

22. Juni 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Daldrup & Söhne AG

## Verkauf der Kraftwerksparte belastet, aber Kerngeschäft profitabel

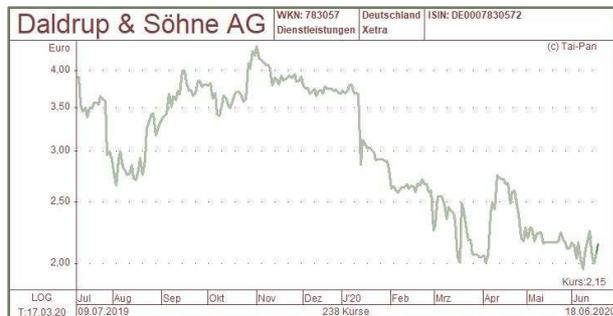
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 2,14 € | Kursziel: 4,70 € (zuvor: 4,00 €)

**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

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	142
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	4DS:GR
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Kurs:</b>	2,14 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	12,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	22,3 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	4,72 / 1,95 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	19 Tsd. Euro

Im Januar hat Daldrup & Söhne (D&S) die restlichen Anteile an dem Kraftwerksgeschäft verkauft und damit die Refokussierung des Konzerns auf die Bohraktivitäten abgeschlossen. Die Jahreszahlen aus 2019 wurden stark von diesem Schnitt geprägt. Zwar konnte die Gesamtleistung dank einer erfreulichen Dynamik im Bohrgeschäft deutlich, von 34,9 auf 41,8 Mio. Euro, gesteigert werden, aber die mit der Veräußerung verbundenen Abschreibungen sorgten maßgeblich für einen erneut hohen Jahresfehlbetrag in Höhe von -12,3 Mio. Euro (Vorjahr: -18,5 Mio. Euro). Nun kann sich das Unternehmen aber voll auf den Ausbau des Kerngeschäfts konzentrieren. Das Management spricht von einer regen Nachfrage, die in einem Auftragsbestand von 33 Mio. Euro zum Ausdruck kommt, mit dem das Bohrgeschäft bereits bis in das Jahr 2021 hinein gut ausgelastet ist. Größere Auswirkungen der Corona-Krise spürt das Unternehmen dabei nicht: Es gab bislang keine Auftragsstornierungen und auch die Abarbeitung der Bohrprojekte bewegt sich weitgehend im geplanten Rahmen. Entsprechend optimistisch fällt die Jahresprognose aus, die für 2020 eine Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 4 Prozent vorsieht.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Gesamtleistung (Mio. Euro)</b>	43,0	34,9	41,8	40,0	40,5	41,0
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	1,1	-16,6	-9,7	1,2	1,4	1,9
<b>Jahresüberschuss</b>	0,2	-17,2	-12,2	0,7	1,0	1,2
<b>EpS</b>	0,04	-3,15	-2,04	0,12	0,17	0,20
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wachstum Gesamtleistung</b>	9,1%	-18,9%	19,7%	-4,2%	1,3%	1,2%
<b>Gewinnwachstum</b>	-40,0%	-	-	-	42,8%	19,2%
<b>KUV</b>	0,52	0,33	0,52	0,21	0,37	0,37
<b>KGV</b>	56,0	-	-	18,2	13,5	11,3
<b>KCF</b>	1,3	0,4	3,2	3,6	3,3	3,2
<b>EV / EBIT</b>	20,4	-	-	19,0	15,5	11,9
<b>Dividendenrendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Gesamtleistung legt deutlich zu

