

15. Juni 2016

**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## Daldrup & Söhne AG

Das Bohrgeschäft läuft wieder

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **9,349 Euro** | Kursziel: **12,15 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	108
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Kurs:</b>	9,349 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Entry Standard
<b>Aktienzahl:</b>	5,45 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	50,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	71,0 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	34,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	11,075 / 7,25 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	18,3 Tsd. Euro

Das Jahr 2015 endete für D&S mit einer gemischten Bilanz. Das erste Halbjahr wurde noch durch die Nachwehen einer temporären Investitionszurückhaltung in Deutschland wegen der EEG-Revision in 2014 belastet. Geothermieprojekte benötigen eine lange Vorlaufzeit, so dass sich die letztlich verabschiedete Fortsetzung der staatlichen Förderung erst mit einem größeren Zeitverzug auch in neuen Aufträgen niederschlägt. D&S vermeldete im Jahresverlauf ein deutlich steigendes Interesse an neuen Vorhaben, das sich im zweiten Halbjahr in der Akquise mehrerer Großaufträge niederschlug, allerdings zunächst in ausländischen Märkten. Im April 2016 wurde eine bindende Absichtserklärung für ein Tiefengeothermieprojekt in Bayern mit einem Leistungsvolumen von 50 Mio. Euro unterzeichnet. Wegen der verzögerten Projektrealisierung wurden mit einer Gesamtleistung von 26,4 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 3,1 Prozent die Ziele für 2015 (30 Mio. Euro / EBIT-Marge von 4 bis 5 Prozent) verfehlt. Angesichts der Belegung im Auftragseingang soll die Gesamtleistung in der aktuellen Finanzperiode auf 33 Mio. Euro steigen, bei einer operativen Marge von 2 bis 5 Prozent.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	60,8	52,3	17,3	30,2	40,8	48,9
EBIT (Mio. Euro)	1,2	-18,3	0,7	1,0	2,7	3,7
Jahresüberschuss	0,7	-16,2	0,4	-0,2	0,9	1,6
EpS	0,13	-2,97	0,07	-0,04	0,17	0,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
Umsatzwachstum	168,1%	-14,0%	-67,0%	75,0%	35,0%	20,0%
Gewinnwachstum	-58,1%	-	-	-	-	63,9%
KUV	0,84	0,97	2,95	1,69	1,25	1,04
KGV	71,0	-	136,5	-	53,7	32,8
KCF	69,4	14,6	-	10,1	7,7	8,8
EV / EBIT	57,0	-	104,3	71,7	26,5	19,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%

## Starker Rückgang im Bereich Geothermie

Die längere Flaute im Auftragssektor hat im letzten Jahr zu einem erneuten deutlichen Erlösrückgang in der Sparte Geothermie geführt. Nach einem Minus von 17 Prozent in 2014 reduzierten sich die Segmenteinnahmen nun sogar um 87 Prozent auf 5,2 Mio. Euro. Erstmals seit mehreren Jahren waren die Aktivitäten daher mit einem Anteil am Konzernumsatz von 30,3 % nicht mehr die wichtigste Einnahmequelle. Diese Rolle hatte im letzten Jahr das Geschäftsfeld Rohstoffe & Exploration inne (32,8 Prozent), obwohl seine Erlöse auch rückläufig waren, allerdings im Vergleich zu einem sehr starken Wert in 2014. Leichte Zuwächse von 5 bzw. 6 Prozent konnten hingegen in den Sparten Wasserwirtschaft sowie umwelttechnische Dienstleistungen (EDS) erwirtschaftet werden.

