

27. Juni 2014

Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Daldrup & Söhne AG

Transformation zum Energieversorger
geht in die entscheidende Phase

Urteil: **Speculative Buy** (zuvor: Buy) | Kurs: **12,35 Euro** | Kursziel: **16,50 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) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Grünwald
Branche:	Bohrdienstleistungen
Mitarbeiter:	138
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0007830572
Kurs:	12,35 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	5,45 Mio. Stück
Market Cap:	67,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	74,9 Mio. Euro
Free-Float:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	14,45 / 10,49 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	34,5 Tsd. Euro

Daldrup und Söhne (D&S) hat 2013 Umsatz und Gesamtleistung kräftig gesteigert und damit die eigene Prognose übertroffen. Nachdem vom Management ein Ziel von 52 Mio. Euro für die Gesamtleistung ausgegeben worden war, lag diese schließlich bei 59,9 Mio. Euro, ein Zuwachs um 31,9 Prozent. Die Ertragsentwicklung wurde allerdings durch einige negative Sonderfaktoren geschmälert, so dass mit einem EBIT von 1,2 Mio. Euro die anvisierte Marge von 6 Prozent verfehlt wurde. Trotz dieses Dämpfers kann D&S in den wichtigsten Bereichen große Fortschritte vorweisen. Bei der im Bau befindlichen Anlage in Taufkirchen wird bereits seit Dezember über ein Provisorium Wärme ausgekoppelt, im nächsten Jahr soll plangemäß der Übergang in den Regelbetrieb (Strom- und Wärmeproduktion) erfolgen. Und an der Anlage in Landau konnte der Konzern den Anteil auf 90 Prozent aufstocken. Allerdings ist das Kraftwerk wegen eines Wasserschadens in einer Bohrung vorübergehend außer Betrieb.

Wir sehen in der Transformation zu einem mittelständischen Energieversorger nach wie vor große Chancen für D&S und stufen die Aktie mit „Speculative Buy“ und einem Kursziel von 16,50 Euro ein.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	40,3	22,7	60,8	62,7	67,7	73,1
EBIT (Mio. Euro)	-2,0	2,3	1,2	2,0	4,4	6,9
Jahresüberschuss	-1,7	1,7	0,2	1,0	2,3	3,8
EpS	-0,30	0,31	0,04	0,18	0,43	0,70
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,28
Umsatzwachstum	-30,5%	-43,6%	168,1%	3,0%	8,0%	8,0%
Gewinnwachstum	-	-	-86,5%	331,4%	134,7%	64,4%
KUV	1,67	2,96	1,11	1,07	0,99	0,92
KGV	-	39,3	292,4	67,8	28,9	17,6
KCF	-	4,7	91,7	15,3	10,3	8,6
EV / EBIT	-	32,8	60,2	36,8	17,2	10,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	2,3%

Gesamtleistung übertrifft Prognose

D&S hat im letzten Geschäftsjahr den Umsatz deutlich von 22,7 auf 60,8 Mio. Euro gesteigert. Wegen der diskontinuierlichen Abrechnung einzelner Projekte ist die Gesamtleistung für die Konzernentwicklung allerdings aussagekräftiger, diese erhöhte sich um 31,9 Prozent auf 59,9 Mio. Euro. Damit konnte die eigene Prognose (52 Mio. Euro) signifikant übertroffen werden. Einmal mehr hat das Unternehmen dabei von der starken Entwicklung im Kerngeschäft Geothermie-Bohrungen profitiert, die Segmenterlöse erhöhten sich binnen Jahresfrist dank mehrerer abgeschlossener Großprojekte um 70,2 Prozent auf 47,8 Mio. Euro. Aber auch in den drei kleineren Geschäftsbereichen umwelttechnische Dienstleistungen EDS (5,4 Mio. Euro, VJ 1,2 Mio. Euro), Rohstoffe & Exploration (4,7 Mio. Euro, VJ 1,1 Mio. Euro) und Wasserwirtschaft (2,8 Mio. Euro, VJ 1,4 Mio. Euro) konnten die Einnahmen erheblich ausgeweitet werden.

