

12. Oktober 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Daldrup & Söhne AG

Hohe Auslastung bis 2020
bereits gesichert

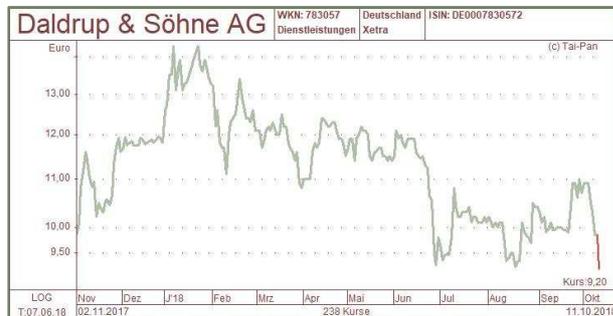
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 9,20 Euro | Kursziel: 14,30 Euro

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: 154
Rechnungslegung: HGB

ISIN: DE0007830572
Kurs: 9,20 Euro
Marktsegment: Scale
Aktienzahl: 5,99 Mio. Stück
Market Cap: 55,1 Mio. Euro
Enterprise Value: 113,2 Mio. Euro

Free-Float: 41,1 %
Kurs Hoch/Tief (12 M): 15,00 / 8,429 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra): 37,8 Tsd. Euro

Mit einem Umsatzsprung hat Daldrup & Söhne im ersten Halbjahr 2018 ein Ausrufezeichen gesetzt. Während sich die Gesamtleistung mit 22 Mio. Euro in etwa auf dem Niveau des Vorjahres bewegte, konnte der Umsatz dank eines hohen Volumens schlussabgerechneter Projekte auf 17,1 Mio. Euro mehr als verdreifacht werden. Der erst mit dem Abschluss der Vorhaben realisierte Gewinnbeitrag wirkte sich positiv auf die Rendite aus: Das EBIT konnte um 141,7 Prozent auf 1,2 Mio. Euro gesteigert werden, gleichbedeutend mit einer Margenverbesserung (in Relation zur Gesamtleistung) von 2,6 auf 5,4 Prozent. Die Prognose für 2018, die eine Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent vorsieht, wurde daraufhin bekräftigt. Der dynamische Auftragseingang schafft auch für die Zeit danach gute Wachstumsperspektiven. Der Auftragsbestand ist auf ein Rekordniveau von 62 Mio. Euro gestiegen, was die Auslastung der Bohrkapazitäten bis ins Jahr 2020 sicherstellt. Steigende Erlösbeiträge werden auch aus dem Betrieb der eigenen Kraftwerke erwartet, da Taufkirchen im nächsten Jahr die Leistungsfähigkeit sukzessive steigern sollte. Ein weiteres eigenes Geothermiekraftwerk steht vor dem Start der Umsetzung. Damit baut Daldrup das Versorgungsgeschäft mit stetigen Einnahmen weiter aus.

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	1,6	2,4	3,5
Jahresüberschuss	0,4	0,4	0,2	0,6	0,2	0,7
EpS	0,07	0,07	0,04	0,10	0,03	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,05
Wachstum Gesamtleistung	-40,0%	49,5%	9,1%	2,2%	5,1%	2,4%
Gewinnwachstum	-	2,3%	-40,0%	154,8%	-70,3%	319,0%
KUV	3,19	1,77	2,23	1,57	1,50	1,27
KGV	147,7	144,5	240,8	94,5	318,7	76,1
KCF	-	15,1	5,5	1,6	8,6	8,1
EV / EBIT	166,5	198,2	103,5	69,4	47,7	32,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,5%

