

6. Juni 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Daldrup & Söhne AG

Jahresergebnisse über Prognose – Ausblick optimistisch

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 9,12 € | Kursziel: 10,50 € (zuvor: 11,40 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

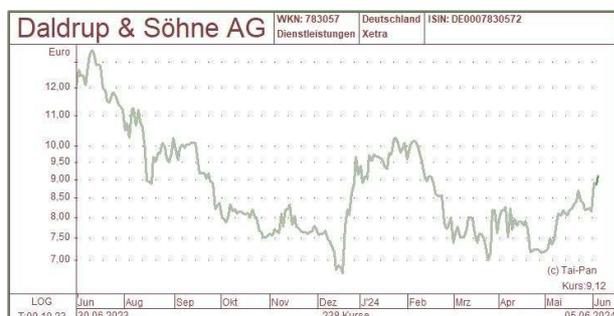
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Grünwald
Branche:	Bohrdienstleistungen
Mitarbeiter:	139
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0007830572
Ticker:	4DS:GR
Kurs:	9,12 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	5,99 Mio. Stück
Market Cap:	54,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	58,8 Mio. Euro
Free-Float:	41,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	13,70 / 6,60 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	24,5 Tsd. Euro

Gesamtleistung deutlich über Plan

Dank einer guten Auftragslage hat Daldrup & Söhne die Gesamtleistung im letzten Jahr deutlich, um 31,3 Prozent auf 48,4 Mio. Euro, gesteigert, der Umsatz ist mit 49,1 Mio. Euro (+28,6 Prozent) sogar noch geringfügig höher ausgefallen (die Differenz ist auf eine negative Bestandsänderung zurückzuführen). Getrieben wurde das Wachstum insbesondere von zahlreichen Großprojekten in den Bereichen Geothermie (Umsatz 26,1 Mio. Euro, +80 Prozent) sowie Rohstoffe/Exploration (20,4 Mio. Euro, +14 Prozent), während die Erlöse in den beiden kleineren Bereichen Wasserwirtschaft (0,9 Mio. Euro -75 Prozent) und umwelttechnische Dienstleistungen/EDS (1,7 Mio. Euro, -21 Prozent) rückläufig waren. Das spiegelt die Flexibilität der Gesellschaft wider, die Bohrkapazitäten immer in den Bereichen einzusetzen, wo gerade der größte Bedarf ist. Der Schwerpunkt der Aktivitäten lag 2023 vor allem im Inland mit einem Umsatzanteil von 81 Prozent (Vorjahr 42 Prozent) und darüber hinaus in der Schweiz, wo das Gros der Auslandserlöse erzielt worden sein dürfte. Die Gesamtleistung hat den Zielwert des Managements, der sich auf 41 Mio. Euro belaufen hatte, deutlich übertroffen, was nach Angaben des Unternehmens vor allem auf

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	44,9	36,9	48,4	47,0	49,5	53,0
EBIT (Mio. Euro)	1,6	1,8	2,6	3,2	3,7	4,1
Jahresüberschuss	0,8	0,9	0,9	2,0	2,4	2,7
EpS	0,13	0,14	0,15	0,34	0,40	0,45
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Gesamtleistung	-5,5%	-17,8%	31,3%	-2,9%	5,3%	7,1%
Gewinnwachstum	-	12,2%	4,5%	127,0%	18,6%	11,4%
KUV	0,70	1,43	1,11	1,22	1,15	1,06
KGV	71,9	64,1	61,4	27,0	22,8	20,5
KCF	-	33,1	12,5	12,2	11,3	9,8
EV / EBIT	37,1	31,8	22,6	18,6	15,8	14,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nachträge bei Großprojekten zurückzuführen war. Damit hat D&S auch deutlich besser abgeschnitten als von uns erwartet (42,5 Mio. Euro).

