

Daldrup & Söhne AG

12. OKTOBER 2012

Votum:		Halten	
alt:	-	vom	-
Kursziel (in Euro)	12,50		
Kurs (Xetra) (in Euro)	10,93		
11.10.2012	16:50 Uhr		
Kurspotenzial	14%		

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

Aktien­daten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,445
Streubesitz	33,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	59,5
Ø Tagesumsatz (Stück)	4.149
52W Hoch	13.10.2011 19,07 Euro
52W Tief	27.09.2012 10,35 Euro

Termine	
Q3-Zahlen	November 2012
Q4-Zahlen	Mai 2013

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-9,3%	-8,9%
3 Monate	-4,5%	-15,4%
6 Monate	-32,4%	-38,0%
12 Monate	-39,4%	-51,2%

Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

Verzögerungen und Finanzierung von Taufkirchen Top-Themen

- Die Gesamtleistung fiel in H1 2012 mit 20,6 (25,0) Mio. Euro leicht schwächer als erwartet aus (22,0 Mio. Euro). Ursächlich sind bohrungsbedingte Verzögerungen beim Kraftwerksprojekt Taufkirchen (hierfür Versicherungsschädigung: 4,5 Mio. Euro).
- Das EBIT war mit +0,8 (-0,3; unsere Prognose: +0,4) Mio. Euro infolge geringerer Kosten beim Projekt Taufkirchen wieder positiv.
- Der Auftragsbestand zum 31.06.12 von 80 (31.12.2011: 100) Mio. Euro sichert unverändert eine hohe Auslastung bis weit in das Jahr 2013. Der Rückgang ist der sehr guten Fündigkeit in Taufkirchen geschuldet (keine dritte und vierte Bohrung erforderlich).
- Die verzögerte Inbetriebnahme des Kraftwerks Taufkirchen Ende (bisher: Mitte) 2013 zeigt die Komplexität des Projekts. Zudem führen die längeren Bohrungen zu Verschiebungen bei anderen Projekten (Guidance für Gesamtleistung 2012 auf 50 (zuvor: 58) Mio. Euro gesenkt; EBIT-Marge von 10% bestätigt). Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2012 auf 0,56 (alt: 0,27) Euro (Versicherungserträge) und für 2013 auf 0,42 (alt: 0,44) Euro angepasst.
- Die Aktie spiegelt die Unsicherheit über die Finanzierung des Kraftwerks Taufkirchen wider. Wir bestätigen daher bei einem Kursziel von 12,50 (alt: 14,00) Euro unser Halten-Votum. Wenn diese Hürde überwunden ist, sehen wir wieder deutliches Aufwärtspotenzial.

	2008*	2009*	2010**	2011	2012e	2013e
Gesamtleistung	25,4	39,5	41,1	47,1	50,9	67,4
Wachstum GL	1,1%	55,3%	-	14,4%	8,1%	32,5%
EBITDA	6,7	7,3	7,8	1,6	8,2	5,9
EBITDA-Marge	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	16,1%	8,8%
Konzernüberschuss	4,0	3,8	2,6	-1,7	3,1	2,3
Nettomarge	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	6,0%	3,4%
Gewinn je Aktie	0,76	0,70	0,49	-0,30	0,56	0,42
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	2,9	9,0
Net Gearing	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,9
Free Cashflow (FCF)	-21,6	-7,5	-	-17,2	-23,3	-36,6
FCF je Aktie (Euro)	-4,09	-1,38	-	-3,17	-4,28	-6,73
EV / Umsatz	5,3	4,9	2,3	3,0	2,0	1,4
EV / EBITDA	21,5	16,3	17,0	74,1	9,0	12,4
EV / EBIT	26,8	25,6	34,7	neg.	16,7	32,7
EV / FCF	neg.	neg.	-	neg.	neg.	neg.
KGV	37,4	32,4	48,3	neg.	19,4	26,1
KBV	3,7	2,7	1,8	1,4	0,7	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%



Quelle: Bloomberg

Kontakt

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

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

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
 Jörg Eberhard / joerg.eberhard@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)

