

11. Juni 2015

Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Daldrup & Söhne AG

Nach Übergangsjahr wieder
Wachstum ab 2016

Urteil: **Hold** (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: **11,00 Euro** | Kursziel: **13,00 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Grünwald
Branche:	Bohrdienstleistungen
Mitarbeiter:	116
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0007830572
Kurs:	11,00 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	5,45 Mio. Stück
Market Cap:	59,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	66,5 Mio. Euro
Free-Float:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	14,15 / 9,90 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	23,1 Tsd. Euro

Daldrup und Söhne (D&S) hat die Wachstumspläne im Geschäftsjahr 2014 nicht realisieren können. Die Auftragsdelle nach der Novelle des EEG dauerte länger als erwartet, weswegen schließlich der Umsatz um 14 Prozent auf 52,3 Mio. Euro und die Gesamtleistung um 26,5 Prozent auf 40 Mio. Euro gesunken sind. Das ohnehin schwache Jahr hat das Management genutzt, um die Bilanz von Altlasten zu befreien. Umfangreiche Sonderabschreibungen führten zu einem EBIT von -18,4 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von -16,3 Mio. Euro.

Gleichzeitig wurden auch die Kosten deutlich gesenkt, u.a. durch eine Reduktion des Personalstamms. Auf dieser Basis soll 2015 trotz einer niedrigen erwarteten Gesamtleistung von 30 Mio. Euro der Turnaround mit einer EBIT-Marge von 4 bis 5 Prozent gelingen. Für die Zeit danach ist das Management angesichts einer deutlich steigenden Zahl von Projektanfragen optimistisch, auch sollen die Kraftwerke in Taufkirchen und Landau bald in Betrieb gehen. Wir sehen den fairen Wert aktuell bei 13 Euro und stufen die Aktie mit „Hold“ ein.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	22,7	60,8	52,3	20,1	40,3	48,4
EBIT (Mio. Euro)	2,3	1,2	-18,3	1,1	4,3	5,6
Jahresüberschuss	1,7	0,2	-16,3	0,5	2,5	3,2
EpS	0,31	0,04	-2,99	0,09	0,46	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,24
Umsatzwachstum	-43,6%	168,1%	-14,0%	-61,5%	100,0%	20,0%
Gewinnwachstum	-	-86,5%	-	-	387,1%	28,4%
KUV	2,64	0,98	1,14	2,97	1,49	1,24
KGV	35,0	260,4	-	117,1	24,0	18,7
KCF	4,2	81,7	17,2	66,2	8,4	9,5
EV / EBIT	29,1	53,4	-	59,0	15,4	11,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	2,1%

Belebung noch ausgeblieben

Die Bremseffekte aus der langwierigen Novelle des EEG, die erst zum 1. August 2014 in Kraft getreten ist und die im Vorfeld für Verunsicherung unter Investoren im Bereich der Erneuerbaren Energien gesorgt hatte, waren für D&S im letzten Geschäftsjahr noch einmal deutlich spürbar. Da die Vergabe größerer Aufträge in der Regel eine längere Vorlaufzeit benötigt, ist die erhoffte Belebung im zweiten Halbjahr noch ausgeblieben. Die als Ziel für die Gesamtleistung ausgegebene Marke von 68 Mio. Euro wurde mit 44 Mio. Euro (nach 59,9 Mio. Euro in 2013) deutlich verfehlt. Das hat zum Teil auch bilanztechnische Gründe. Da sich noch keine Projekte in vergleichbarer Größenordnung zum Vorjahresstichtag in Arbeit befanden, resultierte aus der Fertigstellung von Bohrungen per Saldo eine Bestandsminderung bei unfertigen Leistungen von 8,3 Mio. Euro. Daher fallen die Daten auf der Umsatzebene auch positiver aus, die Erlöse reduzierten sich hier lediglich von 60,8 auf 52,3 Mio. Euro.

