

7. Juni 2018  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Daldrup & Söhne AG

Operative Ergebnisqualität  
deutlich verbessert

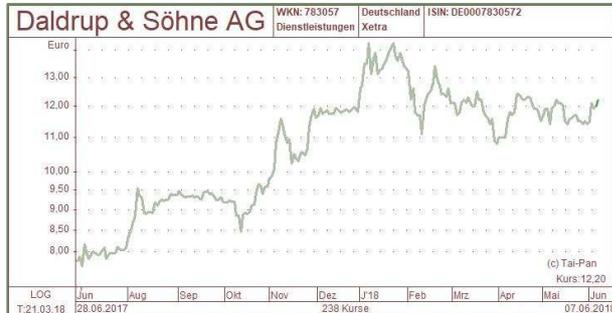
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 12,00 Euro | Kursziel: 14,70 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**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:** 147  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE0007830572  
**Kurs:** 12,00 Euro  
**Marktsegment:** Scale  
**Aktienzahl:** 5,99 Mio. Stück  
**Market Cap:** 71,9 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 108,8 Mio. Euro

**Free-Float:** 41,1 %  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 15,00 / 7,681 Euro  
**Ø Umsatz (12 M Xetra):** 38,0 Tsd. Euro

Dank einer hohen Auslastung im Bohrgeschäft hat Daldrup & Söhne die Gesamtleistung im letzten Jahr um 9,1 Prozent auf 43 Mio. Euro gesteigert und damit die eigene Zielsetzung von etwa 40 Mio. Euro übertroffen. Das EBIT wurde währenddessen um 19,8 Prozent auf 1,1 Mio. Euro gesteigert, so dass die operative Marge mit 2,6 Prozent im Rahmen der Zielspanne lag (2 bis 5 Prozent). Erfreulich entwickelt hat sich zuletzt auch der Auftragsbestand im Bohrgeschäft, der per Ende Mai 2018 mit 49,1 Mio. Euro ein neues Rekordhoch markiert hat. Trotz dieser Verbesserungen bringt das Zahlenwerk die Fortschritte, die das Unternehmen zuletzt gemacht hat, aber nur teilweise zum Ausdruck. Denn auch in der Entwicklung der eigenen Kraftwerke gab es wichtige Meilensteine: Die Anlage in Landau hat im letzten Herbst den Probebetrieb gestartet, während in Taufkirchen in diesem Jahr erstmals Strom eingespeist wurde (die Wärmeproduktion läuft schon seit 2015). Im laufenden Jahr sollen beide Kraftwerke in den Regelbetrieb übergehen und mit der Strom- und Wärmeproduktion plangemäß 5 Mio. Euro zu den Erlösen und 1 Mio. Euro zum EBIT beitragen. Insgesamt plant der Konzern für dieses Jahr mit einer Gesamtleistung von ca. 40 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	26,4	39,5	43,0	44,0	46,3	47,4
EBIT (Mio. Euro)	0,7	0,8	1,0	1,3	2,3	3,4
Jahresüberschuss	0,4	0,4	0,2	0,1	0,3	0,8
EpS	0,07	0,07	0,04	0,02	0,05	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,06
Wachstum Gesamtleistung	-40,0%	49,5%	9,1%	2,2%	5,1%	2,4%
Gewinnwachstum	-	2,3%	-40,0%	-59,3%	193,2%	208,1%
KUV	4,17	2,31	2,90	2,05	1,96	1,66
KGV	192,7	188,5	314,0	771,0	262,9	85,3
KCF	-	19,7	7,2	13,7	10,7	10,1
EV / EBIT	160,0	190,5	99,5	81,3	46,9	31,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%