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

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

- Auffällig war in H1 2012 der nur geringe Umsatz von 3,9 (10,8) Mio. Euro. Dies ist auf den Projektcharakter des Bohrdienstleistungsgeschäfts zurückzuführen (Projekte werden erst mit der Endabrechnung umsatzwirksam). Hervorzuheben sind zudem die aktivierten Eigenleistungen im Zusammenhang mit dem Geothermiekraftwerk Taufkirchen von 11,9 (5,4) Mio. Euro.
- Die höheren sonstigen Erträge (5,0 (0,4) Mio. Euro) müssen im Zusammenhang mit der niedrigeren Gesamtleistung (-4,4 Mio. Euro) gesehen werden. Umsatzausfälle durch längere Bohrzeiten beim Projekt Taufkirchen wurden durch Versicherungsentschädigungen ausgeglichen.
- Hervorzuheben ist der hohe operative Cashflow von 10,7 (-3,5) Mio. Euro. Grund hierfür ist das zum 30.06.12 auf 7,5 (31.12.11: 13,6) Mio. Euro gesunkene Working Capital. Wir erwarten infolge der Umsatzverbuchungen in H2 2012 zum Jahresende wieder einen Working Capital-Aufbau.
- Wir haben unsere Prognosen für 2012 überarbeitet und erwarten nun eine Gesamtleistung von 50,9 (alt: 54,3) Mio. Euro. Das EBIT sehen wir bei 4,4 (alt: 2,2) Mio. Euro (EBIT-Marge: 8,6% (alt: 4,0%; Guidance: ca. 10%)). Dies reflektiert vor allem die Versicherungserträge.
- Die Verschiebung der Inbetriebnahme des Kraftwerks Taufkirchen um sechs Monate auf Ende 2013 hat u.E. nur begrenzte Auswirkungen (fehlende Umsätze belasten 2013 EBITDA (5,9 (alt: 7,3) Mio. Euro) und damit den operativen Cashflow (unsere Prognose: 3,2 (alt: 5,5) Mio. Euro); auf Nettoebene wegen niedrigerer Abschreibungen fast neutral).
- Entscheidender bleibt aus unserer Sicht der Abschluss der Verhandlungen zur Finanzierung des Kraftwerksbaus (avisierter 30 Mio. Euro-Kredit). Als Option sehen wir wie von Daldrup kommuniziert den Verkauf weiterer Anteile an der Projektgesellschaft. Dann könnte Daldrup das Projekt Taufkirchen auch aus Eigenmitteln finanzieren (Liquiditätsbestand zum 30.06.12: 8,8 (31.12.11: 5,4) Mio. Euro).

Geringer Umsatz projektbedingt

Hoher Cashflow durch Working Capital-Abbau

Eigenfinanzierung bei Verkauf von Anteilen der Projektgesellschaft denkbar

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die Aktie von Daldrup mittels einer Sum-of-the-Parts-Analyse. Zum einen bewerten wir 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 82,1 (alt: 91,5) Mio. Euro und einen fairen Wert des Eigenkapitals von 69,8 (alt: 77,5) Mio. Euro bzw. 12,82 (alt: 14,23) Euro je Aktie. Der niedrigere Wert reflektiert die Verzögerungen beim Projekt Taufkirchen und damit auch bei anderen Bohrprojekten.

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	71,3	10,8
Gesamtwert des operativen Geschäfts		82,1
Liquide Mittel		6,7
Finanzverbindlichkeiten		-19,0
Fairen Wert des Eigenkapitals		69,8
Aktienanzahl (Mio. Stück)		5,445
Fairen Wert je Aktie (Euro)		12,82
Kursziel (Euro)		12,50

Quelle: Eigene Schätzungen

Die sich aus dem fairen Wert für 2014 ergebenden Multiples beim EV/EBITDA von 8,6 und beim KGV von 29,7 sind wenig aussagekräftig. Zum einen wird das Ergebnis von Anlaufkosten der Geothermiekraftwerke belastet. Zum anderen liefern die EBIT- und KGV-Multiples wegen der hohen Abschreibungen ein verzerrtes Bild. Das Geschäftsmodell wird cashflowgetriebener. Daher sind die Kennziffern Kurs/Cash Earnings (gemessen am fairen Wert sinkend von 11,3 im Jahr 2013 auf 5,7 in 2015) und Cash Earnings (ca. 12% des Umsatzes bis 2014 und 16% bis 22% ab 2015) relevanter.

