

7. Oktober 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Daldrup & Söhne AG

Deutliche Margenverbesserung im ersten Halbjahr

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 7,06 € | Kursziel: 8,00 € (unverändert)

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:	127
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	4DS:GR
ISIN:	DE0007830572
Kurs:	7,06 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	5,99 Mio. Stück
Market Cap:	42,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	48,6 Mio. Euro
Free-Float:	41,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	8,90 / 4,20 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	22,6 Tsd. Euro

Mit dem Ukrainekrieg ist die Nutzung von Geothermie noch stärker in den Fokus gerückt, wovon auch Daldrup & Söhne (D&S) profitiert. Das Unternehmen berichtet infolgedessen von einem deutlich anziehenden Interesse in diesem Geschäftsfeld und konnte kürzlich bereits einen weiteren Großauftrag – bis zu zwei Bohrungen für die Hamburger Energiewerke zur Erschließung eines Wärmespeichers – melden. Der gesamte Auftragsbestand belief sich per Mitte September auf 27,1 Mio. Euro, was bereits eine Auslastung der Bohrkapazitäten bis weit ins nächste Jahr sicherstellt. Auf der Basis wurde die Prognose für die Gesamtleistung in 2022 bestätigt, die einen Wert von rd. 42 Mio. Euro vorsieht. Im ersten Halbjahr lag diese zwar mit 17,7 Mio. Euro noch um 22 Prozent unter dem Vorjahreswert, aber in den zweiten sechs Monaten werden Schlussabrechnungen bei größeren Bohrprojekten und mehrere neue Vorhaben zu einem deutlichen Wachstum führen. Erfreulicherweise konnte das EBIT schon im ersten Halbjahr auf 1,2 Mio. Euro verdoppelt werden, was einer Margensteigerung von 2,7 auf 7,0 Prozent entspricht. Da dafür zum Teil ein Sondereffekt (in Höhe von 400 Tsd. Euro) verantwortlich war, wurde die Margenzielspanne von 4 bis 6 Prozent für 2022 bestätigt.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	41,8	47,5	44,9	43,0	44,5	46,5
EBIT (Mio. Euro)	-9,7*	1,9*	1,6	2,1	2,5	3,5
Jahresüberschuss	-11,9*	-5,2*	0,8	0,8	1,6	2,5
EpS	-1,99*	-0,87*	0,13	0,13	0,27	0,41
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Gesamtleistung	19,7%	13,7%	-5,5%	-4,1%	3,5%	4,5%
Gewinnwachstum	-	-	-114,9%	2,2%	105,4%	51,1%
KUV	1,71	1,61	0,54	1,23	1,09	1,02
KGV	-	-	54,3	53,1	25,8	17,1
KCF	10,4	26,2	-	35,3	12,0	10,9
EV / EBIT	-	25,7	30,7	22,8	19,4	13,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*inklusive Sondereffekten im Zusammenhang mit dem Verkauf der Kraftwerksparte

Gesamtleistung noch deutlich rückläufig

Im ersten Halbjahr lag die Gesamtleistung von D&S mit 17,7 Mio. Euro um 22,4 Prozent unter dem Vorjahreswert. Dabei ist sowohl der ausgewiesene Umsatz (6,3 Mio. Euro, -20,9 Prozent) als auch der Bestandsaufbau (11,5 Mio. Euro, -23,2 Prozent) deutlich niedriger ausgefallen als in der ersten Jahreshälfte 2021. Das zeigt aber nur die üblichen Schwankungen im Projektgeschäft, in dem die Wartungsintervalle der großen Bohranlagen und deren Transport von einem Bohrplatz zum nächsten einen erheblichen Einfluss auf die Zahlen einzelner Quartale und Halbjahre ausüben können. Grundsätzlich ist D&S aktuell gut ausgelastet und die großen Bohranlagen werden in neuen Projekten eingesetzt. Das wird sich im zweiten Halbjahr stärker in der Gesamtleistung und den Erlösen widerspiegeln.

Konzernzahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Umsatz	7,9	6,3	-20,9%
Gesamtleistung	22,9	17,7	-22,4%
EBITDA	1,8	2,4	+37,2%
EBITDA-Marge	7,8%	13,8%	+6,0Pp.
EBIT	0,6	1,2	+102,9%
EBIT-Marge	2,7%	7,0%	+4,3Pp.
Periodenergebnis	0,4	0,4	-2,8%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Marge steigt kräftig

Das temporär rückläufige Geschäft konnte, auch dank einer deutlich geringeren Inanspruchnahme von Drittleistungen in der Bohrausführung, in eine starke Reduktion des Materialaufwands um 45,5 Prozent auf 6,7 Mio. Euro umgemünzt werden, wobei der Vorjahreswert wegen eines margenschwächeren Großprojekts nach oben verzerrt war. Damit hat sich die Materialaufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung ohne SBE) von 53,8 auf 37,8 Prozent reduziert. Der Anstieg der Personalkosten (+9,1 Prozent auf 4,9 Mio. Euro, Quote von 19,6 auf 27,6 Prozent) konnte damit ebenso kompensiert werden wie der unterproportionale Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-12,4 Prozent auf 3,8 Mio. Euro, Quote von

18,9 auf 21,3 Prozent). Per Saldo hat das EBITDA um 37,2 Prozent auf 2,4 Mio. Euro zugelegt, gleichbedeutend mit einer Margenverbesserung von 7,8 auf 13,8 Prozent. Darin enthalten ist allerdings auch ein positiver Einmaleffekt in Höhe von 377 Tsd. Euro aus dem Verkauf von Kraftwerkskomponenten – ein Restposten aus den früheren Aktivitäten im Kraftwerksbereich (dazu gibt es allerdings eine fast deckungsgleiche Gegenbuchung im Finanzergebnis, siehe nächsten Absatz). Zugleich hat D&S aber auch deutlich höhere Rückstellungen (zum Teil nachlaufend zu einem Thema aus dem Kraftwerksverkauf) gebildet, so dass die Ergebnisverbesserung zumindest im Wesentlichen operative Fortschritte zeigt.

Nettoergebnis auf Vorjahresniveau

Bei nur leicht erhöhten planmäßigen Abschreibungen (+2,9 Prozent auf 1,2 Mio. Euro) resultierte daraus eine EBIT-Verdopplung von 0,6 auf 1,2 Mio. Euro, womit sich die Marge von 2,7 auf 7,0 Prozent erhöht hat. Dass das Nettoergebnis trotzdem mit 0,4 Mio. Euro nahezu auf Vorjahresniveau lag, ist ebenfalls maßgeblich auf den Sondereffekt aus dem Verkauf der Kraftwerkskomponenten zurückzuführen, da im Gegenzug die Ausleihungen an die Gesellschaft J.D. Apparate- und Maschinenbau GmbH, die den Verkauf der Komponenten übernommen hat, erfolgswirksam um 340 Tsd. Euro (die Differenz ist die Gewinnmarge) zu reduzieren waren. Außerdem hat D&S nach einer Neukalkulation noch 151 Tsd. Euro der Forderungen gegenüber der IKAV, dem Käufer der Kraftwerkssparte, abgeschrieben, weshalb das Finanzergebnis mit -0,8 Mio. Euro deutlich schwächer ausgefallen ist als im Vorjahr (-0,2 Mio. Euro).

Free-Cashflow negativ

Auch in der Cashflow-Entwicklung hat sich der positive operative Ergebnistrend noch nicht adäquat niedergeschlagen. Ein Anstieg der Vorräte (+1,9 Mio. Euro) sowie der Forderungen und der sonstigen Vermögensgegenstände (+0,9 Mio. Euro) bei einer gleichzeitigen Reduktion der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (-0,4 Mio. Euro) waren im

