

21. Januar 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Daldrup & Söhne AG

Verkauf der Kraftwerksparte als Befreiungsschlag

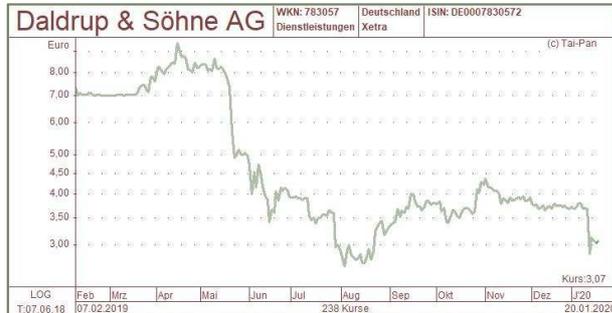
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 3,03 Euro | Kursziel: 4,30 Euro

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:	149
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	4DS:GR
ISIN:	DE0007830572
Kurs:	3,03 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	5,99 Mio. Stück
Market Cap:	18,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	25,5 Mio. Euro
Free-Float:	41,1 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	9,70 / 2,58 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	24,7 Tsd. Euro

Daldrup & Söhne (D&S) hat die Tochtergesellschaft Geysir Europe, in der das Kraftwerksgeschäft angesiedelt war, verkauft. Hauptursache für diesen Strategiewechsel war das Geothermiekraftwerk in Taufkirchen, das trotz jahrelanger Bemühungen nicht vollständig in Betrieb genommen werden konnte und sich seit 2013 zunehmend zu einer Belastung für den Konzern entwickelt hat. Aus dem Verkauf der Geysir-Anteile an den Finanzinvestor IKAV resultieren aktuell Wertkorrekturen in Höhe von voraussichtlich 15 Mio. Euro, weswegen das Jahr 2019 nach aktuellem Stand mit einem negativen EBIT von etwa 14 Mio. Euro geendet haben dürfte. Das Bohrgeschäft der AG war hingegen im letzten Jahr profitabel: Nach vorläufigen Zahlen konnte bei einer Gesamtleistung von 38 Mio. Euro ein EBIT von ca. 1 Mio. Euro erwirtschaftet werden. In diesem Bereich stößt das Unternehmen weiterhin auf eine robuste Nachfrage, die durch einen Auftragsbestand in Höhe von 42 Mio. Euro und eine wahrscheinlichkeitsgewichtete Pipeline mit einem Volumen von 80 Mio. Euro dokumentiert wird. Neben dem Ausbau des Bohrgeschäfts sind nach der strategischen Neuausrichtung zukünftig nur noch Minderheitsbeteiligungen an kleineren, technisch weniger komplexen Geothermie-Heizwerken angedacht.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	39,5	43,0	34,9	39,0	40,5	39,0
EBIT (Mio. Euro)	0,6	1,1	-16,6	-14,6	1,8	2,0
Jahresüberschuss	0,4	0,2	-17,2	-17,4	0,9	1,1
EpS	0,07	0,04	-3,15	-2,91	0,16	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Gesamtleistung	49,5%	9,1%	-18,9%	11,7%	3,8%	-3,7%
Gewinnwachstum	2,3%	-40,0%	-	-	-	19,5%
KUV	0,58	0,73	0,47	0,63	0,53	0,55
KGV	47,6	79,3	-	-	19,4	16,3
KCF	5,0	1,8	0,5	6,9	3,8	3,7
EV / EBIT	44,7	23,3	-	-	14,5	13,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Stabilisierung nach schwachem Jahr

