

7. Oktober 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# Daldrup & Söhne AG

„Positive operative Entwicklung in  
allen Geschäftsbereichen“

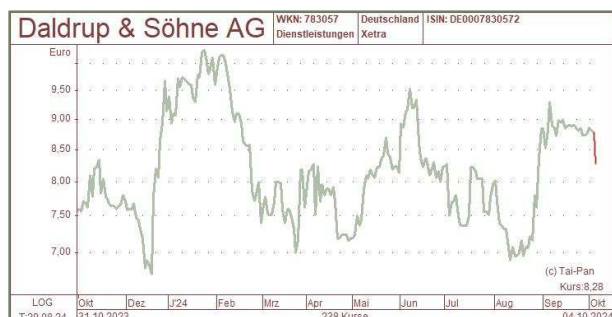
**Urteil:** Buy (unverändert) | **Kurs:** 8,28 € | **Kursziel:** 11,20 € (unverändert)

**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

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	149
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Ticker:</b>	4DS:GR
<b>Kurs:</b>	8,28 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	49,6 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	54,5 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	10,50 / 6,60 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	19,0 Tsd. Euro

## Gesamtleistung steigt um 21 Prozent

Daldrup & Söhne (D&S) hatte schon im August vorab mit ersten Kennzahlen über eine sehr gute Entwicklung in den ersten sechs Monaten informiert und im Zuge dessen auch die Jahresprognose angehoben, jetzt wurden mit dem Halbjahresbericht die Details geliefert. Im Zeitraum Januar bis Juni konnte das Unternehmen die Gesamtleistung um 21 Prozent auf 29,1 Mio. Euro steigern, das Management spricht diesbezüglich von einer „positiven operativen Entwicklung in allen Geschäftsbereichen“. Überproportional zugelegt haben dabei die Erlöse, die sogar um 65 Prozent auf 25,4 Mio. Euro gestiegen sind, was aber nicht nur auf ein steigendes Geschäftsvolumen zurückzuführen ist, sondern auch auf einen höheren Anteil an Projekten, die direkt im Day-Rate-Verfahren abgerechnet werden (anstatt später mit einer kumulierten Schlussabrechnung der erbrachten Leistungen). Im Gegenzug ist der Bestandsaufbau mit 3,5 Mio. Euro geringer ausgefallen als im Vorjahr (8,7 Mio. Euro).

## Kräftige Margenverbesserung

In Relation zum Wachstum der Gesamtleistung war der Anstieg des Materialaufwands mit 11 Prozent auf

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gesamtleistung (Mio. Euro)</b>	44,9	36,9	48,4	50,0	52,0	54,5
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	1,6	1,8	2,6	4,0	4,5	4,7
<b>Jahresüberschuss</b>	0,8	0,9	0,9	2,5	3,2	3,2
<b>EpS</b>	0,13	0,14	0,15	0,42	0,53	0,54
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wachstum Gesamtleistung</b>	-5,5%	-17,8%	31,3%	3,3%	4,0%	4,8%
<b>Gewinnwachstum</b>	-	12,2%	4,5%	182,0%	26,9%	1,1%
<b>KUV</b>	0,64	1,30	1,01	1,04	0,99	0,94
<b>KGV</b>	65,3	58,2	55,7	19,8	15,6	15,4
<b>KCF</b>	-	30,0	11,3	11,4	9,2	8,4
<b>EV / EBIT</b>	34,4	29,5	21,0	13,7	12,2	11,5
<b>Dividendenrendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

12,0 Mio. Euro deutlich unterproportional, so dass die Aufwandsquote binnen Jahresfrist von 45,0 auf 41,4 Prozent reduziert werden konnte. Ähnlich ist die Entwicklung beim Personalaufwand (+11 Prozent auf 5,9 Mio. Euro) mit einer Reduktion der Quote von 22,2 auf 20,4 Prozent verlaufen. In diesen Werten zeigen sich die Effizienzfortschritte, die D&S in den letzten Jahren mit umfangreichen Strukturmaßnahmen erreicht hat. Noch nicht sichtbar war das im ersten Halbjahr in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die um 39 Prozent auf 7,5 Mio. Euro zugelegt haben, womit ihr Anteil an der Gesamtleistung gegenüber dem Vorjahr von 22,3 auf 25,7 Prozent gestiegen ist. Hier haben sich insbesondere deutlich höhere Kosten für die Abraum- und Abfallbeseitigung sowie für den Transport der Bohranlagen niedergeschlagen, worauf D&S mit einer Reorganisation des Einkaufs reagiert hat. In Summe haben aber die Effizienzsteigerungen in anderen Bereichen und das Wachstum der Gesamtleistung einen EBITDA-Zuwachs um 43 Prozent auf 3,8 Mio. Euro ermöglicht, womit sich die Marge im Vergleich zum Vorjahr von 11,0 auf 13,0 Prozent verbessert hat.

Konzernzahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Umsatz	15,4	25,4	+64,8%
Gesamtleistung	24,1	29,1	+20,6%
EBITDA	2,7	3,8	+42,8%
EBITDA-Marge	11,0%	13,0%	+2,0Pp.
EBIT	1,4	3,0	+106,8%
EBIT-Marge	5,9%	10,2%	+4,3Pp.
Periodenergebnis	0,7	2,0	+178,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Nettoergebnis steigt um 178 Prozent

Noch stärker, nämlich um 107 Prozent auf 3,0 Mio. Euro, ist der Anstieg des EBIT ausgefallen, das zusätzlich davon profitiert hat, dass ausgelaufene Abschreibungen auf große Bohranlagen für einen Rückgang der planmäßigen Abschreibungen um 32 Prozent auf 0,8 Mio. Euro gesorgt haben. Mit 10,2 Prozent (Vorjahr: 5,9 Prozent) hat D&S infolgedessen erstmals eine zweistellige EBIT-Marge ausgewiesen. Aus dieser starken operativen Ergebnisverbesserung resultierte

unter dem Strich eine Steigerung des Nettoergebnisses um 178 Prozent auf 2,0 Mio. Euro, obwohl das Finanzergebnis aufgrund einer neuerlichen Abschreibung auf ausstehende Forderungen aus dem 2019/20 erfolgten Verkauf der Kraftwerkssparte und eine höhere Zinsbelastung etwas schwächer als im Vorjahr ausgefallen ist (von -0,6 auf -0,7 Mio. Euro) und auch der Steueraufwand (von -0,1 auf -0,3 Mio. Euro) höher war.

## Free-Cashflow knapp negativ

Der Cashflow aus laufender Geschäftsentwicklung ist in den ersten sechs Monaten mit 1,4 Mio. Euro wieder klar positiv ausgefallen, lag damit allerdings unter dem starken Wert des Vorjahres (4,4 Mio. Euro), was insbesondere auf einen höheren negativen Effekt aus dem Vorratsaufbau zurückzuführen ist. Zugleich sind die Auszahlungen für Investitionen von -3,0 auf -1,8 Mio. Euro zurückgegangen, so dass der Free-Cashflow im ersten Halbjahr mit -0,3 Mio. Euro leicht negativ ausgefallen ist, nach einem Überschuss von 1,4 Mio. Euro im Referenzzeitraum aus 2023. Auch finanzierungsseitig gab es per Saldo geringfügige Abflüsse (-0,4 Mio. Euro), da die Zuflüsse aus einer minimalen Nettokreditaufnahme durch Zinszahlungen überkompensiert wurden, so dass der Finanzmittelfonds von -2,3 auf -3,0 Mio. Euro zurückgegangen ist. Er setzt sich zusammen aus der Liquidität in Höhe von 2,7 Mio. Euro und dem Kontokorrentsaldo von -5,8 Mio. Euro.

## EK-Quote steigt auf 52,2 Prozent

Die Bilanzsumme hat im ersten Halbjahr von 41,5 auf 44,5 Mio. Euro zugenommen, was auf der Aktivseite in erster Linie durch einen Anstieg des Sachanlagevermögens aufgrund weiterer Investitionen und den Aufbau der Vorratsbestände bedingt war. Durch den Periodengewinn war der prozentuale Anstieg des Eigenkapitals mit 10,5 Prozent auf 23,2 Mio. Euro noch stärker, so dass sich die EK-Quote in den ersten sechs Monaten von 50,7 auf sehr komfortable 52,2 Prozent erhöht hat. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten lagen Ende Juni mit 7,7 Mio. Euro hingegen auf dem Niveau vom Jahresanfang, während die Gesamtsumme der Verbindlichkeiten bei zugleich deutlich gestiegenen Rückstellungen sogar gesunken

ist. In den Aktivpositionen der Bilanz sind noch offene Forderungen aus dem Verkauf des Kraftwerksge­schäfts in Höhe von 3,1 Mio. Euro enthalten, die von der weiteren Performance der veräußerten Kraftwerke abhängen, sowie 3,5 Mio. Euro für Kraftwerkskomponenten, die D&S nach der Trennung erhalten hat und die bislang nicht veräußert werden konnten.

