

12. Oktober 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Daldrup & Söhne AG

## Operative Entwicklung zeigt Fortschritte

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 2,59 € | Kursziel: 4,90 € (zuvor: 4,70 €)

**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>	130
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	4DS:GR
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Kurs:</b>	2,59 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	15,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	23,5 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	4,32 / 1,625 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	8,3 Tsd. Euro

Daldrup & Söhne (D&S) hat im Januar die restlichen Anteile an dem Kraftwerksgeschäft verkauft und damit die Refokussierung des Konzerns auf die Bohraktivitäten abgeschlossen. Dieser Schritt hat sich in den Halbjahreszahlen positiv niedergeschlagen. Sowohl das Konzern-EBIT als auch das Periodenergebnis, die im Vorjahr noch mit -1,0 resp. -2,1 Mio. Euro negativ waren, drehten ins Plus, wobei das EBIT mit +0,6 Mio. Euro sogar einen deutlichen Überschuss zeigt. Auch der Free-Cash-Flow ist im ersten Halbjahr positiv ausgefallen (+2 Mio. Euro). Bemerkenswert ist zudem, dass die Gesamtleistung um 5,5 Prozent auf 23,2 Mio. Euro gesteigert werden konnte, obwohl in der Vorjahreszahl noch ein Beitrag der Kraftwerkssparte von rund 1,4 Mio. Euro enthalten ist. Das spiegelt die rege Nachfrage im Bohrgeschäft wider, die für eine gute Auslastung der Kapazitäten sorgt. Auch spürt D&S bislang keine wesentlichen Beeinträchtigungen durch Covid-19, weshalb der Vorstand für 2020 nun eine Gesamtleistung von „mindestens“ 40 Mio. Euro erwartet (bisher: „rund“ 40 Mio. Euro) sowie unverändert eine EBIT-Marge von 2 bis 4 Prozent aus dem operativen Geschäft. Der Auftragsbestand von 27 Mio. Euro sichert zudem die Kapazitätsauslastung bereits bis weit in das nächste Jahr.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Gesamtleistung (Mio. Euro)</b>	43,0	34,9	41,8	43,0	43,5	44,0
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	1,1	-16,6	-9,7	1,2	1,5	2,0
<b>Jahresüberschuss</b>	0,2	-17,2	-12,2	0,3	0,5	1,0
<b>EpS</b>	0,04	-3,15	-2,04	0,04	0,09	0,16
<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%	2,9%	1,2%	1,1%
<b>Gewinnwachstum</b>	-40,0%	-	-	-	107,7%	83,9%
<b>KUV</b>	0,63	0,40	0,63	0,25	0,42	0,41
<b>KGV</b>	67,8	-	-	60,3	29,0	15,8
<b>KCF</b>	1,6	0,5	3,8	5,7	4,8	4,5
<b>EV / EBIT</b>	21,5	-	-	20,2	15,6	11,5
<b>Dividendenrendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Gesamtleistung steigt um 5,5 Prozent

Daldrup & Söhne hat im ersten Halbjahr 2020 an mehreren Großprojekten gearbeitet – insbesondere an Bohrungen für die Stadtwerke München (der Auftrag wurde inzwischen planmäßig beendet) und die Schweizer NAGRA (Erkundungsbohrungen für Atommüll-Endlager) – und war auch in dem kleinteiligeren Geschäft (zu dem beispielsweise die oberflächennahe Geothermie, die Wassergewinnung und die umwelttechnischen Dienstleistungen zählen) insgesamt gut ausgelastet. Infolgedessen konnte die Gesamtleistung um 5,5 Prozent von 22,0 auf 23,2 Mio. Euro gesteigert werden. In dem Vorjahreswert war noch ein Beitrag von rd. 1,4 Mio. Euro der inzwischen veräußerten Kraftwerkssparte enthalten, so dass die Steigerung im Bohrgeschäft selbst zweistellig ausgefallen ist. Deutlich zugelegt hat auch der Umsatz, der mit 11,9 Mio. Euro um 22,6 Prozent über dem Vorjahreswert lag.