ersten Halbjahr maßgeblich dafür verantwortlich, dass sich der Zahlungsmittelabfluss aus laufender Geschäftstätigkeit von -0,4 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf -0,85 Mio. Euro etwas mehr als verdoppelt hat. Zusammen mit dem Abfluss aus Investitionstätigkeit (-0,3 Mio. Euro), der vor allem aus der Anschaffung von zwei kleineren Bohrgeräten resultierte, summiert sich der Free-Cashflow des ersten Halbjahres auf -1,1 Mio. Euro – im Vorjahr war wegen Zuflüssen aus dem Verkauf der Kraftwerksparte noch ein Überschuss von 0,9 Mio. Euro ausgewiesen worden. Da zugleich auch planmäßig Kredite zurückgeführt wurden (Finanzierungs-Cashflow: -1,2 Mio. Euro inkl. Zinszahlungen), hat sich die bilanziell ausgewiesene Liquidität im ersten Halbjahr von 3,0 auf 1,7 Mio. Euro reduziert, während zugleich die Inanspruchnahme von Kontokorrentlinien von 4,9 auf 6,0 Mio. Euro ausgeweitet wurde.

EK-Quote: 49,5 Prozent

Die Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen ist im ersten Halbjahr stabil bei 19,6 Mio. Euro geblieben. Da das Eigenkapital dank dem Periodenüberschuss leicht, von 19,0 auf 19,2 Mio. Euro zugelegt hat, ist die Eigenkapitalquote von 49,3 auf 49,5 Prozent gestiegen und bewegt sich damit unverändert auf einem komfortablen Niveau. Auf der Aktivseite verteilt sich die Bilanzsumme relativ gleichmäßig auf diverse Posten, von denen die sonstigen Ausleihungen (9,2 Mio. Euro), die sonstigen Vermögensgegenstände (8,7 Mio. Euro) und die Vorräte (8,1 Mio. Euro) die größten sind.

Gute Auftragslage

Der Ausblick für das zweite Halbjahr fällt positiv aus, ein Auftragsbestand von rund 27,1 Mio. Euro per Mitte September sichert bereits die Auslastung bis weit in das nächste Jahr. Zuletzt ist ein Auftrag der Hamburger Energiewerke GmbH hinzugekommen, der bis zu zwei Bohrungen für die Erschließung eines unterirdischen Aquiferspeichers umfasst, in den überschüssige Abwärme aus regionalen Industrie- und Abfallverwertungsanlagen eingeführt werden soll, die dann bei Bedarf wieder in das lokale Fernwärmenetz eingespeist werden kann. Das maximale Auftragsvolumen liegt im oberen einstelligen Millionenbereich,

eine erste Bohrung soll noch in diesem Jahr fertiggestellt werden. Zu den weiteren größeren Bohrvorhaben, an deren Umsetzung aktuell gearbeitet wird, zählen eine Geothermiebohrung in der Schweiz, zehn Erkundungsbohrungen für die Schweizer Salinen AG für die Salzgewinnung und eine Erkundungsbohrung für eine Stadt im Rhein-Main-Gebiet zur Erhebung des nutzbaren geothermischen Potenzials. Vor diesem Hintergrund hat das Management die Jahresprognose für die Gesamtleistung, die sich auf rund 42 Mio. Euro beläuft, bestätigt – unter dem Vorbehalt, dass z.B. die plangemäße Abarbeitung der Aufträge nicht durch die Pandemie oder Lieferengpässe unerwartet stark behindert wird. Auch die Jahresprognose für die EBIT-Marge, die zwischen 4 und 6 Prozent liegen soll, wurde bestätigt. Eine Anhebung ist trotz der hohen Marge im ersten Halbjahr nicht erfolgt, da D&S nach Aussage des Managements im zweiten Halbjahr die allgemein steigenden Kosten (insb. Energie und Personal) etwas stärker spüren wird.

Kern-Schätzungen für 2022 unverändert

Wir hatten bislang für D&S mit einer Gesamtleistung von 43 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 5 Prozent kalkuliert. Um den Wert der Gesamtleistung zu erreichen, ist ein deutlich höheres Niveau im zweiten Halbjahr erforderlich. Angesichts der komfortablen Auftragsituation und zahlreicher großer Bohrprojekte scheint das durchaus realistisch, daher lassen wir die Schätzung unverändert. Auch unsere Taxe zur EBIT-Marge lassen wir wegen der Hinweise des Unternehmens zur Kostenentwicklung im zweiten Halbjahr unverändert. Durch das höhere negative Finanzergebnis liegt das von uns jetzt geschätzte Nettoergebnis mit 0,8 Mio. Euro hingegen etwas unter unserer alten Schätzung.

