

21. Dezember 2017  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



## Daldrup & Söhne AG

Hoher Auftragsbestand sichert  
Auslastung für 2018

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **11,89 Euro** | Kursziel: **12,50 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:** 140  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE0007830572  
**Kurs:** 11,89 Euro  
**Marktsegment:** Scale  
**Aktienzahl:** 5,45 Mio. Stück  
**Market Cap:** 64,7 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 70,8 Mio. Euro  
**Free-Float:** 35,2 %  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 12,00 / 7,419 Euro  
**Ø Umsatz (12 M Xetra):** 27,7 Tsd. Euro

Daldrup & Söhne hat im laufenden Jahr große Fortschritte im Kraftwerksgeschäft gemacht. Das Geothermiekraftwerk in Landau läuft derzeit erfolgreich im Probebetrieb, so dass zeitnah der Übergang in den Regelbetrieb erfolgen kann. Am zweiten eigenen Standort, in Taufkirchen, werden hingegen die beiden neuen Wärmetauscher bis zum nächsten Frühjahr schrittweise in Betrieb genommen, so dass die Stromproduktion dann nach dem Ende der Heizperiode anlaufen könnte. Darüber hinaus gab es auch positive Nachrichten zu dem geplanten weiteren Großprojekt in Neuried, für das gemäß einer Vorprüfung der zuständigen Behörden keine Umweltverträglichkeitsprüfung erforderlich ist. Damit kann D&S die nächsten Schritte in Angriff nehmen. Neben dieser positiven Entwicklung im Bereich der eigenen Kraftwerke läuft auch das Bohrgeschäft sehr gut. Mit einem hohen Auftragsbestand zum Ende des dritten Quartals ist die Auslastung für das Jahr 2018 schon weitgehend sichergestellt. Für die laufende Finanzperiode hat das Management mit dem Halbjahresbericht das Ziel einer Gesamtleistung von 40 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent bekräftigt.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	44,0	26,4	39,5	40,2	44,6	47,7
EBIT (Mio. Euro)	-18,3	0,8	1,0	1,0	2,0	2,3
Jahresüberschuss	-16,0	0,4	0,4	0,3	0,6	0,8
EpS	-2,95	0,07	0,07	0,06	0,11	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06
Wachstum Gesamtleistung	-26,5%	-40,0%	49,5%	1,9%	11,0%	6,9%
Gewinnwachstum	-	-	2,3%	-12,8%	76,7%	35,1%
KUV	1,24	3,75	2,08	1,98	1,72	1,52
KGV	-	173,6	169,8	194,7	110,2	81,6
KCF	18,6	-	17,7	29,2	15,8	15,7
EV / EBIT	-	104,0	90,9	73,5	35,7	30,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%

## Dynamisches Bohrgeschäft

Daldrup und Söhne (D&S) ist im Bohrgeschäft weiterhin sehr gut ausgelastet. Zum Halbjahresstichtag waren die großen Aufträge aber größtenteils noch nicht schlussabgerechnet, so dass der Umsatz in den ersten sechs Monaten von 7,3 auf 5,5 Mio. Euro zurückgegangen ist. Ein besseres Bild der dynamischen Geschäftsentwicklung liefert die Gesamtleistung, die in Relation zum Vorjahr um 9 Prozent auf 22,8 Mio. Euro gesteigert werden konnte. Das im ersten Halbjahr geschaffene Potenzial spiegelt sich dementsprechend in einem Bestandsaufbau um 17,3 Mio. Euro (Vorjahr: 13,7 Mio. Euro) und auf der Aktivseite der Bilanz in einem Anstieg der unfertigen Leistungen und Erzeugnisse von 62,9 auf 77,2 Mio. Euro wider. Dem stehen nur erhaltene Anzahlungen von 65,7 Mio. Euro (Jahresbeginn: 56,0 Mio. Euro) gegenüber.