## Weiterer Bestandsaufbau

Aus der Differenz der Gesamtleistung und des Umsatzes lässt sich ein weiterer Bestandsaufbau in Höhe von 11,3 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten ableiten. Damit sind die unfertigen Erzeugnisse und Leistungen weiter auf 53,4 Mio. Euro gestiegen, denen aber erhaltene Anzahlungen in Höhe von 52,6 Mio. Euro gegenüberstehen. Mit der Abschlussrechnung des Projekts für die Stadtwerke München, auf das ein Großteil der verbuchten Werte entfällt, wird es aber im zweiten Halbjahr voraussichtlich einen Bestandsabbau im erheblichen Ausmaß geben.

## Deutliche Kostenentlastung

Im ersten Halbjahr 2019 war der veräußerte Geysir-Teilkonzern noch für einen operativen Verlust vor Zinsen und Steuern in Höhe von 1,2 Mio. Euro verantwortlich, während die AG damals mit dem Bohrgeschäft ein EBIT von 0,4 Mio. Euro erwirtschaftet hatte. Die Trennung hat nun den Gesamtkonzern erwartungsgemäß entlastet, so dass das Halbjahres-EBIT in 2020 mit 0,6 Mio. Euro (Vorjahr: -1,0 Mio. Euro) positiv ausgefallen ist. Besonders deutlich war der Effekt bei den Abschreibungen (-34,7 Prozent auf

1,2 Mio. Euro, Anteil an der Gesamtleistung von 8,0 auf 5,0 Prozent gesunken), während der Materialaufwand mit einem Zuwachs um 9,3 Prozent etwas stärker zugelegt hat als die Gesamtleistung (Quote von 50,7 auf 52,6 Prozent gestiegen). Ebenfalls spürbar fällt die Entlastung beim Zinsaufwand aus (von 1,3 auf 0,4 Mio. Euro), so dass nach Berücksichtigung des Steueraufwands (-0,2 Mio. Euro, Vorjahr: Ertrag von 0,04 Mio. Euro) ein Überschuss nach Anteilen Dritter von 0,02 Mio. Euro erzielt werden konnte. Im Vorjahr war mit -2,1 Mio. Euro noch ein hoher Verlust angefallen.

Konzernzahlen	HJ 19	HJ 20	Änderung
Gesamtleistung	22,0	23,2	5,5%
Umsatz	9,7	11,9	22,6%
EBITDA	0,8	1,7	116,3%
EBIT	-1,0	0,6	-
Periodenergebnis	-2,1	0,02	-

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

## Positiver Free-Cashflow

Auf dieser Basis konnte das Unternehmen einen deutlich positiven Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit in Höhe von 1,0 Mio. Euro erzielen (die Vorjahreswerte sind nicht vergleichbar). Wegen des Teilkonzernverkaufs ist auch der Investitions-Cashflow per Saldo positiv ausgefallen (+1,0 Mio. Euro). Der daraus resultierende positive Free-Cashflow in Höhe von 2,0 Mio. Euro wurde größtenteils für Zinszahlungen (-0,4 Mio. Euro) und Auszahlungen für die Tilgung von Finanzkrediten (-1,2 Mio. Euro) genutzt, so dass sich die Nettoliquidität (Kassenbestand nach Abzug von Kontokorrentverbindlichkeiten) im ersten Halbjahr insgesamt nur moderat um 0,3 auf 0,6 Mio. Euro erhöht hat. Einen leichten Zuwachs gab es auch beim Eigenkapital (von 23,3 auf 24,6 Mio. Euro), vor allem dank einer entfallenen Belastung aus der Fremdwährungsumrechnung in Höhe von 1,0 Mio. Euro, so dass die Eigenkapitalquote bei einer moderat ausweiteten Bilanzsumme von 50,1 auf 51,7 Prozent zugelegt hat.

## Keine größeren Corona-Auswirkungen

Damit war die Geschäftsentwicklung von Daldrup & Söhne im ersten Halbjahr robust, der Konzern hat keine größeren negativen Auswirkungen der Coronakrise gespürt. Die Zulieferer- und Dienstleistungsketten haben überwiegend pünktlich funktioniert, so dass auch der Bohrbetrieb auf den Baustellen nicht nennenswert beeinträchtigt wurde. Außerdem ist es bislang nicht zu Auftragsstornierungen gekommen.