Gute Basis für das Schätzszenario

Für die Folgejahre hatten wir bislang im Trend ein moderates Wachstum der Gesamtleistung (CAGR bis 2029: 5,5 Prozent p.a.) mit deutlichen Margenverbesserungen unterstellt. Die aktuelle Entwicklung stützt aus unserer Sicht diese Einschätzung. Die Rahmenbedingungen für eine Erschließung der Geothermie haben sich deutlich verbessert. Durch den Bruch der Beziehungen mit Russland ist ein starker Ausbau der Er-

neuerbaren Energien im Bereich der Wärmegewinnung noch dringlicher geworden. In den Niederlanden und der Schweiz, zwei wichtigen Märkten für D&S, wird die Erschließung der Geothermie mit großen staatlichen Programmen bereits systematisch vorangetrieben. Deutschland hinkt da noch etwas hinterher, hat zuletzt mit der „Richtlinie für die Bundesförderung für effiziente Wärmenetze – BEW“ aber auch einen wichtigen Schritt für eine Verbesserung der Rahmenbedingungen umgesetzt. Insgesamt steigt das Interesse und die Nachfrage, was auch in dem von Daldrup veröffentlichten relevanten Marktvolumen zum Ausdruck kommt, welches das mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtete Volumen von Aufträgen im Verhandlungsstadium abbildet und das sich im letzten halben Jahr um 30 Prozent auf 136 Mio. Euro erhöht hat. Bei einem deutlich steigenden Bedarf sind die Bohrkapazitäten und hier insbesondere das Fachpersonal der limitierende Faktor im Markt. Das begrenzt das Wachstumspotenzial für D&S, sollte aber zugleich Potenzial für Preiserhöhungen und Margenverbesserungen bieten. Obwohl wir die Kostenschätzungen nach den Halbjahreszahlen etwas angepasst haben, haben wir den Entwicklungspfad für die Gesellschaft weitgehend unverändert gelassen. Zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir die

Gesamtleistung weiterhin bei 58 Mio. Euro und unterstellen bis dahin, wie bislang schon, eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,8 Prozent, wobei das Management des Facharbeitermangels dabei einer der wichtigsten Faktoren sein dürfte. Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2029 ist der Tabelle unten 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 Zielmarge des Jahres 2029 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 6,0 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,0 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 1,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Gesamtleistung	43,0	44,5	46,5	49,5	52,5	54,5	56,5	58,0
Wachstum Gesamtleistung	-4,1%	3,5%	4,5%	6,5%	6,1%	3,8%	3,7%	2,7%
EBIT-Marge	5,0%	5,6%	7,5%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
EBIT	2,1	2,5	3,5	4,3	4,6	4,8	5,0	5,1
Steuersatz	1,0%	1,0%	5,0%	5,0%	5,0%	20,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	1,0	1,5	1,5
NOPAT	2,1	2,5	3,3	4,1	4,4	3,8	3,5	3,6
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	2,3	1,5	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,6	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	5,1	5,1	5,2	4,9	5,4	5,0	4,7	5,0
- Zunahme Net Working Capital	-3,4	-1,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,7	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,4
Free Cashflow	1,0	2,2	2,4	2,5	2,9	2,5	2,1	2,2

SMC-Schätzmodell

Kursziel: 8,00 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals von 47,6 Mio. Euro bzw. 7,94 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein unverändertes Kursziel von 8,00 Euro ab (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurs-

zielermittlung findet sich im Anhang). Das Prognose-risiko stufen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) aufgrund des Projektcharakters des Geschäfts mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres war die Gesamtleistung von Daldrup & Söhne noch rückläufig, was aber vor allem den üblichen Schwankungen im Projektgeschäft geschuldet ist. Im Gesamtjahr soll die Gesamtleistung mit 42 Mio. Euro plangemäß nur noch knapp unter dem hohen Vorjahreswert liegen.