Cashflow-Multiples aussagekräftiger

DCF-Bewertung - Bohrdienstleistungen

In unserem DCF-Modell haben wir berücksichtigt, dass die derzeitige Bohranlagenkapazität eine Gesamtleistung von nur ca. 60,0 Mio. Euro ermöglicht (MD Drilling at-equity konsolidiert). Hinzu kommen die Umsätze aus den kleineren Bereichen. Wegen der Projektverzögerungen haben wir die langfristige EBIT-Marge auf 13,5% (alt: 15,0%) angepasst. Den WACC ermitteln wir bei einem Beta von 1,5 mit 9,7% (volatiles Geschäft). Die Zielkapitalstruktur mit 75% Eigenkapital berücksichtigt den überschaubaren Fremdkapitalbestand. Den fairen Wert des operativen Geschäfts ermitteln wir mit 71,3 (alt: 78,0) 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	36,3	52,8	49,4	63,9	64,2	64,6	65,9	67,2	68,6	69,9
Umsatzwachstum	-	45,7%	-6,5%	29,4%	0,5%	0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gesamtleistung	50,9	67,4	64,0	63,9	64,2	64,6	65,9	67,2	68,6	69,9
Wachstum Gesamtleistung	-	32,5%	-5,1%	-0,1%	0,5%	0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge (zur Gesamtleistung)	9,4%	6,9%	9,3%	12,9%	13,1%	13,3%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
EBIT	4,8	4,6	5,9	8,3	8,4	8,6	8,9	9,1	9,3	9,4
- Ertragssteuern	-1,3	-1,3	-1,7	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6
+ Abschreibungen	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	3,1	2,7	2,7	3,1
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	-0,1	1,2	0,1	0,8	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	7,1	8,2	8,0	10,2	9,9	9,8	9,6	9,3	9,5	10,1
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,1	-3,0	-0,9	-4,7	-0,1	-0,1	-0,5	-0,8	-0,4	-0,8
- Investitionen in das Anlagevermögen	-6,2	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1
Free Cashflow	3,1	2,5	4,4	2,8	7,0	6,8	6,1	5,5	6,0	6,1
Barwerte	3,0	2,3	3,6	2,0	4,6	4,1	3,3	2,8	2,7	2,5
Summe Barwerte	30,9									
Terminalwert	33,1 in % vom Gesamtwert: 51,7%									
Wert des operativen Geschäfts	64,0									
Wert des Joint Ventures MD Drilling (50%)	7,3									
Wert des operativen Bohrgeschäfts	71,3									

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:	12.10.12

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse Bohrdienstleistungen (Mio. Euro)

Wachstum FCF (TV)	Diskontierungszinssatz (WACC)			
	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
2,0%	76,0	71,3	67,1	63,5
2,5%	78,9	73,7	69,2	65,3
3,0%	82,4	76,6	71,6	67,2
3,5%	86,4	79,9	74,3	69,5

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 Geothermieranlagen 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 das Jahr 2037 als Basis für die Ermittlung des Terminal Values dient. Den WACC ermitteln wir mit 6,2% (alt: 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 19,9 (alt: 24,8) Mio. Euro bzw. des Daldrup-Anteils (54,5%) von 10,8 (alt: 13,5) Mio. Euro. Der geringere Wert reflektiert die Verzögerungen beim Projekt Taufkirchen (Inbetriebnahme: Ende (bisher: Mitte) 2013).

Projektverzögerungen in Taufkirchen schlagen sich in einem geringeren Wert nieder

Daldrup & Söhne AG

Discounted Cashflow-Modell - Geothermiekraftwerke

Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,0	0,0	4,7	11,2	16,8	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Umsatzwachstum	-	-	-	139,0%	49,8%	15,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-Marge (zum Umsatz)	- #DIV/0!		4,3%	22,2%	29,2%	38,1%	38,1%	38,1%	38,1%	38,1%
EBIT	-0,4	-2,4	-2,8	2,5	4,9	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
- Ertragssteuern	0,1	0,7	0,8	-0,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
+ Abschreibungen	0,0	0,0	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	-1,7	0,8	6,4	9,9	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,0	0,0	-0,9	-1,3	-1,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-23,6	-37,1	-35,1	-12,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cashflow	-23,9	-38,8	-35,2	-7,9	8,5	10,8	11,3	11,3	11,3	11,3
Barwerte	-23,6	-36,0	-30,7	-6,4	6,5	7,8	7,7	7,3	6,8	6,4
Summe Barwerte (2012e-2021e)	-54,1									
Summe Barwerte (2022e-2037e)	58,0									
										in % vom Gesamtwert: 80,6%
Terminal Value	16,0									
Wert des operativen Geschäfts	19,9									
Durchschnittliche Beteiligungsquote	54,5%									
Anteiliger Wert des operativen Geschäfts	10,8									

Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	30%	Fremdkapital:	70%	
Risikofreie Rendite	4,0%	Beta:	1,3	Risikoprämie FK:	2,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	28,0%
		Zins EK:	10,5%	Zins FK:	4,3%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	6,2%	Datum:	12.10.12