Spartenerlöse	2014	2015	Änderung
Geothermie	39,5	5,2	-87%
EDS	1,7	1,8	+6%
Rohstoffe und Explor.	6,8	5,7	-16%
Wasserwirtschaft	4,4	4,6	+5%

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Bestandsaufbau durch laufende Projekte

Insgesamt lag der Konzernumsatz mit 17,3 Mio. Euro um 67 Prozent unter dem Vorjahreswert. Ein besseres Bild der Geschäftsentwicklung bietet allerdings die Gesamtleistung, in der auch die laufenden, noch nicht beendeten Bohrprojekte erfasst sind. Der Start der akquirierten Aufträge in den Niederlanden und Belgien führte per Saldo zu einer Bestandserhöhung bei unfertigen Erzeugnissen um 9,1 Mio. Euro, nachdem im Vorjahr wegen der Fertigstellung großer Bohrungen eine Minderung um 8,3 Mio. Euro verbucht worden war. Der Rückgang auf der Ebene der Gesamtleistung ist deswegen mit 40 Prozent (auf 26,4 Mio. Euro) wesentlich geringer ausgefallen als beim Umsatz.

Geschäftszahlen	2014	2015	Änderung
Umsatz	52,3	17,3	-67,0%
Gesamtleistung	44,0	26,4	-40,0%
EBITDA	-6,3	4,5	-
EBIT	-18,4	0,8	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-16,3	0,4	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## EBITDA drastisch verbessert

Im Zuge des geringeren Leistungsvolumens hat sich auch der Materialaufwand reduziert, von 23,9 auf 15,2 Mio. Euro. Die entsprechende Aufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) erhöhte sich damit leicht von 54,3 auf 57,6 Prozent. Die Personalkosten gingen demgegenüber nur deutlich unterproportional von 7,0 auf 6,1 Mio. Euro zurück (Quote: 23,3 vs. 16,0 Prozent im Vorjahr). Trotzdem konnte das Konzern-EBITDA kräftig, von -6,3 auf 4,5 Mio. Euro, verbessert werden. Das lag zum einen an den sonstigen betrieblichen Erträgen, die sich durch einmalige Erträge aus Sachanlageverkäufen, die Aktivierung einer Bürgschaftsforderung sowie durch Versicherungsschädigungen von 0,9 Mio. Euro auf 7,9 Mio. Euro erhöhten. Zum anderen sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 20,2 Mio. Euro auf 8,6 Mio. Euro massiv zurückgegangen. Im Vorjahr waren hier negative Sondereffekte in erheblichem Umfang verbucht worden (u.a. Verluste aus der Veräußerung der Beteiligung an der MD Drilling GmbH, Wertberichtigungen auf Forderungen und auf teilfertige Leistungen).

## Rückkehr in die Gewinnzone

D&S hatte damals mehrere Risikopositionen in der Bilanz vorsichtshalber bereinigt. Im Zuge dessen waren 2014 auch Abschreibungen in Höhe von 12,1 Mio. Euro angefallen, diese reduzierten sich nun auf 3,7 Mio. Euro und damit wieder auf die planmäßige Größenordnung. Daher ist der Ergebnissprung auf der EBIT-Ebene noch größer ausgefallen, mit 0,8 Mio. Euro wurde das Ergebnis vor Steuern und Zinsen um 19,2 Mio. Euro verbessert und die operative Rückkehr in die Gewinnzone vollzogen. Nach Zin-

sen, Steuern und Anteilen Dritter konnte D&S einen Konzernüberschuss von 0,4 Mio. Euro ausweisen, gegenüber -16,2 Mio. Euro im Vorjahr.

## Ziele verfehlt

D&S hat damit im Geschäftsjahr 2015 eine EBIT-Marge, bezogen auf die Gesamtleistung, von 3,1 Prozent erzielt. Damit lag das Unternehmen unter der anvisierten Renditespanne von 4 bis 5 Prozent. Wir hatten in unserem letzten Update mit einer Marge von 3,9 Prozent gerechnet. Ähnlich fällt die Bilanz bei der Gesamtleistung aus, die mit 26,4 Mio. Euro unter dem Zielwert des Managements (30 Mio. Euro) und unserer Taxe (30,2 Mio. Euro) gelegen hat. Aufgrund von Projektverzögerungen war der Aufholprozess im zweiten Halbjahr nicht mehr von Erfolg gekrönt.

