%	25,5%	27,1%	27,7%	25,2%	26,6%	24,7%	22,9%	21,2%	16,0%
Steuerquote	31,7%	31,7%	31,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	5,6	5,8	8,5	10,5	11,6	14,0	16,3	18,5	20,3	23,4	23,3	23,0	22,4	17,5
Abschreibungen	4,1	6,0	10,2	12,2	14,2	16,3	18,4	20,5	22,7	22,7	24,8	26,2	27,5	28,6
in % vom Umsatz	8,9%	26,5%	16,6%	17,4%	18,7%	19,2%	19,8%	19,9%	18,3%	16,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-5,3	1,6	-2,0	-3,7	-1,6	-2,8	-2,3	-2,9	-7,0	-3,0	-2,3	-1,7	-1,3	-0,8
- Investitionen	-18,0	-50,7	-48,5	-43,6	-40,1	-40,7	-28,3	-1,5	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Investitionsquote	38,9%	223,7%	78,9%	62,2%	52,9%	48,1%	30,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,5	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-13,6	-37,3	-31,8	-25,3	-16,5	-14,4	2,8	33,2	32,7	39,7	42,1	43,5	44,5	41,1

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	7,5%	WACC	9,04%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	2,8		
Terminal Value	170,8		
Verbindlichkeiten	-13,6		
Liquide Mittel	4,2	Aktienzahl (Mio.)	5,45
Eigenkapitalwert	164,2	Wert je Aktie (EUR)	30,16

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

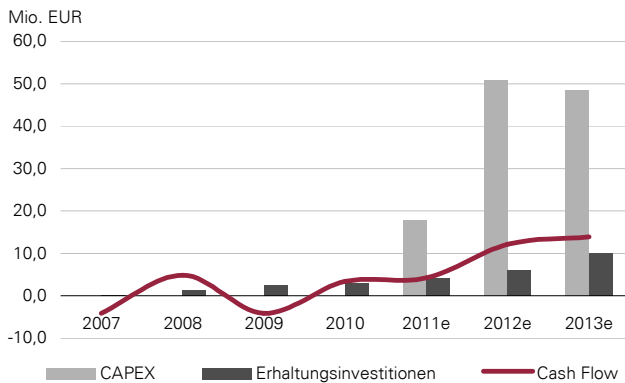
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
10,04%	19,91	20,54	21,20	21,89	22,63	23,42	24,25
9,54%	23,37	24,11	24,90	25,74	26,62	27,57	28,58
9,29%	25,28	26,09	26,95	27,87	28,84	29,89	31,01
9,04%	27,32	28,21	29,15	30,16	31,24	32,39	33,63
8,79%	29,51	30,48	31,52	32,63	33,82	35,10	36,47
8,54%	31,86	32,93	34,07	35,30	36,61	38,03	39,56
8,04%	37,10	38,40	39,80	41,31	42,94	44,70	46,62

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,04%	19,69	20,42	21,16	21,89	22,63	23,36	24,09
9,54%	23,37	24,16	24,95	25,74	26,52	27,31	28,10
9,29%	25,41	26,23	27,05	27,87	28,69	29,51	30,33
9,04%	27,60	28,45	29,31	30,16	31,01	31,87	32,72
8,79%	29,97	30,85	31,74	32,63	33,52	34,41	35,30
8,54%	32,52	33,44	34,37	35,30	36,22	37,15	38,08
8,04%	38,28	39,29	40,30	41,31	42,32	43,33	44,35

Quelle: Warburg Research

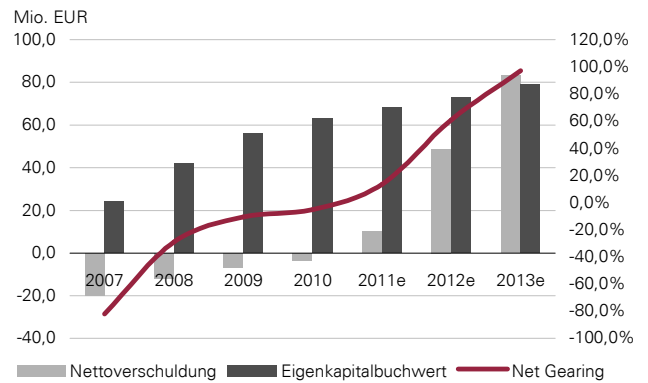
Investitionen und Cash Flow - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Eintritt in das Stromerzeugungsgeschäft erfordert signifikante Investitionen
- Operativer Cash Flow profitiert von Geothermie Boom

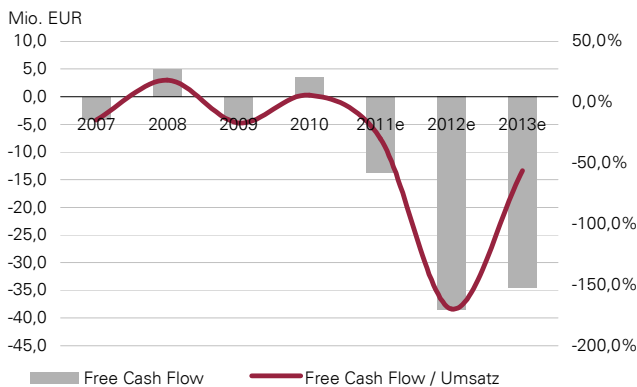
Bilanzqualität - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Eigenkapital profitiert von Gewinnthesaurierung
- Investitionsprogramm führt zu deutlicher Erhöhung der Nettoverschuldung

