

10. September 2013
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Daldrup & Söhne AG

Die Transformation zum Versorger ist
in vollem Gange

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **13,00 Euro** | Kursziel: **17,00 Euro**

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

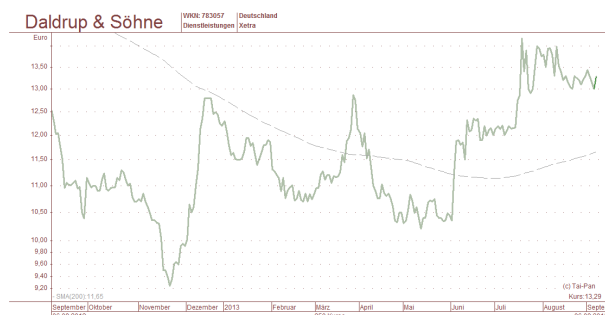
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Markt	8
Zahlen	11
Equity-Story	13
DCF-Bewertung.....	15
Fazit	17
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	18
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	19
Impressum & Disclaimer.....	20

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Grünwald
Branche:	Bohrdienstleistungen
Mitarbeiter:	138
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0007830572
Kurs:	13,00 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	5,45 Mio. Stück
Market Cap:	70,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	77,4 Mio. Euro
Free-Float:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	14,45 / 9,24 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	40,3 Tsd. Euro

Kurzportrait

Das bereits 1946 gegründete und seit 2007 börsennotierte Familienunternehmen Daldrup & Söhne (D&S) hat sich auf Bohr- und umwelttechnische Dienstleistungen spezialisiert. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt derzeit auf Projekten im Bereich der Tiefengeothermie, mit denen im letzten Jahr 88,6 Prozent der Konzerngesamtleistung in Höhe von 45,4 Mio. Euro erwirtschaftet werden konnten. Das Konzern-EBIT lag bei 2,3 Mio. Euro.

Aktuell vollzieht D&S einen tiefgreifenden Wandel, an dessen Ende der Betrieb von Tiefengeothermiekraftwerken als wichtigstes Standbein etabliert werden soll. Kürzlich ist bereits der Erwerb von 40 Prozent an einer bestehenden Anlage in Landau geglückt. Das eigene Pilotprojekt in Taufkirchen bei München befindet sich in einem fortgeschrittenen Stadium und könnte frühestens zur Jahreswende 2013/14 den Betrieb aufnehmen. Ein kommerzieller Erfolg würde D&S nicht nur einen jährlichen Cashflow von etwa 2,5 Mio. Euro sichern, sondern auch ein erhebliches Expansionspotenzial schaffen. Wir sehen auf dieser Basis den fairen Wert aktuell bei 17,00 Euro je Aktie und stufen D&S mit „Buy“ ein.

GJ-Ende: 31.12.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	57,9	40,3	22,7	40,8	44,3	47,9
EBIT (Mio. Euro)	4,0	-2,0	2,3	2,4	4,3	5,2
Jahresüberschuss	2,6	-1,7	1,7	1,5	2,6	2,8
EpS	0,49	-0,30	0,31	0,28	0,48	0,51
Dividende je Aktie	0,10	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20
Umsatzwachstum	-	-30,5%	-43,6%	80,0%	8,5%	8,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-11,2%	73,7%	5,3%
KUV	1,22	1,76	3,12	1,73	1,60	1,48
KGV	26,8	-	41,4	46,7	26,9	25,5
KCF	119,0	-	4,9	24,7	10,7	9,2
EV / EBIT	19,5	-	33,9	32,6	18,2	15,0
Dividendenrendite	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	1,6%

Executive Summary

- **Führender Bohrdienstleister:** Daldrup & Söhne kann ein umfangreiches Spezialwissen und einen langjährigen Track-record bei der Realisierung von Tiefenbohrungen vorweisen. Das Unternehmen hat ein Portfolio von mehr als 30 Bohranlagen aufgebaut, mit dem Bohrungen in bis zu 6.000 m Tiefe möglich sind.
- **Schwerpunkt Tiefengeothermie:** Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt mittlerweile im Bereich der Tiefengeothermie, hier wurden bereits über 30 Bohrungen in Deutschland, Österreich, der Schweiz und den Niederlanden erfolgreich durchgeführt. Das Segment war im letzten Geschäftsjahr für 88,6 Prozent der Konzerngesamtleistung verantwortlich.
- **Schlüsselfertiges Angebot von Kraftwerken:** Bislang dominiert die Nutzung der Tiefengeothermie zur Gewinnung von Wärme. Nach einer deutlichen Verbesserung der Förderung im Rahmen der letzten EEG-Novelle dürften nun aber auch Kraftwerke, die Strom und Wärme produzieren, in Deutschland wirtschaftlich arbeiten können. D&S zählt in diesem Bereich zu den wenigen Anbietern, die die komplette Wertschöpfungskette von der Claim- und Projektentwicklung bis zur schlüsselfertigen Realisierung einer Anlage abdecken.
- **Wandel zum Energieversorger:** Das Unternehmen will Kraftwerksprojekte aber nicht nur für Dritte realisieren, sondern auch ein Portfolio eigener Anlagen aufbauen. Das Pilotprojekt in Taufkirchen bei München befindet sich bereits in der obertägigen Finalisierungsphase, die Anlage könnte frühestens Ende des Jahres den Betrieb aufnehmen. Das Management erwartet hieraus einen Zahlungsmittelzufluss von 2,5 Mio. Euro pro Jahr, damit wäre der Wandel zu einem mittelständischen Energieversorger eingeleitet. Kürzlich konnte zudem ein 40-prozentiger Anteil an einer bestehenden Anlage in Landau erworben werden, eine Optimierung des Kraftwerks soll hier für eine attraktive Rendite sorgen.
- **Nachfrage ungebrochen:** Trotz der Diskussion um die hohen Kosten der Förderung Erneuerbarer Energien dürfte die Nachfrage nach Erzeugungskapazitäten weiter hoch bleiben, da die Ziele der Energiewende sonst nicht ansatzweise erreichbar sind. Sollte sich die Nutzung der Tiefengeothermie als wirtschaftlich sinnvoll herausstellen, steht der Bereich vor einem Boom. Denn diese Energieform ist nicht nur unbegrenzt verfügbar und dezentral realisierbar, sondern auch grundlastfähig und damit eine ideale Ergänzung zu Windkraft und Photovoltaik.
- **Optimistische Prognose:** D&S will im laufenden Jahr die Gesamtleistung von 45,4 auf 52 Mio. Euro steigern und eine EBIT-Marge von 6 Prozent erwirtschaften. Inkl. der zu erwartenden Einnahmen aus dem Kraftwerk in Taufkirchen soll 2014 die Gesamtleistung weiter um etwa 10 Prozent zulegen und die Rendite vor Steuern und Zinsen auf 8 Prozent steigen.
- **Kursziel 17,00 Euro:** Wir halten die Unternehmenspläne angesichts des fortgeschrittenen Stadiums des Kraftwerkprojekts in Taufkirchen für erreichbar und sehen darüber hinaus im Falle eines kommerziellen Erfolgs der Anlage ein erhebliches langfristiges Ertragssteigerungspotenzial. Im Rahmen unseres fundamentalen Bewertungsmodells resultiert aus dieser Projektion ein fairer Wert von 17,00 Euro je Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken

- D&S verfügt über eine jahrzehntelange Expertise im Bereich der Bohrdienstleistungen und zählt zu den wenigen Spezialisten, die alle Facetten von Tiefengeothermieprojekten beherrschen.
- Die Gesellschaft hat das größte Portfolio von Onshore-Bohranlagen in Europa.
- Nach einer Akquisition im Jahr 2009 verfügt das Unternehmen über eigene Konzessionen für den Aufbau von Geothermiekraftwerken.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 65 Prozent ist der Konzern sehr konservativ finanziert.
- Mit dem aktuellen Auftragsbestand ist bereits eine gute Kapazitätsauslastung bis ins Jahr 2014 gesichert.