D&S war im Jahresverlauf 2018 aus dem Tritt gekommen. Erhebliche Preissteigerungen im Bereich von Material und Dienstleistungen, die erst verspätet (Anfang 2019) an die Kunden weitergereicht werden konnten, und das Zusammenspiel zahlreicher Belastungsfaktoren, u.a. zwei verspätet gestartete Bohrungen, häufige Umrüstkosten bei einem Projekt und ein Verlust der Geysir-Gruppe in Höhe von -5,3 Mio. Euro, hatten das Ergebnis massiv belastet und nach einem sehr schwachen zweiten Halbjahr überraschend zu einem EBIT-Verlust von -16,3 Mio. Euro in der Gesamtperiode geführt. Doch bereits in den ersten sechs Monaten von 2019 wurde die operative Lage deutlich stabilisiert. Der Umsatz lag zwar mit 9,7 Mio. Euro um 43,3 Prozent unter dem Vorjahreswert, dies resultierte aber ausschließlich aus diskontinuierlichen Abrechnungen von Großaufträgen im Projektgeschäft. Die Gesamtleistung bewegte sich hingegen mit 22 Mio. Euro auf Vorjahresniveau, auch der operative Verlust vor Zinsen und Steuern konnte auf -1,0 Mio. Euro eingedämmt werden.

Konzernzahlen	6M 18	6M 19	Änderung
Gesamtleistung	22,0	22,0	+0,0%
Umsatz	17,1	9,7	-43,3%
EBITDA	3,13	0,79	-74,9%
EBIT	1,19	-0,98	-
Periodenergebnis	0,53	-2,12	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Bohrgeschäft als starke Säule

Mit 18,5 Mio. Euro entfiel das Gros der Gesamtleistung auf das Bohrgeschäft, das u.a. durch die Abarbeitung von zwei Großaufträgen in Deutschland und der Schweiz geprägt wurde. Zum Halbjahresstichtag waren umfangreiche Leistungen insbesondere für diese beiden Kunden noch nicht schlussabgerechnet, was maßgeblich für den Bestandsaufbau im Konzern in Höhe von 12,3 Mio. Euro (Vorjahr 4,9 Mio. Euro) verantwortlich war. Obwohl damit auch noch Deckungsbeiträge fehlten und die Kosten gestiegen sind, war das Bohrdienstleistungsgeschäft der AG isoliert

betrachtet mit einem EBIT von 0,4 Mio. Euro profitabel.

Kraftwerk Taufkirchen als Belastung

Der für das Kraftwerksgeschäft verantwortliche Teilkonzern Geysir Europe verzeichnete hingegen im ersten Halbjahr 2019 einen operativen Verlust vor Zinsen und Steuern von -1,4 Mio. Euro. Ein Belastungsfaktor war dabei die immer noch ausstehende Fertigstellung des Kraftwerks in Taufkirchen. Nachdem sich im Jahr 2018 ergeben hatte, dass die geplante Inbetriebnahme des zweiten Verdampfers zur Stromerzeugung eine neue GesamtAbstimmung der Kraftwerksprozesse notwendig machte, war zunächst ein Beratungsunternehmen mandatiert worden. Im Nachgang wurde ersichtlich, dass für den Abschluss des Projekts ein finanzstarker Partner benötigt wird.

Neuaufrichtung der Strategie

Die andauernden technischen Probleme mit dem Kraftwerk und die hohe Kapitalbindung in dem Projekt in Verbindung mit den sich abzeichnenden weiteren Investitionen waren letztlich hauptverantwortlich für eine Neuaufrichtung der Strategie, die im letzten Juni vermeldet wurde. Diese umfasste insbesondere eine wieder stärkere Fokussierung auf das Bohrgeschäft, verbunden mit einem Ausbau der Marktposition in den Kernmärkten (Deutschland, BeneLux, Schweiz) und angrenzenden Ländern. Demgegenüber sollen an Heizwerken nur noch Minderheitsanteile gehalten werden, und das auch nur in einer Größenordnung, die zum mittelständischen Charakter von D&S passt.

Verkauf des Kraftwerksgeschäfts

Als unmittelbare Konsequenz der Strategieanpassung hat das Unternehmen Mitte letzten Jahres in einem ersten Schritt 48,9 Prozent der Anteile von Geysir Europe sowie 1 Prozent von der Geox GmbH (der Betreibergesellschaft des kleineren Kraftwerks in Landau, die sich zuvor im vollständigen Besitz von Geysir befunden hat) an den Luxemburger Fonds

IKAV Invest S.à r.l. verkauft. D&S sind dafür zweckgebundene Mittel in Höhe von 5,2 Mio. Euro zugeflossen. Das Kraftwerk Taufkirchen war von der Vereinbarung zunächst explizit ausgenommen worden. Am 13. Januar dieses Jahres wurde dann ad-hoc gemeldet, dass IKAV auch die restlichen 48,9 Prozent an der Geysir Europe GmbH übernehmen wird – und das nun auch inklusive der Gesellschafteranteile an Taufkirchen. Dafür erhält D&S eine weitere Kaufpreiszahlung in Höhe von zunächst 1 Mio. Euro.

