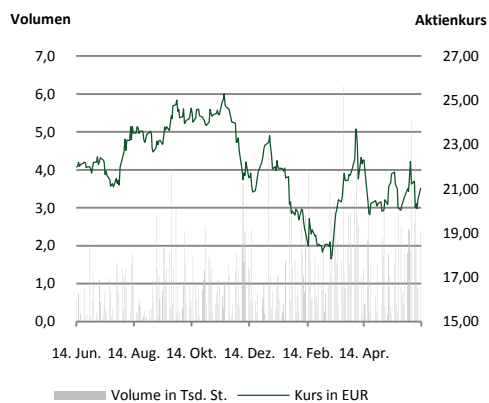


**Empfehlung:** Kaufen**Kursziel:** 27 Euro**Kurspotenzial:** +28 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	21,1 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	5,45
Marktkap. (in Mio. Euro)	115,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	111,9
Ticker	4DS
ISIN	DE0007830572

**Kurzprofil**

Die Dalrup & Söhne AG ist eines der führenden Bohrdienstleister im Bereich der Geothermie.

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	25,3
52 Wochen-Tief (in Euro)	17,1
1 Monat	-3,0%
3 Monate	+4,0%

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	38,8 %
Josef Daldrup	34,4 %
Karl Daldrup	10,6 %
Bernd Daldrup	10,6 %
Thomas Daldrup	10,6 %

**Analyst**

Wais Samadzada  
+49 40 41111 37 65  
w.samadzada@montega.de

**Termine**

Roadshow	17. Juni 2011
HV	14. Juli 2011

**Publikation**

Erstschätzung	15. Juni 2011
---------------	---------------

**Grundlastfähige Stromerzeugung gesucht – Daldrup profitiert**

Als Marktführer für Tiefenbohrungen und Umweltdienstleistungen bewegt sich Daldrup & Söhne in einem dynamisch wachsenden Nischensegment. Mit seiner Fokussierung auf Tiefenbohrungen für Geothermieanlagen profitiert das Unternehmen vom nachhaltigen Trend zur regenerativen Energieerzeugung. Das **Interesse an sauberem und umweltfreundlichem Strom sichert Daldrup & Söhne einen hohen Auftragsbestand**. Mit seinen 41 Bohranlagen verfügt das Unternehmen über die Hauptbohrkapazität in Deutschland. Zu den Kunden von Daldrup & Söhne zählen bedeutende Energieversorger (u.a. RWE) und große Industrieunternehmen (z.B. Ruhrkohle, AkzoNobel) sowie Kommunen. Auch in Zukunft dürfte das Unternehmen als Marktführer bei Geothermiebohrungen von der wachsenden Bedeutung dieser Form der Energiegewinnung profitieren.

**Bedeutung von Geothermie nimmt zu**

Geothermieanlagen werden durch das EEG besonders stark gefördert. Der Grund dafür liegt in der Grundlastfähigkeit dieser Energieform, die beim anstehenden Ausstieg aus der Atomenergie ein wichtiger Faktor ist. Solar- und Windenergie, die derzeit einen wesentlichen Anteil am Erneuerbare Energiemix ausmachen, sind im Gegensatz zur Geothermie nicht grundlastfähig. Entsprechend stieg die anfänglich noch sehr niedrige Grundvergütung in den letzten Jahren deutlich an (von 8,5 ct/kWh vor 2004 auf 16 ct/kWh in 2009). Dieser Trend setzt sich auch im aktuellen Vorentwurf des neuen EEGs weiter fort. Die Bundesregierung plant, die bisherigen Vergütungsbausteine zusammenzufassen und die Grundeinspeisevergütung auf 25 ct/kWh anzuheben. **Daldrup & Söhne wird das attraktive Marktumfeld nutzen, und bereits ab Ende 2012 eigene Geothermieanlagen betreiben**. So sichert sich der Konzern in den nächsten 20 Jahren garantierte Einnahmen und „glättet“ die projektbedingten, schwankenden Cashflows.

**Newsflow bleibt hervorragend – Aktie kaufen**

Bedingt durch die exzellente Wettbewerbsposition und das sich verbessernde Marktumfeld konnte Daldrup & Söhne den Umsatz und das Ergebnis in den letzten Jahren deutlich steigern. Auch der Start ins laufende Geschäftsjahr verlief zufriedenstellend. So konnte in Q1 ein Großauftrag in den Niederlanden für eine Tiefenbohrung von bis zu 1.900 Meter akquiriert werden. **Der Ausblick auf die nächsten Quartale fällt dementsprechend positiv aus:** Das Unternehmen verfügt über einen Auftragsbestand in Höhe von 90 Mio. Euro, der die Geschäftsentwicklung der nächsten 1,5 Jahre absichert. Darüber hinaus stehen Akquisitionen im Fokus des Unternehmens, die für weitere Wachstumsimpulse sorgen dürften.

**Fazit:** Daldrup & Söhne verfügt über eine hervorragende Wettbewerbsqualität in einem Markt mit erheblichen Eintrittsbarrieren. Das Unternehmen **profitiert als Marktführer von dem sich verbessernden Marktumfeld**. Die zukünftigen Wachstumsaussichten werden u.E. vom derzeitigen Bewertungsniveau noch nicht ausreichend widerspiegelt. Wir empfehlen den Kauf der Daldrup & Söhne-Aktie mit einem Kursziel von 27 Euro.