Operatives Ergebnis verfehlt den Zielwert

Den deutlichen Anstieg von Umsatz und Gesamtleistung konnte D&S allerdings nicht wie geplant in eine Steigerung des Ergebnisses ummünzen. Das EBITDA reduzierte sich binnen Jahresfrist von 6,1 auf 5,2 Mio. Euro, das EBIT von 2,3 auf 1,2 Mio. Euro. Damit lag die EBIT-Marge in Relation zur Gesamtleistung nur noch bei 1,9 Prozent (VJ 5,0 Prozent), anvisiert worden war eigentlich ein Wert von 6 Prozent, was bezogen auf den Planumsatz 3,1 Mio. Euro entsprochen hätte. Das Management führt die Verfehlung auf mehrere, nicht vorhersehbare Sondereffekte zurück. So war die erste Bohrung für ein Geothermiekraftwerk in Geretsried nicht fündig, weshalb der Auftraggeber auf die marginstarke zweite Bohrung verzichtet hat. Infolgedessen hat die ausführende D&S-Beteiligung MD Drilling (Anteil 50 Prozent) einen Verlust erwirtschaftet, der zu einer Reduktion des Bilanzansatzes um rund 1 Mio. Euro geführt hat. Weitere Sonderbelastungen resultierten aus einem verlorenen Prozess (ebenfalls ca. 1 Mio. Euro) sowie aus dem Abbruch eines Projekts mit RWE und einem Forderungsausfall (zusammen 0,5 Mio. Euro). Infolgedessen reduzierte sich auch das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter

von 1,7 auf 0,2 Mio. Euro. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen.

Geschäftszahlen	2012	2013	Änderung
Umsatz	22,69	60,83	+168,1%
Gesamtleistung	45,40	59,89	+31,9%
EBITDA	6,09	5,19	-14,8%
EBIT	2,28	1,16	-48,8%
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	1,71	0,23	-86,6%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Fortschritte in Taufkirchen

Trotz der enttäuschenden Ergebnisentwicklung hat D&S im letzten Jahr operativ deutliche Fortschritte gemacht. Das eigene Vorzeigeprojekt, das Tiefengeothermiekraftwerk in Taufkirchen bei München, konnte nach einigen Verzögerungen im Dezember 2013 die Wärmeförderung über eine provisorisch installierte Anlage aufnehmen. In den letzten sieben Monaten konnten so nicht nur erste Einnahmen erzielt, sondern auch der Nachweis erbracht werden, dass der Thermalwasserkreislauf reibungslos funktioniert. Seit Anfang des Jahres laufen die Arbeiten für den obertägigen Ausbau des Kraftwerks, die Stromproduktion soll Anfang nächsten Jahres im Probelauf starten, der Regelbetrieb würde dann fristgerecht bis spätestens Juli 2015 folgen. Auf dieser Basis soll die Anlage jährliche Erlöse von 8 Mio. Euro erzielen und einen freien Cashflow von 5 Mio. Euro erwirtschaften, wovon D&S etwa 1,8 Mio. Euro zufließen würden.

Rückschlag in Landau

Probleme gab es dagegen zuletzt mit dem Geothermiekraftwerk in Landau. Nachdem die Tochter Gey-sir Europe im Januar ihren Anteil von 40 auf 90 Prozent durch den Kauf der Anteile von den Pfalzwerken aufgestockt hat, kam es kurz nach der operativen Übernahme des Betriebs zu einem Wasserschaden in einer Bohrung. Aus einer Dichtung ist Thermalwasser ausgetreten, das infolgedessen nicht in das vorgesehene Reservoir gelaufen ist und damit Bodenver-

änderungen auslöste. Die D&S-Tochter geox GmbH hat das Kraftwerk daher Mitte März vorsorglich abgeschaltet. In enger Abstimmung mit den Behörden wird das Problem seitdem angegangen, mit zwei Bohrungen sollen aktuell die Auswirkungen auf das Grundwasser geklärt werden. Das Management geht davon aus, dass die Anlage im August oder September wieder ans Netz gehen könnte. D&S prüft aktuell rechtliche Schritte gegen die Alteigentümer.