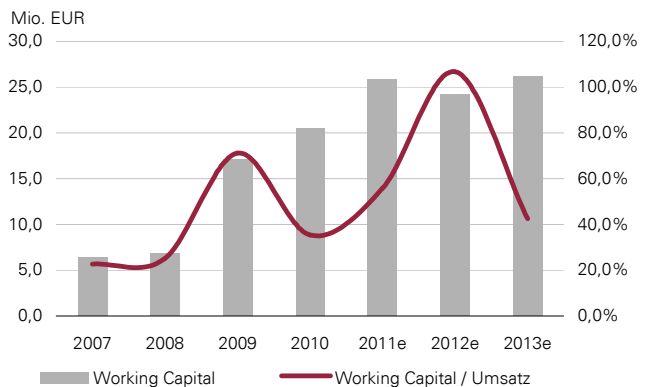
Free Cash Flow Generation - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Investitionsprogramm belastet Free Cash Flow
- Steigende Umsätze verbessern FCF/Umsatz deutlich ab 2012

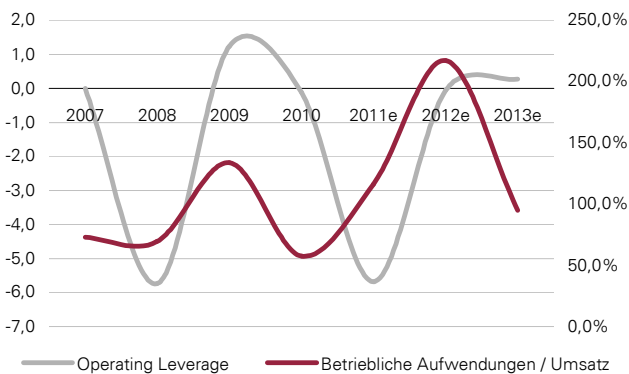
Working Capital - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Wachsendes Geschäftsvolumen führt zu steigendem WC
- WC/Umsatz profitiert nach 2013 vom Geschäftsfeld Stromerzeugung

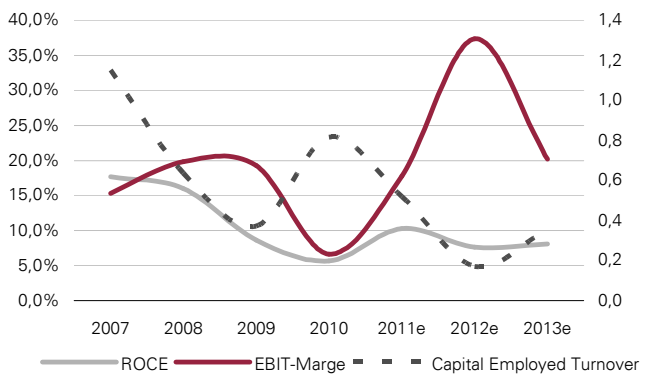
Operating Leverage - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Starke Bestandsschwankungen verfälschen den operating Leverage in 2011

ROCE Entwicklung - Daldrup & Söhne



Quellen: Daldrup & Söhne (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Vorlaufende Investitionstätigkeiten belasten ROCE in 2012 und 2013
- Marge wird sich nach 2013 durch eigene Stromerzeugung deutlich verbessern

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

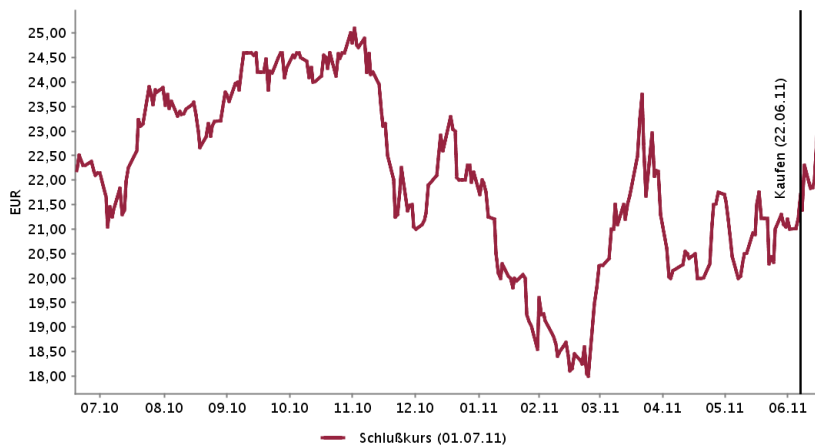
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	67%
Halten	52	30%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	176	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	72%
Halten	38	26%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	144	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Daldrup & Söhne AG am 04.07.11**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
		Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
		Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com