## Optimismus für 2016

Trotzdem hat sich die Geschäftslage deutlich verbessert. Nachdem die erste Tiefengeothermiebohrung für das belgische Unternehmen Vito N.V. erfolgreich abgeschlossen werden konnte, wurde D&S ein Folgeauftrag für eine zweite Bohrung erteilt. Darüber hinaus laufen die Bohrungen für Natures Heat in den Niederlanden sowie für HammGas in Deutschland. D&S spricht von einer „guten Auftragslage“, die Bohrgeräte seien ausgelastet. Vor diesem Hintergrund prognostiziert das Management für 2016 einen Anstieg der Gesamtleistung auf 33 Mio. Euro, die EBIT-Marge soll zwischen 2 und 5 Prozent liegen.

## Kraftwerke noch nicht in Betrieb

Ergebnisbeiträge aus den beiden Geothermiekraftwerken in Taufkirchen und Landau wurden dabei vorsichtshalber nicht eingeplant. In Taufkirchen konnte im letzten Winter zwar die Wärmeproduktion gestartet werden, der Beginn der Stromerzeugung steht aber weiter aus (und damit auch die finale Abnahme). Die Mängel an der Verdampfer-/Wärmetauscher-Einheit konnten von dem Hersteller nach Angaben von D&S im Rahmen der Gewährleistung bislang nicht zufriedenstellend behoben werden, so dass nun ein Rückgriff auf andere Anbieter erfolgt.

Ziel ist ein Erzeugungsstart noch im laufenden Jahr. Das Kraftwerk in Landau ist nach einer umfangreichen Überholung zwar betriebsbereit, aber das Unternehmen wartet noch auf die Zustimmung von Seiten der Behörden.

## Längerer Prozess

D&S leistet im Kraftwerksgeschäft Pionierarbeit, muss dafür aber auch Tribut zollen in Form deutlicher Verzögerungen im Hinblick auf den Betriebsstart der Anlagen (bzw. die Wiederinbetriebnahme im Fall von Landau). Auch, wenn der Grundton zu einem Start der Stromproduktion in 2016 durchaus optimistisch ausfällt, wurden Beiträge der Objekte in die Jahresplanung vorerst nicht einkalkuliert. Wir verfahren ebenso und rechnen nun erst für 2017 mit substantiellen Einnahmen, die wir zudem in Relation zur bisherigen Kalkulation (2,3 Mio. Euro) mit einem Sicherheitsabschlag von 30 Prozent versehen. Auch die geplante Gesamtleistung von 33 Mio. Euro für dieses Jahr liegt erheblich unter unserer bisherigen Erwartung (rd. 52 Mio. Euro), womit ersichtlich wird, dass D&S trotz der Fortschritte in der Auftragsakquise deutlich länger braucht, um wieder an die Leistungsfähigkeit der Jahre 2011 bis 2013 (mit einer durchschnittlichen Gesamtleistung von 50,8 Mio. Euro) anzuknüpfen.

## Positive Rahmenbedingungen

Wir gehen davon aus, dass aufgrund der Verzögerungen in der Projektausführung nun zunächst konservativ geplant wurde und rechnen daher mit einer Gesamtleistung von 35 Mio. Euro in 2016 und einem EBIT von 1,0 Mio. Euro. Generell sind die Rahmenbedingungen für die Geothermie in den Zielmärkten von D&S wieder aussichtsreich, die Politik hat den Willen dokumentiert, diese regenerative Energiequelle stärker zu nutzen. In Deutschland wurde kürzlich vom Bundeskabinett der Entwurf für eine Revision des EEG zum 1. Januar 2017 verabschiedet. Projekte in der Tiefengeothermie werden voraussichtlich auch künftig nicht über Ausschreibungsmodelle vergeben und erhalten weiterhin eine feste Einspeisevergütung von zunächst 25,2 Cent / kWh. Eine – zwischenzeitlich diskutierte – Tarifdegression ist bis Ende 2020 nun nicht vorgesehen, was