Konzernzahlen	2022	2023	Änderung
Umsatz	38,2	49,1	+28,6%
Gesamtleistung	36,9	48,4	+31,3%
EBITDA	4,2	4,9	+16,9%
EBITDA-Marge	11,5%	10,2%	-1,3Pp.
EBIT	1,8	2,6	+42,6%
EBIT-Marge	4,9%	5,3%	+0,4Pp.
Periodenergebnis	0,9	0,9	+4,5%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBITDA steigt um 17 Prozent

Mit der höheren Gesamtleistung hat auch der Materialaufwand zugenommen. Wegen des verstärkten Rückgriffs auf die Leistungen Dritter ist dieser mit +58,9 Prozent auf 21,2 Mio. Euro sogar deutlich überproportional gestiegen, so dass sich die Materialaufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) von 36,3 auf 44,0 Prozent erhöht hat. Demgegenüber blieb der Zuwachs des Personalaufwands mit 3,7 Prozent auf 10,3 Mio. Euro nur moderat, womit die Personalaufwandsquote von 27,0 auf 21,3 Prozent gesunken ist. Auch der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+26,9 Prozent auf 13,2 Mio. Euro) war unterdurchschnittlich. Per Saldo ist das EBITDA um 17 Prozent auf 4,9 Mio. Euro gewachsen, was einer Marge von 10,2 Prozent (Vorjahr: 11,5 Prozent) entspricht. Der Margenrückgang ist zum Teil ein rechnerischer Effekt der höheren Leistungen von Dritten, die (mit geringen Aufschlägen) den eigenen Kunden in Rechnung gestellt werden.

EBIT-Marge ebenfalls über Zielwert

Da die Abschreibungen leicht, um 2,4 Prozent auf 2,4 Mio. Euro, gesunken sind, hat sich auf der Ebene des EBIT der absolute Anstieg des EBITDA deutlich positiv niedergeschlagen und zu einer Steigerung um 42,6 Prozent auf 2,6 Mio. Euro geführt. Damit ist die EBIT-Marge von 4,9 auf 5,3 Prozent gestiegen, womit die Ziele des Managements (3,0 bis 5,0 Prozent) genauso wie unsere Schätzung (4,9 Prozent) ebenfalls

übertroffen wurden. Allerdings ist das Finanzergebnis diesmal deutlich negativer ausgefallen (-1,7 Mio. Euro, Vorjahr: -1,0 Mio. Euro), was bei etwas höheren Zinsaufwendungen (0,9 Mio. Euro, Vorjahr: 0,8 Mio. Euro) vor allem auf Abschreibungen (0,8 Mio. Euro, Vorjahr: 0,3 Mio. Euro) auf noch ausstehende Forderungen aus dem verkauften Kraftwerkgeschäft zurückzuführen war. Bei einer etwas höheren, aber absolut gesehen geringfügigen Steuerbelastung (-55 Tsd. Euro) resultierte daraus ein Konzernergebnis von 0,9 Mio. Euro, das damit um 4,5 Prozent über dem Vorjahreswert lag.

Operativer Cashflow mehr als verdoppelt

Erheblich stärker hat sich die positive Entwicklung im Cashflow der laufenden Geschäftstätigkeit niedergeschlagen, der sich um 165 Prozent auf 4,4 Mio. Euro verbessert hat. Das ist auf ein Bündel verschiedener Faktoren zurückzuführen. Insbesondere war ein substanzieller Teil der Belastungen, die das Nettoergebnis in die Nähe des Vorjahresstands gedrückt hat, nicht zahlungswirksam – neben den Abschreibungen auf einen Teil der Forderungen aus dem Verkauf des Kraftwerksgeschäft wurden auch 0,4 Mio. Euro auf Kraftwerkskomponenten, die D&S im Bestand hält und noch veräußern will (diese waren Teil des Kaufpreises), abgeschrieben. Zudem haben die Rückstellungen erheblich zugenommen und der Saldo aus der kumulierten Forderungs- und Vorratsänderung hat deutlich weniger belastet. Ebenfalls kräftig gestiegen sind im letzten Geschäftsjahr die Investitionen (Investitions-Cashflow: -3,0 Mio. Euro, nach -0,8 Mio. Euro im Vorjahr), da D&S eine neue Bohranlage angeschafft hat. Trotzdem konnte der Free-Cashflow per Saldo um 60 Prozent auf 1,4 Mio. Euro verbessert werden. Nach Abzug der Zinszahlungen und einer moderaten Nettokredittilgung (Finanzierungs-Cashflow: -0,9 Mio. Euro) resultierte daraus eine Steigerung der Liquidität von 3,1 auf 3,6 Mio. Euro.