Das Geschäftsjahr 2019 wurde operativ durch eine sehr dynamische Entwicklung im Bohrgeschäft geprägt, die zu einem Anstieg der Gesamtleistung um knapp 20 Prozent auf 41,8 Mio. Euro geführt hat. Mit 17 Mio. Euro entfiel ein substanzieller Teil davon allerdings auch auf eine Bestandserhöhung (Vorjahr: Bestandsabbau in Höhe von 4,0 Mio. Euro), die dem in 2020 abgeschlossenen Mehrjahresprojekt für die Stadtwerke München zuzurechnen ist. Die bilanzierten unfertigen Leistungen des Projekts summierten sich Ende Dezember auf 39 Mio. Euro, denen aber (in der Bilanz damit saldierte) Anzahlungen in ähnlicher Höhe gegenüberstanden. Der Umsatz des Konzerns lag infolgedessen mit 24,8 Mio. Euro sowohl deutlich unter der Gesamtleistung als auch unter dem Vorjahreswert (38,9 Mio. Euro) und wurde größtenteils in den Segmenten Rohstoffe & Exploration (11,3 Mio. Euro, 46 Prozent Anteil am Gesamtumsatz) und Geothermie (7,7 Mio. Euro, 31 Prozent) erwirtschaftet. Die kleinen Bereiche EDS (umwelttechnische Dienstleistungen) und Wasserwirtschaft steuerten 4,0 Mio. Euro (16 Prozent) bzw. 1,7 Mio. Euro (7 Prozent) bei.

Konzernzahlen	2018	2019	Änderung
Gesamtleistung	34,9	41,8	+19,7%
Umsatz	38,9	24,8	-36,4%
EBITDA	-12,4	-7,9	-
EBIT	-16,3	-10,8	-
Periodenergebnis	-18,5	-12,2	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Geysir-Verkauf vollzogen

Von dem Teilkonzern Geysir-Europe, der das Kraftwerkgeschäft (Landau und Taufkirchen) verantwortet, hatte D&S zunächst Mitte letzten Jahres 48,9 Prozent der Anteile an den Luxemburger Fonds IKAV Invest S.à r.l. veräußert. Im Januar 2020 folgte der vollständige Ausstieg. Infolge des ersten Teilverkaufs ist Geysir Europe von Juli bis Dezember 2019 nur noch at-equity bilanziert worden. Von den ausgewiesenen Konzernernlösen für die letzte Finanzperiode entfallen ca. 1,7 Mio. Euro auf die Geysir-Gruppe

(aus dem ersten Halbjahr 2019). Auch der Verlust der ehemaligen Tochter (7,8 Mio. Euro im Gesamtjahr) ist zum Teil in der GuV des Daldrup-Konzerns enthalten.

## Negative Sondereffekte

Auf der Konzernebene wurde das Ergebnis zusätzlich durch die bilanziellen Effekte der Veräußerung stark belastet. Zwar konnten aus der Entkonsolidierung Erträge in Höhe von 7,2 Mio. Euro verbucht werden, die maßgeblich für den Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge von 1,5 auf 9,8 Mio. Euro im Gesamtjahr verantwortlich waren. Zugleich sind aber auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 11,6 auf 28,7 Mio. Euro gestiegen, die vor allem die Verluste in Höhe von 18 Mio. Euro aus der Neubewertung der bestehenden D&S-Forderungen gegenüber Unternehmen der ehemaligen Kraftwerksparte widerspiegeln. Die Gesellschaft verweist aber darauf, dass der operative Teil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (11,6 Mio. Euro) in Relation zur Gesamtleistung nur unterproportional zugelegt hat.

## Hoher Verlust, aber nur unbereinigt

Insgesamt musste das Unternehmen einen Verlust vor Steuern und Zinsen von -10,8 Mio. Euro (Vorjahr: -16,3 Mio. Euro) und einen Jahresfehlbetrag von -12,2 Mio. Euro (-18,5 Mio. Euro) hinnehmen. Der um die Sondereffekte aus der Veräußerung der Geysir-Gruppe bereinigte EBIT-Verlust beträgt aber nur -1,3 Mio. Euro und ist zudem ausschließlich auf das Defizit der im ersten Halbjahr noch vollkonsolidierten Tochter zurückzuführen. Die Daldrup & Söhne AG selbst, die das Bohrgeschäft verantwortet, hat isoliert betrachtet einen Überschuss in Höhe von 1 Mio. Euro erwirtschaftet.

