

# Daldrup & Söhne AG

20. JULI 2015

Votum:		Verkaufen	
alt:		Halten	vom 18.05.2015
Kursziel (in Euro)		9,50 (alt: 10,00)	
Kurs (Xetra) (in Euro)		10,30	
16.07.2015	17:36 Uhr		
Kurspotenzial		-8%	

Unternehmensdaten	
Branche	Erneuerbare Energien
Segment	Entry Standard
ISIN	DE0007830572
Reuters	4DSG.DE
Bloomberg	4DS

## Steigende Ergebnisse erst 2016 zu erwarten

- Daldrup hat 2014 unsere Prognosen deutlich verfehlt: Gesamtleistung von 44,0 (59,9; unsere Prognose: 69,3) Mio. Euro und bereinigtes EBIT -3,0 (+0,8; unsere Prognose: +3,2) Mio. Euro.
- Ursächlich war zum einen die Novellierung des EEG zum 01.08.14, die zu einem Einbruch der Geothermieaufträge führte. Zum anderen hat Daldrup Wertberichtigungen auf Forderungen (8,3 Mio. Euro) und Abschreibungen auf das HDR-Projekt Mauerstetten (7,0 Mio. Euro; wurde von uns mehrfach thematisiert) vorgenommen.
- Für 2015 erwartet Daldrup eine Gesamtleistung von nur rd. 30 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 4% bis 5%. Die Auftragslage hat sich aber wieder belebt (siehe Großauftrag aus Belgien). Diese dürfte jedoch erst 2016 zu einem Umsatzanstieg führen. Das Margenziel ist u.E. trotz der Kostensenkungen ambitioniert.
- U.a. auf Grund des reduzierten Personals dürfte es Daldrup künftig schwerer fallen, im Bohrdienstleistungsgeschäft die Kapazitäten voll auszulasten - auch wenn die einzelnen Aufträge profitabler sein sollten. Der Start der Geothermiekraftwerke Taufkirchen und Landau in Q3 2015 ist u.E. ein wichtiger Schritt. Unsicherheiten bestehen aber weiterhin in Landau (gerichtliche Auseinandersetzung) und Neuried (Projektverzögerung). Wir bestätigen bei einem Kursziel von 9,50 (alt: 10,00) Euro unser Verkaufen-Votum.

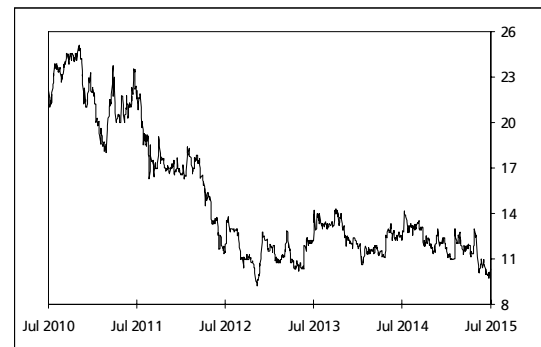
Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,445
Streubesitz	33,9%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	56,1
Ø Tagesumsatz (Stück)	1.895
52W Hoch	24.07.2014 14,15 Euro
52W Tief	29.06.2015 9,51 Euro

Termine	
Hauptversammlung	26.08.2015
Q2-Zahlen	30.09.2015

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-2,8%	-8,2%
3 Monate	-13,4%	-11,9%
6 Monate	-7,2%	-18,5%
12 Monate	-19,7%	-33,2%

Index-Gewichtung	
Entry Standard All Share	0,6%

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gesamtleistung	45,4	59,9	44,0	33,3	58,3	62,7
Wachstum GL	-3,5%	31,9%	-26,5%	-24,4%	75,2%	7,6%
EBITDA	5,9	4,7	-6,2	2,0	5,0	4,8
EBITDA-Marge	13,0%	7,9%	neg.	6,1%	8,6%	7,6%
Konzernüberschuss	1,7	0,2	-16,3	-2,4	1,6	1,4
Nettomarge	3,8%	0,4%	neg.	neg.	2,7%	2,3%
Gewinn je Aktie	0,31	0,04	-2,99	-0,44	0,29	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,11	0,00	0,00	0,05	0,05
Nettoverschuldung / EBITDA	2,2	2,5	-	9,4	4,7	5,1
Net Gearing	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Free Cashflow (FCF)	-17,9	-6,9	-3,0	-7,5	-6,2	-9,0
FCF je Aktie (Euro)	-3,28	-1,27	-0,55	-1,38	-1,13	-1,65
EV / Umsatz	3,8	1,3	1,6	2,1	1,4	1,4
EV / EBITDA	14,7	16,5	neg.	35,2	14,2	14,9
EV / EBIT	41,4	102,5	neg.	neg.	42,8	45,3
EV / FCF	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KGV	43,6	289,3	neg.	neg.	35,2	39,2
KBV	1,1	1,0	1,4	1,3	1,2	1,2
Dividendenrendite	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%



