

DALDRUP & SÖHNE AG

15. JULI 2012

Votum:	Halten	
alt:	-	vom -
Kursziel (in Euro)	13,00	
Kurs (Xetra) (in Euro)	11,94	
13.07.2012 17:36 Uhr		
Kurspotenzial	9%	

Unternehmensdaten	
Branche	Erneuerbare Energien
Segment	Entry Standard
ISIN	DE0007830572
Reuters	4DSG.DE
Bloomberg	4DS

Highlights

- In Anbetracht des derzeit unsicheren Wirtschaftsumfelds hebt sich Daldrup & Söhne als Bohrdienstleister für die Geothermie mit seinem konjunkturresistenten Geschäftsmodell ab.
- Das größte Potenzial sehen wir im Bau eigener Geothermiekraftwerke. Wir rechnen bis 2016 mit einer Leistung von 10,8 MW_{el}.
- Daldrup entwickelt sich somit zu einem cashflowgetriebenen Unternehmen (Cash Earnings/Umsatz 2012 bis 2014: ca. 14%; ab 2015: 17% bis 22%).
- Als Herausforderung sehen wir die hohen Baukosten für Geothermiekraftwerke bei gleichzeitig erheblichen Risiken (Fündigkeit). Daraus resultieren der hohe Vorfinanzierungsbedarf mit eigener Liquidität und Finanzierungsengpässe über Banken.
- Kapitalmaßnahmen könnten für Daldrup daher eine Option sein.
- Der unter Druck geratene Aktienkurs (12M: -45%) dürfte sich erst erholen, wenn die Refinanzierung des Kraftwerks Taufkirchen gesichert und die Inbetriebnahme Mitte 2013 erfolgreich ist.
- Das von uns ermittelte Kursziel von 13,00 Euro (Sum-of-the-Parts-Modell) reflektiert die Unwägbarkeiten insofern, als dass wir den Wert der acht noch nicht in Entwicklung befindlichen Claims sowie der Kraftwerksbautochter exorka nicht berücksichtigt haben. Wir nehmen die Coverage mit Halten auf.

Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,445
Streubesitz	33,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	65,0
Ø Tagesumsatz (Stück)	2.426
52W Hoch	15.07.2011 22,07 Euro
52W Tief	11.07.2012 11,36 Euro

Termine	
Hauptversammlung	18.07.2012
Zahlen H1 2012	Sept. 2012

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-5,9%	-10,6%
3 Monate	-25,6%	-24,9%
6 Monate	-28,1%	-31,8%
12 Monate	-44,9%	-39,3%

Index-Gewichtung
keine Indexmitgliedschaft



Quelle: Bloomberg

	2008*	2009*	2010**	2011	2012e	2013e
Gesamtleistung	25,4	39,5	41,1	47,1	54,3	69,7
Wachstum GL	1,1%	55,3%	-	14,4%	15,3%	28,6%
EBITDA	6,7	7,3	7,8	1,6	6,0	7,3
EBITDA-Marge	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	11,0%	10,5%
Konzernüberschuss	4,0	3,8	2,6	-1,7	1,5	1,8
Nettomarge	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	2,7%	2,6%
Gewinn je Aktie	0,76	0,70	0,49	-0,30	0,27	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,11	0,00	0,00	0,00
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,4	-1,1	0,1	6,0	3,8	6,8
Net Gearing	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,9
Free Cashflow (FCF)	-21,6	-7,5	-	-17,2	-20,9	-34,0
FCF je Aktie (Euro)	-4,09	-1,38	-	-3,17	-3,83	-6,25
EV / Umsatz	5,3	4,9	2,3	3,0	1,7	1,4
EV / EBITDA	21,5	16,3	17,0	74,1	13,2	10,8
EV / EBIT	26,8	25,6	34,7	neg.	36,2	35,4
EV / FCF	neg.	neg.	-	neg.	neg.	neg.
KBV	37,4	32,4	48,3	neg.	44,5	35,3
KBV	3,7	2,7	1,8	1,4	0,8	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro), Quelle: Eigene Schätzungen; Daldrup & Söhne AG

Kontakt

Abteilung Research
Leitung: Dr. Frank Wohlgemuth, CIAA/CEFA

Equity Sales Team
+49 (0) 211 778-3370

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
Alexander Lachmann / alexander.lachmann@wgzbank.de
Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
Peter Richards / peter.richards@wgzbank.de
Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

* AG-Abschluss ** Berechnung von Cashflow-Kennzahlen nicht möglich

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

Inhalt

▪ Investment Case	3
▪ SWOT	3
▪ Bewertung	4
→ Bewertungsfazit	4
→ DCF-Bewertung - Bohrdienstleistungen	4
→ DCF-Bewertung - Geothermiekraftwerke	5
▪ Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung	7
→ Ergebnisanalyse	7
→ Finanzanalyse	11
▪ Unternehmensüberblick	14
→ Unternehmensprofil	14
→ Historische Entwicklung	15
→ Geschäftsmodell	16
→ Management	18
→ Aktionärsstruktur	20
▪ Strategische Perspektiven	21
▪ Marktumfeld und Wettbewerber	23
▪ Anhang	29

Investment Case

- Daldrup ist ein Pionier in der Geothermie. Das Stammgeschäft Bohrdienstleistungen kann einen Track Record von ca. 20 Tiefenbohrungen vorweisen.
- Die Tiefengeothermie ist u.E. eine noch nicht komplett ausgereifte Technologie. Daher kam es in den letzten Jahren zu Verzögerungen bei Tiefenbohrungen und Ergebnisbelastungen. Eine künftig bessere Einhaltung der Bohrzeitpläne hängt auch von externen Faktoren (z.B. Genehmigungen) ab.
- Der Bau eigener Geothermiekraftwerke ist u.E. auf Grund der gut planbaren Cashflows (feste staatliche Vergütung durch das EEG für 20 Jahre) sinnvoll. Wir rechnen bis 2016 mit der Inbetriebnahme von drei Geothermiekraftwerken mit einer kumulierten Leistung von 10,8 MW_{el} und 39,8 MW_{th}.
- Die Jahre 2012 bis 2014 werden noch von Anlaufkosten geprägt sein (EBITDA-Marge: 10% bis 16%). Die Ertrags- und Cashflowstärke der eigenen Geothermiekraftwerke (EBITDA-Marge: ca. 70%) dürfte sich ab 2015 voll in einer EBITDA-Marge von 25% bis 31% materialisieren.
- Den Capex für das angestrebte Kraftwerksportfolio taxieren wir auf 136 (davon bereits investiert: 21) Mio. Euro. Bei einer EK-Anforderung von 30% kalkulieren wir den Eigenkapitalbedarf auf 41 Mio. Euro. Dies kann Daldrup u.E. mit einem Eigenkapital zum 31.12.11 von 75,4 Mio. Euro stemmen.
- Es gibt aber auch zahlreiche Risiken vor allem auf der Finanzierungsseite. Wegen des hohen Capex bei gleichzeitig hohem Fündigkeitsrisiko musste Daldrup die zwei Tiefenbohrungen für das Kraftwerk Taufkirchen aus Eigenmitteln finanzieren (30 (Daldrup-Anteil: 15) Mio. Euro). Die niedrige Liquidität (5,5 Mio. Euro) und langwierige Verhandlungen zur weiteren Finanzierung des Kraftwerks könnten die anderen Kraftwerksprojekte verzögern.
- Das Finanzierungsrisiko sowie die noch immer unzureichenden gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Geothermie (keine FK-Finanzierungsmöglichkeit für Bohrkosten) haben die Daldrup-Aktie spürbar belastet. Eine deutliche Kurserholung dürfte u.E. erst mit der finalen Refinanzierung des Kraftwerks Taufkirchen und dessen erfolgreicher Inbetriebnahme möglich sein.

Track Record von über 20 Tiefenbohrungen

Eigene Geothermiekraftwerke werden planbare, sichere Cashflows liefern

Herausforderungen auf der Finanzierungsseite - Verhandlungen mit Banken

Proof-of-Concept scheint für Erholung des Aktienkurses notwendig zu sein

SWOT-Analyse

Stärken

- Langjährige Expertise im Bereich (Tiefen-)Geothermie - Track Record mit ca. 20 Tiefenbohrungen
- Hohe Markteintrittsbarrieren (Capex-intensiv, hohes Knowhow erforderlich, Fachkräfte)
- Gut planbare, sichere Cashflows für 20 Jahre durch den Aufbau eines Portfolios an eigenen Geothermiekraftwerken

Schwächen

- Verzögerungen bei Tiefenbohrungen haben in den letzten Jahren zu Einbußen bei Gesamtleistung und Ertrag geführt
- Technologie für Tiefengeothermie ist noch nicht komplett ausgereift - führt zu Problemen bei Bohrungen und Überschreitung der Plankosten
- Tiefbohranlagenkapazitäten begrenzen Gesamtleistung im Bereich Bohrdienstleistungen auf ca. 60,0 Mio. Euro (zzgl. kleinerer Einheiten)

Chancen

- Neben den drei in unseren Prognosen eingeflossenen Geothermiekraftwerke Umsetzung weiterer Projekte (insgesamt 10 Claims)
- Erhöhung der Umsatz- und Ertragsdynamik durch Anschaffung einer weiteren Tiefbohranlage (Umsatzpotenzial: ca. 20 Mio. Euro)
- Verbesserung der Förderbedingungen für Geothermie durch effizientere KfW-Programme und die Einführung von Bohrkostenzuschüssen

Risiken

- Fündigkeitsrisiko bei eigenen Geothermieprojekten - hohe Versicherungsprämien und nennenswerter Selbstbehalt bei Nicht-Fündigkeit
- Mögliche Verzögerungen bei Umsetzung von Geothermieprojekten durch fehlende Bankenfinanzierung und geringe eigene Liquidität
- Tiefengeothermie ist wegen seismischer Ereignisse teilweise umstritten - Erdbebengefahr tatsächlich relativ gering

Quelle: Eigene Darstellung

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die Aktie von Daldrup mittels einer Sum-of-the-Parts-Analyse: zum einen den Bereich Bohrdienstleistungen (inklusive der Einheiten Rohstoffe & Exploration, Wasser und EDS) und zum anderen den Bereich Geothermiekraftwerke. Mangels vergleichbarer Unternehmen haben wir zur Bewertung der beiden Geschäftseinheiten auf ein DCF-Modell zurückgegriffen. Wir ermitteln einen kumulierten Wert des operativen Geschäfts von 86,5 Mio. Euro und einen fairen Wert des Eigenkapitals von 72,4 Mio. Euro bzw. 13,31 Euro je Aktie.

Sum-of-the-Parts-Analyse mit DCF-Modell

Daldrup & Söhne AG		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Mio. Euro		
	DCF-Modell Bohrdienstleistungen	DCF-Modell Geothermiekraftwerke
Wert des operativen Geschäfts	73,0	13,5
Gesamtwert des operativen Geschäfts		86,5
Liquide Mittel		5,5
Finanzverbindlichkeiten		-19,5
Fairer Wert des Eigenkapitals		72,4
Aktienanzahl (Mio. Stück)		5,445
Fairer Wert je Aktie (Euro)		13,31
Kursziel (Euro)		13,00

Quelle: Eigene Schätzungen

Die sich aus dem fairen Wert für 2014 ergebenden Multiples beim EV/EBITDA von 7,4, beim EV/EBIT von 16,5 sowie beim KGV von 45,8 sind wenig aussagekräftig. Zum einen wird das Ertragsniveau von Anlaufkosten der Geothermiekraftwerke belastet. Zum anderen geben die EBIT- und KGV-Multiples wegen der hohen Abschreibungen ein verzerrtes Bild ab. Das Geschäftsmodell wird zudem cashflowgetriebener. Daher sind die Kennziffern Kurs/Cash Earnings (gemessen am fairen Wert sinkend von 11,0 im Jahr 2012 auf 5,4 im Jahr 2015) und Cash Earnings (ca. 14% zum Umsatz bis 2014 und 17% bis 22% ab 2015) relevanter.

Cashflow-Multiples sind aussagekräftiger

DCF-Bewertung - Bohrdienstleistungen

Den Bereich Bohrdienstleistungen bewerten wir mit einem dreistufigen DCF-Modell. An den Detailplanungszeitraum bis 2017 schließt sich unsere Trendanalyse an. In unserer Planung haben wir berücksichtigt, dass die derzeitige Bohranlagenkapazität eine Gesamtleistung von nur ca. 60,0 Mio. Euro ermöglicht. Hinzu kommen die Umsätze aus den kleineren Bereichen. Die langfristige EBIT-Marge beträgt 15,0%. Den WACC ermitteln wir mit 9,7%. Dieser reflektiert beim Beta von 1,5 das volatile Bohrdienstleistungsgeschäft. Die Zielkapitalstruktur mit 75% Eigenkapital und 25% Fremdkapital berücksichtigt den bisher überschaubaren Fremdkapitalbestand. Den fairen Wert des operativen Geschäfts ermitteln wir mit 73,0 Mio. Euro.

WACC von 9,7% spiegelt volatiles Bohrdienstleistungsgeschäft wider

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Daldrup & Söhne AG

Discounted Cashflow-Modell - Bohrdienstleistungen

Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	47,3	52,8	49,4	65,6	65,9	66,3	67,6	69,0	70,4	71,8
Umsatzwachstum	-	11,7%	-6,5%	32,9%	0,5%	0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gesamtleistung	54,3	67,4	64,0	65,6	65,9	66,3	67,6	69,0	70,4	71,8
Wachstum Gesamtleistung	-	24,2%	-5,1%	2,5%	0,5%	0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge (zur Gesamtleistung)	4,7%	7,1%	7,2%	13,5%	13,7%	13,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT	2,6	4,8	4,6	8,9	9,0	9,2	10,1	10,3	10,6	10,8
- Ertragssteuern	-0,7	-1,3	-1,3	-2,5	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0
+ Abschreibungen	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	3,1	2,8	2,8	3,1
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,2	0,5	0,2	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	5,9	7,6	7,1	10,5	10,3	10,2	10,6	10,4	10,6	11,0
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,2	-1,4	0,8	-5,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen in das Anlagevermögen	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1
Free Cashflow	2,1	3,6	5,2	2,5	7,4	7,3	7,3	7,0	7,2	7,5
Barwerte	2,0	3,1	4,1	1,8	4,8	4,3	3,9	3,4	3,2	3,0
Summe Barwerte	33,4									
Terminalwert	39,6 in % vom Gesamtwert: 54,2%									
Wert des operativen Geschäfts	73,0									

Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital:	25%	
Risikofreie Rendite	4,0%	Beta:	1,5	Risikoprämie FK:	2,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	28,0%
		Zins EK:	11,5%	Zins FK:	4,3%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	9,7%	Datum:	15.07.12

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse Bohrdienstleistungen (Mio. Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	78,7	73,0	68,0	63,6
	2,5%	82,2	76,0	70,5	65,8
	3,0%	86,3	79,4	73,4	68,1
	3,5%	91,2	83,3	76,6	70,8

Quelle: Eigene Schätzungen

DCF-Bewertung - Geothermiekraftwerke

Unsere im DCF-Modell abgebildeten Umsatz- und Ertragsschätzungen für die drei Geothermiekraftwerke Taufkirchen, Neuried und Taufkirchen II haben wir in zwei Phasen unterteilt. Die erste Phase von 20 Jahren deckt den Zeitraum der staatlich garantierten EEG-Vergütung (25,0 Cent/kWh Strom) ab. In der zweiten Phase ab dem 21. Jahr gehen wir von einem Verkauf des Stroms auf dem freien Markt aus (12,5 Cent/kWh). Wir halten diese Annahme für plausibel, denn Geothermieanlagen weisen bspw. im Vergleich zu Biogasanlagen (Kosten für Silage) nach Verbuchung aller Abschreibungen und Rückzahlung aller Kredite

Günstige Stromerzeugungskosten lassen nach 20 Jahren Stromverkauf auf freiem Markt zu

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

geringe Erzeugungskosten auf (9 bis 10 Cent/kWh). Ab 2036 werden alle Anlagen ihren Strom auf dem freien Markt verkaufen, weshalb wir das Jahr 2037 als Basis für die Ermittlung des Terminal Values bildet. Den WACC ermitteln wir mit 6,0%. Das im Vergleich zum Bereich Bohrdienstleistungen geringere Beta von 1,3 spiegelt die planbaren Cashflows wider. Die langfristige Kapitalstruktur reflektiert die Finanzierungsanforderungen der Banken mit einem Eigenkapitalanteil von 30%. Wir ermitteln einen fairen Wert des operativen Geschäfts von 24,7 Mio. Euro bzw. des Daldrup-Anteils (54,5%) von 13,5 Mio. Euro. Der relativ niedrige Wert ist Ausdruck des hohen Capex (11 bis 15 Mio. Euro pro MW), wohingegen die Free Cashflows mit nachhaltig 59% des Umsatzes attraktiv sind.