dem Sektor weiteren Auftrieb geben dürfte. Wir kalkulieren damit, dass der Konzern seine Bohraktivitäten im Bereich der Tiefengeothermie sukzessive ausweiten und 2018 wieder an das alte Leistungsniveau anknüpfen wird. Die im April abgeschlossene bindende Absichtserklärung mit einem internationalen Investor, der ein Tiefengeothermiekraftwerk in Bayern von D&S errichten lassen will, was mit einem Auftragsvolumen für Bohrungen in Höhe von 50 Mio. Euro verbunden wäre, werten wir als wichtigen Schritt in diese Richtung. Die EBIT-Marge aus diesem Bereich sehen wir daher perspektivisch wieder bei deutlich über 5 Prozent. Das Kraftwerksgeschäft wird annahmegemäß einem wachsenden Beitrag zum Ergebnis leisten, allerdings haben wir den Entwicklungspfad, der u.a. auch die Errichtung und den Betrieb einer weiteren Anlage in Neuried beinhaltet, nun insgesamt deutlich vorsichtiger modelliert. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Prämissen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

### Kursziel: 12,15 Euro je Aktie

Der faire Unternehmenswert liegt in unserem favori-

sierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) nun bei 66 Mio. Euro, respektive rund 12,15 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von etwa 24 Prozent. Wegen der Unwägbarkeiten im Hinblick auf die Inbetriebnahme von Landau und Taufkirchen belassen wir das Prognoserisiko unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,1%	17,76	16,21	14,96	13,94	13,09
6,6%	15,62	14,42	13,43	12,60	11,90
7,1%	13,89	12,94	<b>12,14</b>	11,46	10,88
7,6%	12,46	11,69	11,04	10,48	9,99
8,1%	11,26	10,63	10,09	9,62	9,21

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (WACC von 6,1 bis 8,1 Prozent, ewiges Cashflowwachstum von 0 bis 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 9,21 und 17,76 Euro.

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	30,2	40,8	48,9	56,3	60,8	65,6	70,9	74,4
Umsatzwachstum		35,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,3%	6,6%	7,5%	9,5%	10,1%	10,6%	11,1%	11,9%
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>
Steuersatz	-15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,1	0,8	1,1	1,6	1,8	2,1	2,4	2,7
<b>NOPAT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,2	5,6	6,2	7,3	7,8	8,3	9,0	9,6
- Zunahme Net Working Capital	1,4	2,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Investitionen AV	-1,3	-2,9	-0,9	-1,5	-1,3	-1,6	-1,3	-1,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>

SMC-Schätzmodell

## Fazit

---

Daldrup & Söhne kann von einer deutlichen Belebung der Geschäftsaktivitäten im Jahresverlauf 2015 berichten. Das Unternehmen konnte mehrere Großaufträge akquirieren, die allerdings nur noch zu einem kleineren Teil in die Resultate der letzten Finanzperiode eingegangen sind. Daher haben sich der Umsatz um 67 Prozent auf 17,3 Mio. Euro und die Gesamtleistung um 40 Prozent auf 26,4 Mio. Euro reduziert. Nachdem im Vorjahr eine Bilanzbereinigung für tiefrote Zahlen gesorgt hatte, ist dabei mit einem EBIT von 0,8 Mio. Euro der Turnaround gelungen. Für die laufende Periode prognostiziert das Management angesichts der Belebung des Auftragseingangs einen Anstieg der Gesamtleistung auf 33 Mio. Euro, die EBIT-Marge soll zwischen 2 und 5 Prozent liegen. Wir sehen das Unternehmen auf dem Weg zur alten Leistungsstärke, eine im April vermeldete bindende Absichtserklärung mit einem Volumen von 50 Mio. Euro für Bohrungen zur Errichtung eines Tiefengeothermiekraftwerks in Bayern verdeutlicht, dass der Trend stimmt.

Enttäuschend verläuft hingegen bislang die Entwicklung bei den Kraftwerken in Taufkirchen und Lan-

dau, an denen D&S substantiell beteiligt ist. In Taufkirchen ist zwar die Wärmeproduktion im Winter gestartet, die Stromproduktion scheiterte bislang aber an Problemen mit der der Verdampfer-/Wärmetauscher-Einheit, die der Hersteller im Rahmen der Gewährleistung noch nicht beheben konnte. Das Unternehmen plant nun den Rückgriff auf andere Anbieter. Das Kraftwerk in Landau ist hingegen betriebsbereit, hier wird aber noch auf grünes Licht von Seiten der Behörden gewartet. D&S zeigt sich vorsichtig optimistisch für einen Start der Stromproduktion beider Anlagen in 2016, hat aber vorsichtshalber keine Ergebnisbeiträge in die Jahresprognose einkalkuliert.