Chancen

- Wegen ihrer unbegrenzten Verfügbarkeit und der Grundlastfähigkeit zählt die Geothermie zu den aussichtsreichsten alternativen Energien.
- Mit der letzten EEG-Novelle wurde die Förderung der Tiefengeothermie in Deutschland spürbar verbessert, nun steigt das Interesse an der Realisierung von Kraftwerken.
- Aufbauend auf einer starken Marktstellung in Deutschland kann D&S auch im europäischen Ausland expandieren.
- Eigene Kraftwerksprojekte sollen unabhängig vom Projektgeschäft einen stetigen Einnahmestrom generieren, das Pilotprojekt Taufkirchen befindet sich in einem fortgeschrittenen Stadium.
- Die kürzlich erfolgte Beteiligung an einem bestehenden Geothermiekraftwerk in Landau sichert einen kontinuierlichen Einnahmestrom, und soll mit einer Optimierung der Anlage die Rentabilität deutlich verbessert werden.

Schwächen

- Die Rentabilität hat zuletzt unter den Vorleistungen für den Aufbau eigener Kraftwerke gelitten, aber auch Verlängerungen der Projektbohrzeiten und die Verschiebung von Fertigstellungsterminen drückten auf die Marge.
- Der Abschluss des Kraftwerksprojekts in Taufkirchen hat sich gegenüber der ursprünglichen Planung um ein bis zwei Jahre verzögert.
- Die Ziele für 2012 (Gesamtleistung 58 Mio. Euro, EBIT-Marge 10 Prozent) wurden verfehlt.
- Geothermieprojekte dominieren mittlerweile den Auftragsbestand von D&S; das bedingt eine starke Abhängigkeit von dem Sektor.

Risiken

- Der Betriebsstart des Kraftwerks in Taufkirchen könnte sich weiter verzögern.
- In einigen Regionen bestehen unter den Anwohnern Vorbehalte gegen die Nutzung der Geothermie, die Aktivitäten etwa von Bürgerinitiativen könnten Projekte zumindest verzögern.
- Die Tiefengeothermie ist aktuell zu Marktpreisen noch nicht wirtschaftlich und daher auf staatliche Förderung angewiesen; diese könnte wegen der anvisierten Ausgabendeckelung gekürzt werden.
- Es ist nicht sicher, dass mit der vom Unternehmen verwendeten Kalina-Technologie langfristig wettbewerbsfähige Tiefengeothermiekraftwerke in Deutschland betrieben werden können.
- Festpreisaufträge im Bohrgeschäft bergen das Risiko von Verlusten, wenn es zu Verzögerungen kommt, die das Unternehmen zu verantworten hat.

Profil

Spezialist für Bohrdienstleistungen

Das bereits 1946 gegründete und seit 2007 börsennotierte Familienunternehmen Daldrup & Söhne (D&S) hat sich auf Bohr- und umwelttechnische Dienstleistungen spezialisiert. Der historische Schwerpunkt liegt vor allem im Brunnenbau und im Spezialtiefbau (etwa Baugrundinjektionen oder Bauwerkssicherung), darüber hinaus werden aber auch Bohrungen zur Exploration fossiler Rohstoffe angeboten. Der mittlerweile mit Abstand größte Geschäftsbereich und Wachstumstreiber der letzten Jahre ist aber die Sparte Geothermie, die sich mit der Erschließung von Wärmequellen in bis zu 6.000 m Tiefe beschäftigt. Mit dieser Sparte werden aktuell 88,6 Prozent der Konzerngesamtleistung erwirtschaftet, mit deutlichem Abstand folgt der Bereich Rohstoffe & Exploration als zweitwichtigstes Standbein. Geführt wird die Gesellschaft, die im letzten Jahr durchschnittlich 138 Mitarbeiter beschäftigt hat, von einem vierköpfigen Vorstand, an dessen Spitze Josef Daldrup steht, dessen Familie zwei Drittel der Aktien hält. Der Rest befindet sich im Streubesitz.

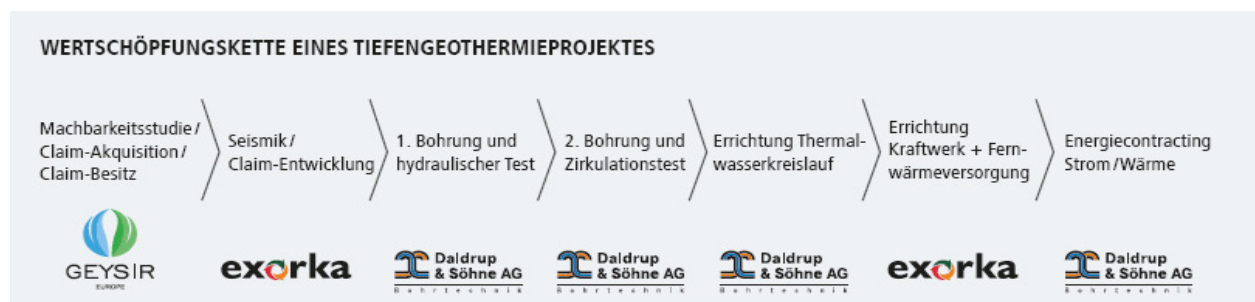
Umfangreiches Portfolio von Bohranlagen

Durch einen jahrelangen Track-record im Bereich komplexer technischer Bohrungen verfügt D&S über das notwendige Know-how zur Bewältigung anspruchsvoller Projekte; zudem wurde in den letzten Jahren ein geeigneter Maschinenpark für Tiefenbohrungen aufgebaut. Insgesamt besitzt die Gesellschaft mehr als 30 Bohrergeräte, davon können fünf für Bohrungen in mehr als 1.000 Meter Tiefe eingesetzt werden und zwei sogar in bis zu 6.000 Metern Tiefe.

Eine der letztgenannten Anlagen wurde im letzten Jahr zusammen mit dem tschechischen Partner MND im Rahmen des 50/50-Joint Ventures MD Drilling GmbH angeschafft, Daldrup hat dafür 3,5 Mio. Euro Kapital bereitgestellt. Mit der langjährigen Erfahrung und dem umfangreichen Maschinenpark ist das Unternehmen in seinem Kerngeschäft einer der führenden Anbieter in Deutschland. Im Bereich der Tiefengeothermie konnten bislang mehr als 30 Bohrungen erfolgreich durchgeführt werden. Darüber hinaus bietet D&S seine Bohrdienstleistungen auch für die oberflächennahe Geothermie (Wärmekollektoren und Erdwärmesonden) an.