Dritte Bohrung verzögert sich

Eine grundsätzliche Gefährdung für den weiteren Kraftwerksbetrieb sieht das Management nach aktuellem Kenntnisstand hingegen nicht. Trotzdem verzögert sich damit naturgemäß die anvisierte Optimierung der Anlage. Eigentlich wollte D&S in Kürze eine dritte Bohrung zur Leistungssteigerung des Kraftwerks durchführen. Ein entsprechender Förderbescheid des Bundeswirtschaftsministeriums in Höhe von ca. 4 Mio. Euro läuft noch bis Ende September. Das Unternehmen hat eine Verlängerung beantragt und ist zuversichtlich, dass diese auch bewilligt wird.

Neues Kraftwerksprojekt in Neuried

Derweil laufen bereits die Vorbereitungen für die Errichtung eines Tiefengeothermiekraftwerks in Neuried. Seit dem Juni letzten Jahres liegt die Bohrgenehmigung vor, eine Versicherung für die Fündigkeit und die Montage konnte ebenfalls abgeschlossen werden. Nach Unternehmensangaben hat das Land Baden-Württemberg eine Ausfallbürgschaft in Höhe von 1 Mio. Euro bewilligt. Bei einem planmäßigen weiteren Verlauf soll der operative Projektstart nun Ende dieses Jahres erfolgen. Aktuell hält D&S noch einen Anteil von 100 Prozent an dem Vorhaben, es wird aber mit Investoren über einen Einstieg verhandelt.

Mehrere Großprojekte laufen

Neben den eigenen Projekten arbeitet das Unternehmen derzeit an mehreren Großaufträgen. Im laufenden Jahr muss noch die Erstellung der zweiten geothermischen Dublette in Heemskerk (Niederlande) für Floricultura abgeschlossen werden. Erfolgreich verlaufen ist gemäß einer Meldung von Anfang

Mai die erste Bohrung für eine Geothermieanlage in Unterföhring. Mit einer Wassertemperatur von rund 93 Celsius und einer Schüttung von 85 bis 100 Litern pro Sekunde lagen die Resultate nach Unternehmensangaben über den Erwartungen. Mitte Mai wurde die Reinjektionsbohrung gestartet.

Neue Großaufträge in Aussicht

Das Management zeigt sich darüber hinaus zuversichtlich, in naher Zukunft weitere Großaufträge akquirieren zu können. Die Revision des EEG habe die finale Investitionsentscheidung für neue Kraftwerke zum Teil verzögert, vor allem, da eine mögliche Deckelung der Kapazitäten abgewartet wurde. Sollte der aktuelle Gesetzentwurf in Kraft treten, dürfte sich der Investitionsstau auflösen. Großes Potenzial sieht der Vorstand darüber hinaus in einem noch relativ jungen Zweig, der saisonalen Speicherung von Prozesswärme in unterirdischen Reservoirs. Zuletzt konnte der Auftrag für ein Pilotprojekt mit BMW gewonnen werden, der Automobilproduzent will mit der Zwischenspeicherung die Energiekosten spürbar senken. D&S sieht in diesem Bereich allein in Bayern einen möglichen Bedarf für mehrere 100 Bohrungen.

Optimistischer Ausblick

Vor diesem Hintergrund wurde ein optimistischer Ausblick für das laufende Geschäftsjahr ausgegeben. Die Gesamtleistung soll sich auf rund 68 Mio. Euro erhöhen und einen Anstieg der EBIT-Marge auf 3 bis 5 Prozent ermöglichen. Der größte Teil der Gesamtleistung wird mit 40 Mio. Euro wieder auf den Geschäftsbereich Geothermie entfallen, die anderen drei Segmente sollen sich in etwa auf dem Vorjahresniveau bewegen (EDS: 6 Mio. Euro, Rohstoffexploration: 5 Mio. Euro, Wasserwirtschaft: 3 Mio. Euro). Der Teilkonzern Geysir Europe soll 18 Mio. Euro erwirtschaften, davon entfallen anteilig 75 Prozent auf D&S.