Relativ niedriger fairer Wert reflektiert hohe Investitionen

Daldrup & Söhne AG										
Discounted Cashflow-Modell - Geothermiekraftwerke										
Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,0	2,3	8,3	11,2	16,8	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Umsatzwachstum	-	-	255,6%	34,4%	49,8%	15,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-Marge (zum Umsatz)	-	-108,5%	4,3%	22,2%	29,2%	38,1%	38,1%	38,1%	38,1%	38,1%
EBIT	-0,4	-2,5	0,7	2,5	4,9	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
- Ertragssteuern	0,1	0,7	-0,2	-0,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
+ Abschreibungen	0,0	1,4	2,8	4,6	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	-0,3	-0,4	3,3	6,4	9,9	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,0	-0,5	-1,2	-0,6	-1,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-23,6	-37,2	-35,1	-12,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cashflow	-23,9	-38,0	-33,0	-7,1	8,5	10,8	11,3	11,3	11,3	11,3
Barwerte	-23,2	-34,8	-28,5	-5,8	6,5	7,8	7,7	7,2	6,8	6,4
Summe Barwerte (2012e-2021e)	-49,9									
Summe Barwerte (2022e-2037e)	57,8									
Terminal Value	16,8									
Wert des operativen Geschäfts	24,7									
Durchschnittliche Beteiligungsquote	54,5%									
Anteiliger Wert des operativen Geschäfts	13,5									
							Modell-Parameter: Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 30% Fremdkapital: 70% Risikofreie Rendite 4,0% Beta: 1,3 Risikoprämie FK: 1,8% Risikoprämie: 5,0% Tax-Shield: 28,0% Zins EK: 10,5% Zins FK: 4,1% Wachstum FCF: 2,0% WACC: 6,0% Datum: 15.07.12			

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse Geothermiekraftwerke (Mio. Euro)					
		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	19,2	13,5	8,7	4,6
	2,5%	21,2	14,8	9,6	5,3
	3,0%	24,0	16,6	10,8	6,1
	3,5%	28,2	19,1	12,4	7,2

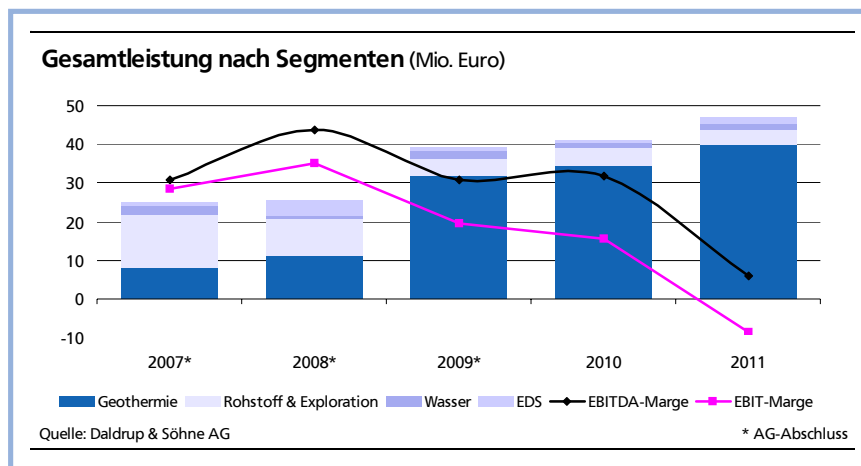
Quelle: Eigene Schätzungen

Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung

Ergebnisanalyse

Mit den Erlösen aus dem IPO im Jahr 2007 und der Kapitalerhöhung im Jahr 2008 (kumuliert: 32,3 Mio. Euro) hat Daldrup den Kauf zweier Tiefbohranlagen finanziert und dadurch den Bereich Geothermie ausgebaut. Entsprechend war der Anstieg der Gesamtleistung von 2007 bis 2010 auf 41,1 (2007: 25,2) Mio. Euro primär auf das Wachstum im Segment Geothermie (34,5 (2007: 8,1) Mio. Euro) zurückzuführen. Zahlreiche Tiefbohrprojekte waren von länger als geplanten Bohrzeiten gekennzeichnet, was zu Ertragseinbußen führte. Ursächlich hierfür ist, dass die Tiefbohranlagen auf Grund der komplexen Logistik und der spezifischen Projektcharakteristika kaum flexibel auf alternative Projekte verteilt werden können. Trotz einer Steigerung des EBITDA stagnierte infolge höherer Abschreibungen (Tiefbohranlagen) das EBIT (3,8; 2007: 4,3) Mio. Euro).

Geothermie seit 2007 als bedeutendstes Standbein ausgebaut



Das Jahr 2011 war von Projektverzögerungen bei der Tiefenbohrung in Ried (Österreich) und dem Baubeginn des ersten eigenen Geothermiekraftwerks in Taufkirchen gekennzeichnet. Da infolge der längeren Bohrzeiten in Ried die Tiefenbohrungen in Taufkirchen erst später beginnen konnten, blieb die Gesamtleistung 2011 mit 47,1 (41,1) Mio. Euro unter der Zielmarke von 60,0 Mio. Euro. Dass der Außenumsatz um 30,5% auf 40,3 (57,9) Mio. Euro abnahm, ist primär dem als aktivierte Eigenleistung gebuchten Bohrprogramm in Taufkirchen geschuldet (12,2 (0,0) Mio. Euro). Die für Daldrup nachteilige Vertragsausgestaltung für das Tiefbohrprojekt in Ried machte sich in hohen Materialaufwendungen (35,2 (26,0) Mio. Euro) und sonstigen Kosten (13,6 (9,3) Mio. Euro) bemerkbar. Zudem beinhalten die Aufwandspositionen nicht aktivierungsfähige Kosten für den Bau des Geothermiekraftwerks Taufkirchen (Nettoergebnis Geysir Europe: -4,7 (-0,8) Mio. Euro) sowie im Zusammenhang mit einem Forschungsprojekt in der Schweiz (Nettoergebnis Daldrup Bohrtechnik Schweiz: -1,4 (+1,1) Mio. Euro). Deswegen blieb das EBIT mit -2,5 (+3,8) Mio. Euro hinter der Guidance zurück (EBIT-Marge ca. 10%). Ohne die Sonderaufwendungen hätte das EBIT laut Daldrup bei +5,0 bis +6,0 Mio. Euro gelegen.

Projektverzögerungen und Kosten für eigene Kraftwerksprojekte belasten 2011-Ertragsniveau

Ohne Sonderaufwendungen EBIT über Vorjahresniveau

Daldrup & Söhne AG

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. Euro	H2 2010*	H2 2011**	Gj. 2010	Gj 2011
Umsatzerlöse	37,8	29,5	57,9	40,3
Veränderung gg. Vorjahr	94,4%	-	-	-30,5%
Gesamtleistung	13,0	22,1	41,1	47,1
Veränderung gg. Vorjahr	-38,2%	-	-	14,4%
EBIT	0,1	-2,2	3,8	-2,5
EBIT-Marge	0,5%	-9,9%	9,3%	-5,3%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	0,2	-2,9	2,4	-3,6
Daldrup & Söhne AG	-	2,1	2,2	2,5
Daldrup Bohrtechnik Schweiz	-	-2,5	1,1	-1,4
Geysir Europe	-	-2,5	-0,8	-4,7
davon exorka	-	-	-	-0,7
davon Gesellschaften Taufkirchen	-	-	-	-3,0
Nettoergebnis	0,2	-1,5	2,6	-1,7
Nettomarge	1,2%	-6,9%	6,4%	-3,5%

Quelle: Daldrup & Söhne AG

* AG-Abschluss ** keine Vergleichszahlen vorhanden (H2 2010)

Die Entwicklung der Gesamtleistung und des EBIT wird in den nächsten Jahren vom Aufbau eines Portfolios eigener Geothermiekraftwerke geprägt sein. Die Attraktivität besteht u.E. in der durch das EEG über 20 Jahre gesicherten Vergütung und den stabilen Erträgen und Cashflows. Obwohl Daldrup eine Vielzahl an Claims besitzt, haben wir in unseren Prognosen nur die drei in der konkreten Planungs- und Umsetzungsphase befindlichen Projekte berücksichtigt:

- Taufkirchen (4,3 MW_{el} und 39,8 MW_{th}; Daldrup-Anteil: 50,8%)
2. Bohrung 2012; Kraftwerksbau 2012/13; Inbetriebnahme Mitte 2013
- Neuried (3,0 MW_{el}; Daldrup-Anteil: 90,0%)
1. und 2. Bohrung 2013; Kraftwerksbau 2014; Inbetriebnahme 2015
- Taufkirchen II (3,5 MW_{el}; Daldrup-Anteil: 100,0%)
1. und 2. Bohrung 2014; Kraftwerksbau 2015; Inbetriebnahme 2016

Drei eigene Geothermiekraftwerksprojekte in Prognosen berücksichtigt

Daldrup & Söhne AG

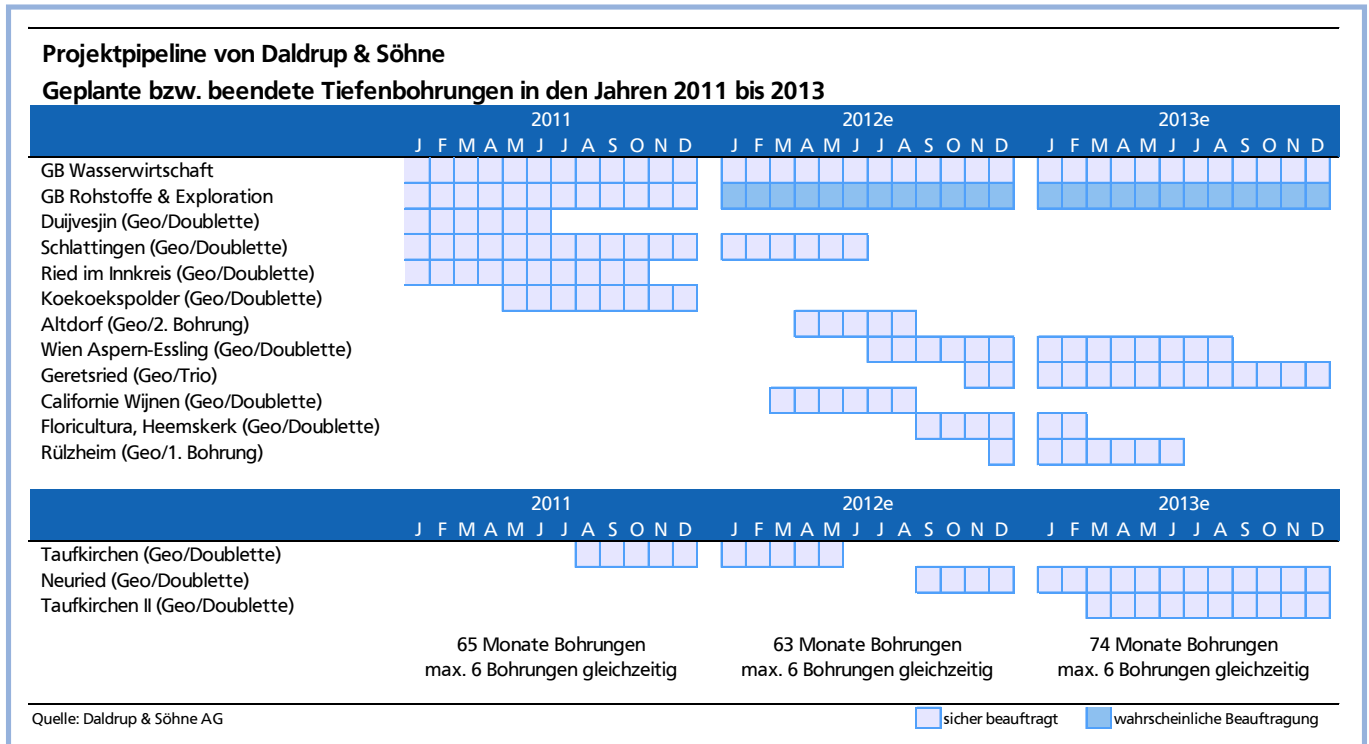
Installierte Kapazität und Umsätze

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Installierte Stromkapazität Jahresende (MW _{el})	0,0	4,3	4,3	7,3	10,8	10,8
Durchschnittlich produzierende Stromkapazität (MW _{el})	0,0	1,2	4,3	6,0	9,3	10,8
Installierte Wärmekapazität Jahresende (MW _{th})	0,0	39,8	39,8	39,8	39,8	39,8
Durchschnittlich produzierende Wärmekapazität (MW _{th})	0,0	11,2	39,8	39,8	39,8	39,8
Stromproduktion (MWh)	0	8.224	29.240	40.715	63.028	73.440
Wärmeproduktion (MWh)	0	76.118	270.640	270.640	270.640	270.640
Vergütung für Strom (Euro-Cent/kWh)	0,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00
Vergütung für Wärme (Euro-Cent/kWh)	0,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Umsatz Strom (Mio. Euro)	0,0	2,1	7,3	10,2	15,8	18,4
Umsatz Wärme (Mio. Euro)	0,0	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Gesamtumsatz (Mio. Euro)	0,0	2,3	8,3	11,2	16,8	19,4

Quelle: eigene Schätzungen

Wir rechnen bis Ende 2016 mit einer installierten Leistung von 10,8 MW_{el} bzw. 39,8 MW_{th}. Bei einer Vergütung von 25,0 Cent/kWh für Strom und von 3,5 Cent/kWh für Wärme rechnen wir ab 2013 mit ersten Umsätzen von 2,3 Mio. Euro und bei Vollastbetrieb aller Kraftwerke ab 2017 mit 19,4 Mio. Euro.

Erste Umsätze aus Geothermiekraftwerken im Jahr 2013



Im Stammgeschäft der Bohrdienstleistungen für Geothermie sehen wir die Bohranlagen durch die Projektpipeline gut ausgelastet. Die Zahl der Bohrmonate bewegt sich 2012 und 2013 mit 63 bzw. 74 auf einem ähnlichen Niveau wie 2011 (65). Der Auftragsbestand zum 31.12.11 ist mit 100,0 (31.12.10: 90,0) Mio. Euro verglichen mit der Gesamtleistung (2011: 47,1 Mio. Euro) als hoch einzustufen. Ein limitierender Faktor ist die begrenzte Bohranlagenkapazität. Die größte Tiefbohranlage Bentec kann pro Jahr eine Gesamtleistung von bis zu 20 Mio. Euro erzielen, was die Jahresgesamtleistung von Daldrup auf rd. 60 Mio. Euro beschränkt. Der Kauf bzw. die Anmietung einer vierten Tiefbohranlage wird seit längerem diskutiert. Neben dem finanziellen Aspekt bei einem Kauf (Capex: 15 bis 20 Mio. Euro) ist die Beschaffung einer weiteren Bohranlage u.E. mit Risiken verbunden, da die Rahmenbedingungen auf dem Geothermiemarkt schwierig bleiben (künftige Nachfrage nach Bohrdienstleistungen könnte wegen der mangelhaften Finanzierungsmöglichkeiten für Tiefbohrungen nachlassen). Wir gehen daher bei unseren Schätzungen von der aktuell verfügbaren Bohrkapazität aus. Im klassischen Bohrdienstleistungsgeschäft (inklusive der Einheiten Rohstoff & Exploration, Wasser und EDS) rechnen wir - unter Berücksichtigung gemäß den Zeitplanungen ablaufender Bohrprogramme - 2012 mit einer Gesamtleistung von 54,3 Mio. Euro (+15,3%). In den Folgejahren sollte eine Gesamtleistung von über 60 Mio. Euro erreichbar sein. Der Umsatz im Bereich Bohr-

Hoher Auftragsbestand sichert Auslastung der Bohranlagen für 2012 und 2013

Anschaffung keiner weiteren Tiefbohranlage unterstellt - limitiert Wachstum bei Bohrdienstleistungen

Gesamtleistung im Bereich Bohrdienstleistungen bei etwas über 60 Mio. Euro

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

dienstleistungen sollte 2012 bis 2014 mit rund 50 Mio. Euro wegen der Tiefenbohrungen für die eigenen Geothermiekraftwerke (als aktivierte Eigenleistung verbucht) noch unter der Gesamtleistung liegen.