EK-Quote wieder über 50 Prozent

Mit dem Jahresüberschuss hat auch das Eigenkapital weiter zugelegt, um 5 Prozent auf 21,0 Mio. Euro. Demgegenüber wurde die Zunahme der Bilanzsumme durch den Rückgang von Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und der sonstigen Ver-

bindlichkeiten gedämpft und betrug lediglich 3,5 Prozent auf 41,5 Mio. Damit hat sich die Eigenkapitalquote binnen Jahresfrist von 49,7 auf 50,6 Prozent erhöht und fällt nach wie vor sehr solide aus.

Gute Auftragslage

In den letzten Monaten hat D&S weitere Großaufträge gemeldet. Hierbei handelt es sich um zwei Geothermiebohrungen für die Stadtwerke Neuruppin mit einem Auftragsvolumen von rund 5 Mio. Euro sowie um die Überarbeitung der bestehenden Bohrung des Tiefengeothermie-Heizkraftwerks Kirchweihdach für rund 3 Mio. Euro. Die Bohrungen in Neuruppin werden zeitnah starten. Das Unternehmen arbeitet darüber hinaus noch an weiteren großen Projekten, u.a. wird aktuell eine geothermische Doublette (Förder- und Injektionsbohrung) für MTU in München erstellt. Die Auftragslage von D&S für das aktuelle Geschäftsjahr ist daher komfortabel. Per Ende März lag der Auftragsbestand bei 38,5 Mio. Euro (ggü. 33,2 Mio. Euro im Mai letzten Jahres), womit die Kapazitäten rein rechnerisch bereits bis in das nächste Jahr hinein ausgelastet sind. Auf dieser Basis erwartet das Management für die aktuelle Finanzperiode eine Gesamtleistung von 47 Mio. Euro und eine Verbesserung der operativen EBIT-Marge auf 5 bis 7 Prozent. Hilfreich sind dabei rückläufige Abschreibungen, da das Abschreibungsende bei zwei großen Bohranlagen erreicht wurde (11/23) bzw. wird (06/24), was das Ergebnis annualisiert um 1 Mio. Euro entlastet.

Geothermie im Fokus

Auch darüber hinaus sind die Perspektiven sehr aussichtsreich. Geothermie rückt zunehmend in den Fokus als erneuerbare Energiequelle für den Wärmemarkt, der in Deutschland bislang noch zu knapp 82 Prozent mit fossiler Energie versorgt wird (Stand 2023, Quelle: Daldrup/Umweltbundesamt). Im letzten Jahr hat die Wärmebereitstellung aus Geothermie und Umweltwärme hierzulande immerhin um 18 Prozent auf 25,7 TWh zugelegt, aber das Potenzial ist ungleich höher – eine Studie von Fraunhofer/Helmholtz beziffert dieses auf ein Viertel des deutschen Wärmebedarfs (rund 300 TWh). Die Politik versucht die Erschließung mit verschiedenen Initiativen voran-

zutreiben, aktuell wird sogar eine staatliche Absicherung von Fündigkeitsrisiken der Bohrungen über die KfW erwogen. Die wichtigsten Instrumente, um die Entwicklung zu forcieren, sind im Moment das Gebäudeenergiegesetz, die Bundesförderung Effizienter Wärmenetze und das Gesetz zur kommunalen Wärmeplanung. Die Regelungen sehen u.a. vor, dass neue Wärmenetze ab diesem Jahr mindestens 65 Prozent regenerative Energien nutzen müssen, für Bestandsnetze liegt die Quote bei 30 Prozent ab 2030. D&S geht davon aus, dass die ersten Städte und Kommunen die Wärmeplanung im ersten Halbjahr 2025 abschließen und im Anschluss neue Geothermieprojekte ausschreiben.