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 21,1					
<b>Umsatz</b>	<b>24,1</b>	<b>57,9</b>	<b>55,0</b>	<b>58,8</b>	<b>66,8</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>59,5</b>	<b>61,7</b>	<b>69,5</b>
Veränderung	55,3%	4,1%	44,7%	3,6%	12,6%
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,9</b>	<b>20,2</b>
EBITDA-Marge	18,5%	19,1%	21,0%	22,5%	29,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>
EBIT-Marge	11,7%	9,0%	13,0%	10,1%	13,8%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>
Nettoergebnis-Marge	9,6%	5,9%	9,5%	7,3%	10,1%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,70</b>	<b>0,41</b>	<b>1,03</b>	<b>0,82</b>	<b>1,29</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>
Dividendenrendite	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EV/Gesamtleistung</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>15,3</b>	<b>14,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>5,6</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>24,2</b>	<b>30,1</b>	<b>14,4</b>	<b>17,9</b>	<b>11,7</b>
<b>KGV</b>	<b>30,1</b>	<b>51,5</b>	<b>20,5</b>	<b>25,7</b>	<b>16,4</b>
<b>ROCE</b>	<b>9,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,8%</b>

Quellen: Montega (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

### INVESTMENT CASE

Die Daldrup & Söhne AG ist der deutsche **Marktführer für Spezialbohrungen** und Dienstleistungen im wachstumsstarken Markt der Erneuerbaren Energien und Umwelttechnik. Im Fokus stehen hierbei Bohrungen zur Wassergewinnung und für die Entwicklung von Geothermieranlagen. Mit einem Anteil von 90% am Auftragsbestand sind Tiefenbohrungen (teilweise bis zu 180-200 Meter pro Tag bei einer Gesamttiefe von bis zu 7.000 m) der wichtigste Bereich.

In 2010 erwirtschaftete das Unternehmen mit 94 Mitarbeitern einen Umsatz in Höhe von 57,9 Mio. Euro. Das Ergebnis betrug 2,4 Mio. Euro. Der Rückgang ggü. 2009 (3,8 Mio. Euro) ist auf eine Projektverschiebung als Folge der Ölbohrkatastrophe (BP) und der verschärften Genehmigungsverfahren zurückzuführen. In 2011 dürfte sich diese Verschiebung positiv auf das EBITDA auswirken (Montega-Prognose: Anstieg EBITDA auf ca. 12 Mio. Euro). Ab Ende 2012 steigt Daldrup zudem in den **Betrieb eigener Geothermieranlagen ein**. Hierdurch **erhöht** das bislang auf Bohrungen fokussierte Unternehmen **die Wertschöpfungstiefe** und sichert sich stabile Cash Flows.

### Der Markt für Erneuerbare Energien in Deutschland

Ein wachsendes Umweltbewusstsein und der zunehmend stärkere Ressourcenkonflikt rücken die erneuerbaren Energiequellen immer mehr in den Mittelpunkt von Politik und Gesellschaft. Dank staatlicher Förderungen stieg der Anteil der Erneuerbaren Energien am gesamten Strommix in 2010 auf 17%. Im Vergleich zu 2007 (14 %) entspricht dies einem jährlichen Anstieg von über 10%. Die unten aufgeführte Tabelle verdeutlicht, dass der Anteil der Geothermie am Erneuerbare Energiemix derzeit noch unbedeutend ist:

**Erneuerbarer Strommix 2010** (Quellen: unendlich-viel-energie.de – Agentur für Erneuerbare Energien)

	Energieanteil (in %)
Windkraft	57,0
Biomasse	26,6
Wasserenergie	7,0
Solarenergie	6,2
Deponie-, Klär- und Grubengas	3,1
Geothermie	0,1

### Geothermie als Wachstumsmarkt

Das Anheben der Grundeinspeisevergütung von 16 ct/kWh auf ein durchschnittliches Niveau von ca. 23 ct/kWh förderte jüngst den Ausbau von Geothermieranlagen.

Deshalb stieg die geothermische Stromerzeugung von 18,8 GWh (2009) um 45 % auf 27,2 GWh (2010) an. Wir gehen davon aus, dass dieser dynamische Trend anhält und die jährliche Stromproduktion auf 3,8 TWh (in 2020) ansteigt. Grund dafür sind die erheblichen Differenzierungsmerkmale gegenüber der Solar- und Windenergie. Während die Stromerzeugung über Solar- und Windkraftanlagen von Tageszeiten und Witterungsbedingungen abhängt, sind **Geothermieranlagen unabhängig von witterungsbedingten oder zeitlichen Faktoren und somit grundlastfähig**. Ein weiterer Vorteil der Geothermie ist die dezentrale Energieversorgung, für die der kostspielige Aufbau einer Netzinfrastruktur (wie z.B. bei der Windenergie) nicht notwendig ist.

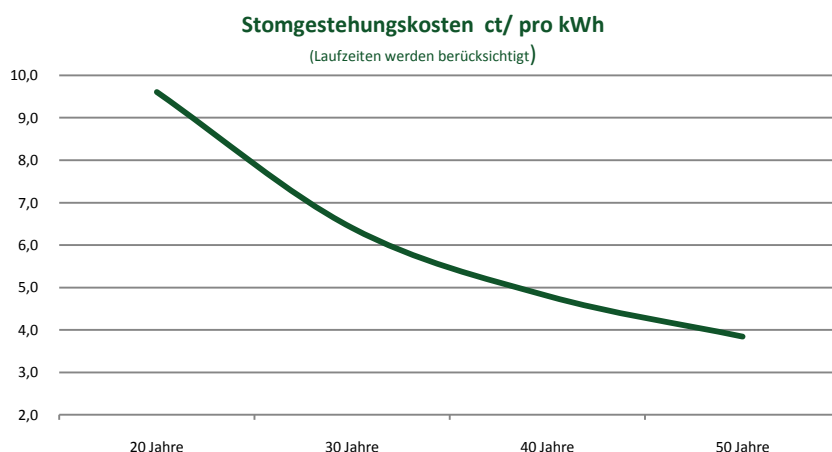
Darüber hinaus benötigt Geothermie keine externen Inputfaktoren und produziert 100% CO<sub>2</sub>-Emissionen frei.

Im direkten Vergleich ergeben sich folgende Leistungsunterschiede zu „traditionellen“ Erneuerbaren Energien:

**Leistungsmerkmale** (Quelle: Unternehmen)

	Leistung (kW)	Volllaststunden (h/a)
Geothermie	100-5.000	8.760
Biomasse	10-5.000	8.300
Wasserkraft	10-10.000	8.300
Windkraft	100-5.000	4.500-6.500
Photovoltaik	1-3.000	800-1.020

Darüber hinaus sind die von uns ermittelten Gestehungskosten (Investition, laufende Aufwendungen) bei der Geothermie konkurrenzfähig gegenüber den konventionellen Energieformen. **Auch gegenüber den alternativen Energieformen grenzt sich die Geothermie positiv ab.** Folgende Grafik veranschaulicht die Gestehungskosten in Anhängigkeit der Laufzeit.