## Gesamtleistung über den Erwartungen

Daldrup & Söhne (D&S) hat die Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2017 um 9,1 Prozent auf 43,0 Mio. Euro gesteigert und damit sowohl die eigene Zielsetzung (rund 40 Mio. Euro) als auch unsere Schätzung (40,2 Mio. Euro) deutlich übertroffen. Das ist das Resultat der sehr guten Auslastung im Bohrgeschäft. Dennoch ist der Umsatz binnen Jahresfrist um 25,8 Prozent auf 24,8 Mio. Euro zurückgegangen, während wir mit einem Anstieg auf 32,7 Mio. Euro gerechnet hatten. Wegen des Projektcharakters des Bohrgeschäfts ist der Umsatz von D&S eine sehr volatile Größe, deren Ausprägung vor allem davon abhängt, ob große Aufträge im Geschäftsjahr noch schlussabgerechnet werden können. Das war im Fall eines großen Projekts in den Niederlanden (Nature's Heat) mit einem Volumen von knapp 15 Mio. Euro nicht der Fall, stattdessen hat sich die Schlussabrechnung in das laufende Jahr verschoben. Zum größten Teil war das verantwortlich für den Bestandsaufbau in Höhe von 18,3 Mio. Euro (Vorjahr 8,3 Mio. Euro). Andernfalls hätte D&S unsere Umsatzprognose signifikant übertroffen.

## Deutlich weniger Fremdleistungen

Bis zur Schlussabrechnung zieht das Unternehmen im Rahmen der Verbuchung der unfertigen Leistungen pauschal 12,5 Prozent des anteiligen Auftragswerts ab, so dass die Marge erst am Ende gezeigt wird. Der Ergebnisbeitrag des niederländischen Projekts ist daher in den Zahlen für 2017 nicht enthalten. Trotzdem konnte D&S das EBITDA um 4,1 Prozent auf 4,7 Mio. Euro steigern – und das, obwohl die sonstigen betrieblichen Erträge, die sich im Vorjahr aufgrund eines Sonderertrags noch auf 8,3 Mio. Euro summiert hatten, nur bei 2,3 Mio. Euro lagen. Kompensiert wurde dies durch einen deutlichen Rückgang der bezogenen Leistungen von 16,7 auf 8,4 Mio. Euro (die für Großprojekte zum Teil schon im Vorjahr verbucht worden waren), der den Materialaufwand trotz der gestiegenen Gesamtleistung um 11,3 Prozent auf 21,8 Mio. Euro absinken ließ. Ebenfalls reduziert werden konnten außerdem die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 11,4 auf 10,4 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	2016	2017	Änderung
Umsatz	31,1	24,8	-20,5%
Gesamtleistung	39,5	43,0	+9,1%
EBITDA	4,56	4,74	+4,1%
EBIT	0,95	1,14	+19,8%
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	0,38	0,23	-40,0%

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

## EBIT in der Zielspanne

Die EBITDA-Verbesserung um 0,19 Mio. Euro konnte in fast exakt dieser Höhe in eine Steigerung des EBIT umgemünzt werden, da die Abschreibungen mit 3,6 Mio. Euro im Vergleich zum Vorjahr stabil geblieben sind. Dadurch hat sich der operative Gewinn vor Zinsen und Steuern relativ betrachtet um 19,8 Prozent gegenüber 2017 auf 1,1 Mio. Euro erhöht. Daraus errechnet sich eine EBIT-Marge in Relation zur Gesamtleistung von 2,6 Prozent (Vorjahr: 2,4 Prozent), die damit innerhalb der ausgegebenen Zielspanne von 2 bis 5 Prozent lag. Wir hatten mit einem EBIT von 1,0 Mio. Euro gerechnet, dabei aber den Ergebnisbeitrag aus Nature's Heat einkalkuliert. Insofern hat sich die operative Ergebnisqualität von D&S deutlich verbessert. Nach Anteilen Dritter ist der Jahresüberschuss trotzdem um 40 Prozent auf rund 229 Tsd. Euro gesunken, vor allem aufgrund einer gestiegenen Zinsbelastung (1,8 Mio. Euro ggü. 1,35 Mio. Euro im Vorjahr) sowie geringerer Steuererträge (31 Tsd. Euro ggü. 309 Tsd. Euro).

## Kraftwerke vor Regelbetrieb

Fortschritte gab es nicht nur im Zahlenwerk, sondern auch in der Entwicklung der konzerneigenen Kraftwerke. Am Standort Landau konnte nach einer langen Vorlaufphase im Oktober 2017 der Probebetrieb aufgenommen werden, der seitdem sehr erfreulich läuft. Zwar wurde der angestrebte Wechsel in den Regelbetrieb noch nicht vollzogen, da noch einige Formalien ausstehen, trotzdem liegt die Produktivität des Kraftwerks bereits über den Erwartungen. Auch beim zweiten großen Vorhaben in Taufkirchen steht der Start des Regelbetriebs noch aus. Aber nachdem zunächst

nur Wärme produziert werden konnte, wurde im ersten Quartal dieses Jahres erstmals im Probetrieb Strom in das Netz eingespeist. Nun soll im zweiten Halbjahr endlich der Regelbetrieb anlaufen und zudem ein zweiter großer Wärmetauscher in Betrieb genommen werden, um das Potenzial der Anlage auszuschöpfen.