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse Geothermiekraftwerke (Mio. Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		5,7%	6,2%	6,7%	7,2%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	16,4	10,8	6,2	2,2
	2,5%	18,2	12,1	7,1	2,9
	3,0%	20,7	13,7	8,2	3,6
	3,5%	24,4	15,9	9,6	4,6

Quelle: Eigene Schätzungen

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	36,3	52,8	54,1	75,1	81,0	84,0
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	14,6	14,6	14,6	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	25,4	39,5	41,1	47,1	50,9	67,4	68,7	75,1	81,0	84,0
Materialaufwand	-12,0	-24,1	-26,0	-35,2	-35,2	-44,9	-42,0	-38,2	-38,7	-39,0
Rohhertrag	13,4	15,4	15,1	11,9	15,7	22,5	26,7	36,9	42,4	45,0
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	2,3	7,5	9,7	8,3	4,5	5,6	4,1	4,4	4,8
Personalaufwand	-3,1	-3,8	-5,6	-6,4	-6,6	-7,7	-8,2	-8,9	-9,5	-9,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,6	-6,6	-9,3	-13,6	-9,2	-13,3	-14,5	-13,3	-14,2	-14,3
EBITDA	6,7	7,3	7,8	1,6	8,2	5,9	9,5	18,9	23,1	25,7
Abschreibungen	-1,3	-2,7	-4,0	-4,1	-3,8	-3,7	-6,4	-8,1	-9,8	-9,7
EBIT	5,4	4,6	3,8	-2,5	4,4	2,2	3,1	10,8	13,3	16,0
Finanzergebnis	0,8	0,3	-0,4	-0,5	-1,3	-1,7	-3,0	-3,8	-3,8	-3,4
EBT	6,1	4,9	3,4	-3,0	3,1	0,6	0,1	6,9	9,5	12,6
Außerordentliches Ergebnis	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern von Einkommen und Ertrag und sonstige Steuern	-2,0	-1,1	-1,0	-0,6	-0,9	-0,2	0,0	-1,9	-2,7	-3,5
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,0	3,8	2,4	-3,6	2,3	0,4	0,1	5,0	6,8	9,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,2	2,0	0,8	1,9	2,3	0,0	-0,7	-1,3
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	4,0	3,8	2,6	-1,7	3,1	2,3	2,3	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	0,56	0,42	0,43	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%	71,3%	78,3%	78,7%	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%	28,7%	21,7%	21,3%	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%	-69,1%	-66,7%	-61,2%	-50,9%	-47,7%	-46,4%
Rohhertrag	52,8%	39,0%	36,8%	25,3%	30,9%	33,3%	38,8%	49,1%	52,3%	53,6%
Sonstige betriebliche Erträge	15,5%	5,9%	18,2%	20,6%	16,3%	6,6%	8,2%	5,5%	5,5%	5,7%
Personalaufwand	-12,1%	-9,7%	-13,5%	-13,5%	-12,9%	-11,4%	-12,0%	-11,8%	-11,7%	-11,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-30,0%	-16,7%	-22,5%	-29,0%	-18,2%	-19,8%	-21,2%	-17,8%	-17,5%	-17,0%
EBITDA	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	16,1%	8,8%	13,9%	25,1%	28,5%	30,6%
Abschreibungen	-5,1%	-6,7%	-9,7%	-8,8%	-7,5%	-5,5%	-9,4%	-10,8%	-12,1%	-11,6%
EBIT	21,0%	11,7%	9,3%	-5,3%	8,6%	3,3%	4,5%	14,3%	16,5%	19,0%
Finanzergebnis	3,0%	0,7%	-0,9%	-1,2%	-2,5%	-2,5%	-4,3%	-5,1%	-4,7%	-4,0%
EBT	24,1%	12,4%	8,4%	-6,4%	6,2%	0,8%	0,2%	9,2%	11,7%	15,0%
Außerordentliches Ergebnis	-0,3%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern von Einkommen und Ertrag und sonstige Steuern	-8,0%	-2,8%	-2,3%	-1,2%	-1,7%	-0,2%	-0,1%	-2,6%	-3,3%	-4,2%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	15,8%	9,6%	5,9%	-7,7%	4,4%	0,6%	0,1%	6,6%	8,5%	10,8%
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	0,5%	4,2%	1,6%	2,8%	3,3%	0,0%	-0,9%	-1,6%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	6,0%	3,4%	3,4%	6,6%	7,5%	9,2%