Hohes potenzielles Auftragsvolumen

Der neu vorgeschriebene umfassende Planungsprozess für die kommunale Wärmeversorgung hat – ebenso wie die Kürzungen im Klima- und Transformationsfonds (KTF) nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Bundeshaushalt – für Verzögerungen bei zahlreichen Vorhaben geführt, das Interesse hat aber zugleich weiter zugenommen. Dies ist auch am „relevanten Marktvolumen“ von D&S ablesbar, welches das mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtete Volumen von Aufträgen im Verhandlungsstadium abbildet: Ende März belief sich dieses auf rund 260 Mio. Euro, verglichen mit 203 Mio. Euro im Mai 2023. Dabei ist die Geothermie ein zentraler Treiber, aber nicht der einzige. Auch die notwendigen Bohrungen für die Suche nach atomaren Endlagern stellen einen wichtigen Faktor einer steigenden Nachfrage dar. Das Unternehmen reagiert darauf mit einem Ausbau der Bohrkapazitäten und hat für dieses Jahr weitere umfangreiche Investitionen angekündigt, die fremdfinanziert werden sollen.

Anpassungen der Schätzungen

Die positiven Aussichten stützen das Expansionszenario, das wir für das Unternehmen modelliert haben. Dabei liegt die für 2024 in Aussicht gestellte Gesamtleistung mit 47 Mio. Euro über unserer bisherigen Taxe (44,0 Mio. Euro). Angesichts des positiven Trends folgen wir jetzt der Guidance und passen unsere Schätzung auf den Prognosewert des Managements an. Etwas größere Fortschritte hatten wir uns

allerdings bei der EBIT-Marge erhofft, die wir wegen des positiven Abschreibungseffekts und operativer Fortschritte bislang auf 8,2 Prozent taxiert hatten. Nun kalkulieren wir unter Berücksichtigung der Unternehmensziele, auch vor dem Hintergrund der deutlich gestiegenen Materialkosten, mit 6,7 Prozent. Diese Anpassungen finden in den Folgejahren ihre konsequente Fortsetzung mit einem insgesamt erhöhten Pfad für die Gesamtleistung – wobei die unterstellte durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR 24/31) immer noch bei konservativen 4,6 Prozent liegt – und einer unterstellten deutlichen Margenverbesserung, die aber geringer ausfällt als bislang angenommen. So sehen wir die Ziel-EBIT-Marge jetzt bei 12,1 Prozent, nach bislang 14,5 Prozent. Die Tabelle unten zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2031, die sich nach unserem Modell-Update einstellt. Weitere Details zur geschätzten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

Mögliche weitere Zahlungen

Ebenfalls in unserem Modell berücksichtigt – als nicht betriebsnotwendiges Vermögen – sind künftige Rück-

flüsse aus dem Verkauf von Kraftwerkskomponenten (Buchwert: 3,7 Mio. Euro) sowie eine potenzielle Begleichung von Forderungen aus dem Spartenverkauf und mögliche Earn-out-Zahlungen (Buchwert: 3,5 Mio. Euro). Letztere hängen von der Entwicklung der verkauften Einheiten ab. Im letzten Jahr hätten theoretisch (nach der Kalkulation von D&S) rund 740 Tsd. Euro eingehen können, was aber wegen des erforderlichen Umbaus des Kraftwerks Taufkirchen nicht passiert ist und zu den Abschreibungen geführt hat. Da der Betrieb jetzt aber anläuft, könnten bald Zahlungen erfolgen. Trotzdem sind weitere Abschreibungen auf die Positionen denkbar, weswegen wir in unserem Modell weiterhin lediglich 50 Prozent des Buchwerts (und damit jetzt 3,6 Mio. Euro) angesetzt haben.

Rahmenparameter unverändert

Zur Ermittlung des Terminal Value rechnen wir nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 6,6 Prozent. Dabei haben wir Eigenka-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Gesamtleistung	47,0	49,5	53,0	55,5	58,0	60,5	62,5	64,5
Wachstum Gesamtleistung	-2,9%	5,3%	7,1%	4,7%	4,5%	4,3%	3,3%	3,2%
EBIT-Marge	6,7%	7,5%	7,7%	8,9%	9,9%	10,8%	11,2%	12,1%
EBIT	3,2	3,7	4,1	4,9	5,8	6,5	7,0	7,8
Steuersatz	8,0%	8,0%	8,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,3	0,3	0,3	1,0	1,7	2,0	2,1	2,3
NOPAT	2,9	3,4	3,8	3,9	4,0	4,6	4,9	5,4
+ Abschreibungen & Amortisation	1,7	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9	2,2	2,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,1	5,5	6,0	6,2	6,4	7,0	7,6	8,1
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen AV	-4,4	-4,3	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8
Free Cashflow	-0,1	0,5	3,5	3,7	3,6	4,1	4,5	4,9