Umsatz steigt deutlich

Daldrup und Söhne hat den Halbjahresumsatz binnen Jahresfrist von 5,5 auf 17,1 Mio. Euro mehr als verdreifacht. Mitverantwortlich dafür war vor allem eine größere Schlussabrechnung bei einem Projekt in Belgien. Hinzu kamen weitere kleine Abrechnungen sowie die Erlöse aus dem Verkauf von Strom und Wärme aus der Produktion der eigenen Kraftwerke in Landau und Taufkirchen. Auf Rückfrage beziffert das Unternehmen die Einnahmen aus dem Energieabsatz auf knapp 2 Mio. Euro. Demgegenüber ist die Bestandserhöhung aus noch nicht schlussgerechneten Arbeiten mit 4,9 Mio. Euro relativ gering und deutlich niedriger als im Vorjahr (17,3 Mio. Euro) ausgefallen – dabei handelt es sich letztlich um einen Saldo aus Ausbuchungen (nach Abrechnungen) und Einbuchungen (für Projekte in Arbeit). In Summe lag die Gesamtleistung daher mit 22,0 Mio. Euro geringfügig unter dem Wert aus dem Halbjahr 2017 in Höhe von 22,8 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	HJ17	HJ18	Änderung
Umsatz	5,5	17,1	+209,2%
Gesamtleistung	22,8	22,0	-3,7%
EBITDA	2,26	3,1	+38,8%
EBIT	0,49	1,19	+141,7%
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	0,51	0,53	+4,1%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT stark verbessert

Da in der Phase des Bestandsaufbaus die Aktivierung des Projektfortschritts mit einem pauschalen Sicherheitsabschlag von 12,5 Prozent für den noch nicht realisierten Gewinnanteil und nicht aktivierbare Kosten erfolgt, wird die Marge erst mit dem Zeitpunkt der Schlussabrechnung gezeigt. Deren hohes Volumen im ersten Halbjahr führte dazu, dass sich die Materialaufwandsquote von 52,3 auf 49,7 Prozent reduzierte, gleichbedeutend mit einem Rückgang der Kostenposition um 8,5 Prozent auf 10,9 Mio. Euro. Im Gegensatz dazu erhöhte sich der Personalaufwand wegen eines weiteren Ausbaus des Mitarbeiterstamms als Reaktion auf die hohe Auslastung um 10,1 Prozent auf

4,4 Mio. Euro. Das wurde aber dank einer zunehmenden Kostendisziplin mit einem Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 4,9 auf 4,5 Mio. Euro kompensiert, so dass der Konzern das EBITDA zwischen Januar und Juni um 38,8 Prozent auf 3,1 Mio. Euro steigern konnte. Unter Berücksichtigung der erhöhten Abschreibungen (um 10,1 Prozent auf 1,9 Mio. Euro) ergibt sich daraus eine deutliche EBIT-Steigerung um 141,7 Prozent auf 1,2 Mio. Euro. Unter dem Strich blieb der Zuwachs beim Nettoüberschuss nach Anteilen Dritter (+4,1 Prozent auf 0,5 Mio. Euro) aber wesentlich geringer, da sich die deutlich gestiegene Fremdfinanzierung in einem von 0,6 auf 1,1 Mio. Euro erhöhten Zinsaufwand widerspiegelt. Da dabei aber auch ein Einmaleffekt eine Rolle gespielt hat, dürfte der Zinsaufwand im zweiten Halbjahr wieder niedriger ausfallen.

Erlösbeitrag der Kraftwerke

Im Gesamtjahr 2018 sollen die eigenen Kraftwerke der aktuellen Planung zufolge einen substanziellen Umsatz- und Ergebnisbeitrag leisten. Auf der Ebene der Tochtergesellschaft von Landau wird ein Umsatz von rund 2,2 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von ca. 5 Prozent erwartet, obwohl die Produktion im Spätsommer wegen einer Revision ruhte. Der Ergebnisbeitrag von Taufkirchen dürfte höher ausfallen, da aus einer Gesamtleistung von rund 2,6 Mio. Euro aus Konzernsicht eine operative Rendite vor Zinsen und Steuern von ca. 31 Prozent resultieren sollte. Diese hohe Marge ist darauf zurückzuführen, dass die Abschreibungen erst nach der finalen Abnahme des Kraftwerks starten. Letztere benötigt noch die Inbetriebnahme des zweiten Wärmetauschers für die Stromproduktion, die für das zweite Halbjahr 2018 vorgesehen war, sich wegen einer umfassenden technischen Analyse des Status-quo aber noch einmal verzögert hat. Das Unternehmen geht nach der inzwischen erfolgten Bestellung der Komponente jetzt davon aus, dass die vollen Stromerzeugungskapazitäten im ersten Halbjahr 2019 zur Verfügung stehen werden.