### Mehrheit übernommen

Für D&S sind das wichtige Schritte auf dem Weg zum Aufbau der Geothermie-Stromproduktion als zweites Standbein neben dem Bohrgeschäft. Begleitet wurden diese durch eine Aufstockung der Anteilsquote an beiden Anlagen. Von dem Kraftwerk Taufkirchen konnten gemäß einer Meldung aus dem Januar über die D&S-Tochter Geysir Europe sämtliche Anteile des Miteigners Axpo Power übernommen werden, so dass der durchgerechnete Anteil der Aktiengesellschaft von knapp 30 auf 55,2 Prozent gestiegen ist. Kurz darauf erfolgte im Rahmen eines Vergleichs mit den Pfalzwerken auch eine Aufstockung der Beteiligung an Landau von 30 auf 67,5 Prozent (aus Sicht der AG). Im laufenden Jahr werden die Zahlen beider Kraftwerke nun vollkonsolidiert.

### Weiterer Ausbau des Portfolios

Die nächsten eigenen Kraftwerksprojekte befinden sich bereits in einem fortgeschrittenen Planungsstadium. Das Projekt in Neuried mit einer Zielproduktion von ca. 16.000 MWh Strom und 10.000 MWh Wärme p.a. könnte noch in diesem Jahr die notwendigen Genehmigungen der Behörden erhalten, um mit den Arbeiten am Bohrplatz zu beginnen. Nach Aussage des Managements stößt das Vorhaben auf großes Interesse von Investoren. Während die Tochter Geysir Europe im Moment noch 100 Prozent der Anteile von Neuried hält, beträgt der Zielanteil nach der Einbindung von Investoren etwa 25 bis 50 Prozent, bei einem gesamten Investitionsvolumen von 45 Mio. Euro. Deutlich kleinere Dimensionen hat das Kraftwerk Puchheim zur Wärmeproduktion (thermische Leistung 4,5 MW), für das 15 Mio. Euro budgetiert sind und an dem D&S letztlich einen ähnlichen Anteil wie an Neuried halten möchte. Obwohl aktuell

noch kommunalpolitische Entscheidungen abgewartet werden, rechnet das Management mit einer Umsetzung in den Jahren 2019/20.

### Hoher Auftragsbestand

Die eigenen Kraftwerksprojekte werden einen Teil der Bohrkapazitäten von D&S binden. Aber auch die externe Nachfrage ist im Kerngeschäft weiterhin sehr hoch. Im April haben die Stadtwerke München die Zahl der im Vorjahr beauftragten Bohrungen von vier auf sechs (je drei Förder- und Injektionsbohrungen) aufgestockt, so dass das Gesamtvolumen damit deutlich im zweistelligen Millionenbereich liegt. D&S wird zu deren Umsetzung vor Ort bis in das Jahr 2020 aktiv sein. Einen kleineren Auftrag für eine Geothermiebohrung bis zu einer Tiefe von 1.250 Metern, dessen Volumen im unteren einstelligen Millionenbetrag liegt, hat Anfang Mai eine Tochter der Stadtwerke Schwerin erteilt. Den fixen Auftragsbestand per Ende Mai beziffert das Unternehmen auf 49,1 Mio. Euro, ein neuer historischer Höchststand. Für eine anhaltend hohe Auslastung spricht darüber hinaus auch die wahrscheinlichkeitsgewichtete Pipeline potenzieller Aufträge, die derzeit ein Volumen von knapp 100 Mio. Euro umfasst.