Quelle: Bloomberg

## Kontakt

**Abteilung Research**  
Leitung: Dr. Frank Wohlgemuth, CIA/CEFA

**Equity Sales Team**  
+49 (0) 211 778-3370

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de  
Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de  
Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de  
Dorothee Hönes / dorothee.hoenes@wgzbank.de  
Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de  
Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de  
Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Stefan Röhle, CFA (Analyst)

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro); Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

- Mit 52,3 (60,3; unsere Prognose: 61,8) Mio. Euro lag der Umsatz 2014 höher als die Gesamtleistung von 44,0 (59,9; unsere Prognose: 69,3) Mio. Euro. Die entsprechende Bestandsverminderung von -8,3 (-0,9) Mio. Euro zeigt, dass Daldrup 2014 zwar viele Projekte aus dem Jahr 2013 schlussabrechnen konnte, aber eine deutlich geringere Zahl an Neuprojekten akquiriert hat. Ursächlich war die Auftragsflaute im Vorfeld der Novellierung des EEG zum 01.08.14. Daher ist vor allem im Bereich Geothermie der Umsatz mit 39,5 (47,8) Mio. Euro spürbar zurückgegangen.
- Bilanziell haben die Wertberichtigungen auf Forderungen und die Sonderabschreibung auf das HDR-Projekt Mauerstetten zu einer deutlichen Reduzierung des Eigenkapitals zum 31.12.14 auf 46,4 (31.12.13: 66,0) Mio. Euro geführt. Die Eigenkapitalquote bleibt mit 59% (31.12.13: 68%) dennoch überdurchschnittlich hoch. Während das Risiko in den Forderungsbeständen abgearbeitet sein sollte (31.12.14: 6,5 (31.12.13: 12,0) Mio. Euro) steht das HDR-Projekt Mauerstetten weiterhin mit rd. 8 Mio. Euro in der Bilanz. Wegen der Streichung des Einspeisebonus für HDR-Projekte im Zuge der EEG-Novellierung könnte bilanziell weiterer Handlungsbedarf bestehen.
- Im Fokus stehen 2015 unverändert die Geothermiekraftwerke Taufkirchen und Landau. Die Stromproduktion dürfte in Taufkirchen wie geplant in Q3 2015 beginnen. Laut des Daldrup-Managements sind die Sanierungsarbeiten in Landau weitestgehend abgeschlossen. Für die für Q3 2015 geplante Wiederinbetriebnahme steht allerdings noch eine Genehmigung aus. Zudem befindet sich Daldrup in einer rechtlichen Auseinandersetzung mit dem (bisherigen) Miteigentümer Pfalzwerke. Hier geht es um eine Teilerstattung des Kaufpreises sowie die Beteiligung an den Sanierungskosten (niedriger einstelliger Mio. Euro-Betrag). Wegen des lokalen Widerstands rechnen wir zudem nicht mehr damit, dass Daldrup in Landau eine dritte Bohrung durchsetzen kann. Dies dürfte die Ertragskraft des Projekts spürbar schmälern.
- Auch der geplante Bau des Geothermiekraftwerks Neuried dürfte sich wegen gerichtlicher Auseinandersetzungen verzögern. Daldrup prüft, ob der Bau von Taufkirchen II daher vorgezogen wird. Insgesamt bedeutet dies u.E. dennoch, dass sich der Ausbau des Kraftwerkportfolios erneut verzögert (Taufkirchen II mit Inbetriebnahme erst in 2018 oder 2019).
- Die Finanzierung der Geothermieprojekte bleibt auf der Agenda. Positiv ist, dass die Banken trotz des Verlusts in 2014 zu Daldrup stehen. Das Gelingen einer Refinanzierung des Geothermiekraftwerks Taufkirchen, das bisher nur mit Eigenkapital finanziert wurde, wäre u.E. ein enorm wichtiger Schritt (Capex: 70 Mio. Euro; unterstellter Leverage: 75% FK bzw. 52,5 Mio. Euro; davon Daldrup-Anteil bzw. potenzieller Mittelzufluss: 22,0 Mio. Euro).
- Laut Daldrup hat sich die Auftragslage bei den Bohrdienstleistungen wieder belebt. Umsatz und Ergebnis dürften aber erst 2016 steigen. Durch den Personalabbau (Ende 2014: 116 (Ende 2013: 138) Mitarbeiter) könnten mittelfristig Engpässe entstehen, so dass die Kapazitäten nicht mehr ausgelastet werden. Deswegen und auf Grund der Verzögerungen bei den Kraftwerksprojekten haben wir unsere EpS-Prognosen für 2015, 2016 und 2017 auf -0,44 (alt: +43) Euro, 0,29 (alt: 0,51) Euro bzw. 0,26 (alt: 1,05) Euro reduziert.