Komplette Wertschöpfungskette

Der Geschäftsbereich Tiefengeothermie wurde im Jahr 2009 durch die Mehrheitsübernahme der Geysir Europe GmbH (heutiger Anteil: 75,01 Prozent), zu der auch die hundertprozentige Tochter Exorka GmbH gehört, massiv ausgebaut. Seitdem kann D&S über verschiedene Töchter die komplette Wertschöpfungskette bei der Realisierung von Kraftwerken anbieten, von der Machbarkeitsstudie über die notwendigen Bohrungen bis hin zum Bau sowie zum anschließenden Energiecontracting (siehe Grafik unten). Eine zentrale Rolle spielt dabei das sogenannte Kalina-Verfahren, das eingesetzt wird, um nach der Bohrung ein Kreislaufsystem zur Strom- und Wärmegewinnung zu erzeugen. D&S hält eine unbefristet gültige weltweite Lizenz für diese Technologie, für Deutschland ist die Nutzung sogar auf exklusiver Basis.



Quelle: Unternehmen

Wandlung zum Energieversorger

Seit der Akquisition verfügt D&S auch über fünf eigene Erlaubnisfelder (Claims), überwiegend in Bayern lokalisiert, auf denen in Eigenregie Tiefengeothermiekraftwerke aufgebaut werden dürfen. Das erste Referenzprojekt Taufkirchen wurde bereits 2010 gestartet. Die notwendigen Bohrungen erfolgten 2011 und 2012, wobei die Resultate etwa hinsichtlich der Temperatur des Thermalwassers (135° Celsius) über den budgetierten Annahmen lagen. Daraufhin wurde im letzten Jahr der Kraftwerksbau vorbereitet, der nach mehreren Verzögerungen, u.a. im Baugenehmigungsverfahren, in diesem September gestartet ist. Plangemäß könnte die Anlage demnach bereits im Winter ihren Betrieb aufnehmen. Insgesamt beläuft sich die Investitionssumme auf 65 Mio. Euro, wobei mehrere Partner (u.a. die Gemeindewerke Oberhaching) beteiligt wurden; aktuell beträgt der Anteil der AG indirekt 33,4 Prozent (über Geysir Europe). Erwartet werden aus dem Betrieb jährliche Einspeiserlöse von 8 Mio. Euro, davon werden D&S plangemäß etwa 2,5 Mio. Euro p.a. als freier Cashflow zufließen. Damit vollzieht der Konzern einen Wandel von einem reinen Bohrdienstleister zu einem mittelständischen Energieversorger und senkt so die Abhängigkeit vom Projektgeschäft. Ein zweites Kraftwerk am Standort Neuried befindet sich bereits in einem fortgeschrittenen Planungsstadium – die Bohrgenehmigung wurde bereits erteilt, die Bohrung wird voraussichtlich Ende 2013 starten –, zudem besteht in Taufkirchen noch die Möglichkeit, ein weiteres Projekt im selben Claim zu entwickeln.

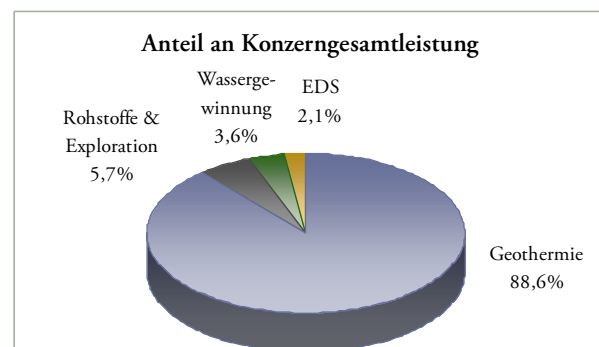
Beteiligung an Kraftwerk in Landau

Im August hat der Konzern außerdem 40 Prozent an einem bestehenden Geothermiekraftwerk in Landau erworben, für weitere 10 Prozent besteht eine Kaufoption. Die Anlage läuft sehr zuverlässig und generiert im Moment einen Umsatz von etwa 250 Tsd. Euro im Monat, womit aus Sicht von D&S das Leistungspotenzial aber noch nicht ausgeschöpft wird. Mit einer Optimierung der einzelner Kraftwerkskomponenten (insb. Pumpe und Regeltechnik) sowie

einer dritten Bohrung könnte die Leistung perspektivisch um bis zu 50 Prozent gesteigert und damit die Profitabilität verbessert werden (aktuell ist das Ergebnis nach einer umfangreichen Wandlung von Fremd- in Eigenkapital ausgeglichen). Die neue Bohrung wird rund 9 Mio. Euro kosten und soll schon im ersten Halbjahr 2014 durchgeführt werden. Der Miteigner Pfalzwerke (Anteil 50 Prozent) wird sich hälftig beteiligen, außerdem ist eine umfangreiche Inanspruchnahme von KfW-Mitteln möglich.

Übrige Aktivitäten werden weiterverfolgt

Neben der Expansion im Geothermiebereich werden aber auch die übrigen Geschäftsfelder von D&S weiterentwickelt, da sie der Auslastung der Kapazitäten und der Erweiterung der bohrtechnischen Expertise dienen. Die größten Aktivitäten entfallen dabei im Moment auf Bohrungen zur Erkundung von Lagerstätten (bspw. Öl, Kohle, Metalle), der Brunnenbau erwirtschaftet hingegen nur noch 3,6 Prozent der Gesamtleistung. Abgerundet wird das Angebotsportfolio durch die umwelttechnischen Dienstleistungen (Kürzel: EDS, Anteil 2,1 Prozent), die zum Beispiel bei der hydraulischen Sanierung von kontaminierten Standorten oder bei der Errichtung von Wasserreinigungsanlagen gefragt sind. Die folgende Grafik zeigt die Anteile der einzelnen Geschäftsbereiche an der Konzerngesamtleistung im Jahr 2012.



Quelle: Unternehmen

Markt

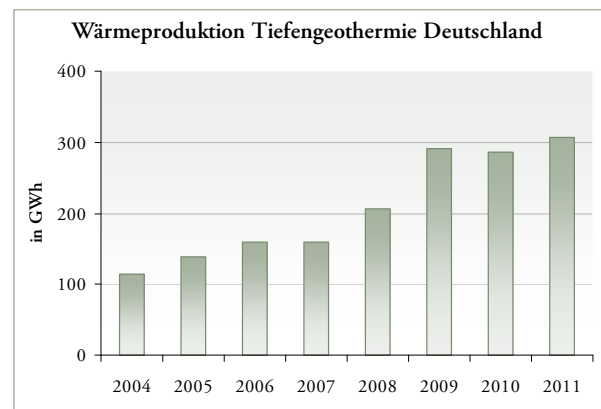
Wichtigster Markt: Tiefengeothermie

Der für D&S derzeit mit Abstand wichtigste Markt ist die Tiefengeothermie. Die Tiefengeothermie umfasst Bohrungen von 500 Metern bis zu 5 bis 6 Tsd. Metern, mit denen die Erdwärme zur Gewinnung von Strom und Wärme genutzt werden soll. Das wichtigste Verfahren ist dabei die hydrothermale Geothermie. In deren Rahmen werden unterirdische Heißwasserreservoirs, die nach heutigem Stand der Technik eine Temperatur von 30 bis 100° C (Wärmegewinnung) oder mehr als 100° C (Stromproduktion) aufweisen müssen, angebohrt und nach oben befördert. Über eine zweite Bohrung wird kaltes Wasser in den Untergrund zurückgepumpt, das sich beim Durchfließen von porösen Gesteinsschichten erhitzt und das Reservoir wieder auffüllt. Die speziellen Anforderungen an das Gestein und an die Wassertemperatur beschränken den Einsatz der hydrothermalen Geothermie allerdings auf ausgesuchte Standorte. In Deutschland sind das insbesondere das Molassebecken (große Teile Bayerns) und der Oberrheingraben (Baden-Württemberg).