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	122,6	154,8	162,7	156,3	149,9
Finanzanlagen	0,0	2,8	2,5	2,4	5,9	6,7	7,5	8,4	9,3	10,2
Anlagevermögen	26,8	31,1	60,0	70,8	97,8	135,5	168,1	176,6	170,7	165,1
Vorräte	3,9	11,4	6,9	7,0	6,6	8,5	8,1	7,5	7,6	7,6
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	4,1	5,5	13,6	18,3	16,4	19,5	21,9	27,6	28,9	29,5
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	1,7	2,0	8,1	9,9	10,8	9,1	6,8	8,1	8,7	9,0
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	14,5	3,5	5,0	4,7	4,6	4,5
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	48,9	41,3	42,7	48,8	50,7	51,6
Aktiva	48,7	55,0	92,8	109,8	146,7	176,8	210,8	225,4	221,4	216,7
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	27,6	29,9	32,2	36,5	40,6	45,9
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	7,0	14,8	18,4	13,1	10,8	9,5	10,3	11,6
Eigenkapital	42,1	45,9	70,0	75,4	82,1	79,0	79,1	82,1	87,0	93,6
Pensionsrückstellungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
Steuerrückstellungen	1,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8
Sonstige Rückstellungen	2,2	1,1	2,0	1,9	1,8	2,7	2,7	3,3	3,5	3,7
Rückstellungen	3,5	1,8	2,7	2,8	2,6	3,8	3,9	4,7	5,0	5,2
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,6	8,0	38,0	67,1	100,2	111,3	101,5	89,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,9	5,7	8,1	11,7	11,6	13,5	13,7	12,9	13,0	13,1
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	12,2	13,0	13,4	14,1	14,6	15,1
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	62,0	93,9	127,7	138,6	129,4	117,9
Passiva	48,7	55,0	92,8	109,8	146,7	176,8	210,8	225,4	221,4	216,7

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%	3,5%	2,7%	2,4%	2,3%	2,3%
Sachanlagen	55,0%	51,4%	53,0%	55,8%	58,1%	69,3%	73,5%	72,2%	70,6%	69,2%
Finanzanlagen	0,0%	5,1%	2,7%	2,2%	4,1%	3,8%	3,6%	3,7%	4,2%	4,7%
Anlagevermögen	55,0%	56,5%	64,6%	64,5%	66,7%	76,6%	79,8%	78,3%	77,1%	76,2%
Vorräte	8,0%	20,6%	7,4%	6,4%	4,5%	4,8%	3,9%	3,3%	3,4%	3,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	8,4%	10,0%	14,7%	16,6%	11,2%	11,0%	10,4%	12,3%	13,0%	13,6%
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	3,5%	3,7%	8,7%	9,0%	7,3%	5,1%	3,2%	3,6%	3,9%	4,2%
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%	9,9%	2,0%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%
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%	33,3%	23,4%	20,2%	21,7%	22,9%	23,8%
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%	3,1%	2,6%	2,4%	2,5%	2,5%
Kapitalrücklagen	62,6%	55,4%	32,9%	27,8%	20,8%	17,3%	14,5%	13,5%	13,8%	14,1%
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%	18,8%	16,9%	15,3%	16,2%	18,3%	21,2%
Anteile anderer Gesellschafter	0,0%	0,0%	7,6%	13,5%	12,5%	7,4%	5,1%	4,2%	4,6%	5,3%
Eigenkapital	86,5%	83,5%	75,5%	68,7%	56,0%	44,7%	37,5%	36,4%	39,3%	43,2%
Pensionsrückstellungen	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	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%	1,3%	1,5%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%
Rückstellungen	7,2%	3,2%	2,9%	2,5%	1,8%	2,2%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0%	0,0%	0,6%	7,3%	25,9%	38,0%	47,5%	49,4%	45,8%	41,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,9%	10,3%	8,7%	10,6%	7,9%	7,7%	6,5%	5,7%	5,9%	6,0%
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%	8,3%	7,3%	6,4%	6,2%	6,6%	7,0%
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%	42,3%	53,1%	60,6%	61,5%	58,4%	54,4%
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	2,3	0,4	0,1	5,0	6,8	9,1
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	1,3	2,7	4,0	4,1	3,8	3,7	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	-0,1	1,2	0,1	0,8	0,4	0,2
Zunahme/Abnahme der sonstigen VG und Aktiva	1,6	-0,6	-	-2,2	-1,0	1,6	2,2	-1,4	-0,6	-0,3
Zunahme/Abnahme der sonstigen Verb. und Passiva	-0,6	1,5	-	0,5	0,4	0,8	0,5	0,7	0,5	0,5
Sonstige zahlungswirksame Cashflows	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Cash Earnings	2,6	5,5	-	-2,3	4,4	6,2	8,0	12,3	16,0	18,2
Zunahme/Abnahme der Vorräte	-0,4	-7,5	-	-0,2	0,4	-1,8	0,4	0,6	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Forderungen LuL	-2,2	-1,5	-	-4,6	1,9	-3,1	-2,4	-5,7	-1,3	-0,7
Zunahme/Abnahme der Verb. LuL	0,4	2,8	-	3,6	-0,1	2,0	0,2	-0,8	0,1	0,1
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	0,5	-0,6	0,6	-3,5	6,5	3,2	6,2	6,3	14,8	17,6
Investitionen in immaterielle VG und Sachanlagen	-22,1	-6,9	-	-13,8	-29,8	-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	-29,8	-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	-0,7	-2,0	-2,4
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-	7,4	30,0	29,1	33,1	11,1	-9,8	-12,1
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	13,9	0,0	3,3	16,5	34,4	25,6	33,1	9,1	-11,8	-14,5
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	11,1	-11,0	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	19,8	12,1	6,9	4,2	3,3	14,5	3,5	5,0	4,7	4,6
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	12,1	4,6	4,2	3,3	14,5	3,5	5,0	4,7	4,6	4,5