---

EEG-Novellierung führte zu spürbarer Zurückhaltung der Kunden

---



---

Projekt Mauerstetten steht weiterhin mit rd. 8 Mio. Euro in der Bilanz

---



---

Taufkirchen und Landau sollen in Q3 2015 an den Start gehen

---



---

Taufkirchen II könnte vorgezogen werden

---



---

Gelingen einer Refinanzierung von Taufkirchen wäre ein enorm wichtiger Schritt

---



---

Prognosen reduziert

---

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Wir bewerten die Aktie von Daldrup mittels einer Sum-of-the-Parts-Analyse. Zum einen bewerten wir den Bereich Bohrdienstleistungen (inklusive der Einheiten Rohstoffe & Exploration, Wasser und EDS) und zum anderen den Bereich Geothermiekraftwerke. Mangels vergleichbarer Unternehmen haben wir zur Bewertung der beiden Geschäftseinheiten auf ein DCF-Modell zurückgegriffen. Wir ermitteln einen kumulierten Wert des Eigenkapitals von 52,7 Mio. Euro bzw. 9,68 Euro je Aktie. Belastend wirken die reduzierten Erwartungen für das Geschäft mit Bohrdienstleistungen (schwieriges Marktumfeld; nach Personalabbau kann eventuell das frühere Auslastungsniveau der Bohranlagen nicht mehr erreicht werden) und für die Geothermiekraftwerke (keine dritte Bohrung in Landau; Verzögerungen beim Projekt Neuried).

Sum-of-the-Parts-Analyse mit DCF-Modell

Daldrup & Söhne AG		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Mio. Euro		
	DCF-Modell Bohrdienstleistungen	DCF-Modell Geothermiekraftwerke
Wert des operativen Geschäfts	47,3	20,6
Gesamtwert des operativen Geschäfts		67,9
Liquide Mittel		6,8
Finanzverbindlichkeiten		-22,1
Fairer Wert des Eigenkapitals		52,7
Aktienanzahl (Mio. Stück)		5,445
Fairer Wert je Aktie (Euro)		9,68
Kursziel (Euro)		9,50

Quelle: Eigene Schätzungen

Die sich aus dem fairen Wert für 2016 und 2017 ergebenden Multiples beim EV/EBITDA von 13,5 und 14,2 bzw. beim KGV von 33,1 bzw. 36,9 sind wenig aussagekräftig. Das Ergebnis wird von Anlaufkosten der Geothermiekraftwerke belastet (zudem zumeist at-equity bilanziert). Daher ist u.E. ein längerfristiger Zeithorizont sinnvoller.

Längerfristiger Zeithorizont ist wichtig

### DCF-Bewertung - Bohrdienstleistungen

In unserem DCF-Modell haben wir berücksichtigt, dass die derzeitige Bohranlagenkapazität eine Gesamtleistung von 55 bis 60 (alt: 60 bis 70) Mio. Euro ermöglicht (reduzierte Annahme u.a. wegen des Personalabbaus). Hinzu kommen die Umsätze aus den kleineren Bereichen. Wegen der Projektverzögerungen haben wir die langfristige EBIT-Marge mit 10,0% (alt: 12,0%) angesetzt. Den WACC ermitteln wir bei einem Beta von 1,8 (alt: 1,7) mit 10,1% (alt: 9,7%; u.E. gestiegenes Risikoprofil). Den fairen Wert des operativen Geschäfts ermitteln wir mit 47,3 Mio. Euro. Positiv macht sich hierbei die geringere Working Capital-Bindung bemerkbar.