Wir sind ebenso verfahren und haben darüber hinaus für die Folgejahre Risikoabschläge vorgenommen. Trotzdem sehen wir den fairen Wert der Aktie mit 12,15 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs. Trotz der Revitalisierung des Bohrgeschäfts bleibt unser Urteil bis zur Inbetriebnahme der Kraftwerke vorerst weiter „Hold“.

## Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	51,4	49,0	48,5	46,1	44,4	42,5	40,9	39,1	37,5
1. Immat. VG	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
2. Sachanlagen	26,5	24,3	23,8	22,9	22,7	22,2	22,2	21,9	21,8
II. UV Summe	37,3	40,2	44,0	47,9	55,5	63,9	72,5	82,5	92,9
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	46,5	46,1	47,0	48,6	50,9	53,3	56,2	59,5	63,3
II. Rückstellungen	3,1	3,5	3,8	4,1	4,5	4,8	5,1	5,5	5,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	25,4	25,4	25,7	25,3	25,9	26,5	27,2	27,9	28,7
2. Kurzfristiges FK	13,9	14,5	16,2	16,0	18,8	21,9	25,1	28,8	32,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>88,9</b>	<b>89,4</b>	<b>92,6</b>	<b>94,1</b>	<b>100,0</b>	<b>106,5</b>	<b>113,6</b>	<b>121,7</b>	<b>130,5</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	17,3	30,2	40,8	48,9	56,3	60,8	65,6	70,9	74,4
Gesamtleistung	26,4	35,2	45,8	53,9	61,3	65,8	70,6	75,9	79,4
Rohertrag	11,2	14,2	19,3	22,1	25,3	27,5	29,9	32,6	34,8
EBITDA	4,4	4,7	4,6	5,3	6,1	6,8	7,6	8,5	9,5
EBIT	0,7	1,0	2,7	3,7	5,3	6,1	7,0	7,9	8,9
EBT	-0,1	-0,3	1,3	2,3	4,1	5,0	5,9	6,9	8,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,2	-0,4	0,9	1,6	2,9	3,5	4,2	4,9	5,6
JÜ	0,4	-0,2	0,9	1,6	2,7	3,2	3,8	4,5	5,1
EPS	0,07	-0,04	0,17	0,29	0,49	0,59	0,70	0,82	0,95

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	-17,2	5,0	6,6	5,8	6,9	7,5	8,1	8,8	9,5
CF aus Investition	4,1	-1,3	-2,9	-0,9	-1,5	-1,3	-1,6	-1,3	-1,5
CF Finanzierung	12,0	0,0	1,1	-1,5	1,5	1,4	1,3	1,5	1,4
Liquidität Jahresanfa.	4,5	3,2	6,9	11,8	15,2	22,2	29,9	37,7	46,8
Liquidität Jahresende	3,2	6,9	11,8	15,2	22,2	29,9	37,7	46,8	56,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	-67,0%	75,0%	35,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
Rohtragsmarge	64,9%	47,1%	47,3%	45,2%	44,9%	45,2%	45,6%	46,1%	46,7%
EBITDA-Marge	25,5%	15,6%	11,3%	10,9%	10,8%	11,2%	11,6%	12,1%	12,7%
EBIT-Marge	3,9%	3,3%	6,6%	7,5%	9,5%	10,1%	10,6%	11,1%	11,9%
EBT-Marge	-0,6%	-1,1%	3,2%	4,8%	7,3%	8,2%	9,0%	9,8%	10,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,2%	-0,7%	2,3%	3,2%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,9%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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), 4)

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 Kurservartung 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 letzten 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
22.10.2015	Hold	13,00 Euro	1), 3), 4)
01.09.2015	Hold	13,00 Euro	1), 3)
11.06.2015	Hold	13,00 Euro	1), 3)
23.10.2014	Speculative Buy	16,00 Euro	1), 3), 4)
27.06.2014	Speculative Buy	16,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update, 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.