### Vorsichtige Prognose

Trotz dieser guten Ausgangslage hat das Management für 2018 nur eine vorsichtige Prognose für die Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro ausgegeben, die damit etwas unter dem Vorjahr liegen würde. Damit wurde insbesondere die Unsicherheit über den Zeitpunkt der Beendigung respektive Schlussrechnung der Großprojekte im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise deutlich berücksichtigt. Eingerechnet sind dabei Erlöse aus dem Kraftwerksgeschäft in Höhe von 5 Mio. Euro (aus der Vollkonsolidierung von Landau und Taufkirchen), wobei Landau davon noch den etwas größeren Teil erwirtschaften dürfte. Aus dem Kraftwerksbetrieb wird plangemäß ein EBIT von 1 Mio. Euro erwartet, was einer stattlichen Marge von 20 Prozent entsprechen würde. Insgesamt rechnet der Vorstand wieder mit einer EBIT-Marge auf Konzernebene von 2 bis 5 Prozent, wobei das Volumen der schlussabgerechneten Aufträge auf das Resultat einen großen Einfluss ausübt.

## Schätzung zur Gesamtleistung abgesenkt

Für uns stellt die prognostizierte Gesamtleistung für 2018 eine Enttäuschung dar, wir hatten dank des Beitrags beider Kraftwerke zuletzt mit einem Wert von 49,8 Mio. Euro gerechnet. Ein Grund dafür ist, dass D&S in diesem Jahr an sehr großen Projekten arbeitet (insb. Stadtwerke München, aber auch Start Neuried), die definitiv zu keiner Schlussabrechnung führen werden. Insofern hat die Finanzperiode den Charakter eines Übergangsjahrs. Dennoch sorgt die Schlussabrechnung für Nature's Heat für eine gute Basis, auch die laufenden Projekte in den kleineren Bereichen (Wasserwirtschaft, Rohstoffe & Exploration, umwelttechnische Dienstleistungen) sollten einen soliden und tendenziell eher steigenden Beitrag leisten (kumulierter Umsatz 2017: 12,3 Mio. Euro), zumal das Management für das Segment Rohstoffe & Exploration (Umsatz 2017: 5,3 Mio. Euro) deutlich höhere Erlöse erwartet. In Summe kalkulieren wir nun für 2018 mit einer Gesamtleistung von 44 Mio. Euro. Damit sollte ein Umsatz von 35 Mio. Euro erwirtschaftet werden können, gleichbedeutend mit einem weiteren Bestandsaufbau von 9 Mio. Euro. Das

EBIT belassen wir unverändert auf dem bislang geschätzten Wert von 1,34 Mio. Euro und honorieren damit die Fortschritte in der operativen Profitabilität.

## Taufkirchen voll konsolidiert

Bilanziell haben wir in diesem Jahr die Aufstockung des Anteils an Taufkirchen verarbeitet, der zur Vollkonsolidierung führt. Annahmegemäß gehen wir davon aus, dass die Schlussabnahme des Kraftwerks noch in 2018 stattfindet und erste Abschreibungen für das zweite Halbjahr angesetzt werden (ca. 1,2 Mio. Euro). Mit der Abnahme werden zu den Sachanlagen geschätzte 69 Mio. Euro hinzugebucht. Im Gegenzug werden die Taufkirchenpositionen in den Anteilen an assoziierten Unternehmen, den unfertigen Leistungen und den erhaltenen Anzahlungen eliminiert. Dem steht ein kreditfinanziertes Investment gegenüber, das wir wie schon im Comment vom 21. März 2018 auf 24 Mio. Euro taxieren. Zudem werden nun Anteile Dritter für den externen Besitz an Taufkirchen (geschätzt 18 Mio. Euro) ausgewiesen.

## Im Trend steigende Gesamtleistung

Für 2019 rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des Umsatzbeitrags aus den Kraftwerken auf dann 7,5

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	35,0	36,8	43,4	45,1	47,8	50,4	53,2	55,9
Umsatzwachstum		5,0%	18,0%	4,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,0%
EBIT-Marge*	3,0%	5,0%	7,2%	7,6%	11,6%	14,2%	15,3%	16,3%
<b>EBIT</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	0,7	1,0	1,1	1,8	2,4	2,7	3,0
<b>NOPAT</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	5,0	6,3	6,0	5,8	5,5	5,2	4,9	4,6
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>6,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
- Investitionen AV	-25,8	-2,6	-2,8	-2,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>-19,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>8,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,1</b>