## Bilanzbild wandelt sich

Mit dem Wechsel in der Bilanzierung von Geysir Europe hat sich das Bilanzbild des D&S-Konzerns stark gewandelt. Unter anderem führten die Rückgänge der Anteile anderer Gesellschafter von 19,2 Mio. Euro auf 20 Tsd. Euro und der sonstigen Verbindlichkeiten

von 53,7 auf 5,6 Mio. Euro zu einer deutlich geringeren Bilanzsumme, die sich binnen Jahresfrist von 141,8 auf 46,4 Mio. Euro nahezu gedrittelt hat. Auf der Aktivseite haben sich die Sachanlagen massiv von 112,9 auf 10,2 Mio. Euro reduziert, während die Finanzanlagen von 1,0 auf 12,2 Mio. Euro gestiegen sind. Darin sind vor allem noch bestehende Ausleihungen an Geysir-Europe-Unternehmen in Höhe von 11,6 Mio. Euro enthalten. Zusätzlich besteht mit rund 4 Mio. Euro ein substanzialer Teil der sonstigen Vermögensgegenstände aus Forderungen an diese Gruppe. Das Ausmaß der künftigen Rückflüsse aus diesen Positionen hängt von dem Erreichen definierter (und zum Zeitpunkt der Prüfung des Konzern- und Einzelabschlusses als realistisch bezeichneter) Leistungswerte der Kraftwerke Taufkirchen und Landau in den nächsten sieben Jahren sowie vor allem von der künftigen Strategie des neuen Investors IKAV ab.

### Positiver operativer Cashflow

Deutlich überschaubarer waren per Saldo die Effekte im Cashflow. Der operative Cashflow ist trotz des hohen Jahresfehlbetrags vor allem wegen der Berücksichtigungen der Abschreibungen und der sonstigen nicht liquiditätswirksamen Belastungen mit 4,1 Mio. Euro positiv ausgefallen (wir verzichten hier auf die Nennung der Vorjahreswerte, die nur sehr eingeschränkt vergleichbar sind). Damit konnten der Investitions-Cashflow (-0,48 Mio. Euro) sowie Zins- und Tilgungszahlungen (Finanzierungs-Cashflow: -3,1 Mio. Euro) finanziert und trotzdem ein Anstieg der Finanzmittelfonds von 0,02 auf 0,3 Mio. Euro erzielt werden.

### Gute Auftragslage

Nach der Trennung von Geysir Europe strebt D&S nur noch Minderheitsbeteiligungen an mittelständischen Geothermie-Heizkraftwerkprojekten an, die kontinuierliche Cash-Zuflüsse erwarten lassen, sich aber in Bezug auf die Investitionssumme und die Risiken in einem für das mittelständische Unternehmen gut verkraftbaren Umfang bewegen. Damit soll das Bohr-Projektgeschäft flankiert werden, das wieder in den Mittelpunkt der Aktivitäten gerückt ist. Aktuell stößt das Unternehmen auf eine rege Nachfrage und

verfügt über eine gewichtete Pipeline für mögliche Beauftragungen in Höhe von 109,0 Mio. Euro sowie über einen konkreten Auftragsbestand in Höhe von 33 Mio. Euro (per Ende April), der allein schon die Auslastung der Anlagen bis in das Jahr 2021 gut absichert. Große Bohranlagen von Daldrup sind derzeit u.a. für ein Geothermie-Heizkraftwerk in den Niederlanden (für den Kunden Aardwarme Combinatie Luttelgeest B.V.) sowie Erkundungsbohrungen im Rahmen der Suche nach einem Atommülllager in der Schweiz (für den Kunden NAGRA) im Einsatz. Schwerwiegende Beeinträchtigungen durch die Corona-Pandemie hat das Unternehmen bislang nach eigener Aussage nicht erlitten. Insbesondere gab es keine größeren Verzögerungen in der Projektdurchführung und auch keine Stornierungen. Daher fällt die Prognose für 2020 optimistisch aus. Das Management rechnet mit einer Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und einer positiven EBIT-Marge von 2 bis 4 Prozent.