**Hohe Markteintrittsbarrieren und bislang geringe Wettbewerbsintensität**

Die Bereiche Solar- und Windenergie sind mittlerweile sehr wettbewerbsintensiv, was sich auch im Margenrückgang der Unternehmen zeigt.

Anders im Bereich der Tiefengeothermie. Aufgrund der **spezifischen technischen Anforderungen für Spezialbohrungen** profitieren etablierte Anbieter wie Daldrup von den hohen Markteintrittsbarrieren. Die Investitionssummen für moderne und hoch technisierte Bohranlagen (Bohranlage: DS 10 Bentec 350-t-AC Euro Rig; ca. 15 Mio. Euro) verhindern eine Zunahme der Wettbewerbsintensität. Folgerichtig reduziert sich der direkte Wettbewerb auf einige wenige Spezialanbieter und Bohranlagenhersteller.

Aufgrund des umfangreichen Bohranlagenparks (insgesamt 41) ist Daldrup & Söhne in der Lage, sowohl flache als auch tiefe Bohrungen durchzuführen. In Deutschland gilt das Unternehmen als **Spezialist und Marktführer bei Tiefenbohrungen**. Über die Jahre hinweg (seit 1982) baute sich Daldrup & Söhne zudem einen herausragenden Track Record bei namhaften Kunden auf. Insgesamt schloss das Unternehmen bis heute 16 Bohrungen erfolgreich ab.

### Umsatz und Ergebnisentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 hat Daldrup & Söhne einen Umsatz in Höhe von 57,9 Mio. Euro erzielt. Das Ergebnis betrug 2,16 Mio. Euro (Vj. 3,8 Mio. Euro).

In den kommenden Jahren dürfte sich das Wachstum weiter fortsetzen. Bis 2014 rechnen wir mit einem Anstieg des Umsatzes auf 67,15 Mio. Euro. Folgende Treiber sehen wir:

- Anstieg der Einspeisevergütung steigert Profitabilität von Geothermieanlagen.
- Steigende Bedeutung im Erneuerbare-Energien-Mix aufgrund der Grundlastfähigkeit.
- Erhöhung der Wertschöpfungstiefe.

### Einspeisevergütung für Geothermie wird angehoben

Als wesentlicher Anreiz für den Betrieb von Geothermieanlagen gilt das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG). Derzeit liegt die Grundvergütung bei 16 ct/kWh. Hinzu kommt seit 2009 ein Frühstarterbonus von 4 ct/kWh, der Wärmebonus von 3 ct/kWh und ein Technologiebonus für die Nutzung von petrothermaler Technik von 4 ct/kWh. Durchschnittlich wird aktuell eine Vergütung von 23 ct/kWh erzielt.

Aufgrund der dauerhaften Grundlastfähigkeit von Geothermieanlagen wird die Förderung von geothermisch erzeugtem Strom u.E. weiter steigen. Der Vorentwurf des EEG 2012 deutet auf eine **Erhöhung der Grundeinspeisevergütung auf 25 ct/kWh** hin.

### Geothermie ist Grundlastfähig

Die Grundlastfähigkeit von Geothermie resultiert aus einer konstanten Erdwärme. Erdwärme ist natürlich gegeben und steht nahezu unbegrenzt zur Verfügung. Mit Geothermieanlagen ist es möglich, diese konstante Wärme zu nutzen und dauerhaft Strom sowie Wärme zu erzeugen. Im Zuge des Atomausstiegs gewinnt die grundlastfähige Strom- und Wärmeerzeugung zunehmend an Bedeutung. Insofern sind Geothermieanlagen den Solar- und Windkraftanlagen sowie der Biomasse deutlich überlegen. Aus diesem Grund sehen wir einen signifikanten Nachfrageanstieg nach Geothermieprojekten.

### Eigenbetrieb erhöht Wertschöpfungstiefe

Der Geschäftsbereich „Geothermie“ ist mit einem Umsatzanteil von 86% (für 2010) von herausragender Bedeutung. In den nächsten Jahren will Daldrup & Söhne seine Aktivitäten in diesem Bereich weiter ausbauen und in neue Geschäftsfelder diversifizieren. Ab Ende 2012 soll die erste eigene Geothermieanlage (3,87 MW) in Betrieb genommen werden. Die nachfolgende Tabelle verdeutlicht die positiven Effekte für die Unternehmensentwicklung:

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Ursprüngliches Geschäftsmodell</b>					
Umsatzpotenzial (in Mio. €)	70	70	70	70	70
Auslastung	85%	88%	90%	90%	90%
<b>Gesamterlöse in Mio. €</b>	<b>59,5</b>	<b>61,6</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
<b>EBIT - Konventionell (in Mio. €)</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>
<b>Anlagenbetrieb</b>					
MW-Kapazität		3,87	6,87	6,87	6,87
Auslastung		1%	39%	83%	95%
Jahresstromproduktion in MW/h		339	23.316	50.077	57.172
<b>Gesamterlöse in Mio. €</b>		<b>0,1</b>	<b>6,5</b>	<b>13,2</b>	<b>14,9</b>
<b>EBIT -Anlagenbetrieb (in Mio. €)</b>		<b>-2,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>59,5</b>	<b>61,7</b>	<b>69,5</b>	<b>76,2</b>	<b>77,9</b>
<b>EBIT (in Mio. €)</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>15,4</b>	<b>16,2</b>

Quelle: Montega

Unsere Planungen unterstellen die Inbetriebnahme einer weiteren 3,0 MW-Anlage per Ende 2013, die ab 2014 einen signifikanten Umsatz- und Ergebnisbeitrag leistet.

### **Bewertung – DCF-Modell**

Das DCF-Modell reflektiert das Wachstumspotenzial, das sich aus dem erhöhten Engagement im Bereich Geothermie ergibt. In den nächsten zwei Jahren wird Daldrup & Söhne vom deutlichen Kapazitätsausbau im Markt profitieren und u.E. mittelfristig mit knapp 9% p.a. wachsen. Die steigenden Zuwachsraten zwischen 2010 und 2012 tragen der Einschätzung Rechnung, dass die Erzeugung geothermischen Stroms künftig stärker gefördert wird, während etwa bei Solarstrom die Vergütung weiterhin rückläufig ist.