Überzeugende Vorteile

Die Tiefengeothermie weist zahlreiche Stärken auf, die sie in Zukunft zu einem wichtigen Energielieferanten in Deutschland heranwachsen lassen könnten. Der Energieträger ist unbegrenzt verfügbar, dezentral realisierbar und vor allem grundlastfähig – da unabhängig von Witterung, Jahres- und Tageszeit. Dank einer überzeugenden Klimabilanz kann die Technologie zudem einen wichtigen Beitrag zur Erreichung der Klimaziele leisten, insbesondere dann, wenn die Möglichkeit zur Kraft-Wärme-Kopplung genutzt wird. In der öffentlichen Diskussion werden dem meist die möglichen Komplikationen entgegengehalten, die beim Bau und dem Betrieb solcher Anlagen auftreten können bzw. bereits beobachtet wurden. Experten sehen hingegen bei der Tiefengeothermie keine höheren Unfallrisiken als in anderen Stromkraftwerken auch (Quelle: MIT „The future of geothermal energy“). Geothermiespezifische Risiken be-

stehen ohnehin in erster Linie in dem Bohrprozess und dem Aufbrechen unterirdischer Gesteinsschichten. Zu den häufigsten Bohrunfällen zählte in den ersten Jahren des Kraftwerksbaus der unkontrollierte Gasaustritt (Blow-out), der mittlerweile durch eine geeignete Technik vermieden werden kann. Komplikationen, wie die in Staufen aufgetretene Gipsbildung im Untergrund, die den Boden der Stadt angehoben und für ein für die Branche verheerendes Medienecho gesorgt hat, sind auf einen Verfahrensfehler des Bohrunternehmens zurückzuführen, der bei der Nutzung der „Best-practice“-Methoden nicht aufgetreten wäre. Umstritten ist aber weiterhin, inwiefern durch die Tiefengeothermie leichte Erdbeben ausgelöst werden können. Bei dem Kraftwerk in Landau gibt es in dieser Hinsicht eine intensive Diskussion, die Sorge vor seismischen Ereignissen hat zur Gründung von Bürgerinitiativen gegen die Geothermie geführt, hier muss noch eine intensive Überzeugungsarbeit geleistet werden.

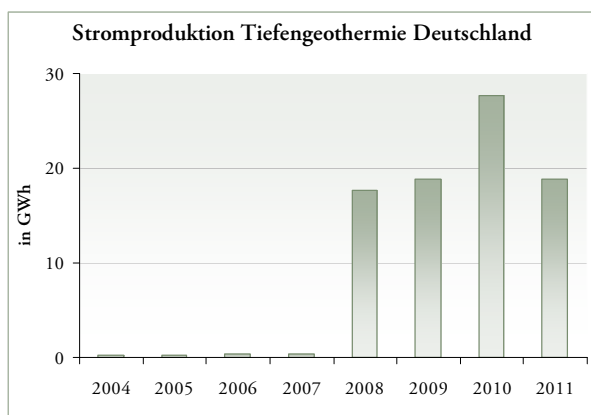


Quelle: BMU

Ausbau noch am Anfang

Der Ausbau der Tiefengeothermie befindet sich in Deutschland immer noch im Anfangsstadium. Nach Unternehmensangaben sind derzeit erst 21 Anlagen im Betrieb, lediglich drei davon produzieren auch Strom, während die übrigen ausschließlich auf die

Wärmegewinnung fokussiert sind. Obwohl die Wärmeerzeugung mit Tiefengeothermiekraftwerken von 2004 bis 2011 (Detailzahlen für 2012 hat das BMU noch nicht veröffentlicht) um rund 170 Prozent auf 307 GWh zugelegt hat, beträgt der Anteil an der gesamten Wärmeproduktion aus Erneuerbaren Energien hierzulande lediglich 0,2 Prozent. Wegen der geringen Zahl der Kraftwerke fällt die Relation im Bereich Strom noch drastischer aus, die Jahreserzeugung von 18,8 GWh entspricht 0,015 Prozent der Gesamtmenge aus Erneuerbaren Energien (Quelle: BMU).



Quelle: BMU

Zwei Technologien

Für die Erzeugung von Strom und Wärme mit Hilfe der Tiefengeothermie existieren zwei verschiedene Verfahren. Seit mehreren Jahrzehnten angewendet wird bereits der Organic-Rankine-Cycle-Prozess (ORC), bei dem ein Wärmekreislauf durch Injektion organischer Reinstoffe (etwa halogenisierte Kohlenwasserstoffe) in die tiefen Erdschichten stimuliert wird. Aufwendiger ist das konkurrierende Kalina-Verfahren, das ein Zweistoffgemisch, bspw. aus Wasser und Ammoniak nutzt. D&S setzt auf die Kalina-Technologie und hält eine Lizenz für die weltweite Nutzung, für Deutschland ist diese sogar exklusiv. Das Kalina-Verfahren gilt als innovativer und weist einen höheren Wirkungsgrad auf, ist aber noch nicht so erprobt wie das ORC-Verfahren (siehe dazu: „Geothermie in Luzern – Grundlagen und Potenzial“). Allerdings sind gerade deshalb noch deutlich höhere Erfahrungskurveneffekte zu erwarten, während die

ORC-Variante als technisch weitgehend ausgereizt gilt.

Förderung ausgeweitet

Die möglichen Erfahrungskurveneffekte durch den verstärkten Einsatz der Kalina-Technologie spielen eine Schlüsselrolle für die künftige Nutzung der Tiefengeothermie. Denn aktuell sind die Kosten eines Kraftwerks zu hoch, um Strom zu Marktpreisen zu produzieren. Im letzten EEG-Erfahrungsbericht wurden aber umfangreiche Kostensenkungspotenziale identifiziert, beispielsweise im Bohrprozess, bei den Förderpumpen oder in der Kraftwerkstechnologie, die mit einer wachsenden Zahl von Projekten realisiert werden könnten. Als Anstoß für die Technologie wurde die Förderung in der EEG-Novelle von 2012 daher deutlich ausgeweitet, u.a. durch die Anhebung der Grundvergütung von 16 auf 25 Cent/KWh (wobei im Gegenzug zwei Förderkomponenten im Umfang von 7 Cent/KWh entfallen sind – siehe folgende Tabelle). Im Rahmen des Marktanreizprogramms gewährt die öffentliche Hand zudem Zuschüsse, die sich auf bis zu 30 Prozent der Bohrkosten belaufen können.

Geothermie-Sätze (Cent/KWh)	2009	2012
Grundvergütung	16,0	25,0
Frühstarterbonus	4,0	-
Wärmebonus	3,0	-
Technologiebonus	4,0	5,0

EEG-Förderung Tiefengeothermie; Quelle: BMU

(Frühstarterbonus: Inbetriebnahme bis 2016; Wärmebonus: Gleichzeitige Strom- und Wärmeproduktion; Technologiebonus: Nutzung petrothermale Geothermie (s.u.))