### Angehobene Prognose bestätigt

Der Auftragsbestand lag Ende August mit 31,0 Mio. Euro zwar unter dem hohen Vorjahresniveau (38,0 Mio. Euro), reicht aber dennoch aus, um die Kapazitäten rein rechnerisch bis weit in das Jahr 2025 hinein auszulasten. Das Management hatte auf dieser Basis und vor dem Hintergrund der starken Entwicklung in den ersten sechs Monaten mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen bereits die Prognose für das Gesamtjahr angehoben. Nachdem zuvor eine Gesamtleistung von rund 47 Mio. Euro anvisiert worden war, liegt der Zielwert seitdem bei rund 50 Mio. Euro, außerdem soll sich die EBIT-Marge von 5,1 Prozent im Vorjahr auf 7 bis 9 Prozent verbessern – zuvor hatte die Prognosespanne noch bei 5 bis 7 Prozent gelegen. Die neuen Werte wurden mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts noch einmal bestätigt.

### Bessere Rahmenbedingungen

Das laufende Jahr könnte den Auftakt für eine dynamische Wachstumsphase darstellen, denn das Wahrscheinlichkeitsgewichtete Volumen von Aufträgen, die sich im Verhandlungsstand befinden, ist binnen Jahresfrist erneut stark gestiegen (von 245 auf 302 Mio. Euro) und bewegt sich damit inzwischen auf einem sehr hohen Niveau. Schon jetzt befinden sich diverse Projekte im Stadium der Ausschreibung, an denen sich D&S selektiv beteiligt. Das Management sieht daher gute Chancen für die Gewinnung großer Aufträge in den nächsten Quartalen. Zentrale Treiber hinter der positiven Entwicklung sind die anvisierte Wärmewende in Richtung einer deutlich stärkeren Nutzung regenerativer Energien und die zunehmende Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Nutzung der Geothermie in Deutschland. Das Unternehmen spürt bereits einen Schub durch die Bundesförderung effizienter Wärmenetze und durch die vorgeschriebene Wärmeplanung im kommunalen Bereich,

die einen regelrechten Run auf Bohrkapazitäten ausgelöst haben. Hilfreich ist dabei in Nordrhein-Westfalen auch der Masterplan Geothermie, in dessen Rahmen u.a. die NRW-Bank eine Absicherung des Fündigkeitsrisikos der ersten Bohrung anbietet. Eine solche Regelung hat auch die Bundesregierung für Deutschland insgesamt in Aussicht gestellt. Zudem wurde ein Geothermiebeschleunigungsgesetz vorgestellt, das ein „überragendes öffentliches Interesse“ für Geothermie festschreiben und u.a. die Genehmigung neuer Vorhaben deutlich beschleunigen soll. Darüber hinaus sieht das Unternehmen aber auch große Potenziale für Projekte für die Wärmeversorgung in der Schweiz, in Österreich und den Niederlanden, außerdem stellen die Bergbaunachsorge, die forcierte Rohstoffexploration und die Suche nach atomaren Endlagern wichtige Nachfragetreiber dar.