Spartenerlöse	2013	2014	Änderung
Geothermie	47,8	39,5	-17%
EDS	5,4	1,7	-68%
Rohstoffe und Explor.	4,7	6,8	+45%
Wasserwirtschaft	2,8	4,4	+57%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Geothermiegeschäft rückläufig

Die Verzögerungen in der Auftragsvergabe haben sich vor allem im größten Segment Geothermie bemerkbar gemacht, die Spartenerlöse reduzierten sich um rund 17 Prozent auf 39,5 Mio. Euro. Demgegenüber konnten in den beiden Bereichen Rohstoffe & Exploration sowie Wasserwirtschaft Zuwächse von 45 resp. 57 Prozent auf 6,8 bzw. 4,4 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Das vierte Segment EDS, das vor allem umwelttechnische Dienstleistungen umfasst, hatte im Vorjahr von einem Großprojekt profitiert, dem nun keine Leistung in ähnlicher Größenordnung gegenüberstand, was zu einem Umsatzrückgang von 5,4 auf 1,7 Mio. Euro führte.

Geschäftszahlen	2013	2014	Änderung
Umsatz	60,8	52,3	-14,0%
Gesamtleistung	59,9	40,0	-26,5%
EBITDA	5,2	-6,3	-
EBIT	1,2	-18,4	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	0,2	-16,3	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Gewinnziel deutlich verfehlt

Ebenfalls sehr deutlich verfehlt hat die Gesellschaft ihre Gewinnziele. War ursprünglich eine EBIT-Marge von 3 bis 5 Prozent angepeilt worden, so musste nun ein Verlust vor Zinsen und Steuern von 18,4 Mio. Euro (ggü. +1,2 Mio. Euro in 2013) ausgewiesen werden. Das war zum einen auf die zu geringe Auslastung zurückzuführen, weswegen das Management noch in 2014 Personal abgebaut und die Kosten reduziert hat. Der Mitarbeiterstamm im Konzern lag zum Jahresende mit 116 deutlich unter dem Vorjahreswert von 138.

Umfangreiche Abschreibungen

Noch wesentlich stärker ins Gewicht gefallen ist allerdings, dass das Unternehmen mehrere Wertberichtigungen und Sonderabschreibungen durchgeführt hat. So wurde der Bilanzansatz zur Bohrung in Mauerstetten, die als Referenzprojekt für die in der Erprobung befindliche petrothermale Geothermie dienen soll, aus Vorsichtsgründen um 50 Prozent (7,5 Mio. Euro) abgesenkt, da die Rahmenbedingungen im Moment noch nicht den Aufbau eines Kraftwerks in einer Größenordnung erlauben, die den vorherigen Wert rechtfertigen würde. Darüber hinaus wurden Forderungen in einer Gesamthöhe von fast 10 Mio. Euro abgeschrieben. Das betrifft überwiegend Ansprüche aus länger zurückliegenden Projekten, deren gerichtliche Durchsetzung sich als schwieriger als erwartet erwiesen hat. Der Löwenanteil resultiert dabei aus einer Forderung gegen die Gemeinde Grünwald, die aber auf dem Rechtsweg weiter eingetrieben werden soll. Bereinigt um Sonder- und Einmaleffekte lag das EBIT nach Unternehmensangaben bei -3,2 Mio. Euro.

Taufkirchen vor Inbetriebnahme

Operativ hat es aber durchaus auch Fortschritte gegeben, vor allem bei der Entwicklung der unternehmenseigenen Tiefengeothermiekraftwerke. Bei dem Prestigeprojekt in Taufkirchen konnte die Fertigstellung der Anlage vorangetrieben werden, im dritten Quartal dieses Jahres dürfte das Kraftwerk in Betrieb gehen. Künftig rechnet D&S mit einem jährlichen Cashzufluss von mindestens 2 Mio. Euro. Vorangetrieben wurde im letzten Jahr auch ein weiteres Projekt in Neuried, im Dezember konnte das Grundstück erworben werden, auf dem das Kraftwerk gebaut werden soll. Eine Bohrgenehmigung liegt bereits vor, allerdings wartet das Unternehmen noch auf den Ausgang einer Klage der Stadt Kehl gegen das Land Baden-Württemberg, die die erteilte Bohrgenehmigung zum Gegenstand hat.