Weiterer Großauftrag

Der Umsatz aus dem Kraftwerksbetrieb dürfte daher im nächsten Jahr weiter steigen. Darüber hinaus sollte sich auch der unverändert dynamische Auftragseingang positiv auswirken. Im August konnte Daldrup einen neuen Großauftrag vermelden. Für die Nationale Genossenschaft für die Lagerung radioaktiver Abfälle der Schweiz (Nagra) wird das Unternehmen in einem Zeitraum von vier Jahren Tiefenbohrungen zur Sondierung eines potenziellen Tiefenlagers vornehmen. Das Gesamtvolumen des Auftrags kann sich auf bis zu 50 Mio. Schweizer Franken belaufen, der Projektstart ist für Anfang 2019 anvisiert. Per Ende August summierte sich der vertraglich gesicherte Auftragsbestand für das Bohrgeschäft damit auf 62 Mio. Euro, wobei das Nagra-Projekt darin nur mit dem bereits fest vereinbarten ersten Teilabschnitt berücksichtigt wurde. Der restliche Teil ist Bestandteil der wahrscheinlichkeitsgewichteten Auftragspipeline, die sich aktuell auf 105 Mio. Euro beläuft.

Neue Kraftwerke

Die Bohrkapazitäten von Daldrup werden künftig auch wieder für die Realisierung weiterer eigener Kraftwerksprojekte eingesetzt. Fortschritte gab es zuletzt in Neuried, wo die Tochter Geysir Europe von dem Regierungspräsidium Freiburg die notwendige Konzessionserneuerung für die Erschließung des Claims erhalten hat. Nun muss noch eine Genehmigung für die Betriebspläne und das Bohrprogramm eingeholt werden. Bereits im Besitz des Daldrup-Konzerns ist das Betriebsgelände, auch die Investorensuche ist weit fortgeschritten. Verläuft die weitere Entwicklung plangemäß, könnte im ersten Halbjahr nächsten Jahres der Bohrplatz vorbereitet werden. Nach der Realisierung der wesentlichen Arbeiten für Neuried dürfte dann die Umsetzung eines Heizkraftwerks in Puchheim anstehen. Nachdem sich die Stadt wegen eines negativen Bürgerentscheids aus dem Projekt zurückgezogen hatte, wird nun eine Umsetzung mit Investoren angestrebt.

Schlussabrechnungen entscheidend

Mit den Fortschritten im Kraftwerksbetrieb und dem gut ausgelasteten Bohrgeschäft befindet sich Daldrup

auf einem guten Weg, die eigene Prognose für das Gesamtjahr, die eine Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent vorsieht, zu erreichen. Zum Halbjahr hat das Unternehmen bereits 55 Prozent des Zielwerts für die Gesamtleistung erwirtschaftet, bei einer EBIT-Marge von 5,4 Prozent. Die Rendite, die im Gesamtjahr erzielt werden kann, hängt aber noch stark vom Volumen der Schlussabrechnungen im zweiten Halbjahr ab. Insbesondere für ein großes Projekt in den Niederlanden steht der Abschluss noch aus. Darüber hinaus sollen im Kraftwerksgeschäft in diesem Jahr Erlöse in Höhe von 5 Mio. Euro und ein EBIT von 1 Mio. Euro generiert werden.

EBIT-Schätzung angehoben

Wir hatten für dieses Jahr bislang eine Gesamtleistung von 44 Mio. Euro und ein EBIT von 1,3 Mio. Euro unterstellt. Hinsichtlich der Gesamtleistung halten wir unsere Zielgröße nach wie vor für erreichbar und lassen diese unverändert. Die EBIT-Schätzung wurde hingegen schon im ersten Halbjahr nahezu erreicht. Zwar gehen wir davon aus, dass das zweite Halbjahr ertragsschwächer ausfällt, trotzdem rechnen wir mit einem weiteren Ergebnisbeitrag von 0,4 Mio. Euro. Damit heben wir unsere EBIT-Schätzung auf 1,6 Mio. Euro an, gleichbedeutend mit einer Marge von 3,7 Prozent zur Gesamtleistung.