Umfangreiche Auswirkungen

Vor allem aber wird D&S damit bilanziell umfangreich entlastet, und zwar vollumfänglich von den bestehenden Verbindlichkeiten in Höhe von rd. 42 Mio. Euro für das Kraftwerksgeschäft. Dem stehen auf der Aktivseite gegenüber den Geysir-Gesellschaften erbrachte Leistungen und Forderungen in Höhe von rund 32,5 Mio. Euro gegenüber, auf welche nun vertragsgemäß voraussichtlich Wertkorrekturen in Höhe von ca. 15 Mio. Euro vorgenommen werden müssen. Die verbleibenden Forderungen in Höhe von rund 18 Mio. Euro sollen in den kommenden sieben Jahren von der Geysir-Gruppe beglichen werden, wobei das Volumen der tatsächlich fließenden Zahlungen von dem Erreichen definierter – als realistisch bezeichneter – Leistungswerte der Kraftwerke Taufkirchen und Landau abhängt.

Letztmalige Ergebnisbelastung

Wegen der Wertkorrekturen wird das Kraftwerksgeschäft den Jahresabschluss von D&S im Jahr 2019 voraussichtlich letztmalig belasten (wenn die verbliebenen Forderungen bedient werden). Das Management rechnet nun mit einem negativen EBIT von 14 Mio. Euro, wobei die Überprüfung durch die Wirtschaftsprüfer noch aussteht.

Bohrgeschäft im Plan

Demgegenüber verlief das operative Bohrgeschäft der Aktiengesellschaft weitgehend im Rahmen der Planungen. Nachdem im Halbjahresbericht für 2019 eine Gesamtleistung von mindestens 39 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 5 Prozent in Aussicht

gestellt worden waren, wurden jetzt vorläufig eine Gesamtleistung von 38 Mio. Euro und ein EBIT von rund 1 Mio. Euro gemeldet.

Auftragslage komfortabel

Auch für 2020 bleiben die Aussichten im Bohrgeschäft positiv, da das Unternehmen aktuell über einen komfortablen Auftragsbestand in Höhe von rund 42 Mio. Euro verfügt. Mit dem Start eines neuen Großprojekts in den Niederlanden für ein geothermisches Heizwerk werden im ersten Halbjahr 2020 erstmals seit vielen Jahren die drei größten Bohranlagen gleichzeitig in Projekten im Einsatz sein, was für eine hohe Gesamtleistung sorgen dürfte. Darüber hinaus berichtet das Unternehmen im Bereich der tiefen Geothermiebohrungen über Gespräche mit europäischen Projektentwicklern, die zu weiteren Aufträgen führen können. Die auf laufenden Verhandlungen und Ausschreibungen basierende Pipeline potenzieller Aufträge hatte das Management Ende November auf ein wahrscheinlichkeitsgewichtetes Volumen von rund 80 Mio. Euro beziffert.

Optimierung eingeleitet

Das Unternehmen stößt damit im Kerngeschäft auf eine stabil hohe Nachfrage, spürt zugleich aber auch Kostendruck, wie die Zahlen der letzten zwei Jahre verdeutlicht haben. Mit der Neuausrichtung der Strategie wurden daher auch erste Verbesserungen der internen Prozessabläufe, der Projektorganisation und -überwachung sowie des Controllings eingeleitet, um die Margensituation zu verbessern. Flankiert wurde die Intensivierung der Aktivitäten in diesen Bereichen im letzten August durch die Ernennung von Stephan Temming zum Vorstand mit den Zuständigkeiten Finanzen, Controlling, Investor Relations und Business Development. Herr Temming, der aus der langjährigen Tätigkeit im Bank- und Finanzsektor über eine umfangreiche Erfahrung u.a. bezüglich der Unternehmensfinanzierung verfügt, hatte Teile dieser Aufgaben operativ bereits seit seinem Eintritt in die Gesellschaft im Juli 2017 verantwortet.