## Solide Auftragslage

Der Auftragsbestand ist durch die Abarbeitung von Projekten zwar von 42 Mio. Euro im Januar auf 27,3 Mio. Euro per Ende September zurückgegangen, damit sind die Kapazitäten aber rein rechnerisch bis weit in das Jahr 2021 ausgelastet. Zusätzlich hat D&S kürzlich einen Bohrauftrag der Stadtwerke Schwerin im Volumen von 4 Mio. Euro zur Deckung des Fernwärmebedarfs erhalten, der schon im Oktober starten wird und nach vier Monaten abgeschlossen sein soll. Zu den weiteren größeren Vorhaben zählen derzeit die nächsten Erkundungsbohrungen für die NAGRA und die dritte Bohrung für ein Heizwerk in den Niederlanden. Während die dritte NAGRA-Bohrung noch in diesem Jahr fertiggestellt und abgerechnet werden soll (eine vierte und ggf. eine fünfte folgen nächstes Jahr), ist die Fertigstellung des Heizwerks für das Frühjahr 2021 vorgesehen. Darüber hinaus besteht ein hohes Potenzial für weitere Aufträge, die wahrscheinlichgewichtete Pipeline summierte sich Ende September auf 119 Mio. Euro.

## Prognose etwas optimistischer formuliert

Auf dieser Basis hat der Vorstand mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts die Prognose für 2020 nicht nur bestätigt, sondern auch etwas optimistischer formuliert. Nachdem im Geschäftsbericht noch eine Gesamtleistung von „rund“ 40 Mio. Euro in Aussicht gestellt worden war, wird dieser Wert nun „mindestens“ erwartet. Unverändert geblieben ist die Aussage zur EBIT-Marge aus dem operativen Geschäft, die zwischen 2 und 4 Prozent liegen soll. Die Prognose gilt naturgemäß unter der Einschränkung, dass die ak-

tuell wieder beschleunigte Ausbreitung des Coronavirus das operative Geschäft nicht signifikant beeinträchtigt und dass die großen Bohraufträge plangemäß abgerechnet werden können.

## Höhere Gesamtleistung für 2020...

Wir hatten für 2020 bislang mit einer Gesamtleistung von 40 Mio. Euro und einem EBIT von 1,2 Mio. Euro respektive einer Marge von 2,9 Prozent gerechnet. Nach dem robusten Wachstum im ersten Halbjahr und auf Basis der guten Kapazitätsauslastung heben wir unsere Prognose für die Gesamtleistung in der aktuellen Periode auf 43 Mio. Euro an. Der Umsatz wird voraussichtlich wegen der Schlussabrechnung des Großprojekts für die Stadtwerke München deutlich darüber liegen, die Ergebnisbeiträge des Auftrags sind aber schon größtenteils erfasst. Unsere EBIT-Schätzung haben wir nach einer Aktualisierung der Kostenstruktur mit 1,2 Mio. Euro unverändert gelassen, das Nettoergebnis aus operativer Tätigkeit erwarten wir nun bei 0,3 Mio. Euro.

## ...und die Folgejahre geschätzt

Wir bleiben dabei, dass wir dem Unternehmen auch für die Folgejahre kontinuierlich moderate Zuwächse bei der Gesamtleistung zutrauen und haben daher aufgrund der voraussichtlich positiven Entwicklung in 2020 die Schätzreihe insgesamt angehoben. Die Wachstumsperspektiven für Daldrup & Söhne sind insbesondere aufgrund des notwendigen Ausbaus der Nutzung Erneuerbarer Energien für den Wärmemarkt, für den sich Geothermie an etlichen Standorten aufdrängt, aussichtsreich. Einen weiteren Wachstumstreiber stellt die Endlagersuche für radioaktive Abfälle dar. Während in der Schweiz die Suche läuft und D&S mit den notwendigen Bohrungen beauftragt wurde, wird der Prozess nun auch in Deutschland gestartet. Vor diesem Hintergrund dürfte unser Entwicklungspfad für die Gesamtleistung auch nach der Anhebung vor allem mittelfristig eher konservativ formuliert sein.