### Reorganisation zur Profitabilitätssteigerung

Damit würden auch erste positive Effekte der eingeleiteten Reorganisation sichtbar, mit der eine Optimierung der internen Abläufe sowie eine bessere Steuerung und Überwachung der Bohrprojekte und der Beteiligungen erreicht werden soll, um die Margensituation kontinuierlich und nachhaltig zu verbessern. Vorangetrieben wird der Prozess von einer verjüngten Führungsmannschaft. Nachdem der bisherige Vorstandsvorsitzende Josef Daldrup aus der Gründerfamilie im Mai in den Aufsichtsrat gewechselt ist, ist zugleich sein Sohn Bernd Daldrup neu in den Vorstand berufen worden.

### Besser als erwartet

Mit den Jahreszahlen für 2019 hat D&S aus unserer Sicht trotz des hohen Verlusts belegt, dass es sich wieder in stabilerem Fahrwasser bewegt und nun auf das Wachstum konzentrieren kann. Erfreulich ist insbesondere die Gesamtleistung in Höhe von 41,8 Mio. Euro, die den im Halbjahresbericht 2019 in Aussicht gestellten Wert von 40 Mio. Euro ebenso wie unsere letzte Schätzung (39,0 Mio. Euro) übertroffen hat.

Dabei ist der Umsatz mit 24,8 Mio. Euro zwar unter unserer Taxe (29,0 Mio. Euro) geblieben, aber die Bestandserhöhung lag mit 17,0 Mio. Euro um 70 Prozent über dem Schätzwert, was die großen Fortschritte beim Projekt für die Stadtwerke München abbildet. Ebenfalls besser als erwartet sind das EBIT (Ist: -10,8 Mio. Euro, Schätzung: -14,6 Mio. Euro) und der Jahresfehlbetrag (Ist: -12,3 Mio. Euro, Schätzung: -17,4 Mio. Euro) ausgefallen, vor allem, da wir die Erträge aus der Entkonsolidierung der Geysir-Gruppe unterschätzt hatten.

### Höhere Gesamtleistung zu erwarten

Für 2020 ist die Ausgangslage dank des Abschlusses des Bohrauftrags der Stadtwerke München, der laufenden Großprojekte in den Niederlanden und der Schweiz und der insgesamt guten Auftragslage aussichtsreich. Wir hatten bislang relativ vorsichtig, auch vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, mit einer Gesamtleistung von 38 Mio. Euro gerechnet und heben diesen Wert nun im Einklang mit der Managementprognose auf rund 40 Mio. Euro an. Der Umsatz dürfte wegen der Schlussrechnung des mehrjährigen Projekts in München mit 62 Mio. Euro (unsere aktualisierte Schätzung) zwar einmalig sehr hoch ausfallen, aber dessen Ergebnisbeitrag ist wegen einer speziellen

Abrechnungsmethode (day-rate) bereits größtenteils in der Vergangenheit verbucht worden. Daher belassen wir die unterstellte EBIT-Marge (in Relation zur Gesamtleistung) aus Vorsichtsgründen bei 2,9 Prozent und damit in etwa in der Mitte der Prognosespanne des Unternehmens. Ebenso weitgehend unverändert geblieben ist der Pfad der Gesamtleistung und der Margenentwicklung in den Folgeperioden. Wir gehen damit weiterhin davon aus, dass D&S die Effizienz sukzessive steigern wird, was sich in einer steigenden Gesamtleistung und deutlichen Margenverbesserungen niederschlägt. Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2027 ist der Tabelle auf dieser Seite zu entnehmen, weitere Details zur prognostizierten Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung finden sich zudem im Anhang.

### Rahmendaten unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2027 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 6,2 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,5

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	62,0	34,4	34,9	35,7	36,6	37,4	38,3	39,1
Umsatzwachstum		-44,5%	1,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
EBIT-Marge*	2,9%	3,5%	4,6%	5,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	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>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>

\*zur Gesamtleistung; SMC Schätzmodell

Prozent unterstellt (auf Basis eines sicheren Zinses von 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 6,5 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5 Prozent und einen Steuersatz von 30 Prozent.