Geschäftszahlen	HJ16	HJ17	Änderung
Umsatz	7,3	5,5	-23,9%
Gesamtleistung	21,0	22,8	+9,0%
EBITDA	2,19	2,26	+3,2%
EBIT	0,38	0,49	+30,2%
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	0,00	0,17	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT steigt um 30 Prozent

Die Kostensituation hat sich im ersten Halbjahr ebenfalls positiv entwickelt – mit einer Ausnahme. Der mit Abstand größte Posten, der Materialaufwand, legte deutlich unterproportional zur Gesamtleistung um 1,8 Prozent auf 11,9 Mio. Euro zu. Auch die Personalkosten erhöhten sich mit 4,1 Prozent auf 4,0 Mio. Euro vergleichsweise moderat. Einen kräftigen Anstieg (+39 Prozent auf 4,9 Mio. Euro) gab es hingegen bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, was das Unternehmen vor allem mit Vorlaufkosten für größere Bohrprojekte begründet. Hierdurch wurde die EBITDA-Verbesserung auf 3,2 Prozent (2,3 Mio. Euro) begrenzt. Aufgrund rückläufiger Abschreibungen (von 1,81 auf 1,76 Mio. Euro) konnte der Gewinn vor Zinsen und Steuern aber deutlich stärker, um 30,2 Prozent auf 0,49 Mio.

Euro, gesteigert werden. Ein verbessertes Beteiligungs- und Finanzergebnis (von -0,51 auf -0,32 Mio. Euro) und ein unverändert leicht positiver Steuer-saldo (24,7 Tsd. Euro) ermöglichten eine Erhöhung des Nettogewinns von 2,6 auf 167,9 Tsd. Euro.

## Cashflow noch negativ

Dies konnte aber noch nicht in einen positiven freien Cashflow umgemünzt werden. Vor allem aufgrund eines deutlichen Rückgangs der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (-2,36 Mio. Euro) war der betriebliche Cashflow mit -1,1 Mio. Euro negativ. Dem stand ein leicht positiver Investitions-cashflow von 0,1 Mio. Euro gegenüber, der sich aus Einzahlungen aus dem Abgang von Finanzanlagevermögen (0,2 Mio. Euro) und Investitionsauszahlungen (0,1 Mio. Euro) saldierte. Mit einer Kreditaufnahme in Höhe von 0,6 Mio. Euro wurde der Zahlungsmittelrückgang (inkl. Währungseffekten) auf 475 Tsd. Euro begrenzt, so dass zum Halbjahresstichtag eine Liquidität von 280 Tsd. Euro zur Verfügung stand. Nach wie vor sehr solide ist das Bilanzbild, die Eigenkapitalquote beträgt zum 30. Juni 51,3 Prozent.

## Stromproduktion vor dem Start

Fortschritte konnte D&S nicht nur für das Bohrgeschäft, sondern auch für die unternehmenseigenen Geothermiekraftwerke vermelden. Nach der Genehmigung des Sonderbetriebsplans für Landau verläuft der Probetrieb erfolgreich, so dass in den kommenden Wochen der Wechsel in den Regelbetrieb erfolgen kann. Dieser läuft in Taufkirchen schon seit Ende 2015 für die Wärmebereitstellung. Die Stromproduktion konnte wegen technischer Probleme, vor allem mit den Wärmetauschern, hingegen noch nicht aufgenommen werden. Zwei neue Exemplare mussten bei einem anderen Anbieter bestellt werden, das erste davon wird aktuell installiert und dürfte dann den Probetrieb starten. Im Frühjahr nächsten Jahres soll die zweite Einheit betriebsbereit sein, so dass nach dem Auslaufen der Heizsaison die Kapazitäten für die Stromproduktion genutzt werden könnten. Ein weiteres großes Kraftwerk

plant D&S in Neuried mit einer anvisierten Produktionsleistung von rund 16.000 MWh Strom und ca. 10.000 MWh Fernwärme. Nach einer Vorprüfung des Landesamts für Geologie, Rohstoffe und Bergbau des Regierungspräsidiums Freiburg ist eine Umweltverträglichkeitsprüfung nicht erforderlich, so dass D&S die nächsten Schritte zur Vorbereitung des Bohrstarts einleiten kann. Bereits im fortgeschrittenen Planungsstadium befindet sich auch ein Heizkraftwerk in Puchheim mit einer thermischen Leistung von 4,4 MW, das gemeinsam mit der Stadt realisiert werden und anschließend Fernwärme an Bayernwerk Natur liefern soll. Die erste Thermalwasserbohrung könnte im Jahr 2018 stattfinden.