Aussichtsreiche Perspektiven

Die Perspektiven für die Folgejahre stufen wir unverändert als positiv ein. Der aktuelle Auftragsbestand in Höhe von 62 Mio. Euro sichert bereits eine hohe Auslastung der Bohrkapazitäten bis in das Jahr 2020, und die Pipeline in Höhe von 105 Mio. Euro bietet darüber hinaus weitere Wachstumsoptionen. Ebenfalls zunehmen sollten die Erlöse aus dem Kraftwerksbetrieb. Wegen der Verzögerung bei der Inbetriebnahme des zweiten Wärmetauschers haben wir die Umsatzerwartungen für diesen Bereich für 2019 zwar von 7,5 auf 6,5 Mio. Euro abgesenkt, doch wird dies auf Konzernebene durch den etwas höheren Ansatz der Erlöse im Bohrgeschäft kompensiert. Den darüber hinaus gehenden Wachstumspfad haben wir weitgehend unverändert gelassen. Wir sehen dieses Szenario

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*	3,7%	5,1%	7,3%	7,9%	11,8%	14,3%	15,4%	16,4%
EBIT	1,6	2,4	3,5	3,9	6,2	8,0	9,1	10,2
Steuersatz	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,7	1,0	1,2	1,9	2,4	2,7	3,1
NOPAT	1,6	1,7	2,4	2,7	4,4	5,6	6,4	7,1
+ Abschreibungen & Amortisation	3,8	6,0	5,8	5,6	5,4	5,2	4,9	4,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-0,9	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	4,5	8,0	8,6	8,7	10,1	11,1	11,6	12,2
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
- Investitionen AV	-24,5	-2,6	-2,8	-2,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
Free Cashflow	-20,1	5,2	5,6	6,3	8,8	10,0	10,6	11,2

*zur Gesamtleistung: SMC Schätzmodell

nicht nur durch die positive Gesamtmarktentwicklung und die erfolgreiche Auftragsakquise untermauert, sondern auch durch das zusätzliche Potenzial, das sich aus der Endlagersuche für atomaren Abfall insbesondere in Deutschland, Frankreich und der Schweiz ergibt. Daldrup ist bestens positioniert, um von diesem in den nächsten Jahren sehr relevanten Thema zu profitieren.

Weitere kleine Anpassungen

Nach den Halbjahreszahlen haben wir darüber hinaus auch unsere Schätzungen zur Kostenstruktur in den Jahren ab 2019 aktualisiert, woraus eine leichte Margenerhöhung resultiert. Demgegenüber haben wir nach den Details zur bilanziellen Konsolidierung von Taufkirchen in diesem Jahr, die wir bereits weitgehend verarbeitet hatten, den Cashflow in 2018 etwas gesenkt und die Verschuldung sowie die Minderheitenanteile im Eigenkapital angehoben. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf dieser 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: 14,30 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 85,5 Mio. Euro, bzw. 14,27 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 14,30 Euro ableiten. Die moderate Absenkung gegenüber unserem letzten Update (14,70 Euro) resultiert vor allem aus den Anpassungen beim Cashflow in 2018 und der Verschuldung, die von den leichten Margenerhöhungen nur teilweise kompensiert wurde. Das Prognose-risiko 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 8,97 und 29,58 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,0%	29,58	23,99	20,23	17,54	15,51
4,5%	23,06	19,44	16,83	14,88	13,35
5,0%	18,67	16,16	14,27	12,79	11,61
5,5%	15,50	13,68	12,25	11,11	10,17
6,0%	13,11	11,73	10,63	9,72	8,97

Fazit

Das erste Halbjahr 2018 von Daldrup und Söhne ist sehr stark ausgefallen. Dank größerer Schlussabrechnungen von Projekten konnte der Umsatz bei einer in etwa stabilen Gesamtleistung (22 Mio. Euro) um 209,2 Prozent auf 17,1 Mio. Euro gesteigert werden. Da erst mit dem Abschluss der Vorhaben auch der Großteil ihres Ergebnisbeitrags ausgewiesen wird, wirkte sich das positiv auf die Profitabilität aus. Das EBIT erhöhte sich um 141,7 Prozent auf 1,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Anstieg der operativen Marge (in Relation zur Gesamtleistung) von 2,2 auf 5,4 Prozent. Für das Gesamtjahr hat das Unternehmen das Ziel einer Gesamtleistung von 40 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent bekräftigt. Auch wenn das Volumen der bis zum Bilanzstichtag durchführbaren Schlussabrechnungen dabei eine gewichtige Rolle spielt, halten wir die Guidance nun für gut erreichbar. Wir rechnen weiterhin mit einer Gesamtleistung von 44 Mio. Euro und haben unsere Schätzung für die operative Rendite von 3,0 auf 3,7 Prozent angehoben.