Auf der Ertrageebene rechnen wir 2012 mit einer deutlichen Verbesserung des EBITDA auf 6,0 (2011: 1,6) Mio. Euro bzw. des EBIT auf +2,2 (2011: -2,5) Mio. Euro. Dabei kommen die entfallenden Ergebnisbelastungen u.a. aus dem Tiefbohrauftrag in Ried zum Tragen (Materialaufwandsquote von 67,4% (2011: 74,7%) und Verhältnis von sonstigen Aufwendungen zum Umsatz von 17,6% (2011: 29,0%)). Zudem dürften für die 2. Tiefenbohrung in Taufkirchen geringere nicht aktivierungsfähige Kosten (vor allem Versicherungen) anfallen.

Die hohen nicht aktivierungsfähigen Versicherungskosten für die 1. Bohrung bei den Projekten Neuried und Taufkirchen II (jeweils 2,0 Mio. Euro) sowie die Anlaufkosten für das Geothermiekraftwerk Taufkirchen werden das EBITDA 2013 (7,3 Mio. Euro) und 2014 (11,7 Mio. Euro) noch belasten. Ab 2015 erwarten wir einen Sprung des EBITDA auf 19,5 Mio. Euro. Einerseits werden die eigenen Geothermiekraftwerke einen zunehmenden Beitrag leisten (nachhaltige EBITDA-Marge von ca. 70%). Zum anderen können wieder alle Tiefbohranlagen für umsatz- und ergebnisgenerierende Bohrdienstleistungen für Dritte eingesetzt werden (nachhaltige EBITDA-Marge von 19%), da sie nicht mehr für die Tiefenbohrungen bei den eigenen Kraftwerken benötigt werden.

Die Ertragskennziffer EBIT ist aus unserer Sicht künftig nur noch eingeschränkt aussagekräftig. Auf Grund der hohen Abschreibungen auf die Geothermiekraftwerke (Abschreibungsquote bewegt sich in Richtung 11%) orientieren wir uns an Cashflow-Kennzahlen (EBITDA, Free Cashflow etc.).

Ertragsniveau der Jahre 2012 bis 2013 noch durch nicht aktivierungsfähige Kosten und Anlaufverluste belastet

Ergebnissprung ab 2015 erwartet

Cashflow aussagekräftigste Kennzahl

Daldrup & Söhne AG

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	47,3	55,1	57,7	76,8	82,7	85,7
Veränderung gg. Vorjahr	17,4%	16,7%	4,6%	33,1%	7,7%	3,6%
Bohrdienstleistungen	47,3	52,8	49,4	65,6	65,9	66,3
Eigene Kraftwerke	0,0	2,3	8,3	11,2	16,8	19,4
Gesamtleistung	54,3	69,7	72,3	76,8	82,7	85,7
Veränderung gg. Vorjahr	15,3%	28,6%	3,7%	6,2%	7,7%	3,6%
Bohrdienstleistungen	54,3	67,4	64,0	65,6	65,9	66,3
Eigene Kraftwerke	0,0	2,3	8,3	11,2	16,8	19,4
EBITDA	6,0	7,3	11,7	19,5	23,7	26,3
EBITDA-Marge	11,0%	10,5%	16,1%	25,3%	28,7%	30,7%
Bohrdienstleistungen	6,4	8,5	8,2	12,4	12,5	12,6
Eigene Kraftwerke	-0,4	-1,1	3,5	7,1	11,2	13,7
EBIT	2,2	2,2	5,2	11,4	13,9	16,6
EBIT-Marge	4,0%	3,2%	7,3%	14,8%	16,9%	19,3%
Bohrdienstleistungen	2,6	4,8	4,6	8,9	9,0	9,2
Eigene Kraftwerke	-0,4	-2,5	0,7	2,5	4,9	7,4
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	1,5	1,8	1,6	5,0	6,1	7,8
Nettomarge	2,7%	2,6%	2,2%	6,5%	7,4%	9,1%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,27	0,34	0,29	0,91	1,12	1,43

Quelle: eigene Schätzungen

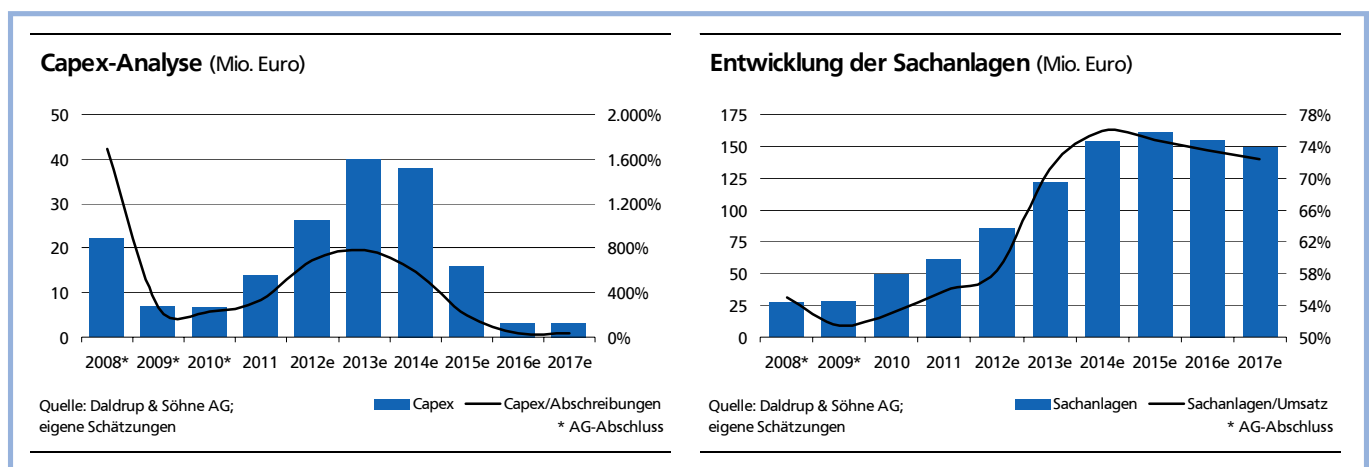
Finanzanalyse

Die Daldrup-Bilanz ist von der Investition in den Bau des Geothermiekraftwerks Taufkirchen und der 2009 getätigten Akquisition von Geysir Europe geprägt. Infolge der Errichtung des Geothermiekraftwerks Taufkirchen (aktivierte Eigenleistung 2011: 12,2 Mio. Euro) stieg das Anlagevermögen zum 31.12.11 auf 70,8 (31.12.10: 60,0) Mio. Euro. Die Anlagenintensität ist mit 64,5% (31.12.10: 65,1%) bereits relativ hoch. Hervorzuheben sind die im Sachanlagevermögen von 61,3 (31.12.10: 49,2) Mio. Euro enthaltenen Anlagen im Bau von 31,6 (31.12.10: 17,6) Mio. Euro. Neben dem Geothermiekraftwerk Taufkirchen ist hierin das im Zuge der Geysir Europe-Übernahme erworbene F&E-Projekt in Mauerstetten (Enhanced Geothermal Systems-Projekt) mit 17,5 Mio. Euro enthalten - u.E. ein möglicher Korrekturposten im Falle von Verzögerungen im F&E-Prozess.

Wir rechnen infolge der Errichtung der drei Geothermiekraftwerksprojekte Taufkirchen, Neuried und Taufkirchen II in den Jahren 2012 bis 2015 mit einer deutlichen Zunahme des Capex (kumuliert: 119,6 Mio. Euro; davon 108,5 Mio. Euro für die Kraftwerksprojekte). Das Investitionshoch sehen wir 2013 (39,8 Mio. Euro) und 2014 (37,8 Mio. Euro). Ursächlich hierfür ist, dass Daldrup in diesen Jahren parallel in jeweils zwei Kraftwerksprojekte investiert. Wir rechnen vor diesem Hintergrund bis 2015 mit einem Anstieg der Sachanlagen auf 161,4 Mio. Euro (Anlagenintensität zum 31.12.15: 78,4%).

Geschäftsmodell mit hoher Anlagenintensität

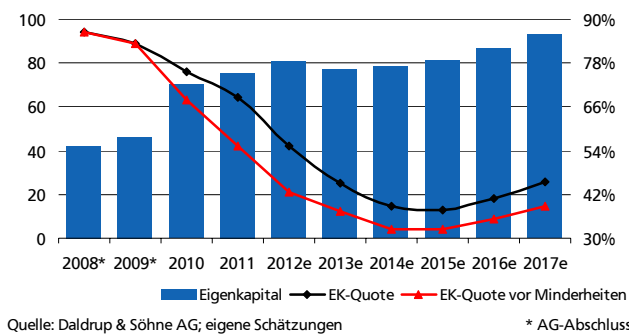
Kumulierter Capex von 2012 bis 2015 von 119,6 Mio. Euro



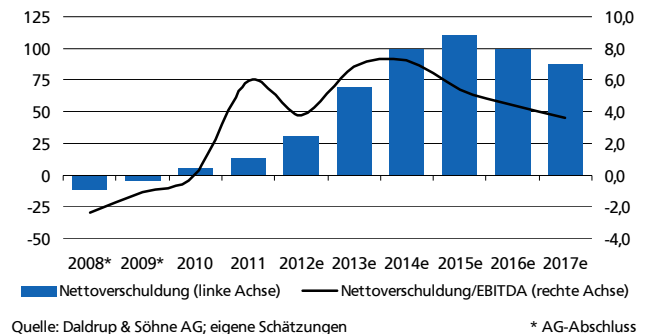
Bilanziell kann Daldrup u.E. das hohe Investitionsvolumen stemmen. Zum 31.12.11 lag bei einem Eigenkapital von 75,4 (31.12.10: 70,0) Mio. Euro die Eigenkapitalquote bei 68,7% (31.12.10: 75,5%). Durch die Eigenkapitalzuführung der Minderheitengesellschafter Axpo und Gemeindewerke Oberhaching (kumulierter Anteil: 49,2%) in die Projektgesellschaft Taufkirchen von geschätzt 9,6 Mio. Euro sind die Minderheitenanteile auf 14,8 (31.12.10: 7,0) Mio. Euro gestiegen. Trotz der stark steigenden Bilanzsumme infolge der hohen Investitionen (zum 31.12.15 auf 215,9 (31.12.11: 109,8) Mio. Euro) dürfte die Eigenkapitalquote nicht unter 37% fallen.

Komfortable Eigenkapitalausstattung

Entwicklung des Eigenkapitals (Mio. Euro)



Entwicklung der Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)



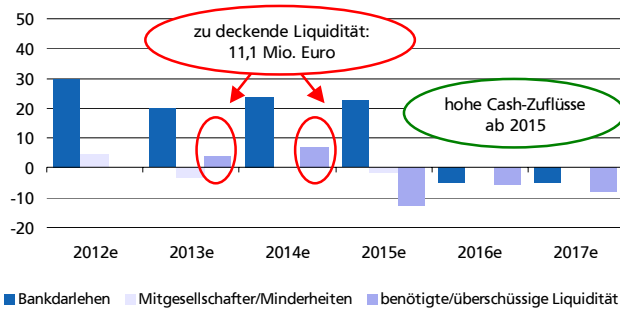
Vor allem wegen des verbesserten Ergebnisbeitrags des Stammgeschäfts Bohrdienstleistungen rechnen wir in den Jahren 2012 bis 2014 mit stabilen Cash Earnings von 6,6 bis 7,7 Mio. Euro. Die gut planbaren durch das EEG abgesicherten Rückflüsse aus der Strom- und Wärmeerzeugung und die zunehmende Vollausslastung der Geothermiekraftwerke dürften ab 2015 für hohe Cash Earnings von 13,4 Mio. Euro bis 19,3 Mio. Euro (2017) bzw. 17% bis 22% des Umsatzes sorgen. Dies sollte eine zunehmende Innenfinanzierung der Investitionen (2012: 20,6%; 2015: 48,8%) ermöglichen. Wir rechnen in unserem Szenario nach der Errichtung des letzten Geothermiekraftwerks Taufkirchen II im Jahr 2015 ab 2016 mit einem positiven Free Cashflow, der mit 12,8 Mio. Euro bzw. 15,4% des Umsatzes (2016) und 15,5 Mio. Euro bzw. 18,1% des Umsatzes (2017) u.E. attraktiv ausfällt. Vom Free Cashflow dürften 2017 rd. 8,6 Mio. Euro (55,8%) auf die Geothermiekraftwerke entfallen. Dieser Cashflow ist u.E. durch die EEG-Vergütung gesichert, was die Rückführung der zum Bau der Kraftwerke aufgenommenen Finanzverbindlichkeiten ermöglicht. Daher sehen wir die zum 31.12.15 auf 110,5 (31.12.11: 14,0) Mio. Euro aufgebaute Nettofinanzverschuldung auch nicht als problematisch an.

Trotz des mittelfristig hohen Cashflow-Potenzials sehen wir die kurzfristige Liquiditäts- und Finanzierungssituation als große Herausforderung an. Durch die vollständige Eigenfinanzierung des Grundstückskaufs, der Voruntersuchungen und der 1. Tiefenbohrung für das Geothermiekraftwerk in Taufkirchen (bis zum 31.12.11 rd. 21 Mio. Euro investiert; mit der gerade beendeten 2. Bohrung rd. 35 Mio. Euro) ist der Bestand an liquiden Mitteln und Wertpapieren zum 31.12.11 auf 5,5 (31.12.10: 6,3) Mio. Euro gesunken. Um den für 2012/13 geplanten Bau des Kraftwerkskomplexes zu finanzieren (Capex: rd. 30 (Daldrup-Anteil: 15) Mio. Euro), verhandelt die Projektgesellschaft Taufkirchen derzeit über einem Kredit von bis zu 30 Mio. Euro. Eine weitere Aufstockung des Darlehens zur Refinanzierung der bereits getätigten Investitionen wird ebenfalls diskutiert. Dennoch könnte u.E. Anfang 2013 die Liquidität zu gering sein, um die 1. Bohrung für das Geothermiekraftwerk Neuried (Capex inklusive weiterer Kosten: rd. 17 Mio. Euro) zu finanzieren. Auf Grund der einem Geothermieprojekt innewohnenden hohen

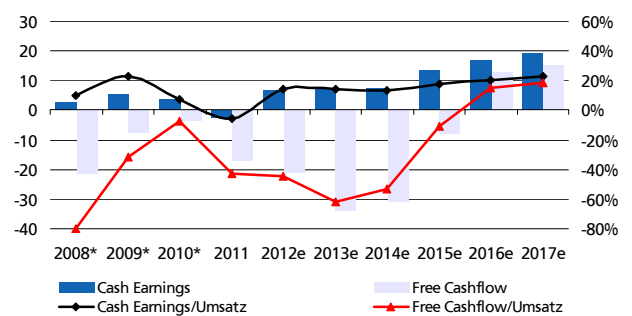
Stabile Cash Earnings mit deutlichem Anstieg ab 2015

Hoher Free Cashflow aus eigenen Geothermiekraftwerken ermöglicht Rückführung der Finanzverbindlichkeiten

Vorfinanzierung der geplanten Projekte ist große Herausforderung

Liquiditäts-Analyse (Mio. Euro)

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

Cashflow-Analyse (Mio. Euro)

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Unsicherheiten (Fündigkeitsrisiko; fehlende Erfahrungswerte führen oft zur Überschreitung der Kostenplanung; unzureichende Förderung der hohen Bohrkosten) muss Daldrup die Bohrkosten zunächst aus Eigenmitteln zahlen. Eine (Re-)Finanzierung der Bohrkosten und des Kraftwerksbaus über Bankdarlehen (70% FK-, 30% EK-Finanzierung) ist frühestens nach der 1. Bohrung und dem Nachweis der Fündigkeit möglich. Eine Option ist u.E. die Aufstockung einer bestehenden Beteiligung oder die Gewinnung weiterer Partner für die Projekte in Taufkirchen (Daldrup-Anteil: 50,8%) und Neuried (Daldrup-Anteil 90%; Gemeinde Neuried: 10%). Laut Daldrup finden bereits Gespräche statt. Hierdurch könnte Daldrup Einnahmen aus dem Verkauf von Gesellschaftsanteilen erzielen und der (neue) Partner würde den quotalen Anteil des benötigten Kapitals beisteuern.

Anderenfalls könnte es zu Verzögerungen sowohl beim Projekt Neuried als auch beim Projekt Taufkirchen II kommen. So könnte Daldrup den Beginn der 1. Bohrung für Neuried auf H2 2013 verschieben (reduzierter Capex-Bedarf für 2013 von 7,5 Mio. Euro), so dass das Geothermiekraftwerk erst Mitte 2015 (unsere Schätzung: Anfang 2015) in Betrieb gehen würde. Die Inbetriebnahme des Projekts Taufkirchen II könnte sich um bis zu ein Jahr auf Anfang 2017 (unsere Prognose: Anfang 2016) verschieben.