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

* AG-Abschluss

Daldrup & Söhne AG

Kennzahlen

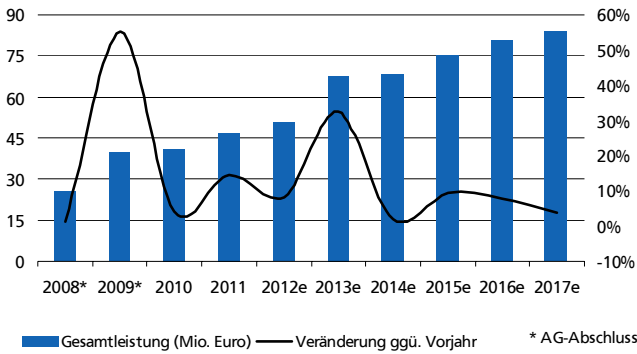
	2008*	2009*	2010**	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Wachstumsanalyse										
Wachstum Gesamtleistung	1,1%	55,3%	-	14,4%	8,1%	32,5%	1,9%	9,4%	7,9%	3,7%
EBITDA-Wachstum	44,0%	9,6%	-	-79,2%	404,1%	-27,5%	60,4%	97,8%	22,7%	11,2%
EBIT-Wachstum	23,9%	-13,4%	-	-	-	-48,8%	38,2%	245,9%	24,0%	19,7%
EBT-Wachstum	34,7%	-20,0%	-	-	-	-82,4%	-76,5%	5245,6%	37,3%	32,6%
EPS-Wachstum	62,7%	-8,5%	-	-	-	-25,5%	3,0%	111,0%	23,1%	27,3%
Margenanalyse										
EBITDA-Marge	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	16,1%	8,8%	13,9%	25,1%	28,5%	30,6%
EBIT-Marge	21,0%	11,7%	9,3%	-5,3%	8,6%	3,3%	4,5%	14,3%	16,5%	19,0%
EBT-Marge	24,1%	12,4%	8,4%	-6,4%	6,2%	0,8%	0,2%	9,2%	11,7%	15,0%
Nettomarge	15,8%	9,6%	6,4%	-3,5%	6,0%	3,4%	3,4%	6,6%	7,5%	9,2%
Renditeanalyse										
ROI	9,7%	7,3%	3,6%	-1,6%	2,4%	1,4%	1,2%	2,3%	2,7%	3,5%
ROCE	17,2%	9,6%	4,8%	-3,8%	3,3%	1,2%	1,3%	4,0%	4,9%	6,0%
ROE	12,2%	8,6%	4,9%	-2,7%	4,9%	3,5%	3,5%	7,0%	8,2%	9,8%
ROIC	10,2%	8,0%	4,3%	-3,3%	2,8%	1,1%	1,3%	3,9%	4,7%	5,7%
Bilanzanalyse										
Eigenkapitalquote	86,5%	83,5%	75,5%	68,7%	56,0%	44,7%	37,5%	36,4%	39,3%	43,2%
Anlagendeckung I	154,9%	145,8%	115,9%	106,4%	83,9%	58,3%	47,1%	46,5%	50,9%	56,7%
Anlagendeckung II	159,9%	148,5%	135,8%	135,2%	131,9%	113,1%	109,2%	111,7%	113,6%	115,2%
Anlagenintensität	55,9%	57,3%	65,1%	64,5%	66,7%	76,7%	79,8%	78,4%	77,1%	76,2%
Vorratumschlag	7,3	3,2	6,4	5,8	5,3	7,0	6,5	9,6	10,7	11,0
Debitorenumschlag	9,0	8,0	6,0	2,5	2,1	2,9	2,6	3,0	2,9	2,9
Debitorenlaufzeit/-ziel	40,4	72,8	60,4	144,6	174,4	124,1	139,9	120,4	127,3	126,9
Working Capital / Umsatz	14,8%	33,9%	20,4%	32,3%	34,6%	24,6%	28,5%	25,7%	28,2%	28,3%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	81,3	64,6	96,6	102,6	120,5	102,0	118,6	127,4	122,2	121,8