## Margenpfad unverändert

Voraussetzung für die Nutzung der Chancen ist, dass Daldrup & Söhne die eigenen Kapazitäten effizient

einsetzt. In der Vergangenheit haben Reibungsverluste zu Margeneinbußen geführt, doch die Probleme werden jetzt aktiv angegangen. Im Halbjahresbericht wurde explizit darauf hingewiesen, dass „weitere organisatorische Veränderungen notwendig“ sind und dass dafür der eingeleitete Strategieprozess in vertrieblicher, organisatorischer und finanzwirtschaftlicher Hinsicht vorangetrieben werden muss. Auf Nachfrage hat das Management auf zahlreiche Einzelmaßnahmen verwiesen, die aktuell umgesetzt werden, wobei insbesondere die Modernisierung der EDV zur Verbesserung des Projektcontrollings substanzielle Fortschritte verspricht. Wir haben in unserem Modell bislang schon kontinuierliche Fortschritte unterstellt und lassen den Pfad der Margenverbesserung vorerst unverändert. 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 bleiben gleich

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarke 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 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: 4,90 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 29,1 Mio. Euro, bzw. 4,86 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 4,90 Euro ableiten. Der moderate Anstieg gegenüber unserem letzten Bewertungsergebnis (4,70 Euro) ist leichten Verschiebungen in den Cashflow-Zahlungen nach der Aktualisierung des Modells geschuldet. Von großer Bedeutung für das Bewertungsergebnis sind weiterhin die Forderungen in Höhe von 15,6 Mio. Euro, die gegenüber Gesellschaften der ehemaligen Kraftwerksparke bestehen. Diese sind ein wesentlicher Vermögensposten von D&S, der allein die aktuelle Finanzverschuldung übersteigt. Wir haben im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise weiterhin sicherheits halber nur einen Rückfluss von 50 Prozent unterstellt.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	62,0	37,0	37,4	37,8	38,3	38,7	39,1	39,5
Umsatzwachstum		-40,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT-Marge*	2,7%	3,5%	4,6%	5,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
Steuersatz	40,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,3	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9	2,0	2,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-0,4	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-0,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>

\*zur Gesamtleistung; SMC Schätzmodell

Setzt man hier eine Quote von 100 Prozent an, würde das zu einem fairen Wert von rund 6,20 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

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 3,66 und 7,52 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	7,52	6,70	6,07	5,57	5,18
5,7%	6,48	5,88	5,40	5,02	4,70
6,2%	5,69	5,23	<b>4,86</b>	4,55	4,30
6,7%	5,07	4,71	4,41	4,17	3,96
7,2%	4,57	4,28	4,04	3,84	3,66

## Fazit

---

Daldrup & Söhne hat im ersten Halbjahr 2020 keine größeren Beeinträchtigungen durch die Covid-19-Pandemie hinnehmen müssen und die Gesamtleistung um 5,5 Prozent auf 23,2 Mio. Euro gesteigert. Bereinigt um den Verkauf der Kraftwerkssparte konnte sogar ein zweistelliges Wachstum erzielt werden. Die Trennung von der defizitären Sparte hat sich auch positiv im EBIT, das von -1,0 auf +0,6 Mio. Euro verbessert werden konnte, und im Nettoergebnis niedergeschlagen.

Nach den Zahlen hat das Management die Prognose für das Gesamtjahr etwas optimistischer formuliert. Zwar wird unverändert eine EBIT-Marge aus dem operativen Geschäft von 2 bis 4 Prozent angestrebt, aber die Gesamtleistung soll nun „mindestens“ 40 Mio. Euro betragen – zuvor waren „rund“ 40 Mio. Euro erwartet worden.

Auch die weiteren Aussichten sind positiv, das Unternehmen stützt sich auf einen Auftragsbestand von 27 Mio. Euro, der die Auslastung bis weit in das Jahr 2021 sichert, und verfügt über eine gewichtete Auftragspipeline von 119 Mio. Euro. Themen wie die notwendige Steigerung der Nutzung Erneuerbarer

Energien für die Wärmebereitstellung oder die Suche nach Endlagern für radioaktive Abfälle sorgen für eine nachhaltig hohe Nachfrage.