Fortschritte in Landau

Immer noch außer Betrieb ist das Tiefengeothermiekraftwerk in Landau nach einem Wasserschaden Anfang 2014, der auf eine fehlerhafte Anlagenausrüstung zurückzuführen ist, die wahrscheinlich die Vorbesitzer zu verantworten haben. Hier läuft eine gerichtliche Klärung. Operativ hat D&S mittlerweile die notwendigen Schritte für eine Wiederinbetriebnahme größtenteils abgeschlossen. Das Management rechnet daher damit, dass die Produktion im dritten Quartal wieder starten kann. Allerdings wird die künftige Leistung des Kraftwerks wegen der Sicherungsmaßnahmen die zum Kaufzeitpunkt unterstellte Höhe nicht mehr erreichen, auch diesbezüglich strebt das Unternehmen eine Entschädigung an.

Volles Betriebsjahr in 2016

Für das nächste Jahr rechnet das Management damit, dass die Anlage in Landau einen Umsatz von 2,2 Mio. Euro erzielen kann und damit knapp profitabel arbeitet. Taufkirchen bewegt sich hingegen in einer anderen Dimension, hier könnten sich die Erlöse aus der Strom- und Wärmeproduktion auf rund 8 Mio. Euro belaufen. Die beiden zugehörigen Projektgesellschaften werden allerdings nur at-equity bilanziert, D&S profitiert anteilig von den Überschüssen.

Delle in 2015, neue Aufträge in Aussicht

Im laufenden Jahr wird sich der Ertragsbeitrag aus den Kraftwerken noch im überschaubaren Rahmen bewegen. Gesamtleistung und Gewinn von D&S werden daher noch maßgeblich durch das Bohrgeschäft geprägt. Die zwischenzeitliche Delle im Auftragseingang wird nach der aktuellen Unternehmensschätzung dazu führen, dass die Gesamtleistung in 2015 weiter zurückgeht, auf 30 Mio. Euro. Die umfangreichen Kostensparmaßnahmen, die bereits 2014 eingeleitet wurden, sollen allerdings trotzdem mit einer EBIT-Marge zwischen 4 und 5 Prozent die Rückkehr in die operative Gewinnzone ermöglichen. Perspektivisch zeigt sich das Management optimistisch, die Gesamtleistung wieder deutlich steigern zu können. Aktuell hätten die Projektanfragen deutlich zugenommen, so dass in naher Zukunft Großaufträge, etwa aus Belgien oder der Türkei, zu erwarten seien. Einen ersten wichtigen Auftrag konnte sich das Unternehmen bereits von HammGas sichern, für diesen Kunden wird D&S eine Aufsuchungsbohrung nach Kohleflözgas durchführen, der Bohrbeginn ist für das dritte Quartal vorgesehen.

Umsatz unter, Gesamtleistung über unserer Schätzung

Die Resultate von D&S im vergangenen Geschäftsjahr sind für uns enttäuschend ausgefallen. Verantwortlich dafür ist vor allem, dass die EEG-bedingte Auftragsdelle deutlich länger anhält, als von uns erwartet. Das macht sich vor allem in fehlenden Anschlussaufträgen ab dem zweiten Halbjahr 2014 bemerkbar. Durch die Abarbeitung des vorherigen Auftragsbestands konnte D&S im letzten Jahr unsere Umsatzprognose von 46,8 Mio. Euro (Update vom letzten Oktober) deutlich übertreffen, dafür lag die Gesamtleistung aber weit unter unserem Schätzwert (61,8 Mio. Euro). Dahinter verbirgt sich, dass bis zum Stichtag noch keine neuen Aufträge angefangen und anteilig aktiviert wurden. Ergebnisseitig wurde unsere Schätzung auch bereinigt um die Sondereffekte aus der Bilanzbereinigung deutlich verfehlt, was ebenfalls auf die Auftragsdelle zurückzuführen ist. Denn den Fixkosten standen so keine aktivierbaren Leistungen gegenüber.

Einige positive Aspekte

Allerdings gibt es auch positive Aspekte. Das Unternehmen hat die Kostenbasis schnell angepasst. Können jetzt, wie in Aussicht gestellt, zügig größere Aufträge akquiriert werden, dürfte das einen sehr positiven Effekt auf das Ergebnis entfalten, auch, wenn nun in größerem Umfang Fremdleistungen in Anspruch genommen werden müssen. Darüber hinaus ist ab 2016 ein spürbar positiver Ergebniseffekt aus dem Kraftwerksbetrieb in Taufkirchen zu erwarten. Nicht einkalkuliert haben wir hingegen mögliche Entschädigungszahlungen von den Vorbesitzern in Landau, diese stellen im Hinblick auf unsere Wertermittlung ein Upside-Potenzial dar.