Konkurrenz überschaubar

Seit der EEG-Novelle spürt D&S ein deutlich anziehendes Interesse an der Realisierung von Tiefengeothermieprojekten. Allein in Deutschland sind derzeit 92 Anlagen geplant (Quelle: GtV Bundesverband Geothermie), dazu zahlreiche weitere in angrenzenden Märkten (bspw. 60 in den Niederlanden). Bei der Realisierung von Tiefengeothermiebohrungen

konkurriert D&S mit klassischen Bohrunternehmen, die ihr Kerngeschäft im Bereich der Öl- und Gasförderung haben und nun verstärkt in diesen jungen Markt expandieren. Begrenzte Angebotskapazitäten sorgen bei einer steigenden Nachfrage aber im Moment für einen wenig intensiven Wettbewerb. Nahezu konkurrenzlos ist der Konzern sogar im Bereich des schlüsselfertigen Angebots von Tiefengeothermiekraftwerken zur Strom- und Wärmeproduktion. In diesem Segment haben sich in früheren Jahren bereits Siemens und Hochtief versucht, aber inzwischen zurückgezogen, da ihnen die Marktpotenziale zu klein und die technologischen Anforderungen in Relation zum Umsatzpotenzial zu groß waren. Mit der Abdeckung der kompletten Wertschöpfungskette hat D&S derzeit ein Alleinstellungsmerkmal, zumal das Unternehmen für Deutschland ja ohnehin die exklusiven Rechte für den Einsatz der Kalina-Technologie hält.

Restrisiko Fündigkeit

Eine relativ große Hürde für die Entwicklung des Marktes stellt allerdings auch das Fündigkeitsrisiko dar. Damit wird die Gefahr beschrieben, dass eine Bohrung nach ihrer Ausführung nicht den Transport einer ausreichenden Menge von Thermalwasser zum wirtschaftlichen Betrieb eines Kraftwerks ermöglicht. Genau dieser Fall ist zuletzt bei einem Projekt in Ge-

retsried eingetreten, dort wurde in mehr als 6.000 Metern die tiefste Geothermiebohrung in Europa durchgeführt. D&S war dabei der ausführende Dienstleister, aber nicht verantwortlich für die Konzeption der Bohrung, die eventuell zu ehrgeizig geplant wurde. Das Fündigkeitsrisiko war allerdings versichert. Infolgedessen sind nun aber steigende Versicherungsprämien für künftige Projekte zu erwarten.

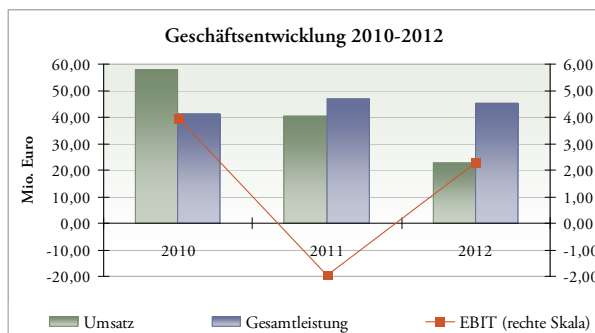
Pionierarbeit nötig

Darüber hinaus ist in der Branche noch einige Pionierarbeit zu leisten. Zwar gibt es mittlerweile die ersten Tiefengeothermiekraftwerke in Deutschland, aber der Erfahrungsschatz reicht noch nicht aus, um die nötigen Erfahrungskurveneffekte zu realisieren. Die Akteure bewegen sich in einem hochinnovativen Terrain, was naturgemäß – auch bei den bestehenden Anlagen – immer wieder zu Rückschlägen geführt hat. Für die nahe Zukunft ist ebenfalls ein völlig reibungsloser Ablauf nicht zu erwarten, das gilt auch für die Vorhaben von D&S. Können allerdings diese Startschwierigkeiten überwunden werden, winkt eine Energiequelle, die nachhaltig Grundlaststrom auf Basis regenerativer Ressourcen liefert. Darin besteht die enorme Chance, bei einem aktuell noch überdurchschnittlichen Risikoprofil.

Zahlen

Umsatz mit starken Schwankungen

Das Bohr- und Projektgeschäft unterliegt im Zeitablauf größeren Schwankungen. Langwierige Planungs-, Genehmigungs- und Ausschreibungsverfahren können Projekte verzögern, auch die Dauer der operativen Umsetzung von Bohrvorhaben variiert in Abhängigkeit von den geologischen Bedingungen und der Infrastruktur vor Ort. Die diskontinuierliche Abfolge der Fertigstellungstermine einzelner Großprojekte spiegelt sich auch in der Umsatzentwicklung wider. Im ersten konsolidierten Konzernabschluss aus dem Jahr 2010 hat D&S Erlöse in Höhe von 57,9 Mio. Euro ausgewiesen, im letzten Geschäftsjahr lagen diese hingegen nur bei 22,7 Mio. Euro (siehe folgende Grafik).



Quelle: Unternehmen

Gesamtleistung zeigt Entwicklung besser

In diesen Zahlen findet allerdings auch die neue strategische Ausrichtung ihren Niederschlag. Denn seit 2011 verwendet das Unternehmen die eigenen Kapazitäten verstärkt für die Entwicklung eigener Kraftwerke, insb. für das Pilotprojekt in Taufkirchen. Daher ist die Gesamtleistung für die Performance von D&S die aussagekräftigere Kennzahl. Diese summierte sich im letzten Jahr auf 45,4 Mio. Euro und lag damit knapp unter dem Vorjahreswert von 47,1 Mio. Euro. Der ursprünglich ausgegebene Zielwert von 58 Mio. Euro (der nach den Halbjahreszahlen auf 50 Mio. Euro abgesenkt wurde) wurde damit aber deutlich verfehlt. Dies ist nach Unternehmens-

angaben auf verlängerte Bohrzeiten und die Verschiebung von Fertigstellungsterminen zurückzuführen. Das verdeutlicht, dass die Projekte oftmals sehr komplex und nicht leicht zu kalkulieren sind, die Kunden verlangen aber trotzdem in vielen Fällen Festpreise.