Für den Geothermiebereich ist anzunehmen, dass die Einspeisevergütung in 2012 auf ca. 25 ct/kWh steigt (aktuell durchschnittlich 23 Cent). Neben einer weiterhin dynamischen Nachfrage nach Bohrungen wird sich das Ergebnis auch bedingt durch die Inbetriebnahme eigener Geothermieanlagen mittelfristig spürbar verbessern.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,5% unterstellt. Das verwendete Beta von 1,1 reflektiert einerseits gewisse Kursschwankungen der Daldrup-Aktie. Andererseits handelt es sich um ein **relativ stabiles und visibles Geschäftsmodell**, welches nicht für eine dauerhaft hohe Volatilität der Aktie spricht.

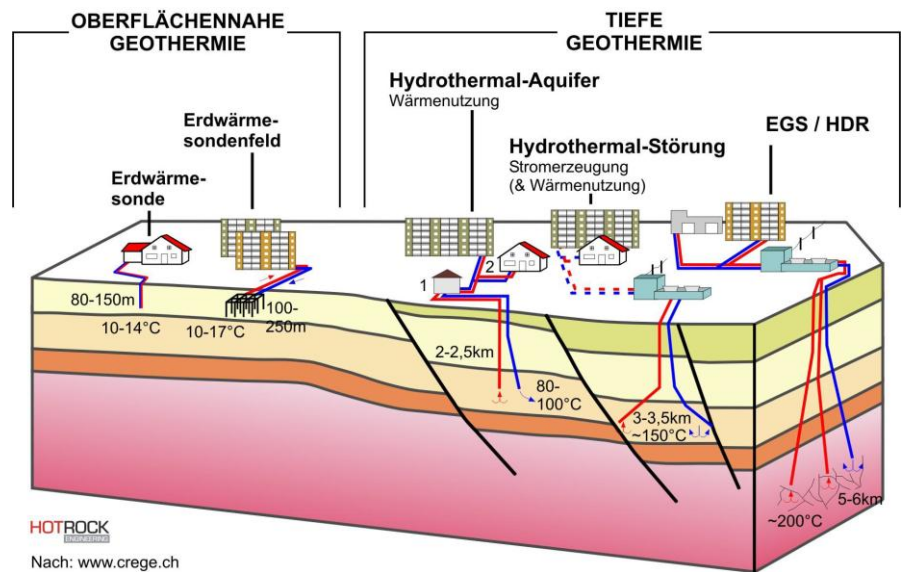
Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 3,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Marktrisikoprämie von 5,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% ergibt sich ein WACC von 7,7%.

Für die Daldrup-Aktie ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 27 Euro. (DCF-Modell siehe Anhang)

**UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

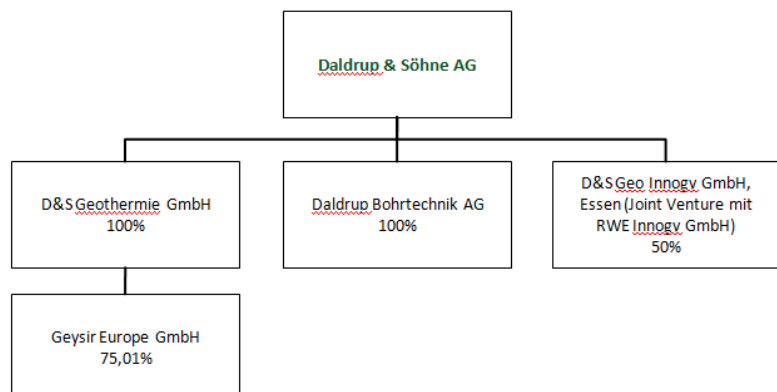
Die Daldrup & Söhne AG ist als traditionsreiches deutsches Unternehmen in den Bereichen Bohrdienstleistungen und Umwelttechnik tätig. Mit 41 Bohranlagen ist Daldrup in der Lage, flexible Bohrungen mit einer Tiefe von bis zu 7.000 Metern durchzuführen. Im Maschinenpark befinden sich sowohl Hightech-Bohrer mit einer Hakenlast von bis zu 350 t, als auch kleine, mobile Bohrgeräte.

Schwerpunktmäßig konzentriert sich Daldrup & Söhne auf den Markt der Erneuerbaren Energien. Besonders stark engagiert sich das Unternehmen im Bereich der Geothermie und führt hierfür auch Oberflächen- und Tiefenbohrungen durch. Zu den Kunden des Unternehmens zählen hauptsächlich Industrieunternehmen und Energieversorger sowie Kommunen.



Im Geschäftsjahr 2010 erwirtschaftete die Daldrup & Söhne AG mit rund 94 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von ca. 41,1 Mio. Euro. Die Firma bietet in Deutschland seine Dienstleistungen über die beiden Standorte Ascheberg und Grünwald an. Die Gesellschaften D&S Geothermie GmbH (Grünwald) sowie Daldrup Bohrtechnik AG Baar (Schweiz) sind 100%ige Tochtergesellschaften des Konzerns. Des Weiteren hält das Unternehmen mehrere Beteiligungen und ist mit 50 % an einem Joint Venture mit der RWE Innogy GmbH beteiligt.

Organigramm (Quelle: Unternehmen)



**Produkte**

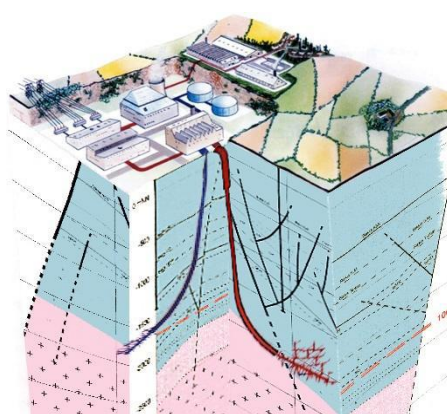
Das Leistungsangebot stützt sich auf die vier Geschäftsbereiche Geothermie, Wassergewinnung, Environment, Development und Service (EDS), Exploration und Rohstoffe. Wie der Umsatzanteil verdeutlicht, entfallen auf die Bereiche „Geothermie“ und „Exploration“ ca. 95% der Gesamtleistung. Insbesondere geothermische Spezialbohrungen trugen mit einem Anteil von 86% zum Erfolg des Unternehmens bei:

**Leistungsangebot 2010** (Quellen: Unternehmen; Montega)

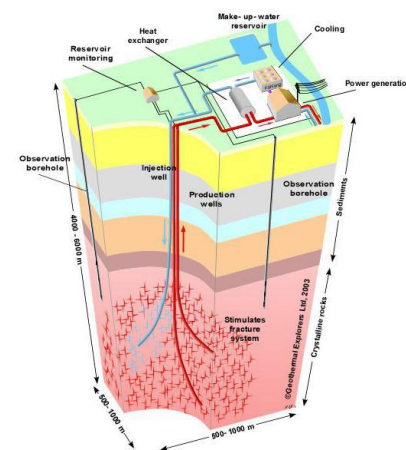
	in % von Gesamtleistung	Gesamtleistung in Euro
Geothermie	86	35,35
Exploration & Rohstoffe	9	3,70
Wassergewinnung	3	1,23
EDS	2	0,82

Insgesamt hat sich die Daldrup & Söhne AG mit ihrem kompletten Leistungsangebot im Bereich der Erneuerbaren Energien positioniert. Die ehrgeizigen Pläne der Bundesregierung, die Treibhausgasemissionen bis 2020 um 40% und bis 2050 um ca. 80% zu reduzieren, fördern den Auf- und Ausbau erneuerbarer Energiequellen. Um die gesetzten Ziele erreichen zu können, setzen die europäischen Regierungen auf die Förderung von Sonnen-, Wind- und Wasserkraft sowie Biomasse zur Erzeugung von „sauberer“ Energie.

**Große Potenziale** sehen wir im Geschäftsbereich Geothermie. Weil 34% des deutschen Energiebedarfs auf die Erzeugung von Heizwärme und Warmwasser entfallen und diese für ca. 17% des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes verantwortlich sind, bietet die Nutzung von Erdwärme eine interessante und umweltfreundlichere Alternative. Im Bereich der „Flachen Geothermie“ werden bereits 20% der Neubauten in Deutschland mit Wärme aus Erdwärmepumpen versorgt. Dagegen ist die „Tiefe Geothermie“ noch relativ schwach ausgebaut und verspricht demnach große Wachstumspotenziale. Alleine im Molassebecken (Bayern) ist von 37 realisierbaren Anlagen auszugehen.



Hydrothermale Geothermie



Petrothermale Geothermie

Obwohl der Anteil von geothermischen Anlagen in Deutschland insgesamt noch gering ist, bietet er gegenüber seinen „Hauptwettbewerbern“, der Sonnen- und Windkraft, erhebliche Vorteile. Die Unabhängigkeit von äußeren Einflüssen sowie die gleichzeitige Produktion von Strom und Wasserwärme erlauben es, durchgehend grundlastfähig und effizient zu produzieren. Der zukünftige Erfolg von geothermischer Energie wird davon abhängen, ob technische Innovationen die Entwicklungskosten senken und wie sich die Kosten für die



Nutzung geothermischer Anlagen zu herkömmlichen fossilen Brennstoffanlagen entwickeln. Auch wird der Erfolg von der staatlichen Förderung für Forschungs- und Entwicklungskosten im Bereich der Geothermie abhängen.

Im Zusammenhang der Wettbewerbsfähigkeit sind Entwicklungs- und Betriebskosten ein entscheidender Erfolgsfaktor. Hauptkostentreiber bei der Entwicklung von Geothermieanlagen sind die Bohrkosten. Untersuchungen des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit haben ergeben, dass Bohrkosten rund die Hälfte der Gesamtkosten ausmachen. Im Durchschnitt sind für Bohrkosten ca. 2.000 €/m anzusetzen. Trotzdem nehmen Bohrkosten bei steigender Tiefe progressiv zu. Technische Weiterentwicklungen im Bereich der Bohrtechnik wirken diesem Trend entgegen und helfen insgesamt, die Bohrkosten zu senken.

Weiterhin leidet die bislang in Deutschland kaum präsenzte Geothermiebranche unter einem (unbegründeten) **Akzeptanzproblem**, das vor allem mit dem geringen Kenntnisstand über die Auswirkungen von Bohrungen auf die Umwelt zusammenhängt. Hier hat Deutschland gegenüber Ländern wie Island oder den USA noch erhebliches Aufholpotenzial.

### Geschäftsbereiche

Das Unternehmen erzielt Umsätze in vier Geschäftsbereichen, die im Folgenden kurz skizziert werden:

**Geschäftsbereich Geothermie:** Der Geschäftsbereich Geothermie befasst sich mit Tiefenbohrungen zwischen 500 bis ca. 7.000 Metern. Ziel ist die Gewinnung von Strom und/oder Wärme aus Tiefenbohrungen und die oberflächennahe Geothermie zum Betrieb von Kühl- und Wärmesystemen.

**Geschäftsbereich Wassergewinnung:** Im zweiten Geschäftsbereich betätigt sich das Unternehmen im Brunnenbau zur Wassergewinnung. Über verschiedene Bohrverfahren fördert Daldrup die Gewinnung von Trink-, Brauch-, Heil-, Mineral-, Kesselspeise- oder Kühlwasser und Thermalsole.

**Geschäftsbereich Environment, Development und Service (EDS):** Mit einem Anteil an der Gesamtleistung von nur 2 % (in 2010) ist der Geschäftsbereich EDS am umsatzschwächsten. Das Leistungsangebot umfasst umwelttechnische Dienstleistungen wie etwa die hydraulische Sanierung von kontaminierten Standorten, die Errichtung von Gas-Absaugbrunnen zur Gewinnung von Deponiegas, die Errichtung von Grundwassergüte-Messstellen oder die Errichtung von Wasserreinigungsanlagen.

**Geschäftsbereich Exploration und Rohstoffe:** Der Bereich umfasst das Aufspüren und Gewinnen von mineralischen und fossilen Rohstoffen, Grubengas sowie die Sicherung alter Bergbauhinterlassenschaften mit Hilfe von Lagerstättenexplorations- und Aufschlussbohrungen sowie die Errichtung von Gas-Absaugbrunnen.