WACC von 10,1 (alt: 9,7%) spiegelt volatiles Bohrdienstleistungsgeschäft wider

**Daldrup & Söhne AG****Discounted Cashflow-Modell - Bohrdienstleistungen**

Angaben in Mio. Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	32,5	48,4	47,3	55,5	62,3	63,5	64,8	66,1	67,4	68,8
Umsatzwachstum	-	49,0%	-2,4%	17,3%	12,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gesamtleistung	32,5	55,4	59,9	61,1	62,3	63,5	64,8	66,1	67,4	68,8
Wachstum Gesamtleistung	-	70,5%	8,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge (zur Gesamtleistung)	-6,0%	5,6%	5,1%	7,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>EBIT</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>
- Ertragssteuern	0,5	-0,9	-0,8	-1,2	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9
+ Abschreibungen	3,6	3,4	3,2	2,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	-0,9	2,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>1,3</b>	<b>7,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,6	-0,2	0,6	-1,3	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
- Investitionen in das Anlagevermögen	-1,0	-1,3	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Summe Barwerte	23,9									
Terminalwert	23,4									in % vom Gesamtwert: 49,4%
<b>Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>47,3</b>									

**Modell-Parameter:**

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital:	25%	
Risikofreie Rendite	3,0%	Beta:	1,8	Risikoprämie FK:	3,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	28,0%
		Zins EK:	12,0%	Zins FK:	4,3%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	10,1%	Datum:	20.07.2015

Quelle: Eigene Schätzungen

**Sensitivitätsanalyse Bohrdienstleistungen (Mio. Euro)**

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	50,6	<b>47,3</b>	44,4	41,8
	2,5%	52,6	49,0	45,8	43,0
	3,0%	54,9	50,9	47,4	44,3
	3,5%	57,5	53,0	49,2	45,8

Quelle: Eigene Schätzungen

**DCF-Bewertung - Geothermiekraftwerke**

Unsere im DCF-Modell abgebildeten Umsatz- und Ertragsschätzungen für die vier Geothermiekraftwerke Taufkirchen, Landau, Neuried und Taufkirchen II haben wir in zwei Phasen unterteilt. Die erste Phase von 20 Jahren deckt den Zeitraum der staatlich garantierten EEG-Vergütung (25,0 Cent/kWh Strom) ab. In der zweiten Phase ab dem 21. Jahr gehen wir von einem Verkauf des Stroms auf dem freien Markt aus (12,5 Cent/kWh). Wir halten diese Annahme für plausibel, denn Geothermieanlagen weisen nach Verbuchung aller Abschreibungen und Rückzahlung aller Kredite geringe Erzeugungskosten auf. Ab 2040 (alt:

Günstige Stromerzeugungskosten lassen nach 20 Jahren Stromverkauf auf freiem Markt zu

<sup>1)2)3)4)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

2039; u.a. Verzögerungen beim Geothermiekraftwerk Neuried) werden alle Anlagen ihren Strom auf dem freien Markt verkaufen, weshalb das Jahr 2040 (alt: 2039) als Basis für die Ermittlung des Terminal Values dient. Den WACC ermitteln wir mit 6,3% (alt: 6,2%). Wir ermitteln einen fairen Wert des operativen Geschäfts von 55,8 Mio. Euro. Daldrup hält an Geysir Europe (Daldrup-Anteil: 75%) und den darunter hängenden Projektgesellschaften nicht die kompletten Anteile. Der Wert des Daldrup-Anteils von durchschnittlich geschätzt 37,0% liegt bei 20,6 Mio. Euro.