\*zur Gesamtleistung: SMC Schätzmodell

Mio. Euro, da dann beide Anlagen im Regelbetrieb laufen sollten. Die gute Auftragslage im Bohrgeschäft sollte zudem zu einer im Trend steigenden Gesamtleistung mit einem im Durchschnitt steigenden Volumen der Schlussabrechnungen führen, wobei die Werte einzelner Perioden stärker schwanken können. Für 2020 erwarten wir beispielsweise aufgrund des voraussichtlichen Projektabschlusses in München einen Umsatzsprung. Hinsichtlich der weiteren Kraftwerke in Neuried und Puchheim rechnen wir nur mit einer Minderheitsbeteiligung und einer größeren Kapitalaufnahme in den Gesellschaften selbst. Dementsprechend haben wir auf der Ebene von D&S nur moderate Investitionen berücksichtigt, die nach der Fertigstellung der Anlagen ab 2021 zu laufenden Beteiligungserträgen führen. In Summe haben wir den Entwicklungspfad für die Gesamtleistung als Reaktion auf die Prognose für 2018 abgesenkt, was mit einem geringeren Wachstum im Bohrgeschäft einhergeht. Die hochmargigen Erlöse aus den eigenen Kraftwerken und die unterstellten Beteiligungserträge aus weiteren Projekten (Neuried und Puchheim) führen vice versa aber in Relation zu unserer letzten Schätzung zu einer höheren Zielmarge von 16,3 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums. Gleichwohl ist das E-BIT absolut gesehen mit 10,2 Mio. Euro (inkl. der Beteiligungserträge) niedriger als zuletzt unterstellt (11,5 Mio. Euro). Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Anschließend rechnen wir nach wie vor mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. sowie mit einem Abschlag auf die Zielmarge von 15 Prozent im Rahmen der Ermittlung des Terminal Value.

Unverändert gelassen haben wir den Diskontierungszinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 1,0 (Mischung Bohrgeschäft und Kraftwerksbetrieb), eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 65 Prozent und eines FK-Zinses von 5,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 5,0 Prozent.

### Kursziel: 14,70 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 88,2 Mio. Euro, bzw. 14,72 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 14,70 Euro ableiten. Die Absenkung gegenüber unserem letzten Update (16,20 Euro) resultiert vor allem aus der vorsichtigeren Einschätzung der Entwicklung der Gesamtleistung als Reaktion auf die aktuelle Prognose des Managements. Das Prognoserisiko haben wir demgegenüber unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten belassen.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,0 und 6,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 9,51 und 29,80 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
4,0%	29,80	24,32	20,63	17,99	16,00
4,5%	23,37	19,82	17,27	15,35	13,86
5,0%	19,03	16,57	14,72	13,28	12,13
5,5%	15,90	14,12	12,73	11,61	10,70
6,0%	13,54	12,20	11,12	10,24	9,51

## Fazit

---

Mit einem deutlichen Anstieg der Gesamtleistung hat Daldrup & Söhne im Geschäftsjahr 2017 den Aufwärtstrend im Kerngeschäft zum Ausdruck gebracht. Die EBIT-Marge blieb dabei mit 2,6 Prozent im Rahmen der Prognose von 2 bis 5 Prozent und hat sich gegenüber dem Vorjahr (2,4 Prozent) leicht erhöht. Da das Ergebnis in 2016 von einem größeren positiven Sondereffekt profitiert hatte, hat sich die Ergebnisqualität des Konzerns damit deutlich verbessert.

In diesem Jahr wird nun erstmals ein EBIT-Beitrag der unternehmenseigenen Kraftwerke in Höhe von 1 Mio. Euro erwartet, während sich der zusätzliche konsolidierte Umsatz auf 5 Mio. Euro belaufen soll. Vor diesem Hintergrund und angesichts eines Auftragsbestands auf Rekordniveau ist die mit dem Jahresabschluss in Aussicht gestellte Gesamtleistung von ca. 40 Mio. Euro für uns etwas enttäuschend ausgefallen. Wir gehen aber davon aus, dass das Management konservativ kalkuliert hat, und rechnen nun mit einem Wert von 44 Mio. Euro. Das sollte für die von uns

geschätzte EBIT-Marge von 3,0 Prozent ausreichend sein, die innerhalb der vom Unternehmen ausgegebenen Range (2 bis 5 Prozent) liegt.