### Management

Das traditionsreiche Familienunternehmen wird noch immer von der Familie Daldrup geführt. Der Vorstand, bestehend aus Josef Daldrup (Vorsitzender des Vorstands), Peter Maasewerd (CFO) und Andreas Tönies (COO), verantwortet seit nunmehr 18 Jahren die Geschäfte der Daldrup & Söhne AG.

#### Josef Daldrup (Vorsitzender des Vorstands)

Josef Daldrup (geb. 1953) ist der Sohn von Karl Daldrup, dem Gründer des Vorläuferunternehmens. Seit 1976 ist er im Familienunternehmen tätig und verantwortet heute als Vorsitzender des Vorstandes die Bereiche Strategie, Key Account Management, Kommunikation und Investor Relations.



**Peter Maasewerd (CFO)**

Peter Maasewerd (geb. 1960) ist Finanzvorstand der Daldrup & Söhne AG. In seiner Tätigkeit ist für die Geschäftsbereiche Rohstoffe und Exploration sowie EDS zuständig. Darüber hinaus ist er für die Bereiche Personal, IT und Rechnungswesen und Controlling verantwortlich.

**Andreas Tönies (COO)**

Andreas Tönies (geb. 1965) ist zuständig für den Geschäftsbereich Geothermie und Wassergewinnung. Des Weiteren verantwortet er die Abteilungen Logistik, Technik, Einkauf und Marketing.

**Aktionärsstruktur**

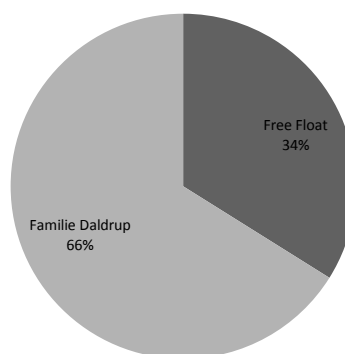
Das Grundkapital der Firma Daldrup & Söhne teilt sich in 5,445 Mio. Aktien auf. Hiervon hält die Familie Daldrup zusammen rund 66%. Die Anteile verteilen sich wie folgt auf die einzelnen Familienmitglieder:

**Beteiligung der Familie Daldrup 31.12.2010** (Quellen: Unternehmen; )

	Anteil am Grundkapital in %
Josef Daldrup	34,4
Karl Daldrup	10,6
Bernd Daldrup	10,6
Thomas Daldrup	10,6

Rund 34% der Anteile befindet sich im Streubesitz.

**Aktionärsstruktur** (Stand: Juni 2011)



## ANHANG

## DCF Modell

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Value
<b>Gesamtleistung</b>	<b>59,5</b>	<b>61,7</b>	<b>69,5</b>	<b>76,2</b>	<b>83,1</b>	<b>89,8</b>	<b>96,1</b>	<b>98,5</b>
<i>Veränderung</i>	44,7%	3,6%	12,6%	9,7%	9,0%	8,1%	7,0%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>15,4</b>	<b>16,8</b>	<b>17,3</b>	<b>17,6</b>	<b>15,8</b>
<i>EBIT-Marge</i>	13,0%	10,1%	13,8%	20,3%	20,3%	19,3%	18,3%	16,0%
<b>NOPAT</b>	<b>5,8</b>	<b>4,7</b>	<b>7,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,6</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>	<b>11,8</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,8</b>	<b>7,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	8,0%	12,4%	15,2%	14,8%	14,8%	12,6%	10,7%	9,1%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-0,9	-0,9	-1,9	-1,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,2
- Investitionen	-26,8	-27,8	-8,3	-7,6	-8,1	-8,5	-8,9	-9,1
<i>Investitionsquote</i>	45,0%	45,0%	12,0%	10,0%	9,8%	9,5%	9,3%	9,3%
<b>Übriges</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-16,9</b>	<b>-16,4</b>	<b>7,5</b>	<b>13,3</b>	<b>15,8</b>	<b>15,3</b>	<b>14,3</b>	<b>11,4</b>
<b>WACC</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
Present Value	-16,5	-14,8	6,3	10,4	11,5	10,3	8,9	128,1
<b>Kumuliert</b>	<b>-16,5</b>	<b>-31,4</b>	<b>-25,1</b>	<b>-14,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,1</b>	<b>16,0</b>	<b>144,1</b>

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	144,1
Terminal Value	128,1
Anteil vom Tpv-Wert	89%
Verbindlichkeiten	1,0
Liquide Mittel	4,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>147,3</b>

Aktienzahl (Mio.) 5,46

**Wert je Aktie (EUR) 27,01****+Upside / -Downside 28%**

Aktienkurs (EUR) 21,10

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	3,50%

Beta 1,10

WACC 7,7%

ewiges Wachstum 2,5%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2011-2014	8,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2011-2016	8,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2018	2,5%
EBIT-Marge	2011-2014	14,3%
EBIT-Marge	2011-2016	16,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2018	16,0%

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,25%
8,18%	19,62	20,90	21,61	22,39	24,15
7,93%	21,66	23,20	24,07	25,03	27,22
<b>7,68%</b>	24,04	25,93	<b>27,01</b>	28,20	30,99
7,43%	26,87	29,22	30,58	32,10	35,71
7,18%	30,27	33,26	35,01	37,00	41,83

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

WACC	15,50%	15,75%	<b>16,00%</b>	16,25%	16,50%
8,18%	21,02	21,32	21,61	21,91	22,21
7,93%	23,40	23,74	24,07	24,41	24,74
<b>7,68%</b>	26,25	26,63	<b>27,01</b>	27,39	27,77
7,43%	27,89	28,30	28,71	29,11	29,52
7,18%	29,71	30,15	30,58	31,02	31,45