Wachstum ab 2016

Für 2015 folgen wir der Managementprognose mit einer Gesamtleistung von 30 Mio. Euro, aus der wir einen Umsatz von 20 Mio. Euro ableiten. In der kommenden Periode dürften ein angewachsener Auftragsbestand und eine deutlich verbesserte Auslastung der großen Bohranlagen dann für einen Anstieg der Gesamtleistung auf 50 Mio. Euro und einen Umsatz von 40 Mio. Euro sorgen. Auf dieser Basis kalkulieren wir für das laufende Jahr nun mit einer

EBIT-Marge von 3,7 Prozent (bezogen auf die Gesamtleistung, in Relation zum Umsatz entspricht das 5,6 Prozent), die wir 2016 dank des Ergebnisbeitrags aus Taufkirchen und einer steigenden Auslastung auf 8,2 Prozent (resp. 10,7 Prozent) ansteigen lassen. Die unten abgebildete Tabelle zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung im Detailprognosezeitraum bis 2022. Detailübersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

Kursziel: 13,00 Euro je Aktie

Der faire Unternehmenswert liegt in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,7 Prozent) nun bei 71 Mio. Euro, respektive 13,00 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von rund 18 Prozent. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten und berücksichtigen damit die aktuellen Unwägbarkeiten im Hinblick auf einen Weiterbetrieb von Landau. Hinzu kommt das ohnehin vorhandene erhöhte Grundrisiko, das aus dem volatilen Projektgeschäft resultiert.

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	20,1	40,3	48,4	55,6	60,1	64,9	70,0	73,5
Umsatzwachstum		100,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
EBIT-Marge	5,6%	10,7%	11,7%	11,7%	12,3%	12,7%	12,9%	13,4%
EBIT	1,1	4,3	5,6	6,5	7,4	8,2	9,0	9,8
Steuersatz	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	1,3	1,7	2,0	2,2	2,5	2,7	2,9
NOPAT	0,7	3,0	3,9	4,6	5,2	5,8	6,3	6,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,9	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,6	6,5	7,4	8,0	8,5	9,0	9,6	10,2
- Zunahme Net Working Capital	-3,4	1,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
- Investitionen AV	2,1	-3,2	-3,8	-1,4	-1,7	-2,1	-2,5	-2,8
Free Cashflow	3,3	4,6	3,1	6,0	6,2	6,3	6,3	6,6

SMC-Schätzmodell

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (WACC von 6,7 bis 8,7 Prozent, ewiges Cashflowwachstum von 0 bis 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 10,34 und 17,84 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
6,7%	17,84	16,56	15,50	14,62	13,86
7,2%	16,03	15,01	14,15	13,42	12,80
7,7%	14,53	13,70	13,00	12,40	11,87
8,2%	13,27	12,59	12,01	11,50	11,06
8,7%	12,20	11,64	11,15	10,72	10,34

Fazit

D&S hat im letzten Geschäftsjahr die eigenen Ziele deutlich verfehlt und die ohnehin schwachen Resultate genutzt, um die Bilanz von Altlasten zu bereinigen, was zu einem hohen Fehlbetrag geführt hat. Die Akquise neuer Großaufträge nach einer langen Phase der Verunsicherung durch die EEG-Novelle hat sich als zäher als erwartet herausgestellt. Auch im laufenden Jahr wird der relativ geringe Auftragsbestand noch belasten, das Management erwartet ein Absinken der Gesamtleistung auf 30 Mio. Euro. Umfangreiche Kostensparmaßnahmen sollen allerdings die Rückkehr in die Gewinnzone mit einer EBIT-Marge zwischen 4 und 5 Prozent ermöglichen.

Für das nächste Jahr zeigt sich der Vorstand optimistisch, die Auftragsanfragen haben gemäß der Äußerungen im Rahmen der Analystenkonferenz deutlich zugenommen, Abschlüsse in naher Zukunft wurden

in Aussicht gestellt. Darüber hinaus steht die Inbetriebnahme des Prestigeprojekts in Taufkirchen im dritten Quartal an, 2016 würde die Produktion dann über volle zwölf Monate laufen. Das gilt nach aktueller Planung auch für das nach einem Wasserschaden noch abgeschaltete Kraftwerk in Landau.