### Kursziel: 4,70 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 28,1 Mio. Euro, bzw. 4,69 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 4,70 Euro ableiten. Der deutliche Anstieg gegenüber unserem letzten Bewertungsergebnis (4,00 Euro) bei nur geringen Anpassungen der Schätzzahlen zur operativen Geschäftsentwicklung resultiert insbesondere aus der Neueinschätzung der Aktiva und Passiva nach der bilanziellen Abbildung des Teilverkaufs von Geysir-Europe. Bei D&S sind nach Abschreibungen und Darlehensverkäufen noch Forderungen in Höhe von 15,6 Mio. Euro an die ehemalige Tochter bilanziert. Diese sind ein wesentlicher Vermögensposten der Gesellschaft, der allein die aktuelle Finanzverschuldung übersteigt und deswegen einen massiven Einfluss auf das Bewertungsergebnis ausübt. Wir haben im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise aktuell sicherheitshalber nur einen Rückfluss von 50 Prozent

unterstellt. Setzt man hier eine Quote von 100 Prozent an, würde das zu einem fairen Wert von rund 6,00 Euro je Aktie führen. Auch wegen der Ungewissheit, wann und in welchem Ausmaß künftige Zahlungen erfolgen, sehen wir das Prognoserisiko mit fünf von sechs möglichen Punkten weiterhin als deutlich überdurchschnittlich an.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	7,32	6,51	5,90	5,41	5,02
5,7%	6,29	5,70	5,23	4,85	4,54
6,2%	5,50	5,05	<b>4,69</b>	4,39	4,14
6,7%	4,88	4,53	4,24	4,00	3,80
7,2%	4,38	4,10	3,87	3,67	3,50

### 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 3,50 und 7,32 Euro je Aktie.

## Fazit

---

Der Verkauf der Kraftwerksparte hat Daldrup & Söhne wegen umfangreicher Abschreibungen im letzten Jahr noch einmal stark belastet und zu einem Jahresfehlbetrag von 12,3 Mio. Euro geführt. Dieser ist allerdings deutlich niedriger ausgefallen, als von uns erwartet, und auch die Gesamtleistung hat unsere Schätzungen – ebenso wie die Managementprognose – übertroffen.

Für die laufende Periode sind die Aussichten gut, da die Gesellschaft nach eigener Aussage bislang kaum von der Corona-Pandemie betroffen ist. Aufträge wurden nicht storniert und die Bohrprojekte können aktuell weitgehend plangemäß durchgeführt werden. Auf dieser Basis stellt der hohe Auftragsbestand eine solide Ausgangsbasis dar. Das Management rechnet mit einer Gesamtleistung von rund 40 Mio. Euro und mit einer EBIT-Marge zwischen 2 und 4 Prozent. Damit würde nach der Trennung von der Kraftwerksparte die Rückkehr in die Profitabilität gelingen.

Wir halten die Planung für plausibel und haben sie als Grundlage unserer Schätzungen genommen. Für die Folgeperioden rechnen wir aufgrund der intensiven Bemühungen um weitere Effizienzverbesserungen mit einem kontinuierlichen Anstieg von Gesamtleistung

und Marge. Nachfrageseitig dürften die Impulse positiv ausfallen, da das Unternehmen attraktive Wachstumsmärkte bedient. Insbesondere der Geothermie trauen wir einen weiteren deutlichen Bedeutungszuwachs in der Wärmebereitstellung zu.