### Modell geringfügig überarbeitet

Wir hatten unser Modell bereits mit der Veröffentlichung der vorläufigen Halbjahreszahlen im größeren Umfang überarbeitet und im Zuge dessen die Schätzungen für die Gesamtleistung in 2024 (von 46,5 auf 50,0 Mio. Euro) und die Zeit danach angehoben, so dass unsere Projektion bis 2031 einen weiteren durchschnittlichen Anstieg der Gesamtleistung um 4,3 Prozent p.a. (CAGR24/31) auf 67 Mio. Euro vorsieht. Daran halten wir weiter fest. Unsere Schätzungen zu weiteren GuV-Positionen haben wir hingegen in Reaktion auf den detaillierten Halbjahresbericht in moderatem Umfang angepasst. Im Zuge dessen fallen im laufenden Jahr der Materialaufwand und die sonstigen betrieblichen Erträge etwas niedriger und der Personalaufwand und die SBA höher aus als bislang. Daraus ergibt sich für 2024 ein neuer EBITDA-Schätzwert von 5,4 Mio. Euro (bisherig: 5,7 Mio. Euro). Da wir allerdings auch die Abschreibungen reduziert haben, beträgt das von uns geschätzte EBIT weiterhin 4,0 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Marge von 8,0 Prozent. Für die Zeit danach ist der EBIT-Pfad trotz weiterer Anpassungen an einzelnen Positionen fast deckungsgleich mit dem bisherigen Verlauf. Die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir weiterhin bei 12,0 Prozent. Die Tabelle auf der nächsten Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognose-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Gesamtleistung	50,0	52,0	54,5	57,5	60,5	63,0	65,0	67,0
Wachstum Gesamtleistung	3,3%	4,0%	4,8%	5,5%	5,2%	4,1%	3,2%	3,1%
EBIT-Marge	8,0%	8,6%	8,7%	9,3%	10,1%	10,8%	11,2%	12,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	0,7	0,7	1,1	1,8	2,0	2,2	2,4
<b>NOPAT</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	2,2	2,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	1,7	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-2,2	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen AV	-2,9	-5,5	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8	-2,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>

#### SMC Schätzmodell

seizeitraum bis 2031, die sich nach unserem Modell-Update einstellt. Weitere Details zur geschätzten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

### 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 Diskontierungzinssatz (WACC) mit 6,6 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten 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.

### Kursziel: 11,20 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 67,4 Mio. Euro oder 11,26 Euro je Aktie (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Veränderungen zu unserem bisherigen Bewertungsergebnis sind marginal, daher beläuft sich unser Kursziel weiterhin auf 11,20 Euro. 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 spürt kräftigen Rückenwind vom Markt und konnte im ersten Halbjahr 2024 die Gesamtleistung um 21 Prozent auf 29,1 Mio. Euro und das EBIT um 107 Prozent auf 3,0 Mio. Euro verbessern. Mit 10,2 Prozent hat die Gesellschaft erstmals eine zweistellige EBIT-Marge ausgewiesen. Auch wenn sich die Entwicklung der ersten sechs Monate wegen der üblichen Schwankungen im Projektgeschäft nicht auf das Gesamtjahr hochrechnen lässt, hat das Management im August die Jahresprognose angehoben. Erwartet wird seitdem eine Gesamtleistung von rund 50 Mio. Euro (zuvor: 47 Mio. Euro) und eine EBIT-Marge von 7 bis 9 Prozent (zuvor: 5 bis 7 Prozent).

Die positive Entwicklung könnte sich in den nächsten Jahren fortsetzen. Ein guter Indikator dafür ist das wahrscheinlichkeitsgewichtete Volumen der Aufträge im Verhandlungsstadium, das binnen Jahresfrist von 245 auf 302 Mio. Euro weiter gestiegen ist und sich damit auf einem sehr hohen Niveau bewegt. Vor al-

lem im Bereich der Geothermie zieht die Nachfrage, angefacht durch die Wärmewende und die zunehmende Verbesserung der Rahmenbedingungen stark an. Aber auch die Bergbaunachsorge, die Rohstoffexploration und die Suche nach Atomendlagern bieten ein attraktives Geschäftspotenzial.

Wir erwarten von D&S in den nächsten Jahren weitere Steigerungen der Gesamtleistung und einen positiven Margentrend. Unsere Schätzungen, die wir nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts nur geringfügig überarbeitet haben, basieren auf einer konservativen durchschnittlichen Steigerung der Gesamtleistung um 4,3 Prozent p.a. bis 2031. Dabei haben wir keine großen Kapazitätserweiterungen eingeplant.

Daraus resultiert ein unverändertes Kursziel von 11,20 Euro je Aktie, das ein attraktives Aufwärtspotenzial von mehr als 30 Prozent signalisiert. Auf dieser Basis bestätigen wir unser Urteil „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 52 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

## Chancen

- Die gute Auftragslage sichert die Auslastung bereits bis Mitte 2025 ab. Ein zuletzt starker Anstieg möglicher Beauftragungen im Verhandlungsstand deutet zudem auch für die Zeit danach weiteres Wachstum an.
- D&S hat die Marge im laufenden Jahr schon deutlich verbessert, weist aber nach wie vor Potenzial für weitere Steigerungen auf.
- Der anvisierte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien im Wärmemarkt dürfte 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-Wärmekraftwerken beteiligen.