G&V (in Mio. EUR) Daldrup & Söhne	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>24,1</b>	<b>57,9</b>	<b>55,0</b>	<b>58,8</b>	<b>66,8</b>
Bestandsveränderungen	15,5	-16,8	4,5	2,8	2,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>59,5</b>	<b>61,7</b>	<b>69,5</b>
Materialkosten	24,1	26,0	32,7	32,8	34,1
Personalaufwand	3,8	5,6	6,5	6,8	6,9
sonstige betriebliche Aufwendungen	6,6	9,4	10,7	10,9	10,9
Sonstige betriebliche Erträge	2,3	7,5	3,0	2,7	2,7
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,9</b>	<b>20,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7	3,0	4,8	7,6	10,5
<b>EBITA</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,3</b>	<b>9,6</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>
Zinsertrag	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Finanzergebnis	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>7,5</b>	<b>6,0</b>	<b>9,4</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>7,5</b>	<b>6,0</b>	<b>9,4</b>
EE-Steuern	1,1	1,0	1,9	1,5	2,3
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Daldrup & Söhne	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	64,2%	-29,0%	8,3%	4,8%	4,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>164,2%</b>	<b>71,0%</b>	<b>108,3%</b>	<b>104,8%</b>	<b>104,0%</b>
Materialkosten	100,2%	44,9%	59,5%	55,8%	51,1%
Personalaufwand	16,0%	9,6%	11,9%	11,5%	10,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	27,4%	16,2%	19,5%	18,4%	16,3%
Sonstige betriebliche Erträge	9,7%	13,0%	5,5%	4,5%	4,0%
<b>EBITDA</b>	<b>30,3%</b>	<b>13,6%</b>	<b>22,8%</b>	<b>23,6%</b>	<b>30,2%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	11,0%	5,2%	8,6%	13,0%	15,8%
<b>EBITA</b>	<b>19,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>14,4%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>19,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>14,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>14,4%</b>
Zinsertrag	1,0%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%
Zinsaufwendungen	0,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Finanzergebnis	1,1%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>20,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>13,7%</b>	<b>10,2%</b>	<b>14,0%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>20,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>10,2%</b>	<b>14,0%</b>
EE-Steuern	4,6%	1,7%	3,4%	2,5%	3,5%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>15,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>7,6%</b>	<b>10,5%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) Daldrup & Söhne	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	8,2	8,2	8,3	8,3
Sachanlagen	28,3	49,2	71,2	91,3	89,1
Finanzanlagen	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,1</b>	<b>60,0</b>	<b>82,0</b>	<b>102,1</b>	<b>99,9</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	7,6	21,7	21,0	21,9	23,8
Liquide Mittel	4,6	4,2	66,3	49,7	56,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>23,9</b>	<b>32,9</b>	<b>95,3</b>	<b>80,2</b>	<b>89,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>55,0</b>	<b>92,8</b>	<b>177,3</b>	<b>182,3</b>	<b>189,8</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>45,9</b>	<b>63,0</b>	<b>68,0</b>	<b>72,5</b>	<b>78,9</b>
Anteile Dritter	0,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Rückstellungen	1,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,6	80,6	80,6	80,6
Sonstige Verbindlichkeiten	7,3	19,6	19,0	19,5	20,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,3</b>	<b>20,1</b>	<b>99,6</b>	<b>100,1</b>	<b>101,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>55,0</b>	<b>92,8</b>	<b>177,3</b>	<b>182,3</b>	<b>189,8</b>
<b>Bilanz (in % der Bilanzsumme) Daldrup &amp; Söhne</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	8,9%	4,6%	4,5%	4,3%
Sachanlagen	51,4%	53,0%	40,2%	50,1%	46,9%
Finanzanlagen	5,1%	2,7%	1,4%	1,4%	1,3%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>56,5%</b>	<b>64,6%</b>	<b>46,2%</b>	<b>56,0%</b>	<b>52,6%</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	13,7%	23,4%	11,9%	12,0%	12,5%
Liquide Mittel	8,4%	4,5%	37,4%	27,3%	29,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>43,5%</b>	<b>35,4%</b>	<b>53,8%</b>	<b>44,0%</b>	<b>47,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>83,5%</b>	<b>67,9%</b>	<b>38,4%</b>	<b>39,8%</b>	<b>41,6%</b>
Anteile Dritter	0,0%	7,6%	4,0%	3,9%	3,7%
Rückstellungen	3,2%	2,9%	1,5%	1,5%	1,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,6%	45,4%	44,2%	42,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,3%	21,1%	10,7%	10,7%	10,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>13,3%</b>	<b>21,7%</b>	<b>56,2%</b>	<b>54,9%</b>	<b>53,3%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

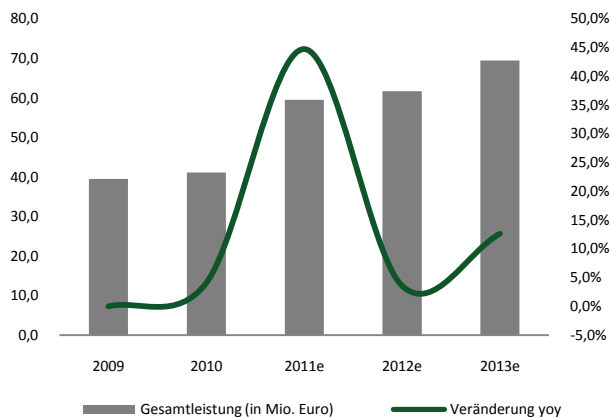
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Daldrup & Söhne	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,8	2,4	5,6	4,5	7,0
Abschreibung Anlagevermögen	2,7	3,0	4,8	7,6	10,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>4,6</b>	<b>6,4</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>17,6</b>
Veränderung Working Capital	-5,3	-5,8	-0,9	-0,9	-1,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>9,5</b>	<b>11,2</b>	<b>15,7</b>
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-26,8</b>	<b>-27,8</b>	<b>-8,3</b>
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>79,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-7,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>62,1</b>	<b>-16,5</b>	<b>6,7</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>66,3</b>	<b>49,7</b>	<b>56,5</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