Auf Grund der erwarteten guten Cash Earnings-Entwicklung erscheint uns ab 2014 die erste symbolische Dividendenzahlung realistisch. Hervorzuheben ist, dass wir in unserem Szenario die Errichtung von drei Geothermieanlagen unterstellt haben. Daldrup verfügt jedoch über weitere vielversprechende Claims. Bei einer erfolgreichen Umsetzung der aktuellen Projekte ist der Bau weiterer Geothermiekraftwerke (Inbetriebnahme eines Werks pro Jahr ab 2017) realistisch. Dies würde eine deutlich dynamischere Ertragsentwicklung bedeuten, aber auch einen signifikant höheren Capex-Bedarf und weiterhin negative Free Cashflows nach sich ziehen.

Hohe Kosten für 1. Tiefenbohrung müssen mit Eigenmitteln finanziert werden

Verzögerungen bei den Projekten Neuried und Taufkirchen II möglich

Cashflows erlauben ab 2014 Dividendenzahlung

Bau weiterer Geothermiekraftwerke als realistische Option

Unternehmensüberblick

Unternehmensprofil

Daldrup & Söhne ist auf Bohr- und umwelttechnische Dienstleistung spezialisiert. Der Firmenursprung liegt im Bereich Wassergewinnung, welche den Brunnenbau beinhaltet. Weitere Aktivitäten liegen in den Bereichen Rohstoffe & Exploration (Aufschluss von Lagerstätten insbesondere von Steinkohle, Gas, Kupfer und Gold) und Environment, Development & Services (umwelttechnische Dienstleistungen wie Sanierung von kontaminierten Standorten).

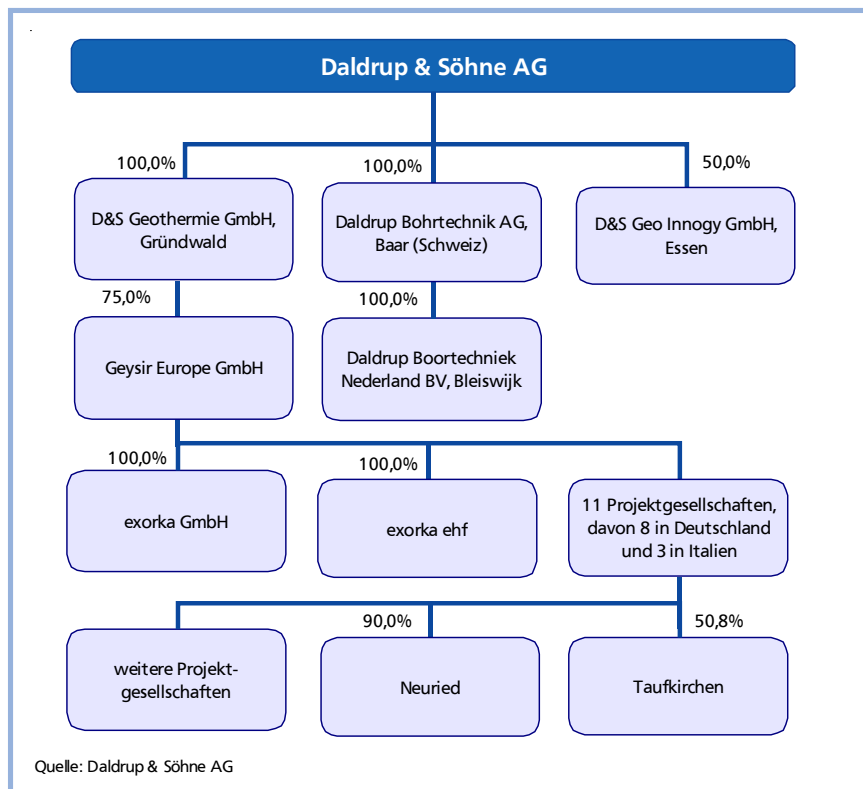
Das zentrale Wachstumsfeld ist der Bereich Geothermie (Umsatzanteil 2011: 85%). Daldrup erbringt einerseits Bohrdienstleistungen für oberflächennahe Geothermie (bis 400 Meter Tiefe; Wärmegewinnung) und Tiefengeothermie (bis 7.000 Meter; Wärme- und Stromgewinnung). Die Gruppe kann einen Track Record von rund 20 Bohrungen über 2.000 Meter Tiefe vorweisen. In den letzten Jahren wurden Tiefenbohrungen u.a. in Zürich, Oberhaching, Ried, Waldkraiburg oder Pijnacker abgeschlossen. Der Gerätepark besteht aus 40 Bohranlagen, davon drei Tiefbohranlagen für Bohrungen von über 3.000 Meter. Zum anderen will sich Daldrup mit dem Bau eigener Geothermiekraftwerke zum Strom- und Energieerzeuger wandeln. Über die Tochter Geysir Europe hält die Gruppe 10 Claims im bayerischen Molassebecken, im Oberrheingraben und in Italien und verfügt mit exorka über eigene Expertise in der Planung, der Technologie und dem Bau von Geothermiekraftwerken. Damit deckt Daldrup die gesamte Wertschöpfungskette ab. Die Inbetriebnahme des ersten Kraftwerks in Taufkirchen (4,3 MW_{el} und 39,8 MW_{th}) ist für Mitte 2013 geplant. Mit Blick auf die Technologie und die Finanzierung von Tiefbohrungen sieht sich Daldrup noch Herausforderungen gegenüber.

Spezialist für Bohr- und umwelttechnische Dienstleistungen

Geothermie als zentrales Wachstumsfeld

Wandel zum mittelständischen Strom- und Wärmeerzeuger als Ziel

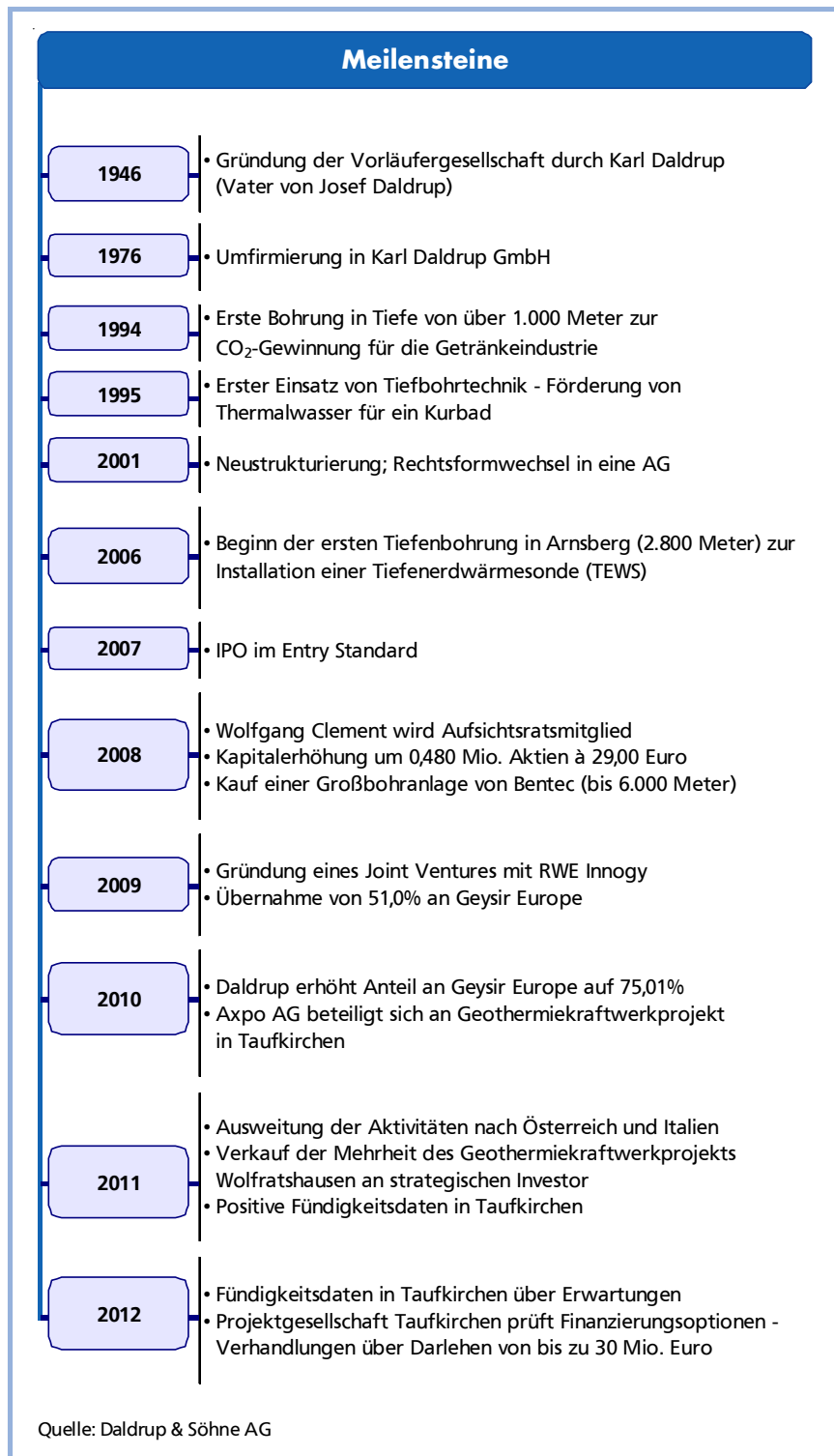
Technologie und Projektfinanzierung als Herausforderungen



Historische Entwicklung

Mit den Erlösen aus dem IPO im Jahr 2007 und der Kapitalerhöhung im Jahr 2008 hat Daldrup den Kauf von zwei Tiefbohranlagen finanziert. 2009 erfolgte die Übernahme von Geysir Europe. Die Gesellschaft besitzt mehrere Claims für Tiefenbohrungen und mit exorka die Expertise beim Bau von Geothermiekraftwerken. Die erste Bohrung für das geplante Geothermiekraftwerk in Taufkirchen lieferte Ende 2011 positive, über den Erwartungen liegende Fündigkeitsdaten.

Stetige Ausweitung des Segments Geothermie seit dem IPO im Jahr 2007



Geschäftsmodell

Im Hauptgeschäftsfeld Geothermie (Umsatzanteil 2011: 85%) agiert Daldrup bislang als Bohrdienstleister für Dritte. Daldrup führt sowohl Bohrungen für die oberflächennahe Geothermie (bis 400 Meter Tiefe; für die Wärmegewinnung) als auch für die Tiefengeothermie (hydrothermale bzw. petrothermale Geothermie über 4.000 Meter Tiefe; für die Strom- und Wärmegewinnung) durch. Der Wachstumsfokus liegt jedoch auf dem Aufbau eines Portfolios an eigenen Geothermiekraftwerken. Aus unserer Sicht birgt diese Strategie auf Grund der noch nicht komplett ausgereiften Technologie, des hohen Capex und der zum Teil schwierigen Finanzierung Risiken. Die Chancen sind jedoch mit Blick auf die stabilen Cashflows und das Dividendenpotenzial erheblich. Auf jeden Fall kann Daldrup einen umfangreichen Track Record von rund 20 Bohrungen über 2.000 Meter Tiefe vorweisen.

Bohrdienstleister für Dritte und Entwicklung eigener Geothermiekraftwerke

Track Record mit ca. 20 Tiefenbohrungen

Daldrup & Söhne AG

Track Record - Ausgewählte Projekte seit 2008

Ort	Auftraggeber	Tiefe	Jahr	Status
Garching	AR-Recycling	2.165 Meter	2008	abgeschlossen
Bleiswijk (NL)	A.G. van den Bosch	2.553 Meter	2008-2009	abgeschlossen
Aschheim	AFK-Geothermie	2.630 Meter	2008-2009	abgeschlossen
Zürich (CH)	Elektrizitätswerke Zürich	2.708 Meter	2009	abgeschlossen
Pijnacker (NL)	Ammerlaan Real Estate	2.627 Meter	2010	abgeschlossen
Oberhaching	Erdwärme Gründwald	4.454 Meter	2010	abgeschlossen
Waldkraiburg	Stadtwerke Waldkraiburg	2.854 Meter	2010-2011	abgeschlossen
Ried in Innkreis	GRB Geothermie Ried	2.800 Meter	2010-2011	abgeschlossen
Pijnacker (NL)	Gebr. Duijvestijn	2.268 Meter	2010	abgeschlossen
Taufkirchen	exorka	3.700 Meter	2011	abgeschlossen
Geretsried	exex Power	5.000 Meter	2011	beauftragt
Schlattingen (CH)	Gemüse- und Landbau Hansjörn Grob	1.500 Meter	2011	abgeschlossen
Ijsselmuiden (NL)	Aardwarmtecluster 1 KKP	2.300 Meter	2011	abgeschlossen
Pratteln (CH)	Schweizer Rheinsalinen	300-400 Meter	2011	in Arbeit
Wien (AUT)	Geothermiezentrum Aspern	4.300 Meter	2011	in Arbeit

Quelle: Daldrup & Söhne AG

Die Kosten für eine Bohrung liegen bei 1.000 bis 2.500 Euro je Meter, wobei die Kosten mit jedem zusätzlichen Meter exponentiell zunehmen. Pro Projekt sind in der Regel zwei Bohrungen erforderlich. Deswegen variiert das Auftragsvolumen bei Tiefengeothermieprojekten stark - von ca. 12,0 Mio. Euro bei Bohrtiefen von 3.000 Metern bis zum Teil 30,0 Mio. Euro bei Tiefen von 6.000 Metern. Die EBIT-Marge liegt bei Bohraufträgen im unteren zweistelligen Prozentbereich.

Mit der Errichtung eigener Geothermiekraftwerke will sich Daldrup vom Bohrdienstleister zum mittelständischen Energieversorger wandeln. Derzeit verfolgt Daldrup die drei Kraftwerksprojekte Taufkirchen, Neuried, und Taufkirchen II (zudem F&E Projekt im Bereich petrothermale Geothermie in Mauerstetten). Weitere Kraftwerke sind in Starnberg und Schäftlarn geplant.

Bohrkosten pro Meter je nach Tiefe bei 1.000 bis 2.500 Euro

Eigene Kraftwerke Taufkirchen, Neuried und Taufkirchen II

Daldrup & Söhne AG**Geothermiekraftwerke - Projektpipeline**

Projekt	Anteilseigner	Leistung	Capex Mio. Euro	Status	Inbetrieb- nahme
Taufkirchen	Daldrup: 50,8% Axpo: 35,0% Gemeindewerke Oberhaching: 14,2%	4,3 MW _{el} 39,8 MW _{th}	60	erfolgreiche Fündigkeit 2. Bohrung abgeschlossen	Mitte 2013
Neuried	Daldrup: 90,0% Gemeinde Neuried: 10,0%	3,0 MW _{el}	35-40	Planungsphase	2015
Geretsried/ Wolfratshausen	Investorengruppe: 100,0%	3,0 MW _{el}	35-40	Planungsphase	2015
Taufkirchen II	Daldrup: 100,0%	3,5 MW _{el}	35-40	Planungsphase	2016
Mauerstetten	Daldrup: 100,0%	3,5-4,5 MW _{el}	k.A.	F&E-Projekt	k.A.
Stamberg	Daldrup: 100,0%	4,1 MW _{el} 40,0 MW _{th}	60	Planungsphase	k.A.
Schäftlam	Daldrup: 100,0%	4,1 MW _{el} 40,0 MW _{th}	60	Planungsphase	k.A.

Quelle: Eigene Schätzungen; Daldrup & Söhne AG

Das Investitionsvolumen hängt davon ab, ob nur Strom oder Strom und Wärme erzeugt werden. Der Capex liegt bei 11 bis 15 Mio. Euro pro MW. Bei einer Projektgröße von 3,0 bis 4,1 MW_{el} bedeutet dies einen Capex von 33 bis 62 Mio. Euro pro Projekt. Damit sind Geothermiekraftwerke teurer als Biogas- (4,0 bis 5,0 Mio. Euro pro MW) oder Photovoltaikanlagen (1,5 bis 2,0 Mio. Euro pro MWp). Allerdings sind die operativen Kosten (keine Inputstoffe) deutlich geringer und die Verfügbarkeit (nicht von Sonneneinstrahlung abhängig) deutlich höher. Die Profitabilität eines Geothermiekraftwerks hängt stark vom Standort (geologische Voraussetzungen) und den Fündigkeitsresultaten (Temperatur und Fließrate/Schüttung) ab.