Wert des Daldrup-Anteils auf Basis der durchschnittlichen Beteiligungsquote

Daldrup & Söhne AG										
Discounted Cashflow-Modell - Geothermiekraftwerke										
Angaben in Mio. Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	2,3	11,2	11,2	11,2	14,5	20,4	22,9	22,9	22,9	22,9
Umsatzwachstum	-	381,8%	0,0%	0,0%	30,0%	40,5%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-Marge (zum Umsatz)	-	10,8%	4,3%	24,2%	21,5%	28,0%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>
- Ertragssteuern	-0,1	-0,3	-0,3	-0,8	-0,9	-1,6	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
+ Abschreibungen	0,8	3,3	3,3	3,3	5,0	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>7,2</b>	<b>10,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,3	-1,8	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-14,0	-12,2	-17,9	-20,9	-16,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>-13,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>-13,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-12,8</b>	<b>-8,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>
Summe Barwerte (2015-2024e)	-17,2									
Summe Barwerte (2023e-2041e)	61,2									
Terminal Value	15,3									
										in % vom Gesamtwert: 27,5%
Finanzverb. + Liquidität der Minderheitenges. + Geothermiekraftwerk Landau	-3,5									
<b>Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>55,8</b>									
Durchschnittliche Beteiligungsquote	37,0%									
<b>Anteiliger Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>20,6</b>									
<b>Modell-Parameter:</b>										
Langfristige Bilanzstruktur:		Eigenkapital:	30%	Fremdkapital:	70%					
Risikofreie Rendite		3,0%	Beta:	1,6	Risikoprämie FK:	3,0%				
			Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	28,0%				
			Zins EK:	11,0%	Zins FK:	4,3%				
Wachstum FCF:		2,0%	WACC:	6,3%	Datum:	20.07.2015				

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse Geothermiekraftwerke (Mio. Euro)					
Wachstum FCF (TV)		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		5,8%	6,3%	6,8%	7,3%
2,0%	2,0%	24,5	20,6	17,4	14,6
	2,5%	25,7	21,4	17,9	15,0
	3,0%	27,2	22,4	18,6	15,4
	3,5%	29,4	23,8	19,5	16,0

Quelle: Eigene Schätzungen

## Anhang

## Daldrup &amp; Söhne AG

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>27,0</b>	<b>24,1</b>	<b>57,9</b>	<b>40,3</b>	<b>22,7</b>	<b>60,8</b>	<b>52,3</b>	<b>33,3</b>	<b>51,3</b>	<b>50,1</b>
Bestandsveränderung	-1,6	15,5	-16,8	-5,3	10,8	-0,9	-8,3	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	12,2	11,9	0,0	0,0	0,0	7,0	12,6
<b>Gesamtleistung</b>	<b>25,4</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>47,1</b>	<b>45,4</b>	<b>59,9</b>	<b>44,0</b>	<b>33,3</b>	<b>58,3</b>	<b>62,7</b>
Materialaufwand	-12,0	-24,1	-26,0	-35,2	-26,2	-45,5	-23,9	-16,7	-30,1	-34,0
<b>Rohrertrag</b>	<b>13,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,1</b>	<b>11,9</b>	<b>19,2</b>	<b>14,4</b>	<b>20,1</b>	<b>16,6</b>	<b>28,1</b>	<b>28,6</b>
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	2,3	7,5	9,7	5,7	12,9	0,9	2,0	2,8	3,0
Personalaufwand	-3,1	-3,8	-5,6	-6,4	-7,3	-8,4	-7,0	-6,3	-8,0	-8,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,6	-6,6	-9,3	-13,6	-11,7	-14,2	-20,2	-10,2	-17,8	-18,5
<b>EBITDA</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>1,6</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>
Abschreibungen	-1,3	-2,7	-4,0	-4,1	-3,8	-3,9	-12,1	-3,6	-3,4	-3,2
<b>EBIT</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-18,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
Finanzergebnis	0,8	0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,5
davon Projektgesellschaften (at equity)	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	0,3	-0,1
davon sonstiges Finanzergebnis	0,8	0,3	-0,3	-0,5	0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4
<b>EBT</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-18,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
Außerordentliches Ergebnis	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Steuern von Einkommen und Ertrag und sonstige Steuern	-2,0	-1,1	-1,0	-0,6	-0,6	0,0	0,1	0,0	-0,4	-0,3
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-18,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,2	2,0	0,5	0,1	2,7	0,1	0,4	0,6
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-16,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,285	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445	5,445
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,76	0,70	0,49	-0,30	0,31	0,04	-2,99	-0,44	0,29	0,26

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss

## Daldrup &amp; Söhne AG

## Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Gesamtleistung)