SMC Schätzmodell

pitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

Neues Kursziel: 10,50 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 62,7 Mio. Euro oder 10,48 Euro je Aktie, woraus wir 10,50 Euro als neues Kurs-

ziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (11,40 Euro) resultiert aus der vorsichtigeren Margenschätzung, die den positiven Effekt der höher geschätzten Gesamtleistung überkompensiert hat. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) aufgrund des Projektcharakters des Geschäfts mit vier Punkten weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

Daldrup & Söhne hat die Gesamtleistung im letzten Jahr sehr stark ausgeweitet, um 31,3 Prozent auf 48,4 Mio. Euro, und damit sowohl die eigenen Ziele als auch unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Auf der Basis konnte das EBIT, trotz deutlicher Materialkostensteigerungen, um 42,6 Prozent auf 2,6 Mio. Euro verbessert werden. Die Marge von 5,3 Prozent lag ebenfalls über der Guidance und unseren Schätzungen.

Das Nettoergebnis konnte aber nur geringfügig gesteigert werden, und zwar um 4,5 Prozent auf 0,9 Mio. Euro. Hier haben sich vor allem Abschreibungen auf noch ausstehende Forderungen aus dem Verkauf der Kraftwerksparte belastend ausgewirkt. Sehr viel deutlicher zeigt demgegenüber der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit die positive Entwicklung, der um 165 Prozent auf 4,4 Mio. Euro zugelegt hat.

Auch für die laufende Periode sind die Perspektiven aussichtsreich. Ein Auftragsbestand von 38,5 Mio. Euro sichert bereits rein rechnerisch die Kapazitätsauslastung, so dass das Management eine Gesamtleistung von 47 Mio. Euro und eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 5 bis 7 Prozent in Aussicht stellt.

Als sehr positiv werten wir, dass die Geothermie gerade in Deutschland immer mehr in den Fokus als al-

ternative Energiequelle für die Wärmebereitstellung rückt. Zwar haben die zwischenzeitliche Unsicherheit bezüglich der Förderung wegen Kürzungen im Klima- und Transformationsfonds (KTF) und die Verpflichtung der Städte und Kommunen zu einer umfangreichen Wärmeplanung für eine deutliche Verzögerung bei vielen Vorhaben geführt, zugleich ist aber das mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtete Volumen von Aufträgen im Verhandlungsstadium der Gesellschaft weiter gestiegen, von 203 Mio. Euro im Mai 2023 auf inzwischen rund 260 Mio. Euro. Ein großer Nachfragschub scheint daher perspektivisch möglich, worauf das Unternehmen bereits mit Erweiterungsinvestitionen reagiert.

In Summe erwarten wir eine positive Entwicklung von Daldrup & Söhne, die in einem aktualisierten Kursziel von 10,50 Euro zum Ausdruck kommt. Die Reduktion resultiert aus den etwas abgesenkten Margenerwartungen, dennoch sehen wir ein attraktives Aufwärtspotenzial von 15 Prozent und bekräftigen unsere Einstufung mit „Buy“.

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.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 50 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

Chancen

- Die gute Auftragslage sichert die Auslastung bereits bis in das erste Quartal 2025 ab. Ein zuletzt starker Anstieg möglicher Beauftragungen im Verhandlungsstand deutet zudem auch für die Zeit danach weiteres Wachstum an.
- D&S arbeitet an einer Verbesserung der Effizienz, was die Margen mittelfristig verbessern sollte.
- Der anvisierte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien im Wärmemarkt 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-Wärme Kraftwerken beteiligen.