Für die Einspeisung von Strom erhält Daldrup eine durch das EEG über 20 Jahre festgeschriebene Einspeisevergütung von 25,0 Cent/kWh, die sich gegenüber dem EEG 2009 (Grundvergütung: 16,0 Cent/kWh) verbessert hat. Für die Einspeisung der Wärme in das Fernwärmenetz erhält Daldrup i.d.R. 3,5 Cent/kWh. Auf Grund des hohen Capex-Bedarfs betreibt Daldrup die Kraftwerke zusammen mit Partnern. Daldrup strebt an, über 50% an der Projektgesellschaft zu halten, wobei in Einzelfällen auch ein Minderheitsanteil in Frage kommt. Als ein wesentliches Asset von Daldrup sehen wir die eigene Kraftwerkstechnologie an. Der von der Tochter exorka entwickelte und patentierte Kalina-Prozess ermöglicht noch bei vergleichsweise niedrigen Temperaturen einen wirtschaftlichen Betrieb des Geothermiekraftwerks. Daldrup deckt hierdurch beim Bau eines Geothermiekraftwerks die wichtigsten und kostenintensivsten Teile der Wertschöpfungskette - die Tiefenbohrung und die Kraftwerkstechnologie - im eigenen Haus ab. Die Kraftwerkstechnologie wird zudem an Dritte gegen eine Gebühr auslizenzieren.

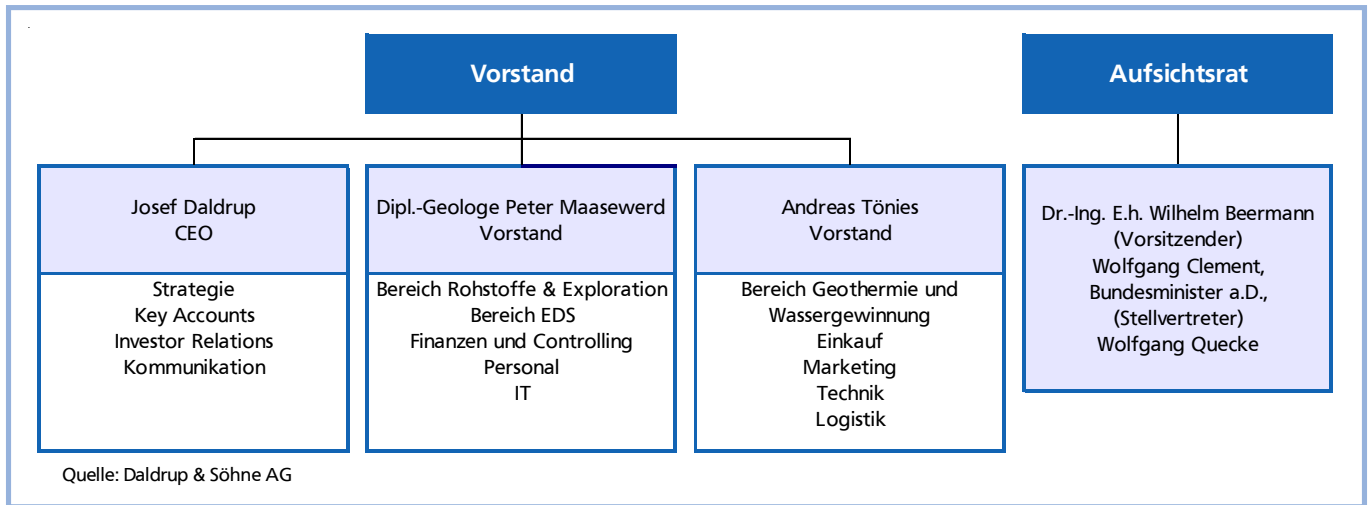
Capex mit 11 bis 15 Mio. Euro pro MW
vergleichsweise hoch

Einspeisevergütung für Strom von 25
Cent/kWh

Partner in Projektgesellschaft

Kraftwerkstochter exorka komplettiert
Wertschöpfungskette

Management



Josef Daldrup (CEO)

- verantwortet die Bereiche Strategie, Key Accounts, Investor Relations und Kommunikation
- geb. 1953
- seit 2001: Vorstandsvorsitzender der Daldrup & Söhne AG
- seit 1997: Geschäftsführer der Karl Daldrup GmbH, in die er bereits 1972 eingetreten war
- ab 1972: Fachabitur und Studium der Siedlungswasserwirtschaft an der FH Minden; spätere Weiterbildung zum Brunnenbauer- und Sanitärmeister
- 1969-1972: Lehre als Installateur für Heizung und Sanitär in Münster

Dipl.-Geologe Peter Maasewerd (Vorstand)

- zuständig für den Geschäftsbereich Rohstoffe & Exploration sowie EDS, für Finanzen, Controlling, Personal und IT
- geb. 1960
- seit 2002: Vorstand der Daldrup & Söhne AG
- 2001: Spartenleiter
- 1988 bis 2001: Tätigkeit bei der Karl Daldrup GmbH als Projektleiter, technischer Betriebsleiter, Geschäftsführer und Prokurist
- 1988: Abschluss des Studiums der Geologie an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

Andreas Tönies (Vorstand)

- leitet den Bereich Geothermie und Wassergewinnung; zuständig für den Einkauf, das Marketing, Technik und Logistik
- geb. 1965
- seit 2005: Mitglied des Vorstands
- 2001-2005: Projektleiter Tiefbohrungen und Prokurist
- 1994 und 1995: Weiterbildung zum Werkpolier für Brunnenbau und Brunnenbaumeister
- 1989-2000: Projektleiter für die Bereiche Brunnen- und Spezialtiefbau
- 1985-1988: Brunnenbauer und Bohrgeräteführer bei Karl Daldrup GmbH
- Ausbildung zum Gas- und Wasserinstallateur bei der Karl Daldrup GmbH

Der bisherige Aufsichtsratsvorsitzende Dr.-Ing. E.h. Wilhelm Beermann wird auf der anstehenden Hauptversammlung (18.07.12) aus persönlichen Gründen nicht mehr für eine weitere Amtszeit zur Verfügung stehen. Als drittes Aufsichtsratsmitglied wird Daldrup Herrn Joachim Rumstadt (u.a. Geschäftsführer der STEAG GmbH) zur Wahl vorschlagen. Wir rechnen damit, dass der bisherige stellvertretende Aufsicht und ehemalige Bundeswirtschaftsminister Wolfgang Clement Vorsitzender des Kontrollgremiums wird. Herr Clement gehört ebenfalls dem Aufsichtsrat von RWE Power an. Daldrup verfolgt derzeit mit RWE Innogy, der Erneuerbare Energien-Tochter, ein Projekt zum Bau eines Geothermiekraftwerks.

Bisheriger Vorsitzender Beermann scheidet aus dem Aufsichtsrat aus

Aktionärsstruktur

Daldrup ist im November 2007 an die Börse gegangen. Inclusive Greenshoe wurden 1,365 Mio. Aktien zum Preis von 13,50 Euro je Stück platziert (Bruttoemissionserlös: 18,4 Mio. Euro). Zudem führte die Gruppe Ende April 2008 eine Kapitalerhöhung durch (0,480 Mio. Aktien à 29,00 Euro; Bruttoemissionserlös: 13,9 Mio. Euro). Hauptaktionär ist der CEO Josef Daldrup (34,4%) sowie dessen drei Söhne Karl, Bernd und Thomas (zusammen 31,8%).

Familie Daldrup hält zusammen 66,2%
der Anteile

Daldrup & Söhne AG**Aktionärsstruktur**

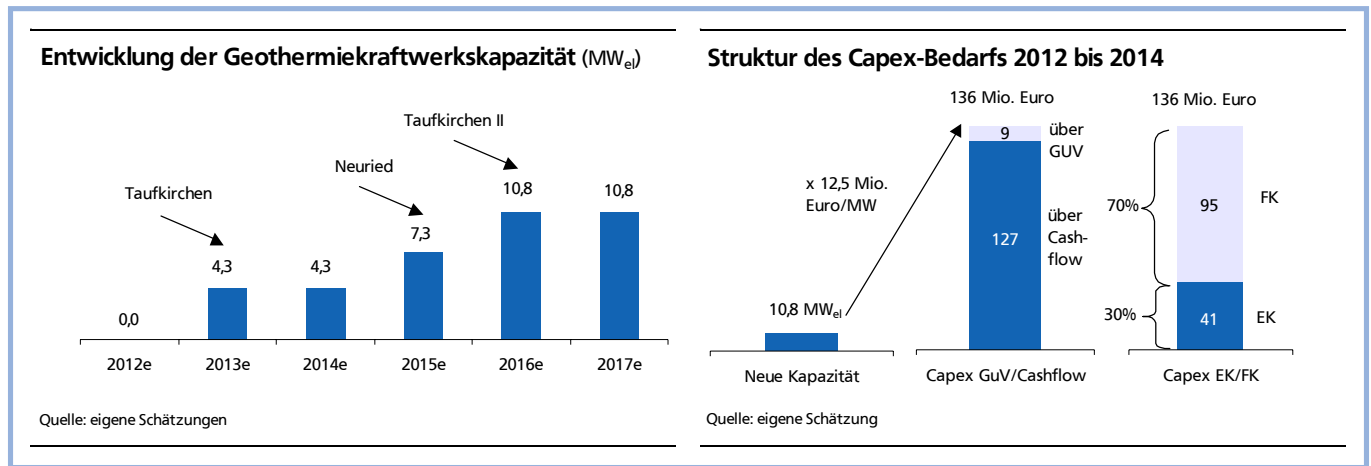
Josef Daldrup (CEO)	34,4%
Karl Daldrup	10,6%
Bernd Daldrup	10,6%
Thomas Daldrup	10,6%
Freefloat	33,8%

Quelle: Daldrup & Söhne AG

Strategische Perspektiven

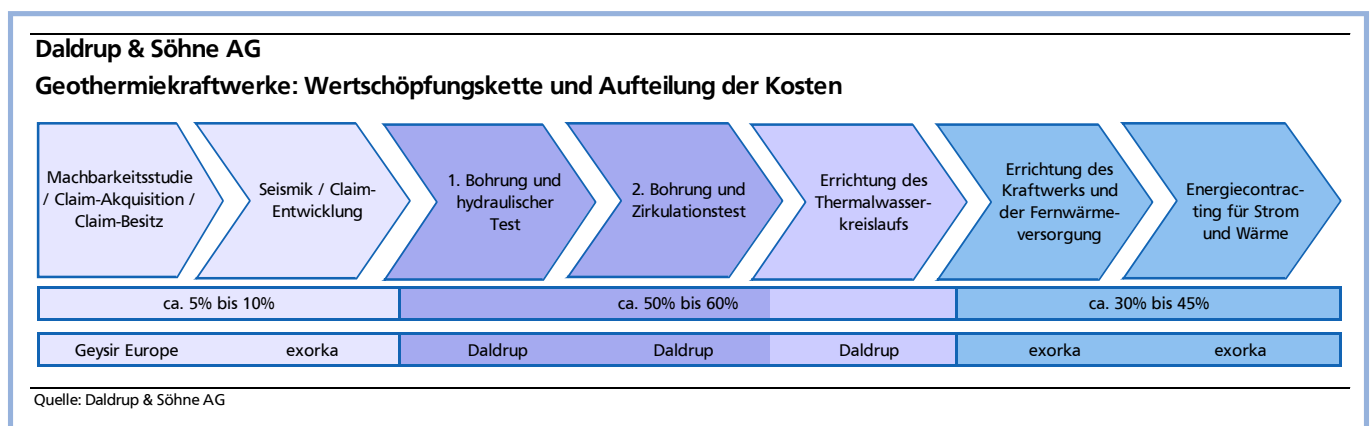
Daldrup vollzieht derzeit den Wandel vom Bohrdienstleister zum Energie- und Wärmeproduzenten durch den Bau eigener Geothermiekraftwerke. Den Capex für die drei im Bau (Taufkirchen) bzw. in Planung (Neuried, Taufkirchen II) befindlichen Projekte taxieren wir auf 136 Mio. Euro, wovon Daldrup in Taufkirchen bis Ende 2011 bereits rd. 21 Mio. Euro investiert hat. Bei einer geforderten EK-Quote von 30% taxieren wir den Eigenkapitalbedarf auf 41 Mio. Euro. Zum 31.12.11 wies Daldrup ein Eigenkapital von 75,4 Mio. Euro aus. Die Finanzverbindlichkeiten betragen 19,5 Mio. Euro (inklusive Verpflichtungen von 11,0 Mio. Euro gegenüber den Altgesellschaftern von Geysir Europe, die erst 2019 fällig sind). Zudem beteiligen sich die anderen Projektanteileigner am Eigenkapitalbedarf, so dass Daldrup u.E. bilanziell die Finanzierung stemmen kann.

Daldrup kann Eigenkapitalbedarf für Projekte von 41 Mio. Euro bilanziell stemmen

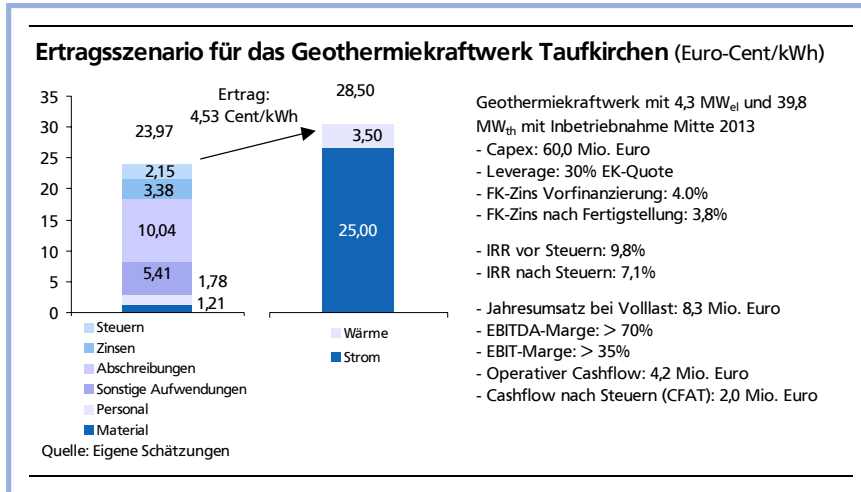


Die größte Herausforderung sehen wir bei der Umsetzung der Projekte in der Vorfinanzierung der Bohrkosten. Diese können 50% bis 60% der Gesamtprojektkosten ausmachen. Da eine Bankenfinanzierung auf Grund der hohen Projektrisiken erst nach der 1. Bohrung möglich ist, müssen alle bis dahin anfallenden Kosten mit eigener Liquidität finanziert werden. Deswegen besteht u.E. die Möglichkeit, dass es beim Bau der Geothermiekraftwerke Neuried und Taufkirchen II zu Verzögerungen kommt (siehe Finanzanalyse ab Seite 11).

Vorfinanzierung der Tiefenbohrungen als größte Herausforderung



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Wir stufen Geothermiekraftwerke als sehr cashflowstark ein. Dies spiegelt sich in einer hohen EBITDA-Marge von über 70% und einem hohen Free Cashflow von ca. 50% des Umsatzes wider. Von der Anfang 2012 im Rahmen der Novellierung des EEG erfolgten Anhebung der Stromvergütung auf 25,0 (bisherige Grundvergütung: 10,5 bis 16,0) Cent/kWh profitiert Daldrup ebenfalls. Wir schätzen daher die Profitabilität des Geothermiekraftwerks Taufkirchen mit einem Ertrag von 4,53 Cent/kWh als attraktiv ein.

Trotzdem fällt die Projektrendite (IRR) für Taufkirchen in Anbetracht des Risiko profils u.E. mit 9,8% vor Steuern bzw. 7,1% nach Steuern moderat aus. Ursächlich hierfür ist der hohe Capex von 11 bis 15 Mio. Euro pro MW. Deswegen ist u.E. eine Reduzierung des Capex pro MW notwendig. Niedrigere Bohr- und Baukosten würden sich nicht nur wegen der verbesserten Rendite positiv auf die Zahl der neu geplanten Geothermiekraftwerke auswirken. Auch die gegenwärtige Finanzierungsproblematik bei den Bohrkosten würde sich entschärfen. Zudem würden Projekte mit geringeren Temperaturen profitabel.

Für Daldrup wäre eine Absenkung der Bohr- und Baukosten u.E. jedoch ein zweischneidiges Schwert. Daldrup würde von der erhöhten Rentabilität der eigenen Geothermiekraftwerke, der leichteren Vorfinanzierung dieser Projekte sowie der erhöhten Nachfrage nach Bohrdienstleistungen profitieren. Negative Auswirkungen wären aber auf der Margenseite für den Bereich Bohrdienstleistungen und beim Kraftwerksbauer exorka zu erwarten. Bei sinkenden Bohrkosten wird die Rentabilität der teuren Tiefbohrgeräte (Capex: 15 bis 20 Mio. Euro pro Stück) in Frage gestellt.