### Sehr gute Auftragslage

Puchheim zählt zur aktuell sehr gut gefüllten Pipeline von D&S, die Projekte mit einem gewichteten Wert von mehr als 70 Mio. Euro umfasst. Aber auch das Volumen der bereits fest fixierten Aufträge bewegt sich auf einem hohen Niveau. Einen weiteren Folgeauftrag hat das Unternehmen zum Beispiel von Vito N.V. in Belgien erhalten. Nachdem die ersten beiden Bohrungen erfolgreich waren, wird nun die dritte von maximal fünf Bohrungen erstellt. Die Arbeiten sind im Oktober gestartet und sollen bis zur Jahresmitte 2018 abgeschlossen werden. Für die letzten beiden Bohrungen besteht bereits eine Beauftragung „auf Abruf“. Fest eingebucht ist auch ein Großauftrag der Stadtwerke München in Höhe eines zweistelligen Millionenbetrags, für den der Bohrplatz aktuell vorbereitet wird. In den Niederlanden steht ein Projekt für die im Verbund Nature's Heat zusammengeschlossen Gewächshausbetreiber, das eine Dublette und die Errichtung einer Heizzentrale sowie eines Nahwärme-Verteilnetzes umfasst, vor dem Abschluss. Zwei ähnliche Projekte werden aktuell mit anderen Kunden verhandelt. Insgesamt spricht das Unternehmen von zahlreichen Ausschreibungen und Vertragsverhandlungen, die zu weiteren Aufträgen führen dürften.

### Prognose bekräftigt

Für das laufende Jahr hat das Management nach den Halbjahreszahlen die Prognose bekräftigt, die eine Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und eine

EBIT-Marge zwischen 2 und 5 Prozent vorsieht. Unter Berücksichtigung der Halbjahreszahlen und der berichteten Projektfortschritte folgen wir nun dem Zielwert des Vorstands und gehen davon aus, dass D&S eine Gesamtleistung von 40,2 Mio. Euro (bislang: 43,0 Mio. Euro) erzielen wird. Die Ableitung des Umsatzes ist schwieriger, da dieser stark davon beeinflusst wird, ob größere Schlussabrechnung noch zum Jahresende möglich sind oder ob sich diese auf Anfang 2018 verschieben. Wir rechnen nun im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise konservativ mit Einnahmen in Höhe von 32,7 Mio. Euro (bislang: 37,4 Mio. Euro). Das daraus resultierende EBIT sehen wir bei 1,0 Mio. Euro (bislang 1,6 Mio. Euro). Auch das ist konservativ geschätzt und wird stark von der Ergebnisrealisierung mit Schlussabrechnungen beeinflusst. Nach wie vor ist es aber eine anspruchsvolle Aufgabe für das Unternehmen, die gute Auslastung im komplexen Bohrgeschäft auch in eine höhere Marge umzusetzen. Per Anfang Juli konnte mit Stephan Temming ein Experte aus dem Finanzsektor gewonnen werden, der künftig u.a. den Bereich Controlling betreut. Das könnte einen wichtigen Schritt darstellen, um die Effizienz im Konzern zu erhöhen.

### Modell aktualisiert

Wir gehen weiterhin davon aus, dass D&S noch erhebliches Margenpotenzial im Bohrgeschäft heben kann. Darüber hinaus sind die Chancen deutlich gestiegen, dass die unternehmenseigenen Geothermiekraftwerke ab 2018 steigende Ergebnisbeiträge liefern. In unserem Modell sind die Realisierung von Effizienzverbesserungen und der Start der Stromproduktion als Prämissen unterstellt. Ab dem nächsten Geschäftsjahr haben wir erste Beteiligungserträge aus dem Kraftwerksbetrieb einkalkuliert. Da das Unternehmen in diesem Bereich weitere aussichtsreiche Projekte verfolgt, lassen wir die Einnahmen im Detailprognosezeitraum deutlich ansteigen. In Abhängigkeit von den finalen Anteilsverhältnissen bei einzelnen Objekten ist auch eine Vollkonsolidierung im Konzernabschluss von D&S in den kommenden Perioden denkbar, davon haben wir aber zunächst abstrahiert. Die Entwicklung der Gesamtleistung wird daher vom Bohrgeschäft determiniert, hier sehen wir