Ergebnis 2012 deutlich verbessert

Mehrkosten muss D&S daher zumindest zu einem substanziellen Teil selbst tragen. Dies hatte das Ergebnis 2011 spürbar belastet, das Unternehmen musste damals ein EBIT von -2,0 Mio. Euro ausweisen. Im letzten Geschäftsjahr konnte die Kosten-Ertrags-Relation aber wieder erheblich verbessert werden. Durch eine deutliche Senkung des Materialaufwands – hier werden vor allem Drittleistungen wie Bohrlochmessungen, Richtbohrservice oder externe Personalleistungen verbucht – von 35,2 auf 26,2 Mio. Euro erhöhte sich der Rohertrag von 12,0 auf 19,2 Mio. Euro. Daraus resultierte ein operativer Überschuss von 2,3 Mio. Euro und ein Ergebnis nach Anteilen Dritter von 1,7 Mio. Euro (Vorjahr -1,7 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	2011	2012	Änderung
Umsatz	40,25	22,69	-43,6%
Gesamtleistung	47,06	45,40	-3,5%
EBITDA	2,16	6,09	+182,4%
EBIT	-1,96	2,28	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-1,66	1,71	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Geothermie dominiert weiterhin

Auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche war die Geothermie mit einer Gesamtleistung von 40 Mio. Euro (Vorjahr 40,1 Mio. Euro) wieder der mit Abstand größte Leistungsträger. Die wichtigsten Beiträge resultierten aus dem eigenen Vorhaben in Taufkirchen sowie aus Projekten für die Stadtwerke

Arnsberg sowie für den niederländischen Paprika-produzenten Wijnen Square Crops. Ebenfalls stagnierend war das Geschäft mit der Wasserwirtschaft (1,7 Mio. Euro ggü. 1,6 Mio. Euro im Vorjahr), während die Leistung in den Segmenten Rohstoffe & Exploration (von 3,5 auf 2,7 Mio. Euro) und EDS (von 1,9 auf 1,0 Mio. Euro) rückläufig war. Insgesamt wurde die Gesamtleistung von D&S zu 48,6 Prozent in Deutschland und zu 51,4 Prozent im Ausland erwirtschaftet, wobei der Konzern dabei in den Niederlanden, in Österreich und der Schweiz aktiv war.

Großauftrag akquiriert

Auch zukünftig wird die Geothermie für D&S das mit Abstand wichtigste Geschäftsfeld bleiben. Ange-

sichts der deutlich verbesserten Förderbedingungen in Deutschland steigt das Interesse an der Entwicklung von neuen Kraftwerken. Zuletzt konnte der Konzern einen neuen Großauftrag gewinnen: Eine Tochter der Gemeinde Unterföhring hat D&S den Auftrag für die Errichtung einer hydrothermalen Dublette (Kreislauf mit zwei Bohrungen) erteilt, mit der die Leistung der bestehenden Anlage auf 20 MW verdoppelt werden soll. Das Auftragsvolumen liegt nach Unternehmensangaben im zweistelligen Millionenbereich, die Umsetzung soll noch in diesem Herbst starten.

Equity-Story

Attraktive Kombination

D&S bietet im aktuellen Unternehmensstadium eine attraktive Kombination aus einem etablierten Kerngeschäft und einer attraktiven Wachstumsperspektive. Mit einem breiten Portfolio von Bohranlagen und einem jahrelangen Track-record zählt der Konzern zu den wichtigsten Playern im Markt für Tiefenbohrungen. Das Geschäft wird aktuell getrieben von Bohrungen zur Errichtung von Tiefengeothermieanlagen mit einem Fokus auf der Wärmenutzung. Potenziell wird die Nachfrage noch einmal deutlich steigen, wenn sich zeigt, dass in Deutschland unter den aktuellen Förderbedingungen auch eine Stromproduktion unter Nutzung der Erdwärmerentabel möglich ist.

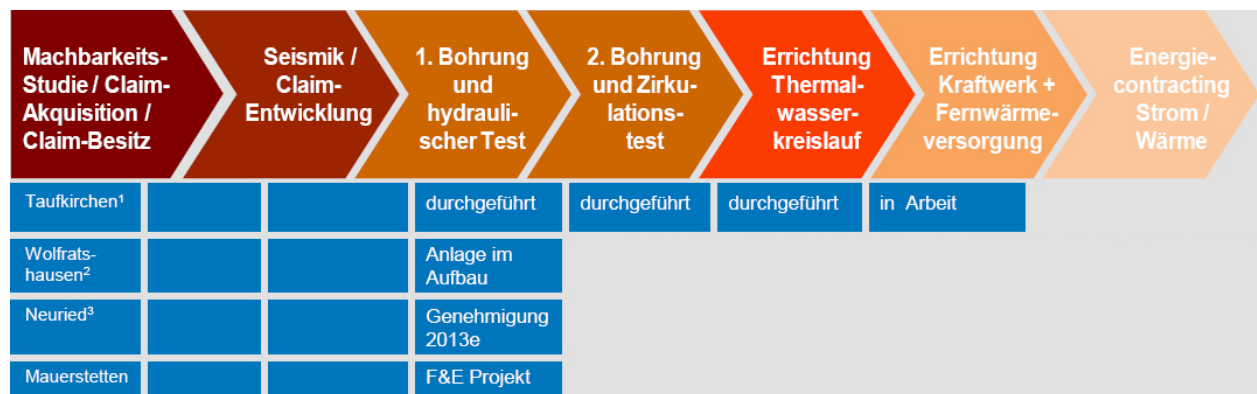
Ehrgeizige politische Ziele

Denn die deutsche Energiewende sorgt für einen hohen Bedarf an alternativ gewonnener Energie. Ihr Anteil am Wärmeverbrauch soll nach politischen Vorgaben bis 2020 von 10,4 auf 14 Prozent steigen, beim Bruttostromverbrauch wird eine Erhöhung von 22,9 auf 35 Prozent angestrebt. Trotz aller Beschwerden über den deutlichen Anstieg der Kosten für die Förderung der Erneuerbaren Energien (die zu einem großen Teil von der Photovoltaik verursacht werden), scheint eine drastische Kürzung auf breiter Front eher unwahrscheinlich. Da die Tiefengeothermie den Vorteil der Grundlastfähigkeit hat und damit eine sinnvolle Ergänzung zu Photovoltaik und

Windkraft darstellt, könnte gerade in diesem Bereich ein Schwerpunkt der Förderung bleiben.

Wandel zum Energieproduzenten

Und D&S leistet bei der Tiefengeothermie Pionierarbeit. Der Konzern baut federführend ein Kraftwerk in Taufkirchen auf, an dem er langfristig einen Anteil von rund einem Drittel halten wird. Der Umsetzungsprozess war dabei von mehreren Rückschlägen und Verzögerungen gekennzeichnet, die angesichts der Neuheit der technologischen Lösung nicht überraschen, aber den Aktienkurs von D&S in den letzten zwei Jahren stark belastet haben. Mittlerweile sind aber die größten Hindernisse überwunden, im August wurde die finale Baugenehmigung erteilt, im September daraufhin die Errichtung gestartet. Frühestens im Winter könnten die ersten Wärmelieferungen erfolgen. Darüber hinaus hat sich D&S an einem bestehenden Kraftwerk in Landau mit zunächst 40 Prozent beteiligt und will die Anlage nun zügig optimieren, um die Leistung zu steigern. Der Konzern hat damit einen Meilenstein im Wandel zu einem mittelständischen Energieversorger vollzogen. Wird Taufkirchen auch ein kommerzieller Erfolg, d.h., werden die anvisierten Erlöse von 8 Mio. Euro p.a. erzielt, eröffnet sich der Gesellschaft ein beträchtliches Expansionspotenzial. Neben der Erschließung der fünf unternehmenseigenen Erlaubnisfelder dürfte auch das Interesse von Dritten an der



1) Anteil AG: 33,7 Prozent 2) 2009/11 komplett an Investor verkauft 3) Anteil AG: 67,5 Prozent; Quelle: Unternehmen

Nutzung ihrer Claims steigen. Als faktisch einziger Anbieter, der eine schlüsselfertige Entwicklung und Errichtung von Tiefengeothermie-Kraftwerken in Deutschland offeriert und dabei umfangreiche Referenzen vorweisen kann, wäre D&S in einer starken Position, um einen Großteil der potenziellen Aufträge zu akquirieren.