Bisher deuten sich sinkende Bohr- und Baukosten für Geothermiekraftwerke nicht an, auch weil die begrenzten Tiefbohrkapazitäten für hohe Preise sorgen. Dass sich die Bohrkapazitäten kurzfristig ausweiten, ist wegen der schwierigen Rahmenbedingungen (unzureichende Förderung der Geothermie durch das EEG und die KfW) und der hohen Markteintrittsbarrieren (hoher Capex-Bedarf, hohe Expertise nötig, fehlende Fachkräfte) nicht zu erwarten. Die Herausforderung für Daldrup besteht eher darin, die bestehenden Tiefbohranlagen effizienter einzusetzen und teure Projektverzögerungen zu vermeiden.

Cashflow und Ertragskraft der Geothermiekraftwerke ist hoch

IRR der Kraftwerksprojekte auf Grund des hohen Capex vergleichsweise niedrig

Reduzierung des Capex für Kraftwerke mit Vor- und Nachteilen für Daldrup

Effizienterer Einsatz und Vermeidung von Projektverzögerungen im Bereich Bohrdienstleistungen als Aufgabe

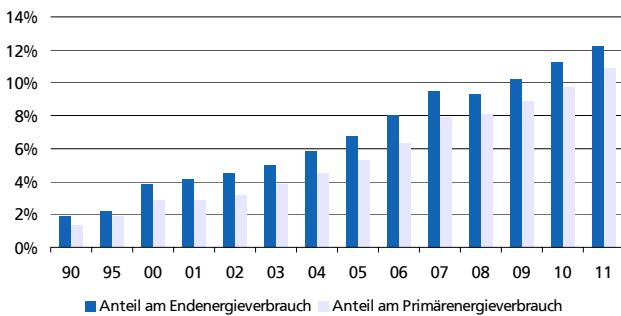
Marktumfeld und Wettbewerber

Im Rahmen der Energiewende ist das klare Ziel der Bundesregierung, die Erneuerbaren Energien parallel zum geplanten Ausstieg aus der Kernenergie bis 2022 deutlich auszubauen. Der Anteil der Erneuerbaren Energien an der Stromerzeugung soll ausgehend von 20% im Jahr 2011 sukzessive auf 35% im Jahr 2020, auf 50% im Jahr 2030, auf 65% im Jahr 2040 und auf 80% im Jahr 2050 erhöht werden. Die Geothermie erfüllt u.E. eigentlich die Voraussetzungen, um von der Energiewende überdurchschnittlich zu profitieren. Sie ist:

- grundlastfähig (gleichmäßige Stromeinspeisung möglich)
- spitzenlastfähig (lässt sich flexibel bei hohem Strombedarf zuschalten)
- witterungsunabhängig (von Windstärke oder Sonneneinstrahlung)
- effizient (kann gleichzeitig Strom und Wärme produzieren)

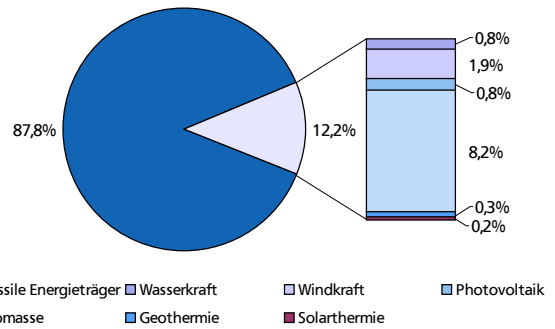
Geothermie grund- und spitzenlastfähig

Anteil Erneuerbarer Energien an Energiebereitstellung



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

Anteil Erneuerbarer Energien am Energieverbrauch (2011)

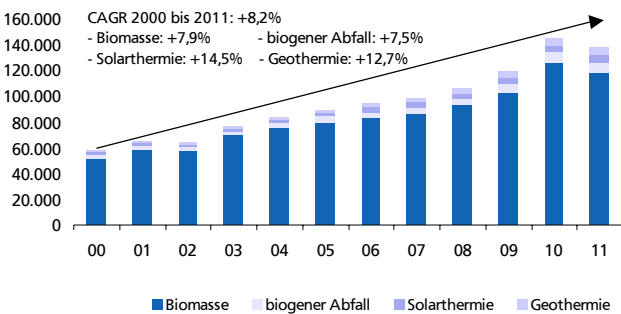


Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

Die Geothermie konnte bislang aber kaum von der EEG-Förderung profitieren. Aus Erneuerbaren Energien wurde in Deutschland die Strom- (CAGR 2000-2011: +11,4%; 2011: +16,9% auf 122 (104) Mrd. kWh) und Wärmeerzeugung (CAGR 2000-2011: +8,2%; 2011: -4,4% auf 138 (145) Mrd. kWh) deutlich gesteigert. 2011 deckten Erneuerbare Energien 20,0% (17,1%) der

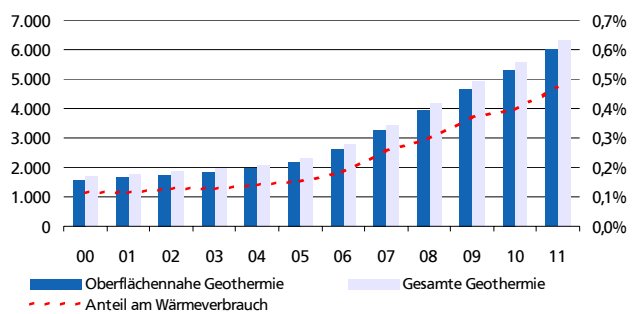
EEG-Förderung kaum mit Impulsen bei der Geothermie

Wärmeerzeugung bei Erneuerbaren Energien (GWh)



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

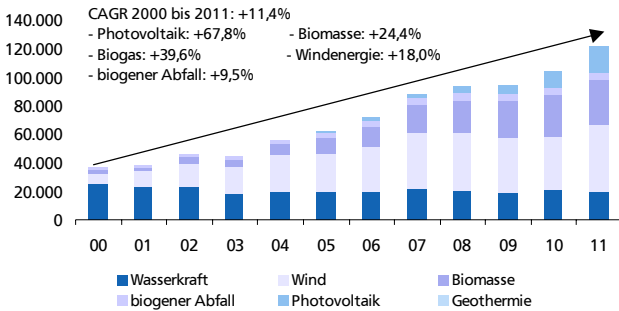
Wärmebereitstellung aus Geothermie (GWh)



Quelle: Bundesamt für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

1)2)3)4)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Stromerzeugung bei Erneuerbaren Energien (GWh)



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

Wichtige Eckdaten zur Entwicklung der Stromerzeugung aus Geothermie (2007-2011)

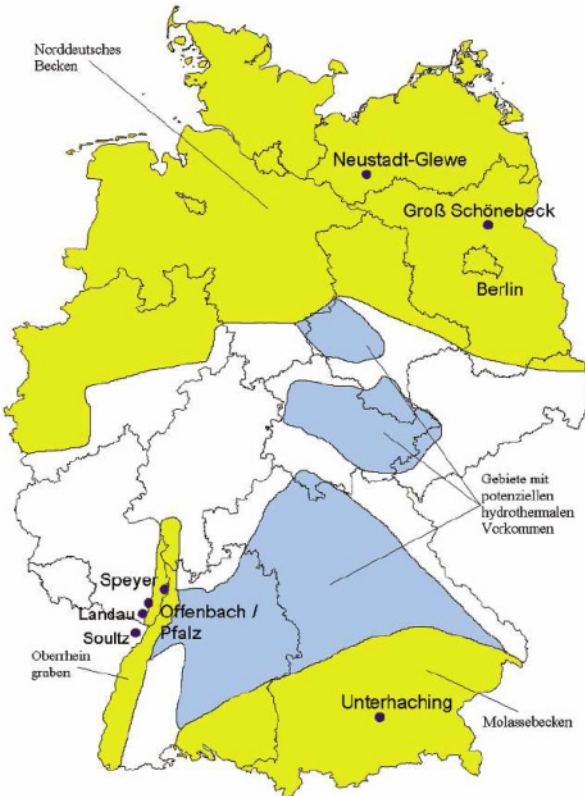
	2007	2008	2009	2010	2011
Anlagenzahl ¹	2	2	5	5	5
Installierte Gesamtleistung (Mw) ¹	3,2	3,2	7,5	7,5	7,5
Jährliche Neuinstallation (MW/Jahr) ²	3,0	0,0	4,3	0,0	0,0
Eingespeiste EEG-Strommenge (GWh/Jahr) ²	0,4	17,6	18,8	27,7	18,8

1) BMU nach Daten Bundesnetzagentur, März 2011;
 2) BMU nach AGEE-Stat und BNetzA

Bruttostromerzeugung, 10,4% (10,2%) der Wärmeerzeugung und 12,2% (11,3%) der Endenergiebereitstellung. Die Geothermie steuerte 2011 bei der Wärmeerzeugung aber lediglich 6.320 (5.585) GWh bei - verglichen mit 138.390 (144.690) GWh aus Erneuerbaren Energien insgesamt. Bei der Stromerzeugung (2011: 19 (28) GWh) spielt Geothermie keine Rolle. Bis dato wurden in Deutschland nur fünf Geothermiekraftwerke mit einer Leistung von 7,5 MW errichtet - in Bruchsal, Neustadt-Glewe, Landau, Simbach-Braunau und Unterhaching. Die stärkere Verbreitung der Geothermie zur Wärmeer-

Geothermie spielt bei Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien keine Rolle

Zur Nutzung geeignete geothermale Vorkommen in Deutschland



Quelle: BMU

1)2)3)4)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

zeugung liegt darin begründet, dass hierfür nur geringe Bohrtiefen (oberflächen-nahe Geothermie) notwendig sind. Diese Technologie ist seit längerem erprobt. Die zur Stromerzeugung erforderliche Tiefengeothermie (über 400 Meter) sieht sich hingegen nicht nur technologisch mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert. Die Tiefengeothermie für die Stromerzeugung ist derzeit nur ab einer Temperatur von 120° C wirtschaftlich. In Deutschland wird dieser Wert in vertretbaren Bohrtiefen nur im Molassebecken und im Oberrheingraben erreicht.

Das wichtigste Hindernis für Geothermieprojekte sind hohe Anfangsinvestitionen für die Bohrungen kombiniert mit einem hohen wirtschaftlichen Risiko (Fündigkeit). Erst durch die erste Tiefenbohrung kann mit Sicherheit festgestellt werden, ob die Wassertemperatur und Fließrate für einen wirtschaftlichen Betrieb eines Geothermiekraftwerks ausreichen. Deswegen sind Banken nicht bereit, die Vorfinanzierung für ein Projekt zu übernehmen. Da die Bohrkosten laut des Erfahrungsberichts 2011 des Bundesumweltministeriums (BMU) mit 50% bis 60% der Projektgesamtkosten (d.h. bei einer Bohrtiefe von 3.000 Metern ca. 15 bis 20 Mio. Euro) sehr teuer sind, scheuen viele Investoren den Bau eines Geothermiekraftwerks. Hinzu kommen oft Schwierigkeiten bei den Bohrungen. Laut des BMU wurden die Bohrkostenplanungen bisher im Durchschnitt um 70% überschritten. Lokale Akzeptanzprobleme ausgelöst durch kleine Erdbeben bspw. in Basel 2009 oder in Landau stellen ebenfalls ein Hindernis dar. Das bis Ende 2011 geltende EEG 2009 bot ebenfalls kaum Anreize. Insbesondere bei niedrigen Wassertemperaturen (bspw. von 125° C) lagen die Stromerzeugungskosten bis zu 7,6 Cent/kWh über dem Vergütungssatz. Selbst bei hohen Wassertemperaturen (bspw. von 140° C) war die EEG-Vergütung nicht kostendeckend.

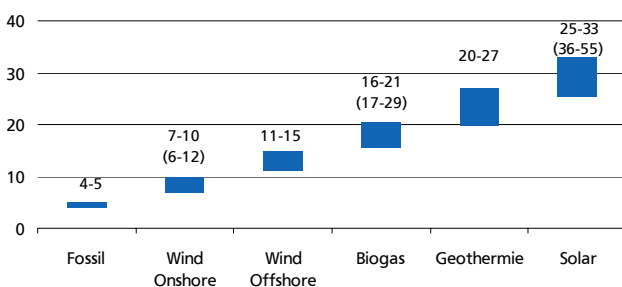
Das seit dem 01.01.12 novellierte EEG mit einer auf 25,0 (bisherige Grundvergütung: 10,5 bis 16,0) Cent/kWh erhöhten Vergütung hat u.E. zwei positive Effekte. Zum einen wird der bislang dominierende Bau von Anlagen unter 10 MW wirtschaftlicher. Zum anderen werden auch Anlagen mit geringeren Wassertemperaturen profitabel. Dennoch ist die Vergütungshöhe u. E. noch nicht optimal. Laut des BMU waren mit der EEG-Vergütung 2009 im bayerischen Molassebecken nur 18 Projekte profitabel. Um Projekte mit einer Temperatur ab 125° C (37 im Molassebecken) wirtschaftlich zu machen, hätte die Vergütung auf mindestens 27,0 Cent/kWh erhöht werden müssen. Die damit nun geringere Zahl an profitablen Pro-

Nur in bestimmten Regionen wirtschaftlich sinnvoll

Teure Bohrungen müssen häufig mit Eigenkapital komplett vorfinanziert werden

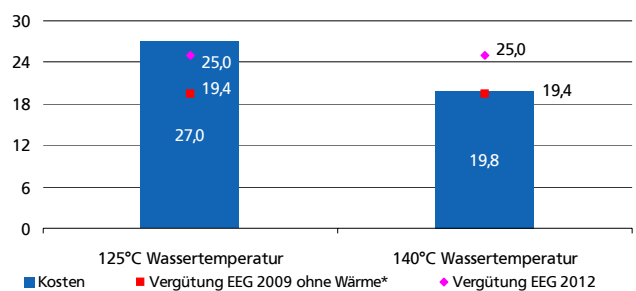
Novelliertes EEG macht mehr Projekte profitabel - Projektanzahl dürfte für Lernkurve aber zu gering bleiben

Stromerzeugungskosten 2010 (Euro-Cent je kWh)



Quelle: BMU (EEG-Erfahrungsbericht 2011) Werte in Klammern aus Erfahrungsbericht 2007

Stromerzeugungskosten Geothermie 2010 (Cent je kWh)



Quelle: BMU (EEG-Erfahrungsbericht 2011)

* Vergütungssätze für 2012 auf Basis des EEG 2009 unter Berücksichtigung der Degression von 1%

1)2)3)4)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Vergleich des EEG 2009 und 2012**Vergütung für Geothermie im Jahr 2012**

	EEG 2009 Cent/kWh	EEG 2012 Cent/kWh	Veränderung
Grundvergütung			
bis zu 10 MW	16,0	25,0	-
über 10 MW	10,5		-
Frühstarterbonus			
Inbetriebnahme vor 31.12.2015	4,0	0,0	-
Wärmebonus			
bis zu 10 MW	3,0	0,0	-
Technologiebonus			
Petrothermische Technologie	4,0	5,0	-
Gesamtvergütung (ohne Technologiebonus)			
Minimal	23,0	25,0	9%
Maximal	17,5	25,0	43%

Quelle: Bundesamt für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

jekten dürfte negative Implikationen auf die Zahl der tatsächlich errichteten Anlagen haben. Doch dadurch fehlen dringend benötigte Projekterfahrungen. Investitionsimpulse soll das Marktanreizprogramm (MAP) geben. Das MAP bietet u.E. erhebliche Tilgungszuschüsse für Darlehen, die zur Finanzierung der Bohrkosten bzw. für Mehrkosten bei Tiefenbohrungen aufgenommen wurden. Bei einer Bohrtiefe von 3.000 Metern kann allein der Tilgungszuschuss für die Bohrkostenfinanzierung rd. 4,5 Mio. Euro bzw. rd. 12% des Investitionsvolumens (35 bis 40 Mio. Euro) ausmachen. Allerdings löst auch das MAP - wie die erhöhte EEG-Vergütung - nicht das grundlegende Problem der Tiefengeothermie: die Vorfinanzierung der Bohrkosten und die Absicherung des Fündigkeitsrisikos. Das Förderprogramm 228 der KfW könnte helfen, die Finanzierungsproblematik zu lösen. Die Bank finanziert bis zu 80% der Bohrkosten und geplanten Investitionen für Stimulationsmaßnahmen mit einem Darlehen von bis zu 16 Mio. Euro (Laufzeit: bis zu 10 Jahre; 2 Jahre tilgungsfrei). Bei Nicht-Fündigkeit wird eine Haftungsfreistellung für das Darlehen von bis zu 100% gewährt. Laut Daldrup hat sich das Instrument in der Praxis aber nicht bewährt, weil die Voraussetzun-