Schätzungen angepasst

Nach dem im Bezug auf Umsatz und Gesamtleistung sehr starken Jahr 2013, in dem die meisten Großaufträge im Gegensatz zu den Vorjahren planmäßig ab-

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	62,7	67,7	73,1	78,9	85,2	92,1	99,4	104,4
Umsatzwachstum		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,3%	6,4%	9,5%	10,7%	12,3%	13,7%	13,9%	13,5%
EBIT	2,0	4,4	6,9	8,4	10,5	12,6	13,8	14,1
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	1,3	2,1	2,5	3,1	3,8	4,1	4,2
NOPAT	1,4	3,0	4,9	5,9	7,3	8,8	9,7	9,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,0	4,2	4,4	4,7	4,7	4,8	5,0	5,2
+ Zunahme langfr. 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	6,2	8,0	10,1	11,4	12,9	14,4	15,4	15,8
- Zunahme Net Working Capital	-1,3	-0,7	-1,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
- Investitionen AV	-6,2	-5,4	-7,0	-3,8	-5,3	-3,2	-4,0	-4,5
Free Cashflow	-1,3	2,0	1,6	6,8	6,7	10,3	10,4	10,3

geschlossen werden konnten, trauen wir dem Unternehmen – trotz der Schwankungen im Projektgeschäft – nun ein nachhaltig höheres Leistungsniveau zu. Wir haben daher unsere Projektion zu Umsatz und Gesamtleistung deutlich angehoben. Demgegenüber haben wir nach der Verfehlung des Ergebnisziels für 2013 die erwartete Verbesserung des Margenniveaus abgesenkt. Dennoch gehen wir immer noch von einem starken Anstieg aus, der die in den nächsten Jahren steigenden Erträge aus den Beteiligungen an Tiefengeothermiekraftwerken abbildet (die wir analog zur Unternehmensdarstellung im EBIT mit erfassen). Wegen der angestrebten Position als Minderheitsgesellschafter werden die Einnahmen nicht im Umsatz ausgewiesen, sondern als Beteiligungserträge, was zu einem deutlich überproportionalen Gewinnanstieg führen sollte. Die obige Tabelle zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung im Detailprognosezeitraum bis 2021. Zu den detaillierten Prämissen des Modells verweisen wir auf unsere umfangreiche Basisstudie vom 10. September. Detailübersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

Kursziel: 16,50 Euro je Aktie

Der faire Unternehmenswert liegt in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent,

WACC 7,7 Prozent) nun bei 90 Mio. Euro, respektive 16,50 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von rund 33 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir von vier auf fünf Punkte (von sechs möglichen) hoch und berücksichtigen damit die aktuellen Unwägbarkeiten im Hinblick auf einen Weiterbetrieb von Landau. Hinzu kommt das ohnehin vorhandene erhöhte Grundrisiko, das aus dem volatilen Projektgeschäft resultiert.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,7%	23,41	21,57	20,06	18,79	17,71
7,2%	20,82	19,36	18,13	17,09	16,20
7,7%	18,69	17,50	16,50	15,63	14,88
8,2%	16,90	15,93	15,09	14,37	13,73
8,7%	15,38	14,57	13,87	13,25	12,71

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (WACC von 6,7 bis 8,7 Prozent, ewiges Cashflowwachstum von 0 bis 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 12,71 und 23,41 Euro.

Fazit

D&S betreibt zur Etablierung der Tiefengeothermie in Deutschland Pionierarbeit, dabei kommt es erwartungsgemäß immer wieder zu temporären Rückschlägen. Die aktuellen Probleme in Landau, die vermutlich aus Fehlern der vorherigen Betreibergesellschaft resultieren (und möglicherweise Schadensersatzforderungen von D&S nach sich ziehen) sind ein gutes Beispiel dafür. Zwar schürt der Wasserschaden in einer Bohrung auch die Vorbehalte in der Bevölkerung, insgesamt sehen wir aber vor allem auf Expertenebene nach wie vor großen Rückhalt für die junge und potenzialträchtige Form der Energieversorgung.