Weiterer Technologiesprung möglich

Mit dem Aufbau hydrothormaler Kraftwerke, die auf einzelne Regionen mit günstigen geologischen Bedingungen beschränkt sind, wäre das Potenzial der Tiefengeothermie in Deutschland zudem nicht erschöpft. Wesentlich flexibler einsetzbar wäre die petrothermale Geothermie, die sich aber noch im Forschungsstadium befindet. Diese Technik benötigt keine natürlichen Wasserreservoirs, sondern nutzt lediglich die im unterirdischen Gestein vorherrschenden hohen Temperaturen. Zu diesem Zweck wird mit einer ersten Bohrung die Möglichkeit zur Einleitung von kaltem Wasser geschaffen. Dieses Wasser soll unterirdisch bis zu einer zweiten Bohrstelle (an der es wieder hochgepumpt wird) fließen und sich dabei erhitzen. Die Flussmöglichkeit ist entweder durch besondere geologische Formationen gegeben oder wird durch das Hydraulic Fracturing erst geschaffen. D&S arbeitet zusammen mit externen Fachleuten intensiv an der Weiterentwicklung

der petrothermalen Tiefengeothermie bis zur Marktreife.

Auslandsexpansion zur Diversifikation

Dies ist aber eher eine Langfristperspektive. Kurz- und mittelfristig bieten neben dem deutschen Markt vor allem die angrenzenden Staaten ein substantielles Wachstumspotenzial. In den Niederlanden hat D&S bislang den Großteil der Tiefengeothermie-Bohrungen ausgeführt. Die Nachfrage stammt vor allem von Gewächshausbetreibern und wird durch staatliche Investitionszuschüsse stimuliert. Noch verheißungsvoller ist aufgrund der geologisch günstigen Bedingungen der italienische Markt. D&S sichert sich dort derzeit vor allem aussichtsreiche Claims, für weitergehende Aktivitäten wird aber die Stabilisierung der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abgewartet. In beiden Ländern liegt der Fokus auf der Geothermie, wohingegen sich die Aktivitäten in Polen, wo D&S seit 2012 über ein Joint-Venture (Anteil 51 Prozent) aktiv ist, auf die Exploration von Mineralien und Energierohstoffen konzentrieren. Ein erstes Explorationsprojekt für Steinkohle ist dort bereits gestartet. Auch die weitere Auftragslage ist nach Unternehmensangaben gut, weswegen der Bereich Rohstoffe und Exploration im laufenden Jahr auf den Wachstumspfad zurückkehren sollte.

DCF-Bewertung

Optimistische Prognose

Das Management von D&S hat für 2013 und 2014, noch vor der Beteiligung an dem Kraftwerk in Landau, eine optimistische Prognose ausgegeben. Im laufenden Jahr soll die Gesamtleistung auf 52 Mio. Euro steigen und die EBIT-Marge bei 6 Prozent liegen; für die Folgeperiode werden 10 Prozent Wachstum und eine operative Rendite von 8 Prozent anvisiert. Dieser Sprung resultiert plangemäß aus der Abarbeitung der gut gefüllten Projektpipeline sowie aus dem Verkauf von Strom- und Wärme aus dem fertiggestellten Kraftwerk in Taufkirchen. Die dazugehörige Gesellschaft wird von D&S nicht konsolidiert, daher werden diese Erlöse den Konzernumsatz nicht erhöhen. Aber das Management erwartet einen Cashflow von rund 2,5 Mio. Euro im Jahr, der sich positiv auf die operative Marge auswirkt.

EBIT von 2,4 Mio. Euro in 2013 möglich

Obwohl die geplante Gesamtleistung im vergangenen Jahr deutlich verfehlt wurde, halten wir die Prognose für 2013 grundsätzlich für erreichbar. Bei dem wichtigsten Projekt, dem Tiefengeothermiekraftwerk in Taufkirchen, dürften die größten Schwierigkeiten nun bewältigt sein. Wir gehen deswegen davon aus, dass die Anlage in den nächsten zwölf Monaten den Betrieb aufnimmt, wobei wir einen Produktionsstart bereits im Winter als sehr ehrgeizig einstufen. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass das Unternehmen im Projektgeschäft aus den Problemen der Vergangenheit gelernt hat und die Rohertragsmarge auf einem relativ hohen Niveau halten kann. Darauf basiert unsere Schätzung eines EBIT von 2,4 Mio. Euro im laufenden Jahr, bei einem Umsatz von 40,8 Mio. Euro und einer Gesamtleistung von 50,8 Mio. Euro.

Hohes Ertragssteigerungspotenzial

Sollte das Pilotprojekt die erwarteten Erlöse erwirtschaften und die Leistung des Kraftwerks in Landau deutlich steigen, was wir unterstellen, bietet sich

D&S für die Folgejahre ein erhebliches Ertragspotenzial. Wir haben kalkuliert, dass bis zum Ende des Detailprognosezeitraums zwei weitere Kraftwerke in Eigenregie erstellt werden. Mit der Finalisierung des ersten Projekts rechnen wir 2015/16, das zweite sollte spätestens 2018 den Betrieb aufnehmen. Damit sollte sich im Lauf der nächsten acht Jahre der Zahlungsfluss aus der Strom- und Wärmeezeugung mit mehreren Sprüngen deutlich erhöhen. Für 2020 kalkulieren wir mit Erträgen aus Beteiligungen in Höhe von 7,6 Mio. Euro. Diese sind maßgeblich dafür verantwortlich, dass D&S dann bei einem Umsatz von 84 Mio. Euro ein EBIT von 17,3 Mio. Euro, resp. eine EBIT-Marge von 20,5 Prozent erzielen kann. Bereinigt um die Erträge aus dem Kraftwerksbetrieb schätzen wir die operative Rendite damit auf 11,5 Prozent (bezogen auf den Umsatz) bzw. 10,3 Prozent (bezogen auf die Gesamtleistung). Die deutliche Verbesserung gegenüber den aktuellen Resultaten führen wir auf signifikante Lernkurveneffekte zurück, die das Unternehmen bei der Realisierung von Tiefengeothermiekraftwerken noch realisieren kann.

Langfristig hohe Margen

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2013 bis 2020, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum rechnen wir mit einer nachhaltigen EBIT-Marge von 16,4 Prozent. Dieser relativ hohe Wert resultiert zum einen aus der spezifischen Unternehmensstruktur: die Tiefengeothermiekraftwerke werden von nicht konsolidierten Beteiligungen betrieben, in die Konzern-GUV fließen nur die Ausschüttungen. Zum anderen dürften die Kraftwerke gerade langfristig ihr hohes Margenpotenzial entfalten, da sie nur auf 20 Jahre kalkuliert sind (mit entsprechenden Abschreibungen), aber vermutlich eine wesentlich höhere Laufzeit bei niedrigen Betriebskosten erreichen können. Das ewige Cashflowwachstum taxieren wir auf 1 Prozent.