EEG-Vergütung und Tilgungszuschüsse lösen Grundproblem der Vorfinanzierung der Bohrkosten nicht

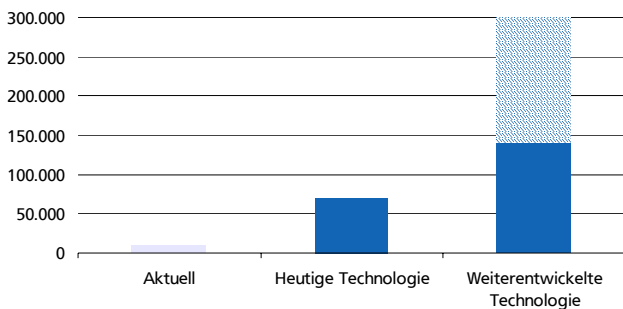
Daldrup kann KfW-Darlehensprogramm nicht in Anspruch nehmen

Förderung im Marktanreizprogramm des Bundesumweltministeriums 2012**Richtlinien zur Förderung von Projekten der Tiefengeothermie**

Maßnahmen		Tilgungszuschüsse	
		Förderung	Maximalwert
Anlagen zur Erschließung und Nutzung der Tiefengeothermie ab 400 m Bohrtiefe und Thermo- fluid-Temperatur von mind. 20° C zur thermischen Nutzung	1. Anlagen:	200 Euro je kW	2 Mio. Euro je Einzelanlage
	2. Tiefbohrungen:	375 Euro je m bis 750 Euro je m (ab 400 m bis Endtiefe)	2,5 Mio. Euro je Bohrung bzw. 5 Mio Euro je Projekt
	3. Mehraufwand bei Tiefbohrungen:	50% des Mehraufwands je Bohrung	50% der Plankosten bzw. 1,25 Mio Euro je Bohrung
Zur KWK-Nutzung oder Stromerzeugung	1. Mehraufwand bei Tiefbohrungen:	50% des Mehraufwands je Bohrung	50% der Plankosten bzw. 1,25 Mio Euro je Bohrung

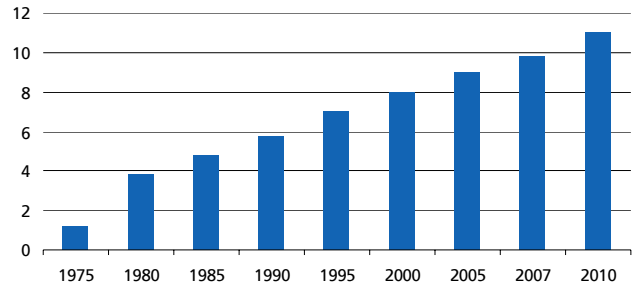
Quelle: Bundesamt für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)

Geothermiepotenzial weltweit (2050; in MW)



Quelle: European Geothermal Energy Council

Installierte Kapazität weltweit (1975-2010; in GW)



Quelle: European Geothermal Energy Council

gen zum Erhalt des Darlehens zu restriktiv sind. Die KfW stuft Daldrup als Hersteller in der Geothermie ein, der grundsätzlich nicht förderfähig ist. Schafft es die Tiefengeothermie, die technologischen und finanziellen Herausforderungen zu überwinden, ist das Potenzial der Technik u.E. erheblich. Der Bundesverband Erneuerbare Energien (BEE) bzw. die Bundesregierung erwarten in Deutschland 2020 eine Stromerzeugung aus Geothermie von 3.750 bzw. 1.654 (2011: 19) GWh. Bei der Wärmeerzeugung gehen der BEE und die Bundesregierung 2020 von 26.000 bzw. 14.400 (2011: 6.300) GWh aus. Die herausfordernde Finanzierung von Geothermiekraftwerken hat u.E. Implikationen für Daldrups eigene Kraftwerksprojekte, aber auch für die Nachfrage nach Tiefbohrdienstleistungen seitens der Daldrup-Kunden. Gemessen an den Rahmenbedingungen ist die Zahl der im Bau und in Planung befindlichen Tiefengeothermieprojekte in Deutschland mit 19 bzw. 70 (Quelle: Bundesverband Geothermie) hoch. Angesichts der im deutschsprachigen Raum limitierten Zahl an Tiefbohranlagen von geschätzt 11 Stück erscheint es realistisch, dass Daldrup seine drei Tiefbohranlagen weiterhin voll auslasten kann. Die sechs Tiefbohranlagen von ITAG und KCA Deutag werden ferner hauptsächlich bei

Potenzial der Geothermie erheblich

Starke Nachfrage nach Tiefenbohrungen trotz schwieriger Rahmenbedingungen

Limitierte Zahl an Tiefbohranlagen

Wettbewerber bei Tiefenbohrungen im Überblick

	Anger's Söhne	Daldrup	ITAG	Hekla	KCA Deutag
Zahl Tiefbohranlagen	1	3	3	1	3
Anmerkungen	weitere Anlagen für geringere Tiefen	weitere Anlagen für geringere Tiefen	auf Öl- und Gasbohrungen spezialisiert 5 mit geringeren Tiefen international ausgerichtet	Tochter von Iceland Drilling	9 in anderen westeuropäischen Ländern v.a. Öl-/Gasbohrungen
Zahl der bisherigen Bohrungen	25	> 20*	k.A.	6	k.A.
Anmerkungen	deutschsprachiger Raum 2 in Planung	deutschsprachiger Raum Niederlande	-	seit 2008	k.A.

Quelle: Unternehmensangaben (eBundesanzeiger)

* ab 400 Meter Tiefe über 60

 Anger's Söhne als Hauptwettbewerber

Erdöl- und Erdgasbohrungen eingesetzt. Damit reduzieren sich die für Geothermie verfügbaren Anlagen auf 5. Wir stufen Anger's Söhne (Track Record mit 25 Tiefenbohrungen) als wichtigsten Wettbewerber ein. Die schwache Umsatz- und EBIT-Entwicklung von Anger's Söhne (CAGR 2006-2010: -5,9% bzw. -26,4%; mittlere EBIT-Marge von 8,6%) sowie die anhaltenden Verluste bei Hekla (2010 hat die Mutter Schulden in Eigenkapital umgewandelt; Iceland Drilling wurde auf Grund finanzieller Schwierigkeiten 2011 an einen isländischen Pensionsfonds verkauft) verdeutlichen aber, dass die schwierigen Rahmenbedingungen branchenweit Spuren hinterlassen.

Wettbewerber im Bereich Geothermie
Anger's Söhne (Gj. 31.12.)

in Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
Umsatzerlöse	24,0	27,6	n/a	31,2	18,8	-5,9%
in % ggü. Vorjahr	-	15,0%	-	-	-39,8%	-
EBIT	1,6	2,1	4,2	5,4	0,5	-26,4%
EBIT-Marge	6,8%	7,6%	-	17,4%	2,6%	-
Eigenkapital	2,1	3,2	5,4	8,6	8,6	43,1%
Eigenkapitalquote	28,5%	32,1%	29,9%	40,8%	48,1%	-
Liquidität	1,5	4,4	7,6	10,0	3,9	27,3%
Nettoverschuldung	0,2	0,5	-2,8	-5,1	1,3	61,9%

ITAG (Gj. 31.12.)

in Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
Umsatzerlöse	87,3	101,1	119,4	107,7	93,4	1,7%
in % ggü. Vorjahr	-	15,8%	18,1%	-9,8%	-13,3%	-
EBIT	14,9	17,6	23,4	15,4	9,3	-11,0%
EBIT-Marge	17,0%	17,4%	19,6%	14,3%	10,0%	-
Eigenkapital	9,9	15,5	19,7	22,7	22,8	23,2%
Eigenkapitalquote	15,8%	20,3%	23,4%	28,1%	29,0%	-
Liquidität	5,8	7,4	12,8	4,8	15,6	28,1%
Nettoverschuldung	-3,3	-6,7	-12,1	-3,0	-14,0	43,6%

Hekla Energy (Gj. 31.12.)

in Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
Nettoergebnis	-	-0,8	-0,2	-3,3	-1,7	n/a
in % ggü. Vorjahr	-	-	-	-	-	-
Eigenkapital	-	9,2	9,1	5,8	13,2	12,7%
Eigenkapitalquote	-	39,3%	20,5%	18,9%	59,7%	-
Liquidität	-	3,2	2,9	0,6	1,1	-29,8%
Nettoverschuldung	-	-0,8	28,7	23,4	7,4	n/a

KCA Deutag Drilling (Gj. 31.12.)

in Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
Umsatzerlöse	291,8	331,7	305,8	337,2	334,1	3,4%
in % ggü. Vorjahr	-	13,7%	-7,8%	10,2%	-0,9%	-
EBIT	13,4	28,1	9,3	17,0	3,5	-28,5%
EBIT-Marge	4,6%	8,5%	3,0%	5,0%	1,0%	-
Eigenkapital	71,8	93,8	93,8	93,8	93,8	6,9%
Eigenkapitalquote	26,9%	28,6%	34,5%	26,0%	22,6%	-
Liquidität	73,4	83,4	5,4	7,4	5,6	-47,4%
Nettoverschuldung	27,0	84,9	99,1	173,6	226,3	

Quelle: Unternehmensangaben (eBundesanzeiger)

Anhang

Daldrup & Söhne AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	27,0	24,1	57,9	40,3	47,3	55,1	57,7	76,8	82,7	85,7
Bestandsveränderung	-1,6	15,5	-16,8	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	12,2	7,0	14,6	14,6	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	25,4	39,5	41,1	47,1	54,3	69,7	72,3	76,8	82,7	85,7
Materialaufwand	-12,0	-24,1	-26,0	-35,2	-36,5	-45,0	-42,1	-39,2	-39,7	-40,0
Rohhertrag	13,4	15,4	15,1	11,9	17,7	24,7	30,2	37,6	43,1	45,7
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	2,3	7,5	9,7	4,4	4,5	4,1	4,2	4,5	4,8
Personalaufwand	-3,1	-3,8	-5,6	-6,4	-6,6	-7,9	-8,2	-8,9	-9,5	-9,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,6	-6,6	-9,3	-13,6	-9,5	-14,0	-14,5	-13,5	-14,3	-14,4
EBITDA	6,7	7,3	7,8	1,6	6,0	7,3	11,7	19,5	23,7	26,3
Abschreibungen	-1,3	-2,7	-4,0	-4,1	-3,8	-5,1	-6,4	-8,1	-9,8	-9,7
EBIT	5,4	4,6	3,8	-2,5	2,2	2,2	5,2	11,4	13,9	16,6
Finanzergebnis	0,8	0,3	-0,4	-0,5	-1,3	-2,4	-3,5	-4,4	-4,4	-3,9
EBT	6,1	4,9	3,4	-3,0	0,9	-0,1	1,7	7,0	9,6	12,7
Außerordentliches Ergebnis	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,0	-1,1	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-2,0	-2,7	-3,5
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,0	3,8	2,4	-3,6	0,7	-0,1	1,2	5,0	6,9	9,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,2	2,0	0,8	2,0	0,4	0,0	-0,8	-1,3
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	4,0	3,8	2,6	-1,7	1,5	1,8	1,6	5,0	6,1	7,8
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,285	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,76	0,70	0,49	-0,30	0,27	0,34	0,29	0,91	1,12	1,43

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Gesamtleistung)

	2008*	2009*	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	106,1%	60,9%	140,8%	85,5%	87,1%	79,1%	79,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderung	-6,1%	39,1%	-40,8%	-11,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,1%	25,8%	12,9%	20,9%	20,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	-47,2%	-61,0%	-63,2%	-74,7%	-67,4%	-64,6%	-58,3%	-51,0%	-48,0%	-46,7%
Rohhertrag	52,8%	39,0%	36,8%	25,3%	32,6%	35,4%	41,7%	49,0%	52,0%	53,3%
Sonstige betriebliche Erträge	15,5%	5,9%	18,2%	20,6%	8,1%	6,4%	5,7%	5,4%	5,4%	5,6%
Personalaufwand	-12,1%	-9,7%	-13,5%	-13,5%	-12,1%	-11,3%	-11,3%	-11,5%	-11,5%	-11,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-30,0%	-16,7%	-22,5%	-29,0%	-17,6%	-20,0%	-20,0%	-17,5%	-17,3%	-16,8%
EBITDA	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	11,0%	10,5%	16,1%	25,3%	28,7%	30,7%
Abschreibungen	-5,1%	-6,7%	-9,7%	-8,8%	-7,0%	-7,3%	-8,9%	-10,5%	-11,8%	-11,4%
EBIT	21,0%	11,7%	9,3%	-5,3%	4,0%	3,2%	7,3%	14,8%	16,9%	19,3%
Finanzergebnis	3,0%	0,7%	-0,9%	-1,2%	-2,3%	-3,4%	-4,9%	-5,7%	-5,3%	-4,6%
EBT	24,1%	12,4%	8,4%	-6,4%	1,7%	-0,2%	2,4%	9,1%	11,6%	14,8%
Außerordentliches Ergebnis	-0,3%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-8,0%	-2,8%	-2,3%	-1,2%	-0,5%	0,0%	-0,7%	-2,5%	-3,2%	-4,1%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	15,8%	9,6%	5,9%	-7,7%	1,2%	-0,2%	1,7%	6,5%	8,3%	10,6%
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	0,5%	4,2%	1,5%	2,8%	0,5%	-0,1%	-0,9%	-1,6%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	2,7%	2,6%	2,2%	6,5%	7,4%	9,1%

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	8,2	7,0	6,6	6,2	5,8	5,5	5,2	4,9
Sachanlagen	26,8	28,3	49,2	61,3	85,3	121,2	153,5	161,4	155,0	148,6
Finanzanlagen	0,0	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Anlagevermögen	26,8	31,1	60,0	70,8	94,3	129,8	161,7	169,3	162,5	155,9
Vorräte	3,9	11,4	6,9	7,0	6,7	8,5	8,1	7,7	7,8	7,8
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	4,1	5,5	13,6	18,3	20,1	22,9	22,6	28,3	29,6	30,2
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	1,7	2,0	8,1	9,9	7,5	5,1	5,3	6,2	6,7	6,9
Wertpapiere	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	12,1	4,6	4,2	3,3	16,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,4	0,0	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktive latente Steuern	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Umlaufvermögen	21,9	23,9	32,9	39,0	51,8	40,7	40,4	46,6	48,4	49,3
Aktiva	48,7	55,0	92,8	109,8	146,1	170,4	202,1	215,9	210,9	205,2
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklagen	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5
Gewinnrücklagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Differenzen aus Währungsumrechnung	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	6,0	9,9	26,8	24,5	26,0	27,8	29,4	33,9	38,0	43,4
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	7,0	14,8	18,4	13,0	12,6	11,3	12,1	13,4
Eigenkapital	42,1	45,9	70,0	75,4	80,5	76,9	78,1	81,4	86,3	92,9
Pensionsrückstellungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
Steuerrückstellungen	1,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7
Sonstige Rückstellungen	2,2	1,1	2,0	1,9	2,1	2,4	2,6	3,0	3,2	3,3
Rückstellungen	3,5	1,8	2,7	2,8	3,0	3,5	3,7	4,3	4,6	4,8
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,6	8,0	38,0	62,1	92,9	102,7	91,9	78,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,9	5,7	8,1	11,7	12,0	14,8	13,7	13,3	13,3	13,4
Verbindlichkeiten gg. UN mit Beteiligungsverhältnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	1,5	11,1	11,8	12,3	12,9	13,4	14,0	14,5	15,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten	3,1	7,3	20,1	31,7	62,6	90,0	120,3	130,2	120,1	107,5
Passiva	48,7	55,0	92,8	109,8	146,1	170,4	202,1	215,9	210,9	205,2