Auf dieser Basis sehen wir jetzt einen fairen Wert von 4,70 Euro je Aktie (zuvor 4,00 Euro), der ein hohes Kurspotenzial bietet. Die Anhebung des Kursziels resultiert insbesondere aus der Neueinschätzung von Aktiva und Passiva nach der Trennung vom Kraftwerksgeschäft. Bei D&S bestehen nach umfangreichen Abschreibungen noch Forderungen gegenüber Gesellschaften der Geysir-Gruppe in Höhe von 15,6 Mio. Euro. Sollten diese voll bezahlt werden, würde allein diese Summe den aktuellen Marktwert des Unternehmens übersteigen. Wir haben aber vorsichtshalber aktuell nur einen Rückfluss von 50 Prozent der Summe unterstellt. Unser Urteil für die Aktie lautet unverändert „Hold“, bis sich die erforderlichen Effizienzsteigerungen in den Geschäftszahlen abzeichnen und es Anhaltspunkte dafür gibt, dass ein substanzieller Teil der Forderungen zurückfließt.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	22,6	22,1	21,9	21,8	21,8	21,8	21,9	22,0	22,1
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	10,2	9,7	9,5	9,4	9,4	9,4	9,5	9,6	9,8
II. UV Summe	23,8	25,6	27,1	29,8	32,6	35,8	38,1	40,6	43,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	23,3	24,0	25,0	26,1	27,3	28,8	29,4	30,2	30,9
II. UB Kapitalkons.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Sonderposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Rückstellungen	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	3,0	3,2	3,5	3,8
V. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	8,5	8,5	8,2	9,0	9,8	10,7	11,7	12,8	13,9
2. Kurzfristiges FK	12,6	13,1	13,6	14,1	14,6	15,1	15,6	16,2	16,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>46,4</b>	<b>47,7</b>	<b>49,0</b>	<b>51,7</b>	<b>54,5</b>	<b>57,7</b>	<b>60,1</b>	<b>62,6</b>	<b>65,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	24,8	62,0	34,4	34,9	35,7	36,6	37,4	38,3	39,1
Gesamtleistung	41,8	40,0	40,5	41,0	42,0	43,0	44,0	45,0	46,0
Rohertrag	21,0	23,2	22,9	23,3	24,0	24,8	25,2	25,8	26,4
EBITDA	-7,1	3,5	3,7	4,1	4,5	5,0	5,1	5,3	5,5
EBIT	-9,7	1,2	1,4	1,9	2,3	2,8	3,0	3,1	3,3
EBT	-12,3	0,8	1,0	1,5	1,9	2,3	2,3	2,5	2,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-12,3	0,7	0,9	1,1	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7
JÜ	-12,2	0,7	0,9	1,1	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7
EPS	-2,04	0,12	0,16	0,19	0,21	0,25	0,25	0,27	0,28

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	4,1	3,6	3,9	4,0	4,1	4,5	4,7	4,9	5,0
CF aus Investition	-0,5	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3
CF Finanzierung	-3,1	-1,1	-1,0	0,1	0,1	0,2	-0,7	-0,7	-0,8
Liquidität Jahresanfa.	2,4	2,7	3,3	4,0	6,1	8,2	10,7	12,4	14,3
Liquidität Jahresende	2,7	3,3	4,0	6,1	8,2	10,7	12,4	14,3	16,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Wachstum Gesamtleistung	19,7%	-4,2%	1,3%	1,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
Umsatzwachstum	-36,4%	150,3%	-44,5%	1,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
Rohrertragswachstum	84,8%	37,4%	66,6%	66,9%	67,3%	67,7%	67,4%	67,5%	67,5%
EBITDA-Marge*	-16,9%	8,8%	9,1%	9,9%	10,8%	11,6%	11,7%	11,9%	11,9%
EBIT-Marge*	-23,3%	2,9%	3,5%	4,6%	5,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%
EBT-Marge*	-29,5%	2,0%	2,6%	3,6%	4,5%	5,2%	5,2%	5,4%	5,6%
Netto-Marge (n.A.D.)*	-29,3%	1,8%	2,3%	2,8%	2,9%	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%

\*zur Gesamtleistung

# 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 22.06.2020 um 8:15 Uhr fertiggestellt und am 22.06.2020 um 8:25 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
17.03.2020	Hold	4,00 Euro	1), 3), 4)
21.01.2020	Hold	4,30 Euro	1), 3), 4)
12.10.2018	Hold	14,30 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 vorstehenden 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.