Sehr erfreulich ist, dass D&S in den ersten sechs Monaten das EBIT von 0,6 auf 1,2 Mio. Euro trotzdem verdoppeln konnte. Auch wenn dabei ein positiver Einmaleffekt in Höhe von knapp 400 Tsd. Euro geholfen hat, zeigt das den inzwischen aufwärtsgerichteten Trend der Marge. Im Gesamtjahr soll die EBIT-Marge bei 4 bis 6 Prozent liegen, nach 3,4 Prozent in der Finanzperiode 2021.

Insgesamt geht es bei D&S voran, das Unternehmen spürt ein deutlich steigendes Interesse an Geothermieprojekten, der sich bereits im Auftragseingang niederschlägt. Die Rahmenbedingungen für eine Nutzung der Erdwärme werden, nicht zuletzt als Reaktion auf den Bruch mit Russland, in den Kernmärkten des Unternehmens weiter verbessert, was zu einem lang anhaltenden Aufschwung führen sollte.

Wir haben das in unserem Modell nur sehr vorsichtig abgebildet und sehen den fairen Wert von Daldrup & Söhne auf Basis weitgehend unveränderter Schätzungen nach wie vor bei 8,00 Euro. Die Aktie bietet damit ein substantielles Aufwärtspotenzial, weshalb unser Urteil weiterhin „Buy“ lautet.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Sehr branchenerfahrenes Managementteam und Mitarbeiterstamm mit großer Expertise.
- Das Unternehmen verfügt in seinen Kernmärkten über eine starke Marktstellung im Bohrgeschäft. Ein eigener großer Gerätepark ermöglicht ein breites Leistungsangebot.
- Langjähriger Track-record in der erfolgreichen Umsetzung von Bohrvorhaben, insbesondere auch in Tiefen von bis zu 6 Tsd. Metern.
- D&S ist im Bereich der Geothermie stark positioniert, die insbesondere für den Wärmemarkt zu den aussichtsreichsten erneuerbaren Energien zählt.
- Der Investitionsbedarf ist wegen des bestehenden Anlagenportfolios auf absehbare Zeit überschaubar.
- Mit einer Eigenkapitalquote von fast 50 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

Chancen

- D&S arbeitet aktiv an einer Verbesserung der Effizienz. Der für 2022 prognostizierte Margenanstieg deutet erste Erfolge dieser Bemühungen an.
- Das Volumen möglicher Beauftragungen im Verhandlungsstand ist mit 136 Mio. Euro aktuell sehr hoch und hat seit März um 30 Prozent zugelegt.
- Der anvisierte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien, auch wegen der Russlandproblematik, könnte Investitionen in die Geothermie weiter stimulieren.
- Die Endlagersuche für radioaktiven Müll bietet für D&S ein großes Auftragspotenzial, insb. in Deutschland.
- Perspektivisch könnte sich D&S an aussichtsreichen mittelständischen Geothermie-Wärmeanlagen beteiligen.

Schwächen

- Wegen einer fehlgeschlagenen Expansion im Bereich des Geothermie-Kraftwerksbetriebs (mit Stromproduktion) hat D&S in den letzten Jahren hohe Verluste verzeichnet. Der Geschäftsbereich wurde 2019/20 veräußert.
- Die Margen im Bohrgeschäft sind aktuell noch relativ gering. Konzernweit wird für 2022 eine EBIT-Marge von 4 bis 6 Prozent angestrebt.
- D&S muss insbesondere im Management von großen Bohrprojekten noch Effizienzfortschritte realisieren.
- Aufgrund des starken Einflusses des Kraftwerksgeschäfts auf die Zahlen der letzten Jahre ist noch schwer kalkulierbar, wie groß das Potenzial zur Erzielung freier Cashflows im Kerngeschäft ist.
- Ersatz- oder Ergänzungsinvestitionen in große Bohranlagen (für sehr tiefe Bohrungen) sind mit einem hohen Investitionsvolumen verbunden.