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	8,9%	6,4%	4,5%	3,6%	2,8%	2,5%	2,4%	2,4%
Sachanlagen	55,0%	51,4%	53,0%	55,8%	58,4%	71,1%	76,0%	74,8%	73,5%	72,4%
Finanzanlagen	0,0%	5,1%	2,7%	2,2%	1,7%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%
Anlagevermögen	55,0%	56,5%	64,6%	64,5%	64,6%	76,1%	80,0%	78,4%	77,1%	76,0%
Vorräte	8,0%	20,6%	7,4%	6,4%	4,6%	5,0%	4,0%	3,6%	3,7%	3,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	8,4%	10,0%	14,7%	16,6%	13,7%	13,4%	11,2%	13,1%	14,0%	14,7%
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	3,5%	3,7%	8,7%	9,0%	5,1%	3,0%	2,6%	2,9%	3,2%	3,4%
Wertpapiere	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	24,9%	8,3%	4,5%	3,0%	11,6%	2,1%	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,1%	0,7%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Aktive latente Steuern	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Umlaufvermögen	45,0%	43,5%	35,4%	35,5%	35,4%	23,9%	20,0%	21,6%	22,9%	24,0%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	11,2%	9,9%	5,9%	5,0%	3,7%	3,2%	2,7%	2,5%	2,6%	2,7%
Kapitalrücklagen	62,6%	55,4%	32,9%	27,8%	20,9%	17,9%	15,1%	14,1%	14,5%	14,9%
Gewinnrücklagen	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Differenzen aus Währungsumrechnung	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn	12,4%	17,9%	28,9%	22,3%	17,8%	16,3%	14,6%	15,7%	18,0%	21,1%
Anteile anderer Gesellschafter	0,0%	0,0%	7,6%	13,5%	12,6%	7,6%	6,2%	5,3%	5,7%	6,5%
Eigenkapital	86,5%	83,5%	75,5%	68,7%	55,1%	45,1%	38,7%	37,7%	40,9%	45,3%
Pensionsrückstellungen	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Steuerrückstellungen	2,2%	0,6%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Sonstige Rückstellungen	4,5%	2,0%	2,2%	1,8%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Rückstellungen	7,2%	3,2%	2,9%	2,5%	2,1%	2,1%	1,8%	2,0%	2,2%	2,3%
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0%	0,0%	0,6%	7,3%	26,0%	36,4%	46,0%	47,6%	43,6%	38,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,9%	10,3%	8,7%	10,6%	8,2%	8,7%	6,8%	6,1%	6,3%	6,5%
Verbindlichkeiten gg. UN mit Beteiligungsverhältnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4%	2,7%	11,9%	10,8%	8,4%	7,6%	6,6%	6,5%	6,9%	7,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Verbindlichkeiten	6,3%	13,3%	21,7%	28,8%	42,8%	52,8%	59,5%	60,3%	56,9%	52,4%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,0	3,8	2,4	-3,6	0,7	-0,1	1,2	5,0	6,9	9,1
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	1,3	2,7	4,0	4,1	3,8	5,1	6,4	8,1	9,8	9,7
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchgewinne/-verluste	0,0	0,0	-1,4	-1,3	-1,0	-0,8	-0,5	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-3,8	-1,8	-	0,1	0,2	0,5	0,2	0,6	0,3	0,2
Zunahme/Abnahme der sonstigen VG und Aktiva	1,6	-0,6	-	-2,2	2,3	2,3	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2
Zunahme/Abnahme der sonstigen Verb. und Passiva	-0,6	1,5	-	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
Sonstige zahlungswirksame Cashflows	0,0	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Earnings	2,6	5,5	-	-2,3	6,6	7,7	7,5	13,4	17,1	19,3
Zunahme/Abnahme der Vorräte	-0,4	-7,5	-	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,4	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Forderungen LuL	-2,2	-1,5	-	-4,6	-1,8	-2,8	0,3	-5,7	-1,3	-0,7
Zunahme/Abnahme der Verb. LuL	0,4	2,8	-	3,6	0,3	2,8	-1,0	-0,5	0,1	0,1
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	0,5	-0,6	0,6	-3,5	5,4	5,8	7,1	7,7	15,8	18,6
Investitionen in immaterielle VG und Sachanlagen	-22,1	-6,9	-	-13,8	-26,3	-39,8	-37,8	-15,7	-3,1	-3,1
Erlöse aus Abgängen des Anlagevermögens	0,0	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Unternehmenserwerb (netto)	0,0	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-22,1	-6,9	-6,8	-13,8	-26,3	-39,8	-37,8	-15,7	-3,1	-3,1
Verkauf/Erwerb eigener Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung in das/Auszahlung aus dem Eigenkapital	13,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung/Auszahlung von Minderheitsgesellschaftern	0,0	0,0	-	9,6	4,4	-3,5	0,0	-1,3	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	-	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,5	-2,0	-2,4
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-	7,4	30,0	24,1	30,8	9,8	-10,8	-13,1
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	13,9	0,0	3,3	16,5	34,4	20,6	30,8	8,0	-12,8	-15,5
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-7,7	-7,5	-2,9	-0,8	13,6	-13,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	19,8	12,1	6,9	4,2	3,3	16,9	3,5	3,5	3,5	3,5
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	12,1	4,6	4,2	3,3	16,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Kennzahlen

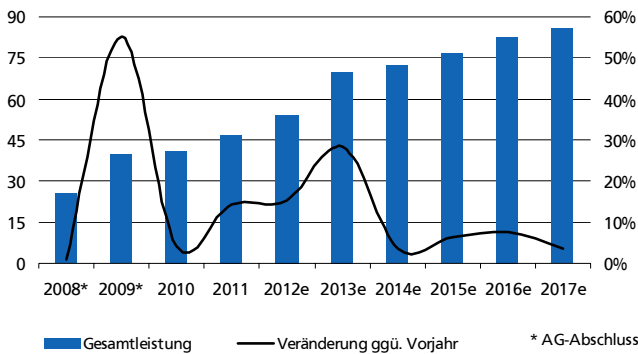
	2008*	2009*	2010**	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Wachstumsanalyse										
Wachstum Gesamtleistung	1,1%	55,3%	-	14,4%	15,3%	28,6%	3,7%	6,2%	7,7%	3,6%
EBITDA-Wachstum	44,0%	9,6%	-	-79,2%	267,8%	22,7%	59,1%	66,7%	22,0%	10,9%
EBIT-Wachstum	23,9%	-13,4%	-	-	-	2,3%	135,3%	116,5%	22,7%	18,9%
EBT-Wachstum	34,7%	-20,0%	-	-	-	-	-	310,6%	37,0%	32,3%
EPS-Wachstum	62,7%	-8,5%	-	-	-	26,0%	-14,0%	214,9%	22,9%	27,1%
Margenanalyse										
EBITDA-Marge	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	11,0%	10,5%	16,1%	25,3%	28,7%	30,7%
EBIT-Marge	21,0%	11,7%	9,3%	-5,3%	4,0%	3,2%	7,3%	14,8%	16,9%	19,3%
EBT-Marge	24,1%	12,4%	8,4%	-6,4%	1,7%	-0,2%	2,4%	9,1%	11,6%	14,8%
Nettomarge	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	2,7%	2,6%	2,2%	6,5%	7,4%	9,1%
Renditeanalyse										
ROI	9,7%	7,3%	3,6%	-1,6%	1,1%	1,2%	0,8%	2,4%	2,9%	3,7%
ROCE	17,2%	9,6%	4,8%	-3,8%	1,6%	1,7%	2,3%	4,4%	5,3%	6,5%
ROE	12,2%	8,6%	4,9%	-2,7%	2,4%	2,9%	2,4%	7,4%	8,5%	10,1%
ROIC	10,2%	8,0%	4,3%	-3,3%	1,4%	1,6%	2,2%	4,3%	5,1%	6,3%
Bilanzanalyse										
Eigenkapitalquote	86,5%	83,5%	75,5%	68,7%	55,1%	45,1%	38,7%	37,7%	40,9%	45,3%
Anlagendeckung I	154,9%	145,8%	115,9%	106,4%	85,3%	59,2%	48,3%	48,1%	53,1%	59,6%
Anlagendeckung II	159,9%	148,5%	135,8%	135,2%	135,3%	112,8%	108,8%	111,4%	113,5%	115,3%
Anlagenintensität	55,9%	57,3%	65,1%	64,5%	64,6%	76,2%	80,0%	78,4%	77,1%	76,0%
Vorratumschlag	7,3	3,2	6,4	5,8	6,9	7,3	6,9	9,7	10,7	11,0
Debitorenumschlag	9,0	8,0	6,0	2,5	2,5	2,6	2,5	3,0	2,9	2,9
Debitorenlaufzeit/-ziel	40,4	72,8	60,4	144,6	148,0	142,2	144,0	121,0	127,6	127,3
Working Capital / Umsatz	14,8%	33,9%	20,4%	32,3%	30,0%	28,4%	29,1%	25,9%	28,3%	28,4%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	81,3	64,6	96,6	102,6	118,3	108,6	123,5	125,7	122,3	121,9
Verschuldung										
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-11,9	-4,3	5,3	14,0	30,9	68,9	100,1	110,5	100,2	87,6
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,4	-1,1	0,1	6,0	3,8	6,8	7,2	5,4	4,4	3,6
Net Gearing	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	1,3	1,4	1,2	0,9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	158,5	780,6	17,9	2,3	4,4	3,0	3,3	4,4	5,4	6,7
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	127,4	495,9	8,8	-	1,6	0,9	1,5	2,6	3,2	4,2
Cashflow-Analyse										
Free Cashflow (FCF)	-21,6	-7,5	-	-17,2	-20,9	-34,0	-30,7	-8,0	12,8	15,5
FCF / Umsatz	-80,1%	-31,3%	-	-42,8%	-44,2%	-61,7%	-53,3%	-10,5%	15,4%	18,1%
FCF / Jahresüberschuss	-536,2%	-198,4%	-	-	-1.429,8%	-1.849,8%	-1.943,0%	-161,5%	208,6%	199,2%
FCF je Aktie (Euro)	-4,09	-1,38	-	-3,17	-3,83	-6,25	-5,65	-1,48	2,35	2,85
FCF Yield	-14,3%	-6,1%	-	-16,2%	-32,1%	-52,4%	-47,3%	-12,4%	19,7%	23,9%
Capex (Mio. Euro)	22,1	6,9	-	13,8	26,3	39,8	37,8	15,7	3,1	3,1
Capex / Abschreibungen	1.691,4%	260,4%	-	334,8%	691,8%	780,5%	588,8%	194,0%	31,3%	32,1%
Capex / Umsatz	81,7%	28,8%	-	34,3%	55,6%	72,2%	65,5%	20,4%	3,7%	3,6%
Bewertungsmultiplikatoren										
EV / Umsatz	5,3	4,9	2,3	3,0	1,7	1,4	1,4	1,0	1,0	0,9
EV / EBITDA	21,5	16,3	17,0	74,1	13,2	10,8	6,8	4,1	3,3	3,0
EV / EBIT	26,8	25,6	34,7	neg.	36,2	35,4	15,1	7,0	5,7	4,8
EV / FCF	neg.	neg.	-	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,2	5,1
KGV	37,4	32,4	48,3	neg.	44,5	35,3	41,1	13,0	10,6	8,3
KBV	3,7	2,7	1,8	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
KCV	344,5	neg.	214,5	neg.	12,0	11,2	9,2	8,5	4,1	3,5
KUV	5,7	5,1	2,2	2,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	3,1%	3,8%	4,8%

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss ** Berechnung von Cashflow-Kennzahlen im Konzern nicht möglich

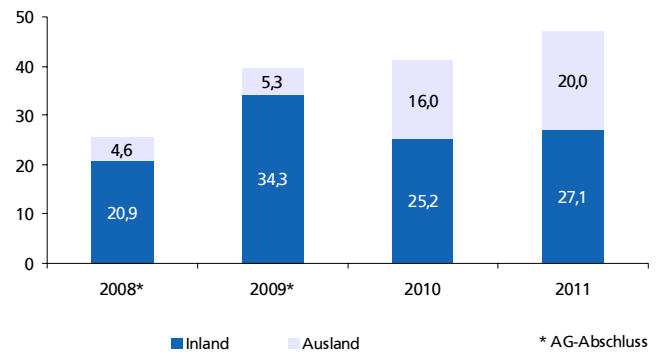
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Entwicklung der Gesamtleistung (Mio. Euro)



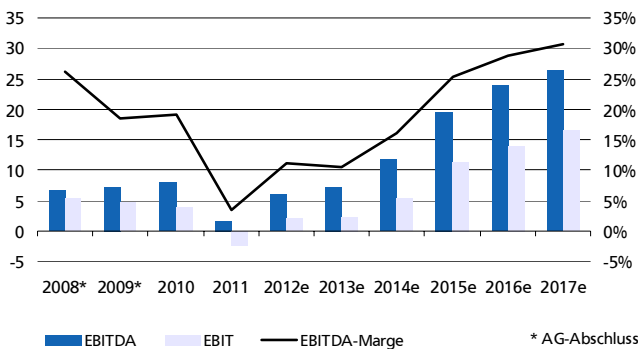
⇒ Wir erwarten einen kontinuierlichen Anstieg der Gesamtleistung. Getragen wird der Zuwachs primär von dem Anlaufen der eigenen Geothermieranlagen
 ⇒ Die Bohrkapazitäten im Bohrdienstleistungsgeschäft sind hingegen limitiert

Gesamtleistung nach Regionen (Mio. Euro)



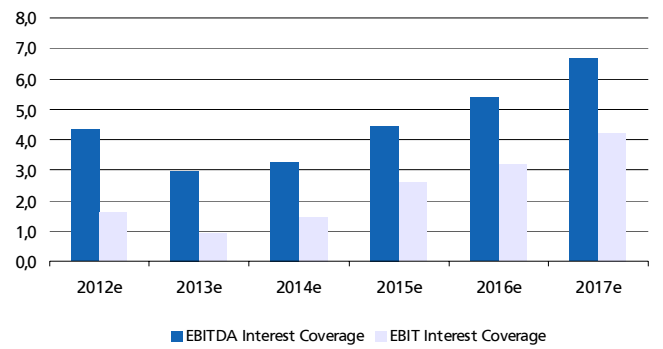
⇒ Das Inland ist unverändert die wichtigste Region (2011: 57,5% der Gesamtleistung). Der höhere Auslandsanteil ab 2010 ist der erstmaligen Aufstellung des Konzernabschlusses geschuldet

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



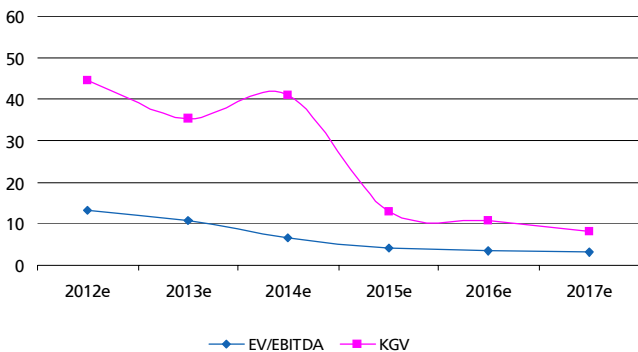
⇒ Die kontinuierlich auf über 30% steigende EBITDA-Marge reflektiert das hohe Margenniveau im eigenen Kraftwerksbetrieb (ca. 70%)
 ⇒ Das Jahr 2011 war noch von Sonderkosten (u.a. Bohrung in Ried) belastet

Interest Coverage



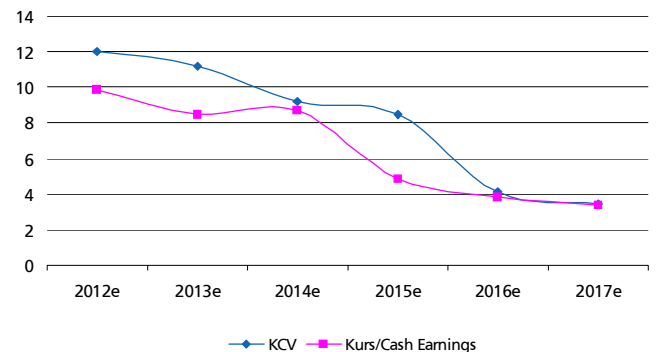
⇒ Die Anlaufphase der Geothermiekraftwerke mit noch teils negativen EBIT-Beiträgen bei gleichzeitig steigender Zinslast belastet noch die Jahre 2012 bis 2014
 ⇒ Die ab 2015 komfortable Interest Coverage zeigt die steigende Profitabilität

Bewertungs-Multiples EV/EBITDA und KGV



⇒ Die EV/EBITDA- und KGV-Multiples sind u.E. nur eingeschränkt aussagekräftig, da vor allem in den Jahren 2012 bis 2014 noch Anlaufkosten bei den Geothermiekraftwerken anfallen und die hohen Abschreibungen das Bild verzerren (KGV)

Bewertungs-Multiples KCV und Kurs/Cash Earnings



⇒ Das Geschäftsmodell von Daldrup wird zunehmend cashflowgetriebener
 ⇒ Mit dem wieder verbesserten Ertragsniveau im Bereich Bohrdienstleistungen und den Cashflows aus den anlaufenden Geothermiekraftwerken sinken die Multiples

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkomentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 15.07.2012 -

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 15.07.2012

WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
Ludwig-Erhard-Allee 20
D-40227 Düsseldorf

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**