	2008*	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>106,1%</b>	<b>60,9%</b>	<b>140,8%</b>	<b>85,5%</b>	<b>50,0%</b>	<b>101,6%</b>	<b>118,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>88,0%</b>	<b>79,9%</b>
Bestandsveränderung	-6,1%	39,1%	-40,8%	-11,4%	23,7%	-1,6%	-18,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,1%	25,8%	26,3%	0,0%	0,0%	0,0%	12,0%	20,1%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	-47,2%	-61,0%	-63,2%	-74,7%	-57,6%	-76,0%	-54,3%	-50,1%	-51,7%	-54,3%
<b>Rohrertrag</b>	<b>52,8%</b>	<b>39,0%</b>	<b>36,8%</b>	<b>25,3%</b>	<b>42,4%</b>	<b>24,0%</b>	<b>45,7%</b>	<b>49,9%</b>	<b>48,3%</b>	<b>45,7%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	15,5%	5,9%	18,2%	20,6%	12,6%	21,6%	2,1%	6,0%	4,7%	4,8%
Personalaufwand	-12,1%	-9,7%	-13,5%	-13,5%	-16,2%	-14,0%	-16,0%	-19,0%	-13,7%	-13,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-30,0%	-16,7%	-22,5%	-29,0%	-25,8%	-23,7%	-46,0%	-30,8%	-30,6%	-29,5%
<b>EBITDA</b>	<b>26,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>-14,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,6%</b>
Abschreibungen	-5,1%	-6,7%	-9,7%	-8,8%	-8,4%	-6,6%	-27,4%	-11,0%	-5,8%	-5,1%
<b>EBIT</b>	<b>21,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>9,3%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-41,6%</b>	<b>-4,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,5%</b>
Finanzergebnis	3,0%	0,7%	-0,9%	-1,2%	-0,6%	-1,0%	-1,1%	-2,7%	-0,2%	-0,7%
<b>EBT</b>	<b>24,1%</b>	<b>12,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-42,7%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-0,3%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuern von Einkommen und Ertrag und sonstige Steuern	-8,0%	-2,8%	-2,3%	-1,2%	-1,4%	-0,1%	0,1%	0,0%	-0,6%	-0,5%
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>15,8%</b>	<b>9,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-43,0%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,3%</b>
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	0,5%	4,2%	1,2%	0,2%	6,1%	0,4%	0,7%	1,0%
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>15,8%</b>	<b>9,6%</b>	<b>6,4%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-37,0%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,3%</b>

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss

## Daldrup &amp; Söhne AG

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	8,2	7,0	3,9	3,3	2,7	2,4	2,2	2,0
Sachanlagen	26,8	28,3	49,2	61,3	41,4	40,0	28,9	30,5	34,3	36,4
Finanzanlagen	0,0	2,8	2,5	2,4	23,0	22,4	24,4	27,9	28,1	28,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>26,8</b>	<b>31,1</b>	<b>60,0</b>	<b>70,8</b>	<b>68,2</b>	<b>65,7</b>	<b>55,9</b>	<b>60,7</b>	<b>64,6</b>	<b>66,5</b>
Vorräte	3,9	11,4	6,9	7,0	4,4	1,2	2,1	1,5	2,7	3,0
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	4,1	5,5	13,6	18,3	12,6	12,0	6,5	6,2	8,0	7,8
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	1,7	2,0	8,1	9,9	10,1	13,4	9,8	8,2	9,5	9,6
Wertpapiere	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	12,1	4,6	4,2	3,3	5,9	3,6	4,5	3,0	3,0	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>21,9</b>	<b>23,9</b>	<b>32,9</b>	<b>39,0</b>	<b>33,2</b>	<b>32,0</b>	<b>23,1</b>	<b>19,2</b>	<b>23,3</b>	<b>23,6</b>
<b>Aktiva</b>	<b>48,7</b>	<b>55,0</b>	<b>92,8</b>	<b>109,8</b>	<b>101,5</b>	<b>97,7</b>	<b>79,0</b>	<b>79,9</b>	<b>87,9</b>	<b>90,1</b>
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklagen	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5
Gewinnrücklagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Differenzen aus Währungsumrechnung	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Bilanzgewinn	6,0	9,9	26,8	24,5	26,2	26,5	10,1	7,7	9,3	10,5
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	7,0	14,8	3,7	3,5	0,8	0,7	0,3	-0,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>42,1</b>	<b>45,9</b>	<b>70,0</b>	<b>75,4</b>	<b>66,1</b>	<b>66,0</b>	<b>46,4</b>	<b>43,9</b>	<b>45,1</b>	<b>45,6</b>
Pensionsrückstellungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,9	0,9
Steuerrückstellungen	1,1	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	2,2	1,1	2,0	1,9	3,0	1,9	3,1	2,4	4,1	4,4
<b>Rückstellungen</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,6	8,0	8,0	7,2	9,4	15,4	15,6	15,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,9	5,7	8,1	11,7	11,4	9,2	5,0	3,5	6,1	6,9
Verbindlichkeiten gg. UN mit Beteiligungsverhältnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	1,5	11,1	11,8	12,1	12,6	14,4	14,2	16,0	16,6
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,1</b>	<b>7,3</b>	<b>20,1</b>	<b>31,7</b>	<b>31,7</b>	<b>29,3</b>	<b>28,9</b>	<b>33,2</b>	<b>37,8</b>	<b>39,1</b>
<b>Passiva</b>	<b>48,7</b>	<b>55,0</b>	<b>92,8</b>	<b>109,8</b>	<b>101,5</b>	<b>97,7</b>	<b>79,0</b>	<b>79,9</b>	<b>87,9</b>	<b>90,1</b>