Wir unterstellen daher in Übereinstimmung mit dem Management eine deutliche Verbesserung der Geschäftszahlen und neue Wachstumsdynamik ab 2016. Wegen der ausgeprägten Delle im Entwicklungspfad sehen wir allerdings erst dann größeres Kurspotenzial, wenn mehrere Großaufträge vermeldet wurden, die die Expansion im nächsten Jahr untermauern. Auch, wenn unser Bewertungsmodell prinzipiell einen Kurs von 13 Euro je Aktie rechtfertigt, lautet unser Urteil vorerst „Hold“ (auf Sicht von sechs Monaten).

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
AKTIVA									
I. AV Summe	56,1	51,1	51,7	53,1	52,0	51,4	51,2	51,5	52,0
1. Immat. VG	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
2. Sachanlagen	28,9	25,2	24,4	24,4	23,4	22,8	22,7	23,1	23,6
II. UV Summe	22,9	27,3	31,7	33,9	41,4	49,1	56,9	64,6	72,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	46,4	46,8	49,2	52,1	54,8	58,0	61,6	65,6	70,0
II. Rückstellungen	3,8	4,8	5,8	6,8	7,7	8,7	9,7	10,7	11,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	16,6	15,4	16,0	15,6	16,7	17,7	18,8	19,9	21,1
2. Kurzfristiges FK	12,3	11,4	12,5	12,5	14,3	16,1	18,0	19,9	22,0
BILANZSUMME	79,0	78,5	83,4	87,0	93,5	100,6	108,1	116,2	124,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	52,3	20,1	40,3	48,4	55,6	60,1	64,9	70,0	73,5
Gesamtleistung	44,0	30,1	52,3	55,4	63,6	69,1	74,9	81,0	85,5
Rohertrag	20,1	14,6	22,1	23,9	27,5	30,0	32,7	35,5	37,7
EBITDA	-6,2	3,8	4,7	5,8	5,5	6,3	7,1	7,8	8,7
EBIT	-18,3	1,1	4,3	5,6	6,5	7,4	8,2	9,0	9,8
EBT	-19,0	0,7	3,4	4,8	5,7	6,7	7,6	8,5	9,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-18,9	0,4	2,4	3,4	4,0	4,7	5,3	5,9	6,5
JÜ	-16,3	0,5	2,5	3,2	3,7	4,3	4,9	5,5	6,0
EPS	-2,99	0,09	0,46	0,59	0,68	0,79	0,90	1,00	1,11

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Cashflow	-3,7	4,3	5,9	6,8	7,4	8,0	8,6	9,2	9,8
CF operativ	3,5	0,9	7,1	6,3	6,9	7,4	8,0	8,5	9,1
CF aus Investition	-4,2	2,1	-3,2	-3,8	-1,4	-1,7	-2,1	-2,5	-2,8
CF Finanzierung	2,3	-2,4	1,2	-1,3	0,9	0,8	0,6	0,4	0,3
Liquidität Jahresanfa.	3,6	4,5	5,1	10,3	11,5	17,9	24,4	30,9	37,3
Liquidität Jahresende	4,5	5,1	10,3	11,5	17,9	24,4	30,9	37,3	43,9

Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	-14,0%	-61,5%	100,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
Rohertragsmarge	38,4%	72,6%	54,8%	49,5%	49,4%	50,0%	50,4%	50,7%	51,3%
EBITDA-Marge	-11,9%	18,6%	11,8%	12,0%	9,9%	10,5%	10,9%	11,2%	11,8%
EBIT-Marge	-35,0%	5,6%	10,7%	11,7%	11,7%	12,3%	12,7%	12,9%	13,4%
EBT-Marge	-36,3%	3,4%	8,4%	10,0%	10,3%	11,2%	11,8%	12,1%	12,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-31,1%	2,5%	6,2%	6,6%	6,7%	7,2%	7,6%	7,8%	8,2%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des vorletzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
23.10.2014	Speculative Buy	16,00 Euro	1), 3), 4)
27.06.2014	Speculative Buy	16,50 Euro	1), 3), 4)
14.10.2013	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4)
10.09.2013	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, ein Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.