Nach einem umsatzseitig sehr starken, aber unter Profitabilitätsgesichtspunkten etwas enttäuschenden Jahr 2013 erwarten wir in der aktuellen Periode Geschäftsaktivitäten auf hohem Niveau und eine spür-

bare Margenverbesserung. In den nächsten beiden Jahren scheint dann eine kräftige Gewinnsteigerung möglich, wenn die Kraftwerke in Landau und Taufkirchen planmäßig laufen. Diesbezüglich gibt es aktuell im Bezug auf Landau natürlich eine erhöhte Verunsicherung, und auch Taufkirchen muss nach dem Abschluss des Hochbaus die Funktionalität im Regelbetrieb noch unter Beweis stellen.

Obwohl wir durchaus zuversichtlich sind, dass beides letztlich gelingt, besteht im Moment noch eine erhöhte Planungsunsicherheit, die wir in einem Anstieg des Prognoserisikos von vier auf fünf Punkten zum Ausdruck bringen. Damit lautet unser neues Urteil „Speculative Buy“, das Kursziel sehen wir nach der Aktualisierung des Schätzmodells bei 16,50 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
AKTIVA									
I. AV Summe	65,8	68,0	69,2	71,8	70,9	71,4	69,8	68,8	68,1
1. Immat. VG	3,3	5,0	2,5	3,7	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
2. Sachanlagen	40,0	42,0	44,4	47,2	47,4	48,2	49,6	51,6	53,8
II. UV Summe	31,6	33,8	36,7	38,9	47,4	55,5	68,2	81,0	93,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	66,0	66,8	69,0	72,6	76,1	80,8	86,5	92,5	98,5
II. Rückstellungen	2,5	3,3	4,0	4,8	5,6	6,4	7,2	8,0	8,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	17,8	19,0	19,3	19,1	21,0	23,0	26,1	29,3	32,4
2. Kurzfristiges FK	11,5	13,0	13,7	14,4	15,7	17,0	18,6	20,3	22,1
BILANZSUMME	97,7	102,1	106,1	111,0	118,5	127,1	138,3	150,1	161,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	60,8	62,7	67,7	73,1	78,9	85,2	92,1	99,4	104,4
Gesamtleistung	59,9	64,7	69,7	75,1	80,9	87,2	94,1	101,4	106,4
Rohertrag	14,4	22,0	24,3	26,8	28,8	31,0	33,3	35,8	37,5
EBITDA	5,2	5,4	7,1	8,9	9,5	10,1	10,7	11,4	11,9
EBIT	1,2	2,0	4,4	6,9	8,4	10,5	12,6	13,8	14,1
EBT	0,6	1,2	3,2	5,8	7,2	9,4	11,5	12,9	13,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,1	0,9	2,2	4,0	5,1	6,5	8,1	9,0	9,3
JÜ	0,2	1,0	2,3	3,8	4,7	6,0	7,4	8,3	8,6
EPS	0,04	0,18	0,43	0,70	0,86	1,11	1,36	1,52	1,57

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Cashflow	2,9	5,6	7,2	9,3	10,6	12,1	13,7	14,8	15,2
CF operativ	0,7	4,4	6,5	7,8	9,8	11,2	12,7	13,8	14,2
CF aus Investition	-1,9	-6,2	-5,4	-7,0	-3,8	-5,3	-3,2	-4,0	-4,5
CF Finanzierung	-0,9	1,5	0,4	-0,7	0,9	0,5	1,4	1,0	0,6
Liquidität Jahresanfa.	5,9	3,6	3,2	4,7	4,8	11,6	18,1	29,0	39,7
Liquidität Jahresende	3,6	3,2	4,7	4,8	11,6	18,1	29,0	39,7	50,0

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	168,1%	3,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
Rohertragsmarge	23,6%	35,2%	36,0%	36,7%	36,5%	36,3%	36,2%	36,0%	35,9%
EBITDA-Marge	8,5%	8,7%	10,5%	12,2%	12,0%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%
EBIT-Marge	2,0%	3,3%	6,4%	9,5%	10,7%	12,3%	13,7%	13,9%	13,5%
EBT-Marge	1,0%	2,0%	4,7%	7,9%	9,2%	11,0%	12,5%	13,0%	12,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,4%	1,6%	3,4%	5,2%	6,0%	7,1%	8,1%	8,3%	8,2%

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.tai-pan.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 Kurservartung 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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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
14.10.2013	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4)
10.09.2013	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4)

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

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.