Das Jahr 2018 hat für uns eher den Charakter einer Übergangsperiode, da Daldrup & Söhne an sehr großen Bohrprojekten arbeitet, die noch nicht schlussabgerechnet werden dürften. Der operative Aufwärtstrend dürfte sich danach verstetigen, zudem sollte durch den Übergang in den Regelbetrieb der Beitrag aus den Kraftwerken in 2019 noch einmal deutlich steigen.

Trotz etwas vorsichtigerer Schätzungen in Reaktion auf die Prognose des Unternehmens für 2018 sehen wir den fairen Wert mit 14,70 Euro je Aktie (zuvor 16,20 Euro) weiter deutlich über dem Börsenkurs. Wie bislang bleibt das Urteil bis zum Übergang des Kraftwerks Taufkirchen in den Regelbetrieb weiter auf „Hold“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	59,8	101,1	97,4	94,1	90,5	86,1	81,7	77,7	74,0
1. Immat. VG	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	35,8	99,4	95,3	91,7	87,7	82,9	78,2	73,8	69,7
II. UV Summe	41,9	47,0	53,5	60,4	67,7	78,5	89,6	99,9	110,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	46,1	70,6	71,0	71,9	72,7	75,1	77,4	78,9	80,4
II. Sonderposten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
III. Rückstellungen	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3	8,6
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	24,8	48,4	48,6	48,9	49,2	49,6	50,1	50,6	51,2
2. Kurzfristiges FK	24,5	22,9	24,9	27,1	29,4	32,6	36,3	40,3	44,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>101,7</b>	<b>148,6</b>	<b>151,5</b>	<b>155,1</b>	<b>158,8</b>	<b>165,1</b>	<b>171,9</b>	<b>178,2</b>	<b>184,8</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	24,8	35,0	36,8	43,4	45,1	47,8	50,4	53,2	55,9
Gesamtleistung	43,0	44,0	46,3	47,4	49,6	52,8	55,9	59,2	62,4
Rohertrag	21,2	20,8	24,2	25,3	25,5	27,9	30,0	31,8	33,6
EBITDA	4,6	6,4	8,6	9,4	8,8	10,2	11,3	12,1	12,9
EBIT	1,0	1,3	2,3	3,4	3,8	6,1	8,0	9,1	10,2
EBT	0,0	0,2	0,5	1,5	1,6	4,1	6,0	7,2	8,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,0	0,1	0,4	1,1	1,1	2,8	4,2	5,1	5,9
JÜ	0,2	0,1	0,3	0,8	0,9	2,4	3,6	4,3	5,0
EPS	0,04	0,02	0,05	0,14	0,15	0,40	0,60	0,72	0,83

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	10,0	5,3	6,7	7,1	7,0	8,4	9,5	10,1	10,8
CF aus Investition	-13,2	-25,8	-2,6	-2,8	-2,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
CF Finanzierung	-1,3	27,9	1,7	1,6	1,6	2,5	1,5	0,1	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	0,8	1,5	8,9	14,7	20,7	27,1	36,9	47,1	56,4
Liquidität Jahresende	1,5	8,9	14,7	20,7	27,1	36,9	47,1	56,4	65,9

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-20,5%	41,4%	5,0%	18,0%	4,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,0%
Rohertragswachstum	85,8%	59,3%	65,8%	58,2%	56,5%	58,3%	59,4%	59,8%	60,1%
EBITDA-Marge	19,0%	18,2%	23,3%	21,7%	19,5%	21,3%	22,4%	22,8%	23,1%
EBIT-Marge*	4,4%	3,8%	6,3%	7,9%	8,3%	12,8%	15,8%	17,0%	18,2%
EBT-Marge	0,0%	0,5%	1,4%	3,5%	3,6%	8,5%	11,9%	13,6%	15,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	0,3%	0,7%	1,9%	2,0%	5,0%	7,1%	8,1%	8,9%

\*gemessen am Umsatz

# 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.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 07.06.2018 um 10:50 Uhr fertiggestellt und am 07.06.2018 um 10:55 Uhr veröffentlicht.

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 auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um 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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
21.03.2018	Hold	16,20 Euro	1), 3), 4)
21.12.2017	Hold	12,50 Euro	1), 3), 4)
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)

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