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	32,7	37,6	42,5	47,6	52,3	56,5	59,4	62,3
Umsatzwachstum		15,0%	13,0%	12,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge*	2,9%	5,3%	5,5%	5,8%	8,6%	11,9%	13,6%	14,5%
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,3	0,6	0,7	0,8	1,4	2,0	2,4	2,7
<b>NOPAT</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,6	3,2	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,7	5,1	5,1	5,3	6,3	7,7	8,5	9,1
- Zunahme Net Working Capital	-2,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,2	-1,5	-1,7	-1,5	-1,6	-1,2	-1,3	-1,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>

\* bezogen auf den Umsatz (nicht Gesamtleistung); SMC-Schätzmodell

gute Voraussetzungen für stetiges Wachstum. Die Umsätze sollten mit etwas Verzögerung wegen des Time-lags bis zur Schlussabrechnung nachziehen. Aus dem wachsenden Bohrgeschäft, den unterstellten Effizienzverbesserungen in den Abläufen und vor allem den steigenden Beiträgen aus dem Kraftwerksbetrieb resultiert im Zeitablauf eine deutliche Verbesserung der EBIT-Marge. 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: 12,50 Euro je Aktie

Der faire Unternehmenswert liegt in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,6 Prozent) nun bei 67,9 Mio. Euro, respektive rund 12,47 Euro je Aktie. Daraus leiten wir 12,50 Euro als neues Kursziel ab (bislang: 12,15 Euro). In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von etwa 6 Prozent. Wegen

der Unwägbarkeiten im Hinblick auf die Inbetriebnahme der Stromproduktion in Taufkirchen belassen wir das Prognoserisiko unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (WACC von 5,6 bis 7,6 Prozent, ewiges Cashflow-Wachstum von 0 bis 2 Prozent) schwankt der faire Wert der Aktie zwischen 9,00 und 19,70 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,6%	19,70	17,55	15,87	14,52	13,41
6,1%	16,94	15,31	14,01	12,93	12,04
6,6%	14,78	13,51	<b>12,47</b>	11,61	10,87
7,1%	13,03	12,03	11,19	10,48	9,87
7,6%	11,60	10,79	10,10	9,51	9,00

## Fazit

---

Die Geschäfte von Daldrup und Söhne entwickeln sich weiterhin sehr lebhaft. Im ersten Halbjahr 2017 konnte die Gesamtleistung um 9 Prozent auf 22,8 Mio. Euro gesteigert werden. Noch besser kommt die anziehende Dynamik in der gewichteten Auftragspipeline zum Ausdruck, die sich Ende September auf mehr als 70 Mio. Euro summierte. Die Kapazitäten sind schon jetzt bis in das Jahr 2019 hinein gut ausgelastet, und das Unternehmen hat weitere Beauftragungen in Aussicht gestellt.

Angesichts der hohen Nachfrage ist die Rendite noch unbefriedigend, im ersten Halbjahr summierte sich die EBIT-Marge nur auf 2,15 Prozent. Ob zwischen Juli und Dezember bereits eine deutliche Verbesserung gelingt, hängt von dem Volumen der Schlussabrechnungen in 2017 ab. Das Management hat jedenfalls die Jahresprognose bekräftigt, die eine Gesamtleistung von 40 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent vorsieht. Wir gehen davon aus, dass diese Ziele erreicht werden können. D&S hat darüber hinaus einen Finanzexperten eingestellt, der u.a. das Controlling betreut, und dürfte damit den Fokus auch stärker auf die Effizienz legen.

Eine weitere Ergebnisverbesserung verspricht der Start der Stromproduktion in den unternehmensei-

genen Geothermiekraftwerken, bei denen es zuletzt deutliche Fortschritte gegeben hat. Während in Landau nach einem erfolgreichen Probetrieb der Übergang in den Regelbetrieb zeitnah erfolgt, hat das Unternehmen für Taufkirchen die Aufnahme der Regel-Stromerzeugung ab dem nächsten Frühjahr in Aussicht gestellt. Perspektivisch wird D&S noch weitere eigene Kraftwerke zusammen mit Partnern entwickeln, die Planung für ein neues großes Projekt in Neuried ist bereits weit gediehen.