Fokus auf Heizwerken

Auch nach der Neuausrichtung gehören Minderheitsbeteiligungen an Kraftwerken prinzipiell zum Geschäftsmodell. Das Unternehmen will sich aber nun auf Geothermieheizwerke ohne Stromproduktion fokussieren, da diese technologisch weniger komplex und auch ohne staatliche Subventionen profitabel sein können. D&S hat in der Vergangenheit bereits Bohrungen für zahlreiche Objekte, die von der Konzeption und der Größenordnung her interessant gewesen wären (als Referenzprojekte werden u.a. das Heizwerk Nature's Heat für Gewächshausbetreiber in den Niederlanden und die geothermische Fernwärme für die Stadtwerke Schwerin genannt), durchgeführt. Auch das eigene Entwicklungsprojekt Neuried, das aus dem Geysir-Verkauf ausgeklammert wurde, fällt in diese Kategorie und könnte zusammen mit der IKAV entwickelt werden, da der Partner eine entsprechende Option erhalten hat.

Sinnvolle Maßnahme

Wir werten den Verkauf des Kraftwerksgeschäfts als einen Befreiungsschlag für D&S. Denn der Bereich hat in den letzten Jahren hohe Verluste erwirtschaftet – das Unternehmen beziffert das kumulierte Defizit der Geysir-Gruppe von 2010 bis 2018 auf 28,6 Mio.

Euro –, und eine Trendwende war wegen der Schwierigkeiten mit Taufkirchen nicht in Sicht. Im Gegenteil, der weitere Investitionsbedarf und die anstehenden Kapitaldienste drohten D&S zu überfordern. Insofern ist die Refokussierung auf das Kerngeschäft, gerade vor dem Hintergrund der komfortablen Auftragslage und des sich wandelnden Umweltbewusstseins in der Bevölkerung, sinnvoll und aussichtsreich. Der ursprüngliche Zweck, neben dem Projektgeschäft mit Kraftwerksbeteiligungen ein zweites Standbein mit kontinuierlicheren Cashflows aufzubauen, kann nun im kleineren Maßstab mit Heizwerken sukzessive umgesetzt werden.

Kontinuierliche Verbesserungen

Wir haben in unserem Modell aber vorerst auf die Berücksichtigung neuer Beteiligungen verzichtet und konzentrieren uns, nach der vollzogenen Trennung vom Kraftwerksgeschäft per Ende 2019 (die wir in der Bilanz des Jahres schon voll berücksichtigt haben), ab 2020 voll auf das Bohrgeschäft. Da derzeit die drei größten Bohranlagen gleichzeitig in Betrieb sind, rechnen wir für das laufende Jahr mit einem Anstieg der Gesamtleistung auf 40,5 Mio. Euro. Auch ergebnisseitig sollte D&S davon profitieren, zumal die eingeleiteten Optimierungsmaßnahmen erste positive

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	29,0	34,4	33,2	34,0	35,3	36,6	37,4	38,3
Umsatzwachstum		18,7%	-3,7%	2,6%	3,7%	3,6%	2,3%	2,3%
EBIT-Marge*	-37,5%	4,3%	5,0%	5,6%	6,2%	6,6%	6,8%	7,0%
EBIT	-14,6	1,8	2,0	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
NOPAT	-14,6	1,8	2,0	1,6	1,8	2,0	2,1	2,2
+ Abschreibungen & Amortisation	16,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	2,8	5,0	5,1	4,7	4,8	5,0	5,1	5,2
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0
- Investitionen AV	-1,3	-1,9	-2,0	-2,2	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7
Free Cashflow	1,3	3,0	3,0	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5