## Schwächen

- Die Margen im Bohrgeschäft waren in der Vergangenheit relativ gering. Noch im letzten Jahr lag die EBIT-Marge lediglich bei 5,3 Prozent.
- Das Projektgeschäft ist volatil, einzelne Bohrvorhaben können die Zahlen eines Geschäftsjahres stark beeinflussen.
- D&S muss noch unter Beweis stellen, dass die aktuell erzielten Effizienzfortschritte im Management von großen Bohrprojekten nachhaltig sind.
- Das Wachstum der Gesamtleistung wird durch die bestehenden Bohrkapazitäten begrenzt, die schon stark ausgelastet sind. Ersatz- oder Ergänzungsinvestitionen in große Bohranlagen (für sehr tiefe Bohrungen) sind mit einem hohen Investitionsvolumen verbunden.

## Risiken

- Der aktuelle Marktaufschwung in der Geothermie ist eng mit den Förderbedingungen verbunden. Die Rahmenbedingungen könnten sich, etwa im Fall eines Regierungswechsels in Deutschland, wieder verschlechtern.
- Die staatlichen Versuche, die Erschließung der Geothermie zu verbessern, könnten u.a. an bürokratischen Hürden (Genehmigungsprozesse) scheitern.
- Festpreisaufträge im Bohrgeschäft bergen das Risiko von Verlusten, wenn es zu Verzögerungen kommt, die das Unternehmen zu verantworten hat.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende Juni: rund 6,6 Mio. Euro).

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	10,4	11,5	15,5	15,7	16,1	16,7	17,4	17,9	18,6
1. Immat. VG	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
2. Sachanlagen	6,2	7,7	11,6	11,8	12,2	12,8	13,5	14,1	14,7
II. UV Summe	30,9	34,1	34,5	40,1	45,9	49,5	53,5	58,0	62,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	21,0	23,5	26,7	29,9	33,2	34,6	36,3	38,1	40,2
II. Rückstellungen	2,8	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
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	18,0	18,5	20,7	23,0	25,3	27,8	30,6	33,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>41,5</b>	<b>46,0</b>	<b>50,2</b>	<b>56,1</b>	<b>62,2</b>	<b>66,4</b>	<b>71,2</b>	<b>76,2</b>	<b>81,7</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	49,1	47,5	50,0	52,9	55,9	58,8	61,3	63,2	65,2
Gesamtleistung	48,4	50,0	52,0	54,5	57,5	60,5	63,0	65,0	67,0
Rohertrag	27,1	30,2	31,1	32,5	34,4	36,5	38,3	39,8	41,4
EBITDA	4,9	5,4	6,0	6,5	7,2	8,0	8,8	9,5	10,2
EBIT	2,6	4,0	4,5	4,7	5,4	6,1	6,8	7,3	8,1
EBT	0,9	3,0	3,8	3,8	4,2	4,9	5,4	5,8	6,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	2,5	3,2	3,2	3,3	3,4	3,8	4,0	4,5
JÜ	0,9	2,5	3,2	3,2	3,3	3,4	3,8	4,0	4,5
EPS	0,15	0,42	0,53	0,54	0,55	0,56	0,63	0,67	0,75



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	4,4	4,4	5,4	5,9	6,5	6,8	7,4	8,1	8,6
CF aus Investition	-3,0	-2,9	-5,5	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8	-2,9
CF Finanzierung	-0,9	-1,3	-1,0	0,6	0,5	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9
Liquidität Jahresanfa.	3,1	3,6	3,7	2,7	7,1	11,8	14,5	17,6	21,0
Liquidität Jahresende	3,6	3,7	2,7	7,1	11,8	14,5	17,6	21,0	24,8

### Kennzahlen

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

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,6%	17,13	15,39	14,02	12,92	12,01
6,1%	14,89	13,57	12,50	11,63	10,90
6,6%	13,13	12,10	<b>11,26</b>	10,55	9,95
7,1%	11,72	10,90	10,22	9,63	9,14
7,6%	10,55	9,89	9,33	8,85	8,43

# 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), 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 05.10.2024 um 8:15 Uhr fertiggestellt und am 07.10.2024 um 8:15 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
29.08.2024	Buy	11,20 Euro	1), 3), 4), 10)
06.06.2024	Buy	10,50 Euro	1), 3), 10)
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)

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.