Insgesamt sind die Aussichten damit verheißungsvoll, künftig sollten die eigenen Kraftwerke einen steigenden Ergebnisbeitrag liefern. Zudem ist eine gute Auslastung des Bohrgeschäfts schon bis Anfang 2019 weitgehend sichergestellt. Wir hatten mit der positiven Entwicklung gerechnet, nach einer moderaten Aktualisierung unseres Modells sehen wir den fairen Wert nun bei 12,50 Euro je Aktie (bislang: 12,15 Euro). Unser Urteil bleibt „Hold“, da sich der positive Newsflow in den letzten Monaten in einem deutlichen Kursanstieg niedergeschlagen hat. Das Prognoserisiko stufen wir zudem weiter als relativ hoch ein, insbesondere wegen des noch ausstehenden Starts der Strom-Regelproduktion in Taufkirchen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	49,5	46,1	44,4	43,1	41,8	40,8	39,4	38,4	37,5
1. Immat. VG	1,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
2. Sachanlagen	24,6	22,0	20,5	19,4	18,3	17,4	16,3	15,4	14,8
II. UV Summe	41,9	46,3	48,9	53,1	57,6	63,1	70,9	79,2	87,9
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	46,1	46,2	46,8	47,6	48,4	50,2	53,2	56,6	60,4
II. Rückstellungen	3,2	3,7	4,2	4,7	5,2	5,7	6,2	6,7	7,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	22,7	22,5	22,4	22,6	22,8	23,0	23,4	23,8	24,3
2. Kurzfristiges FK	19,4	20,1	20,0	21,4	23,0	25,0	27,6	30,5	33,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>91,4</b>	<b>92,4</b>	<b>93,3</b>	<b>96,3</b>	<b>99,4</b>	<b>103,9</b>	<b>110,4</b>	<b>117,6</b>	<b>125,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	31,1	32,7	37,6	42,5	47,6	52,3	56,5	59,4	62,3
Gesamtleistung	39,5	40,2	44,6	47,7	51,6	56,3	60,5	63,4	66,3
Rohertrag	14,9	20,4	20,9	20,9	21,8	23,9	26,0	27,4	28,6
EBITDA	4,6	4,5	4,9	4,5	4,4	5,4	6,7	7,1	7,3
EBIT	1,0	1,0	2,0	2,3	2,8	4,5	6,7	8,1	9,0
EBT	-0,2	0,2	0,8	1,2	1,6	3,2	5,4	6,9	7,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,2	0,1	0,6	0,9	1,1	2,2	3,8	4,8	5,5
JÜ	0,4	0,3	0,6	0,8	1,0	2,1	3,5	4,4	5,1
EPS	0,07	0,06	0,11	0,15	0,19	0,38	0,64	0,81	0,93

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	3,7	2,2	4,1	4,1	4,2	5,1	6,6	7,4	7,9
CF aus Investition	-1,1	-0,2	-1,5	-1,7	-1,5	-1,6	-1,2	-1,3	-1,4
CF Finanzierung	-2,3	-0,2	-0,8	1,0	0,8	1,0	1,3	1,0	0,9
Liquidität Jahresanfa.	3,2	0,8	2,6	4,4	7,8	11,3	15,8	22,4	29,6
Liquidität Jahresende	0,8	2,6	4,4	7,8	11,3	15,8	22,4	29,6	37,0

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	80,4%	5,0%	15,0%	13,0%	12,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%
Rohtragsmarge	47,8%	62,4%	55,6%	49,2%	45,9%	45,6%	46,1%	46,2%	45,9%
EBITDA-Marge	13,4%	13,8%	12,9%	10,5%	9,2%	10,2%	11,9%	12,0%	11,7%
EBIT-Marge	2,5%	2,9%	5,3%	5,5%	5,8%	8,6%	11,9%	13,6%	14,5%
EBT-Marge	-0,5%	0,5%	2,2%	2,9%	3,4%	6,1%	9,6%	11,6%	12,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,2%	1,0%	1,6%	1,9%	2,2%	3,9%	6,2%	7,4%	8,1%

# 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 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 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
12.06.2017	Hold	12,15 Euro	1), 3), 4)
28.03.2017	Hold	13,70 Euro	1), 3)
11.10.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3)
31.08.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3)
15.06.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3), 4)
22.10.2015	Hold	13,00 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.