*zur Gesamtleistung; SMC Schätzmodell

Effekten zeigen dürften. Daher rechnen wir mit einer EBIT-Marge von 4,3 Prozent. Die Fortsetzung der Optimierung in den Folgejahren und ein moderates Wachstum, vor allem auf Basis von Effizienzsteigerungen, bilden wir im Anschluss mit einem sukzessiven Anstieg der Gesamtleistung bis auf 45 Mio. Euro zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer operativen Zielmarge im Kerngeschäft von 7 Prozent ab. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2026 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

Diskontierungszins höher

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value unverändert mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2026 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Beim Diskontierungszinssatz haben wir als Reaktion auf die jüngste Entwicklung mehrere Änderungen vorgenommen. Während wir bisher einen Misch-Betafaktor von 1,0 (Bohrgeschäft und Kraftwerksbetrieb) unterstellt hatten, fokussieren wir uns hier nun wieder auf die Bohrdienstleistungen mit einem Beta von 1,3. Den risikolosen Zins und die Risikoprämie sehen wir nach wie vor bei 2,5 Prozent und 5,4 Prozent. Den Ziel-FK-Anteil senken wir wegen der voraussichtlich anstehenden Entkonsolidierung der Kraftwerke hingegen von 65 auf 55 Prozent, der FK-Zins bleibt unverändert bei 5,0 Prozent. Damit betragen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells nun 6,2 Prozent (bislang: 5,0 Prozent).

Kursziel: 4,30 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 25,4 Mio. Euro, bzw. 4,25 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 4,30 Euro ableiten. Die massive Reduktion gegenüber unserer Einschätzung vor der Aussetzung der Coverage in 2019 (14,30 Euro) resultiert vor allem aus der Eliminierung der Erlös- und Ergebnisbeiträge aus dem Kraftwerks-geschäft. Außerdem hat sich der Diskontierungszins erhöht. Das Prognoserisiko haben wir demgegenüber unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten belassen.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	6,78	6,00	5,40	4,94	4,56
5,7%	5,79	5,22	4,77	4,40	4,10
6,2%	5,04	4,60	4,25	3,95	3,71
6,7%	4,44	4,10	3,82	3,58	3,38
7,2%	3,96	3,68	3,45	3,26	3,09

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,2 und 7,2 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 3,09 und 6,78 Euro je Aktie.

Fazit

Der Aufbau des großen Geothermiekraftwerks in Taufkirchen in Eigenregie hat D&S stark belastet und konnte trotz langjähriger Anstrengungen nicht abgeschlossen werden. Die Trennung vom Kraftwerksgeschäft, dessen Kern-Asset Taufkirchen sein sollte, ist daher konsequent, zumal die Beteiligung an dem Projekt inzwischen bilanziell ein Klumpenrisiko darstellte.

Obwohl die mit dem Verkauf verbundenen Wertkorrekturen in 2019 zu einem negativen EBIT von voraussichtlich 14 Mio. Euro führen werden, sehen wir den Schritt als einen Befreiungsschlag. Daldrup & Söhne besetzt mit den Themen Erneuerbare Energien, Trinkwassergewinnung und Rohstoffe eindeutig Zukunftsthemen und kann sich künftig auf die Entwicklung des Bohrgeschäfts konzentrieren, das im letzten Jahr mit einer Gesamtleistung von 38 Mio. Euro und einem EBIT von 1 Mio. Euro (vor endgültiger Prüfung durch die Jahresabschlussprüfer) solide abgeschnitten hat und unverändert auf eine rege Nachfrage stößt, wie der Auftragsbestand von 42 Mio. Euro und die Pipeline von etwa 80 Mio. Euro verdeutlichen.

Minderheitsbeteiligungen an Geothermieheizwerken ohne Stromproduktion, die technologisch weniger komplex sind, bleiben für D&S eine interessante Option, um kontinuierliche Cashflows aus der Wärmebereitstellung zu erzielen. In der Vergangenheit war das Unternehmen bereits in mehrere Projekte involviert, die in den neuen Zielfokus passen.