Schwächen

- Die Margen im Bohrgeschäft sind aktuell noch relativ gering. Im letzten Jahr lag die EBIT-Marge bei 5,3 Prozent.
- Das Projektgeschäft ist volatil, einzelne Bohrvorhaben können die Zahlen eines Geschäftsjahres stark beeinflussen.
- D&S muss insbesondere im Management von großen Bohrprojekten noch Effizienzfortschritte realisieren.
- 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.
- Vor allem im Bereich der Materialkosten gab es zuletzt deutliche Zuwächse. Setzt sich das fort, könnte das die angestrebten Margenverbesserungen bremsen.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende Dezember: rund 7,2 Mio. Euro).
- Die staatlichen Versuche, die Erschließung der Geothermie zu verbessern, könnten u.a. an bürokratischen Hürden (Genehmigungsprozesse) scheitern.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	10,4	13,1	15,9	16,1	16,5	17,1	17,7	18,2	18,8
1. Immat. VG	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	6,2	9,0	11,8	12,0	12,4	13,0	13,6	14,1	14,8
II. UV Summe	30,9	31,6	33,0	37,9	43,1	46,6	50,6	54,9	59,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	21,0	23,0	25,4	28,1	31,0	32,3	34,0	35,7	37,6
II. Rückstellungen	2,8	3,3	3,8	4,3	4,8	5,3	5,8	6,3	6,8
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	17,8	18,7	19,9	21,9	24,1	26,3	28,7	31,4	34,2
BILANZSUMME	41,5	45,0	49,1	54,3	59,9	63,9	68,5	73,4	78,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	49,1	44,6	47,5	51,5	53,9	56,4	58,8	60,8	62,7
Gesamtleistung	48,4	47,0	49,5	53,0	55,5	58,0	60,5	62,5	64,5
Rohertrag	27,1	27,1	28,8	31,1	33,0	34,9	36,8	38,3	39,9
EBITDA	4,9	4,8	5,2	5,8	6,7	7,6	8,5	9,2	9,9
EBIT	2,6	3,2	3,7	4,1	4,9	5,8	6,5	7,0	7,8
EBT	0,9	2,2	2,6	2,9	3,7	4,4	5,1	5,4	6,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,5	3,8	4,2
JÜ	0,9	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,5	3,8	4,2
EPS	0,15	0,34	0,40	0,45	0,48	0,51	0,59	0,63	0,71

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	4,4	4,5	4,8	5,6	6,1	6,5	7,2	7,8	8,4
CF aus Investition	-3,0	-4,4	-4,3	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8
CF Finanzierung	-0,9	-0,8	-0,6	0,2	0,3	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9
Liquidität Jahresanfa.	3,1	3,6	2,9	2,9	6,7	10,9	13,5	16,5	19,9
Liquidität Jahresende	3,6	2,9	2,9	6,7	10,9	13,5	16,5	19,9	23,6

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Wachstum Gesamtl.	31,3%	-2,9%	5,3%	7,1%	4,7%	4,5%	4,3%	3,3%	3,2%
Umsatzwachstum	28,6%	-9,1%	6,5%	8,2%	4,8%	4,5%	4,3%	3,3%	3,2%
Rohrertragsmarge	56,0%	57,7%	58,2%	58,7%	59,4%	60,1%	60,8%	61,3%	61,8%
EBITDA-Marge	10,2%	10,3%	10,6%	11,0%	12,1%	13,1%	14,0%	14,6%	15,3%
EBIT-Marge	5,4%	6,7%	7,5%	7,7%	8,9%	9,9%	10,8%	11,2%	12,1%
EBT-Marge	1,9%	4,7%	5,3%	5,5%	6,6%	7,6%	8,4%	8,7%	9,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,8%	4,3%	4,8%	5,0%	5,2%	5,3%	5,8%	6,0%	6,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,6%	16,07	14,42	13,13	12,08	11,23
6,1%	13,92	12,68	11,67	10,84	10,15
6,6%	12,24	11,27	10,48	9,81	9,24
7,1%	10,89	10,12	9,48	8,93	8,46
7,6%	9,78	9,16	8,63	8,18	7,78

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), 10)

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 06.06.2024 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 06.06.2024 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
06.10.2023	Buy	11,40 Euro	1), 3), 4)
07.06.2023	Buy	11,80 Euro	1), 3), 4)
14.05.2023	Hold	11,00 Euro	1), 3), 4)
07.10.2022	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
29.08.2022	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	6,70 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.