Auch die Perspektiven darüber hinaus sind aussichtsreich. Der gesicherte Auftragsbestand von Daldrup liegt mit 62 Mio. Euro auf Rekordniveau, darüber hinaus besteht eine wahrscheinlichkeitsgewichtete Auftragspipeline von 105 Mio. Euro. Mit Neuried und Puchheim stehen darüber hinaus zwei weitere eigene Kraftwerksprojekte vor der Realisierung.

Ein Wermutstropfen ist, dass sich die Inbetriebnahme des zweiten Wärmetauschers beim Kraftwerk Taufkirchen noch einmal verschoben hat und erst im ersten Halbjahr 2019 erfolgen soll. Damit steht auch die finale Abnahme der Anlage weiter aus. Aus diesem Grund bleibt unser Urteil weiter „Hold“, obwohl wir angesichts eines ermittelten fairen Wertes der Daldrup-Aktie von 14,30 Euro unverändert ein deutliches Kurspotenzial sehen.

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
AKTIVA									
I. AV Summe	59,8	117,7	114,2	111,2	107,7	103,3	99,0	95,0	91,2
1. Immat. VG	0,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
2. Sachanlagen	35,8	113,6	109,8	106,4	102,5	97,8	93,1	88,7	84,6
II. UV Summe	41,9	37,6	43,7	50,2	57,2	67,6	78,5	88,7	99,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	46,1	72,9	73,2	74,0	74,7	77,0	79,1	80,6	82,1
II. UB Kapitalkons.	0,0	1,8	1,4	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Sonderposten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Rückstellungen	6,2	5,3	5,6	5,9	6,3	6,6	6,9	7,2	7,5
V. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	24,8	53,1	53,3	53,5	53,8	54,2	54,7	55,2	55,7
2. Kurzfristiges FK	24,5	22,3	24,6	27,0	29,7	33,3	37,0	40,8	45,0
BILANZSUMME	101,7	155,4	158,0	161,5	165,0	171,1	177,7	183,8	190,4

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	22,0	23,4	24,8	25,5	27,9	30,0	31,8	33,6
EBITDA	4,6	5,4	8,4	9,3	8,8	10,2	11,3	12,2	13,0
EBIT	1,0	1,6	2,4	3,5	3,9	6,2	8,0	9,1	10,2
EBT	0,0	-0,1	0,3	1,3	1,4	3,8	5,7	6,9	8,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,0	-0,2	0,2	0,9	1,0	2,7	4,0	4,8	5,6
JÜ	0,2	0,6	0,2	0,7	0,8	2,2	3,4	4,1	4,8
EPS	0,04	0,10	0,03	0,12	0,13	0,37	0,56	0,68	0,80

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	34,5	6,4	6,8	6,7	8,2	9,2	9,9	10,6
CF aus Investition	-13,2	-61,6	-2,6	-2,8	-2,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
CF Finanzierung	-1,3	3,1	1,5	1,6	1,5	2,4	1,5	0,2	-0,2
Liquidität Jahresanfa.	0,8	1,5	2,5	7,8	13,5	19,5	29,1	38,9	48,2
Liquidität Jahresende	1,5	2,5	7,8	13,5	19,5	29,1	38,9	48,2	57,6

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%
Rohtragswachstum	85,8%	62,8%	63,7%	57,2%	56,5%	58,3%	59,4%	59,8%	60,1%
EBITDA-Marge	19,0%	15,4%	22,8%	21,4%	19,5%	21,3%	22,4%	22,9%	23,3%
EBIT-Marge*	4,4%	4,7%	6,5%	8,0%	8,6%	13,0%	15,8%	17,1%	18,3%
EBT-Marge	0,0%	-0,2%	0,9%	3,0%	3,1%	7,9%	11,2%	12,9%	14,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	1,7%	0,5%	1,7%	1,8%	4,7%	6,7%	7,7%	8,6%

*gemessen am Umsatz

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.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 12.10.2018 um 13:05 Uhr fertiggestellt und am 12.10.2018 um 13:15 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
07.06.2018	Hold	14,70 Euro	1), 3), 4)
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)

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.