Verschuldung										
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-11,9	-4,3	5,3	14,0	33,3	74,0	106,0	118,0	108,7	97,1
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,4	-1,1	0,1	6,0	2,9	9,0	9,4	5,9	4,9	4,0
Net Gearing	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,0
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	158,5	780,6	17,9	2,3	6,0	2,3	2,5	4,0	4,8	5,9
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	127,4	495,9	8,8	-	3,2	0,9	0,8	2,3	2,8	3,7
Cashflow-Analyse										
Free Cashflow (FCF)	-21,6	-7,5	-	-17,2	-23,3	-36,6	-31,6	-9,4	11,7	14,5
FCF / Umsatz	-80,1%	-31,3%	-	-42,8%	-64,2%	-69,4%	-58,5%	-12,5%	14,5%	17,2%
FCF / Jahresüberschuss	-536,2%	-198,4%	-	-	-760,2%	-1.605,3%	-1.345,6%	-189,3%	192,2%	186,3%
FCF je Aktie (Euro)	-4,09	-1,38	-	-3,17	-4,28	-6,73	-5,80	-1,72	2,15	2,66
FCF Yield	-14,3%	-6,1%	-	-16,2%	-39,1%	-61,5%	-53,1%	-15,8%	19,7%	24,3%
Capex (Mio. Euro)	22,1	6,9	-	13,8	29,8	39,8	37,8	15,7	3,1	3,1
Capex / Abschreibungen	1.691,4%	260,4%	-	334,8%	783,9%	1.078,2%	588,0%	194,0%	31,3%	32,1%
Capex / Umsatz	81,7%	28,8%	-	34,3%	82,2%	75,4%	69,9%	20,9%	3,8%	3,7%
Bewertungsmultiplikatoren										
EV / Umsatz	5,3	4,9	2,3	3,0	2,0	1,4	1,4	1,0	0,9	0,9
EV / EBITDA	21,5	16,3	17,0	74,1	9,0	12,4	7,7	3,9	3,2	2,9
EV / EBIT	26,8	25,6	34,7	neg.	16,7	32,7	23,6	6,8	5,5	4,6
EV / FCF	neg.	neg.	-	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,3	5,1
KGV	37,4	32,4	48,3	neg.	19,4	26,1	25,3	12,0	9,8	7,7
KBV	3,7	2,7	1,8	1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
KCV	344,5	neg.	214,5	neg.	9,2	18,7	9,7	9,4	4,0	3,4
KUV	5,7	5,1	2,2	2,6	1,6	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	3,3%	4,1%	5,2%

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

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

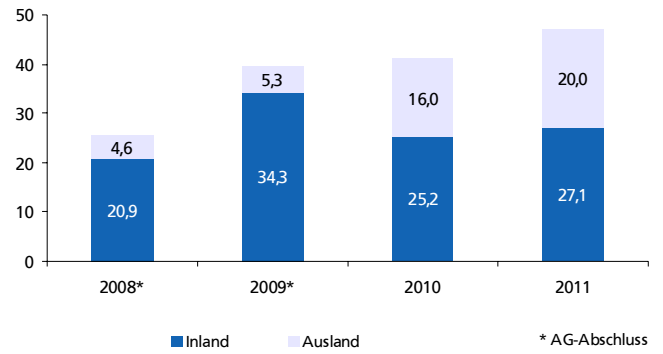
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Entwicklung der Gesamtleistung