Risiken

- Festpreisaufträge im Bohrgeschäft bergen das Risiko von Verlusten, wenn es zu Verzögerungen kommt, die das Unternehmen zu verantworten hat.
- Steigende Materialpreise sowie Energie- und Lohnkosten können Druck auf die Margen ausüben.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende 2021: ca. 9 Mio. Euro).
- Die Stromproduktion mit der Tiefengeothermie ist noch auf eine staatliche Förderung angewiesen; eine Kürzung der Förderung würde das Projektpotenzial hier stark schmälern.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	16,8	15,1	14,1	14,2	15,4	16,7	18,1	19,5	20,8
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	7,2	5,9	5,0	5,0	6,2	7,5	8,9	10,3	11,7
II. UV Summe	21,8	25,2	29,7	34,6	39,4	44,6	47,1	49,3	51,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	19,0	19,8	21,5	23,9	27,1	30,5	31,3	32,2	33,2
II. Rückstellungen	1,2	1,8	2,1	2,5	2,8	3,2	3,5	3,9	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	18,4	18,7	20,3	22,4	24,9	27,7	30,3	32,8	35,4
BILANZSUMME	38,6	40,4	43,9	48,8	54,8	61,3	65,2	68,9	72,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	78,1	34,4	38,7	41,4	44,6	47,8	50,1	52,0	53,4
Gesamtleistung	44,9	43,0	44,5	46,5	49,5	52,5	54,5	56,5	58,0
Rohhertrag	23,4	23,0	24,6	25,5	26,9	28,7	30,0	31,1	32,0
EBITDA	3,9	4,6	4,8	5,0	4,8	5,3	5,6	5,9	6,1
EBIT	1,6	2,1	2,5	3,5	4,3	4,6	4,8	5,0	5,1
EBT	0,8	0,9	1,8	2,7	3,4	3,7	3,8	3,8	3,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,8	0,8	1,6	2,5	3,1	3,4	2,9	2,6	2,6
JÜ	0,8	0,8	1,6	2,5	3,1	3,4	2,9	2,6	2,6
EPS	0,13	0,13	0,27	0,41	0,53	0,56	0,48	0,43	0,43

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-0,4	1,2	3,5	3,9	4,2	4,9	4,8	4,8	5,0
CF aus Investition	1,3	-0,7	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,4
CF Finanzierung	0,0	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	0,1	-2,1	-2,0	-1,9
Liquidität Jahresanfa.	3,0	3,0	2,7	4,1	6,1	8,5	11,6	12,2	12,7
Liquidität Jahresende	3,0	2,7	4,1	6,1	8,5	11,6	12,2	12,7	13,4

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Wachstum Gesamtleistung	-5,5%	-4,1%	3,5%	4,5%	6,5%	6,1%	3,8%	3,7%	2,7%
Umsatzwachstum	198,1%	-55,9%	12,5%	6,9%	7,6%	7,2%	5,0%	3,7%	2,7%
Rohertragsmarge*	52,1%	53,6%	55,2%	54,9%	54,4%	54,7%	55,0%	55,1%	55,2%
EBITDA-Marge*	8,8%	10,6%	10,8%	10,7%	9,7%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%
EBIT-Marge*	3,5%	5,0%	5,6%	7,5%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
EBT-Marge*	1,8%	2,2%	4,0%	5,9%	6,9%	7,0%	6,9%	6,8%	6,6%
Netto-Marge (n.A.D.)*	1,7%	1,9%	3,7%	5,3%	6,4%	6,4%	5,3%	4,5%	4,4%

*zur Gesamtleistung

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,0%	12,85	11,28	10,11	9,19	8,46
5,5%	10,92	9,78	8,90	8,20	7,62
6,0%	9,47	8,62	7,94	7,38	6,92
6,5%	8,35	7,69	7,15	6,70	6,32
7,0%	7,45	6,93	6,50	6,13	5,82

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 07.10.2022 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 07.10.2022 um 9:15 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. 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
29.08.2022	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	6,70 Euro	1), 3), 4)
08.10.2022	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
24.06.2021	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
25.02.2021	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
12.10.2020	Hold	4,90 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.