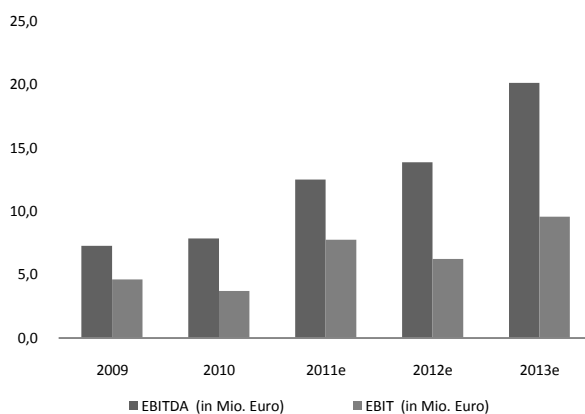
Kennzahlen Daldrup & Söhne	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	154,7%	77,6%	99,6%	98,7%	93,6%
EBIT-Rendite (%)	11,7%	9,0%	13,0%	10,1%	13,8%
EBITDA / Operating Assets (%)	18,5%	12,8%	14,8%	13,1%	19,2%
ROA (%)	12,2%	3,7%	6,9%	4,4%	7,0%
<b>Kapitaleffizienz</b>					
Umschlag des Sachanlagevermögens	0,9	1,2	0,8	0,6	0,7
Operativer Kapitalumschlag	0,6	0,9	0,7	0,6	0,6
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,5	0,8	0,3	0,4	0,4
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	9,9%	6,1%	6,7%	3,9%	5,8%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	15,6%	13,0%	10,8%	8,6%	12,1%
ROE (%)	8,3%	3,5%	8,3%	6,2%	8,9%
ROIC (%)	7,9%	3,4%	3,6%	2,8%	4,1%
<b>Solvenz</b>					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-4.635	-3.593	14.273	30.820	24.101
Net Gearing (%)	-10,1%	-5,7%	21,0%	42,5%	30,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	0,0%	0,9%	118,4%	111,1%	102,0%
Current Ratio	3,3	1,6	4,9	4,0	4,2
Acid Test Ratio	1,4	1,1	3,9	3,2	3,4
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-4.944	-6.199	-17.265	-16.547	7.320
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-20,5%	-10,7%	-31,4%	-28,1%	11,0%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	3.941	2.078	-11.557	-11.071	12.665
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	16,4%	3,6%	-21,0%	-18,8%	19,0%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-130,1%	-280,2%	-306,1%	-367,8%	104,3%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	3,0%	4,4%	0,6%	0,3%	0,4%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	1032,4%	154,9%	1,1%	0,5%	0,5%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	27,1%	10,6%	13,3%	8,6%
<b>Mittelverwendung</b>					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-19,5%	-11,7%	-48,7%	-47,2%	-12,5%
Capex / Abschreibungen (%)	-176,3%	-170,0%	-562,5%	-363,5%	-79,0%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	34,4%	20,6%	23,4%	23,4%	22,7%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatz/Vorräte (Tage)	172	43	52	52	52
Umsatz/ Forderungen LuL (Tage)	84	86	86	86	86
Umsatz/Verbindlichkeiten LuL (Tage)	86	51	50	50	50
Cash Conversion Cycle (Tage)	170	78	88	88	88
WC/EV	0,0	-1.119,3	122,3	130,8	148,5

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

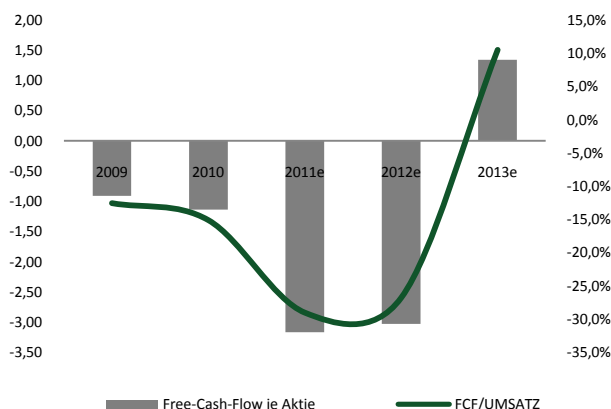
Umsatzentwicklung



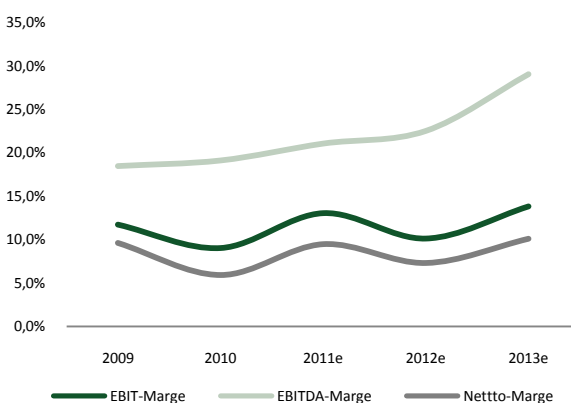
Ergebnisentwicklung



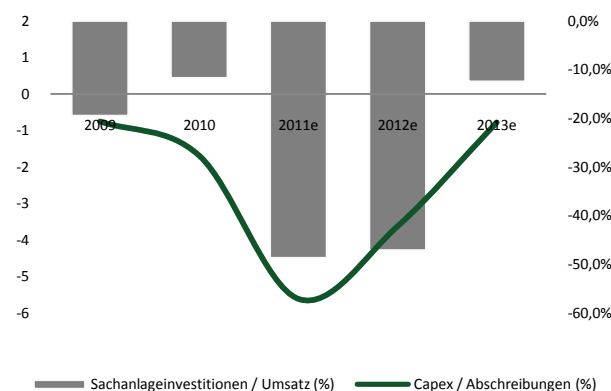
Free-Cash-Flow Entwicklung



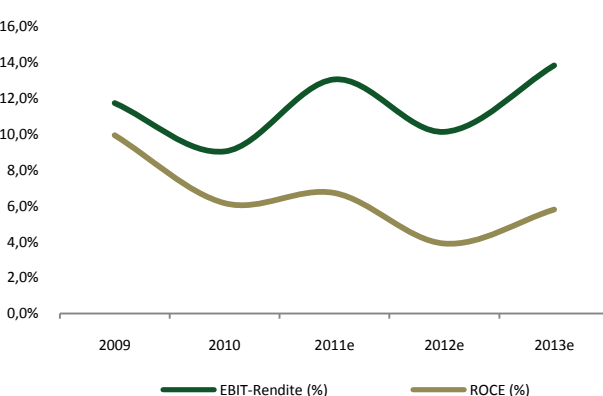
Margenentwicklung



Investitionen



EBIT-Rendite / ROCE





## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 15.06.2011):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 15.06.2010):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

---

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Erstschätzung (Kaufen)	15.06.2011	27,00	+28%

---