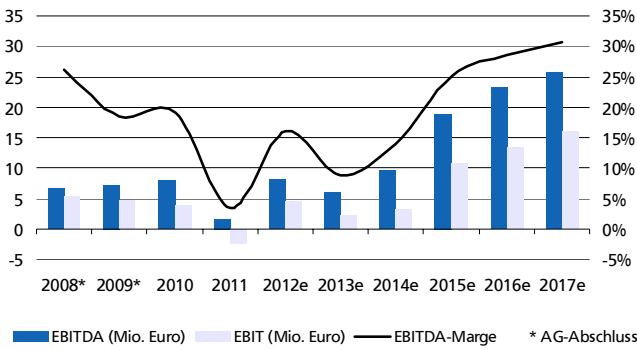
⇒ Wir erwarten einen kontinuierlichen Anstieg der Gesamtleistung. Getragen wird der Zuwachs primär von dem Anlaufen der eigenen Geothermieanlagen
 ⇒ Die Bohrkapazitäten im Bohrdienstleistungsgeschäft sind hingegen limitiert

Gesamtleistung nach Regionen (Mio. Euro)



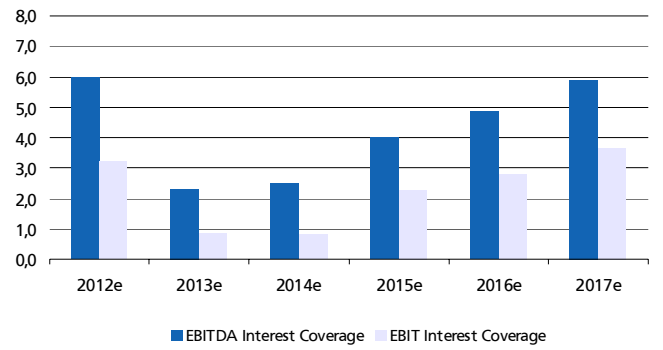
⇒ Das Inland ist unverändert die wichtigste Region (2011: 57,5% der Gesamtleistung). Der höhere Auslandsanteil ab 2010 ist der erstmaligen Aufstellung des Konzernabschlusses geschuldet

Ergebnisentwicklung



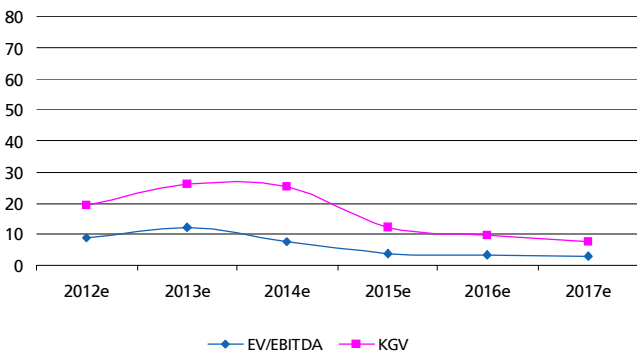
⇒ Die unseren Berechnungen zufolge auf über 30% steigende EBITDA-Marge reflektiert das hohe Margenniveau im eigenen Kraftwerksbetrieb (ca. 70%)
 ⇒ Das Jahr 2011 war noch von Sonderkosten (u.a. Bohrung in Ried) belastet

Interest Coverage



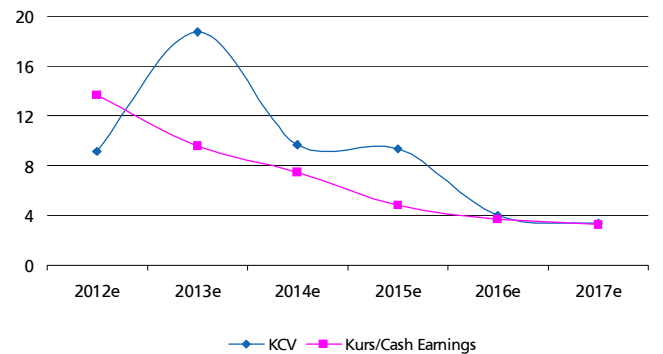
⇒ Die Anlaufphase der Geothermiekraftwerke mit noch teils negativen EBIT-Beiträgen bei gleichzeitig steigender Zinslast belastet u.E. noch die Jahre 2012 bis 2014
 ⇒ Die ab 2015 komfortable Interest Coverage zeigt die steigende Profitabilität

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 Kurzkommmentar 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: 12.10.2012 -

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: 12.10.2012

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