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	40,8	44,3	47,9	52,6	60,5	69,6	76,6	84,2
Umsatzwachstum		8,5%	8,0%	10,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	5,8%	9,6%	10,8%	16,8%	16,5%	15,5%	19,2%	20,5%
EBIT	2,4	4,3	5,2	8,8	10,0	10,8	14,7	17,3
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	1,3	1,5	2,6	3,0	3,2	4,4	5,2
NOPAT	1,7	3,0	3,6	6,2	7,0	7,5	10,3	12,1
+ Abschreibungen & Amortisation	4,1	4,4	4,7	3,4	3,9	4,4	2,6	2,9
+ Zunahme Rückstellungen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	6,6	8,2	9,1	10,4	11,7	12,8	13,8	15,8
- Zunahme Net Working Capital	-3,3	-0,9	-0,5	-7,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
- Investitionen AV	-7,4	-9,1	-1,2	-9,9	-9,5	0,6	-1,8	-2,6
Free Cashflow	-4,0	-1,8	7,5	-7,4	1,6	12,7	11,2	12,4

SMC-Schätzmodell

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), wobei wir einen FK-Zins von 6 Prozent und einen Zielwert für den FK-Anteil von 40 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Dieser resultiert aus einem sicheren Zins in Höhe von 3,5 Prozent (langfristiger Mittelwert der deutschen Umlaufrendite) und einer Marktrisiko prämie von 5,4 Prozent (ein für Deutschland angemessener Durchschnittswert; Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Als Beta nehmen wir einen Durchschnittswert des Prime Industrials in Höhe von 1,2. Daraus resultieren WACC in Höhe von 7,7 Prozent.

Fairer Wert: 17,00 Euro je Aktie

Aus unseren Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,7 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 93 Mio. Euro oder 17,00 Euro je

Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit ein Aufwärtspotenzial von 30 Prozent.

Das mit unserer Schätzung verbundene Prognoserisiko taxieren wir wegen der Unwägbarkeiten bei der Etablierung der noch jungen Technologie zur Nutzung der Tiefengeothermie auf vier von maximal sechs Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,7%	25,47	23,17	21,28	19,70	18,35
7,2%	22,32	20,50	18,96	17,66	16,54
7,7%	19,74	18,26	17,00	15,92	14,98
8,2%	17,58	16,37	15,32	14,41	13,61
8,7%	15,76	14,74	13,87	13,09	12,41

Spanne von 12,41 bis 25,47 Euro

Bei einer Variation der Inputparameter WACC und ewiges Cashflowwachstum variiert der faire Wert zwischen 12,41 und 25,47 Euro je Aktie.

Fazit

Daldrup & Söhne erbringt derzeit zweifelsohne eine Pionierleistung, das Unternehmen arbeitet daran, die Tiefengeothermie in Deutschland als Säule der Energiebereitstellung aus regenerativen Ressourcen zu etablieren. Das ist vor allem mit Wirtschaftlichkeitsrisiken verbunden, im Erfolgsfall könnte sich D&S aber zu dem führenden Anbieter und Betreiber einer aussichtsreichen Technologie entwickeln.

Die vergangenen Jahre haben bereits gezeigt, dass bei der Umsetzung von Tiefengeothermieprojekten immer wieder Verzögerungen und Verschiebungen auftreten können, das hat die Resultate von D&S mehrfach belastet. Auch in der Zukunft sind derartige Schwierigkeiten immer wieder möglich, allerdings

nimmt das Risiko mit einem steigenden Erfahrungsschatz ab. Bislang hat der Konzern die Probleme gut gemeistert, das abgelaufene Geschäftsjahr wurde mit einem EBIT von 2,3 Mio. Euro abgeschlossen, die Eigenkapitalquote beträgt solide 65 Prozent.

Unter der Annahme einer nun weitgehend planmäßigen Weiterentwicklung der aktuellen Vorhaben sehen wir den fairen Unternehmenswert aktuell bei 17,00 Euro je Aktie. Die Prognoserisiken sind zwar aus unserer Sicht immer noch relativ hoch, haben aber wegen der substanziellen Fortschritte bei dem Kernprojekt in Taufkirchen zuletzt abgenommen. In Abwägung aller Faktoren vergeben wir aktuell das Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
AKTIVA									
I. AV Summe	68,3	71,6	76,3	72,8	79,3	84,9	79,9	79,1	78,8
1. Immat. VG	3,9	5,8	8,7	4,4	6,5	9,8	9,8	9,8	9,8
2. Sachanlagen	41,4	43,9	46,9	33,5	39,2	44,4	26,5	28,5	31,1
II. UV Summe	33,0	35,3	33,1	42,0	46,0	45,8	60,0	72,5	85,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	66,1	67,3	69,6	71,7	75,9	79,7	83,9	90,9	98,7
II. Rückstellungen	3,6	4,4	5,3	6,1	6,9	7,8	8,6	9,4	10,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,5	20,9	19,6	21,3	25,6	25,7	28,7	31,4	34,4
2. Kurzfristiges FK	13,2	14,4	15,1	15,8	17,0	17,6	18,8	19,9	21,2
BILANZSUMME	101,4	107,0	109,5	114,9	125,4	130,9	140,0	151,7	164,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	22,7	40,8	44,3	47,9	52,6	60,5	69,6	76,6	84,2
Gesamtleistung	45,4	50,8	59,3	62,9	62,6	70,5	79,6	86,6	94,2
Rohertrag	19,2	20,6	22,5	25,1	27,9	31,8	36,5	39,9	43,7
EBITDA	6,1	5,5	6,1	7,3	8,4	9,4	10,7	11,5	12,5
EBIT	2,3	2,4	4,3	5,2	8,8	10,0	10,8	14,7	17,3
EBT	2,0	1,7	3,3	3,8	7,6	8,4	9,1	13,3	16,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,2	1,2	2,3	2,6	5,3	5,9	6,4	9,3	11,2
JÜ	1,7	1,5	2,6	2,8	5,0	5,5	5,9	8,6	10,3
EPS	0,31	0,28	0,48	0,51	0,93	1,00	1,08	1,57	1,89

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Cashflow	5,4	5,3	6,7	7,3	8,7	9,8	10,8	12,0	14,1
CF operativ	14,4	2,9	6,6	7,7	1,6	10,0	10,9	12,0	14,1
CF aus Investition	-1,4	-7,4	-9,1	-1,2	-9,9	-9,5	0,6	-1,8	-2,6
CF Finanzierung	3,7	2,7	-1,5	1,4	3,9	-1,9	1,3	0,7	0,0
Liquidität Jahresanfa.	3,3	5,9	4,0	0,1	8,1	3,6	2,3	15,0	26,0
Liquidität Jahresende	5,9	4,0	0,1	8,1	3,6	2,3	15,0	26,0	37,4

Kennzahlen

Prozent	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzwachstum	-43,6%	80,0%	8,5%	8,0%	10,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	84,8%	50,5%	50,8%	52,3%	53,0%	52,5%	52,4%	52,1%	51,9%
EBITDA-Marge	26,8%	13,5%	13,8%	15,3%	16,0%	15,5%	15,4%	15,1%	14,9%
EBIT-Marge	10,1%	5,8%	9,6%	10,8%	16,8%	16,5%	15,5%	19,2%	20,5%
EBT-Marge	8,9%	4,1%	7,4%	7,9%	14,4%	13,9%	13,1%	17,4%	19,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,5%	3,7%	5,9%	5,8%	9,6%	9,0%	8,4%	11,2%	12,2%

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 (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm Holger Steffen

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.
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 vorletzten 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
-	-	-	-

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Drei Updates

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.