Wir haben aus diesem Bereich noch keine Einnahmen einkalkuliert und uns in unserer Bewertung auf das Bohrgeschäft fokussiert. Auf Basis der guten Ausgangslage und der auch mittel- bis langfristigen robusten Marktperspektiven für die Wärmebereitstellung aus Tiefengeothermie als regenerativer Energiequelle (Stichwort Energiewende) rechnen wir mit einem kontinuierlichen moderaten Wachstum der Gesellschaft und einer sukzessiven Margenverbesserung, auch dank der Realisierung der bestehenden Optimierungspotenziale. Auf dieser Basis haben wir einen fairen Wert von 4,30 Euro je Aktie ermittelt, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von rund 40 Prozent. Trotz dieses Potenzials bleibt unser Urteil zunächst „Hold“, bis größere Effizienzverbesserungen in den Zahlen konkret sichtbar werden.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	117,0	34,6	33,5	32,5	31,9	31,5	31,3	31,2	31,1
1. Immat. VG	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
2. Sachanlagen	112,9	30,7	29,6	28,6	27,9	27,6	27,4	27,3	27,2
II. UV Summe	24,7	37,9	41,8	45,8	49,1	51,8	54,2	56,3	58,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	54,8	34,6	35,5	36,7	37,6	38,3	38,7	38,8	38,8
II. UB Kapitalkons.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Sonderposten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
IV. Rückstellungen	5,0	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	6,9	7,1	7,4
V. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	50,9	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1
2. Kurzfristiges FK	29,3	25,2	26,8	28,4	29,9	31,3	32,9	34,5	36,1
BILANZSUMME	141,8	72,6	75,4	78,4	81,0	83,4	85,6	87,6	89,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	38,9	29,0	34,4	33,2	34,0	35,3	36,6	37,4	38,3
Gesamtleistung	34,9	39,0	40,5	39,0	40,0	41,5	43,0	44,0	45,0
Rohertrag	5,8	19,7	21,8	21,1	21,7	22,6	23,4	23,9	24,5
EBITDA	-12,7	1,9	4,8	4,9	5,1	5,4	5,6	5,7	5,9
EBIT	-16,6	-14,6	1,8	2,0	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1
EBT	-18,7	-17,3	1,0	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-18,5	-17,4	0,9	1,1	0,9	1,2	1,3	1,4	1,5
JÜ	-17,2	-17,4	0,9	1,1	0,9	1,2	1,3	1,4	1,5
EPS	-2,86	-2,91	0,16	0,19	0,16	0,19	0,22	0,24	0,25

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	34,4	2,6	4,8	4,9	4,7	4,9	5,1	5,3	5,4
CF aus Investition	-31,1	2,2	-1,9	-2,0	-2,2	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7
CF Finanzierung	8,2	-5,2	0,4	0,4	0,2	-0,4	-0,8	-1,2	-1,3
Liquidität Jahresanfa.	1,5	2,4	2,0	5,3	8,6	11,2	13,3	15,0	16,5
Liquidität Jahresende	2,4	2,0	5,3	8,6	11,2	13,3	15,0	16,5	17,9

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Wachstum Gesamtleistung	-18,9%	11,7%	3,8%	-3,7%	2,6%	3,8%	3,6%	2,3%	2,3%
Umsatzwachstum	57,3%	-25,5%	18,7%	-3,7%	2,6%	3,7%	3,6%	2,3%	2,3%
Rohrertragswachstum	14,8%	68,0%	63,3%	63,7%	63,8%	63,9%	63,9%	63,9%	63,9%
EBITDA-Marge*	-36,3%	4,8%	11,9%	12,6%	12,8%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
EBIT-Marge*	-47,5%	-37,5%	4,3%	5,0%	5,6%	6,2%	6,6%	6,8%	7,0%
EBT-Marge*	-53,4%	-44,4%	2,6%	3,1%	3,7%	4,3%	4,7%	4,9%	5,0%
Netto-Marge (n.A.D.)*	-49,1%	-44,6%	2,3%	2,9%	2,3%	2,8%	3,1%	3,2%	3,3%

*zur Gesamtleistung

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 21.01.2020 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 21.01.2020 um 7:50 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
12.10.2018	Hold	14,30 Euro	1), 3), 4)
07.06.2018	Hold	14,70 Euro	1), 3), 4)
21.03.2018	Hold	16,20 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.