Wir haben die Wachstumschancen in unserem Modell nur sehr vorsichtig abgebildet und einen fairen Wert je Aktie von jetzt 4,90 Euro (zuvor: 4,70 Euro) ermittelt, der damit deutlich über dem aktuellen Kurs liegt.

Von großer Bedeutung ist allerdings, dass das Unternehmen die Abläufe weiter optimiert und das wachsende Geschäftsvolumen auch in höhere Margen umsetzt. Das bleibt eine zentrale Aufgabe für das Management.

Unser Urteil für die Aktie lautet daher unverändert „Hold“, bis sich die erforderlichen Effizienzsteigerungen in den Geschäftszahlen abzeichnen. Außerdem bestehen noch relativ hohe Forderungen gegenüber den veräußerten Gesellschaften der Kraftwerkssparte. Die Aktie ist für uns auch erst dann ein Kauf, wenn 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	26,4	25,6	25,3	25,5	26,1	26,5	26,9	27,2
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	8,5	7,6	7,4	7,6	8,1	8,6	8,9	9,3
II. UV Summe	23,8	20,3	22,2	25,1	27,8	30,4	32,3	34,5	36,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	23,3	24,8	25,4	26,5	27,9	29,5	30,2	31,0	31,7
II. Rückstellungen	1,9	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8	3,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	8,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Kurzfristiges FK	12,6	20,5	20,6	22,0	23,3	24,6	26,0	27,5	29,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>46,4</b>	<b>46,8</b>	<b>47,8</b>	<b>50,5</b>	<b>53,4</b>	<b>56,5</b>	<b>58,9</b>	<b>61,4</b>	<b>64,0</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	37,0	37,4	37,8	38,3	38,7	39,1	39,5
Gesamtleistung	41,8	43,0	43,5	44,0	44,5	45,0	45,5	46,0	46,5
Rohhertrag	21,0	21,9	22,8	23,2	23,7	24,3	24,8	25,2	25,5
EBITDA	-7,1	3,5	3,5	3,8	4,2	4,7	5,0	5,2	5,4
EBIT	-9,7	1,2	1,5	2,0	2,5	3,0	3,1	3,2	3,3
EBT	-12,3	0,8	1,2	1,7	2,1	2,5	2,5	2,5	2,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-12,3	0,4	0,7	1,1	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7
JÜ	-12,2	0,3	0,5	1,0	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6
EPS	-2,04	0,04	0,09	0,16	0,22	0,26	0,26	0,27	0,27



## 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	2,7	3,2	3,5	3,8	4,2	4,4	4,6	4,8
CF aus Investition	-0,5	0,4	-1,1	-1,5	-1,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4
CF Finanzierung	-3,1	-2,2	-1,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	-0,8	-0,8
Liquidität Jahresanfa.	2,4	2,7	3,6	4,7	6,9	8,8	10,7	12,0	13,5
Liquidität Jahresende	2,7	3,6	4,7	6,9	8,8	10,7	12,0	13,5	15,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Wachstum Gesamtleistung	19,7%	2,9%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Umsatzwachstum	-36,4%	150,3%	-40,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Rohrertragswachstum	84,8%	35,4%	61,6%	62,0%	62,6%	63,6%	64,1%	64,3%	64,5%
EBITDA-Marge*	-16,9%	8,2%	7,9%	8,6%	9,4%	10,5%	10,9%	11,3%	11,5%
EBIT-Marge*	-23,3%	2,7%	3,5%	4,6%	5,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%
EBT-Marge*	-29,5%	1,9%	2,7%	3,9%	4,7%	5,5%	5,4%	5,5%	5,6%
Netto-Marge (n.A.D.)*	-29,3%	0,6%	1,2%	2,2%	2,9%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%

\*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 12.10.2020 um 7:50 Uhr fertiggestellt und am 12.10.2020 um 8:00 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
22.06.2020	Hold	4,70 Euro	1), 3), 4)
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 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.