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss



## Daldrup &amp; Söhne AG

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	8,9%	6,4%	3,8%	3,4%	3,4%	3,0%	2,5%	2,2%
Sachanlagen	55,0%	51,4%	53,0%	55,8%	40,8%	40,9%	36,6%	38,1%	39,0%	40,4%
Finanzanlagen	0,0%	5,1%	2,7%	2,2%	22,7%	22,9%	30,8%	34,9%	32,0%	31,1%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>55,0%</b>	<b>56,5%</b>	<b>64,6%</b>	<b>64,5%</b>	<b>67,3%</b>	<b>67,2%</b>	<b>70,8%</b>	<b>76,0%</b>	<b>73,5%</b>	<b>73,8%</b>
Vorräte	8,0%	20,6%	7,4%	6,4%	4,4%	1,2%	2,7%	1,9%	3,1%	3,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistungen	8,4%	10,0%	14,7%	16,6%	12,4%	12,3%	8,2%	7,8%	9,1%	8,6%
Sonstige Vermögensgegenstände und andere Aktiva	3,5%	3,7%	8,7%	9,0%	9,9%	13,8%	12,4%	10,3%	10,8%	10,7%
Wertpapiere	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	24,9%	8,3%	4,5%	3,0%	5,8%	3,7%	5,7%	3,7%	3,4%	3,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,1%	0,7%	0,0%	0,3%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>45,0%</b>	<b>43,5%</b>	<b>35,4%</b>	<b>35,5%</b>	<b>32,7%</b>	<b>32,8%</b>	<b>29,2%</b>	<b>24,0%</b>	<b>26,5%</b>	<b>26,2%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	11,2%	9,9%	5,9%	5,0%	5,4%	5,6%	6,9%	6,8%	6,2%	6,0%
Kapitalrücklagen	62,6%	55,4%	32,9%	27,8%	30,1%	31,2%	38,6%	38,2%	34,7%	33,8%
Gewinnrücklagen	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Differenzen aus Währungsumrechnung	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	-0,1%	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-0,7%
Bilanzgewinn	12,4%	17,9%	28,9%	22,3%	25,9%	27,1%	12,8%	9,7%	10,6%	11,6%
Anteile anderer Gesellschafter	0,0%	0,0%	7,6%	13,5%	3,6%	3,6%	1,0%	0,8%	0,3%	-0,4%
<b>Eigenkapital</b>	<b>86,5%</b>	<b>83,5%</b>	<b>75,5%</b>	<b>68,7%</b>	<b>65,2%</b>	<b>67,5%</b>	<b>58,7%</b>	<b>54,9%</b>	<b>51,3%</b>	<b>50,6%</b>
Pensionsrückstellungen	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,8%	0,6%	1,0%	1,0%
Steuerrückstellungen	2,2%	0,6%	0,3%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	4,5%	2,0%	2,2%	1,8%	2,9%	1,9%	3,9%	2,9%	4,7%	4,9%
<b>Rückstellungen</b>	<b>7,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,0%</b>
Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten	0,0%	0,0%	0,6%	7,3%	7,9%	7,3%	11,9%	19,3%	17,8%	17,2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,9%	10,3%	8,7%	10,6%	11,2%	9,4%	6,3%	4,3%	7,0%	7,7%
Verbindlichkeiten gg. UN mit Beteiligungsverhältnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4%	2,7%	11,9%	10,8%	11,9%	12,9%	18,2%	17,8%	18,2%	18,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>6,3%</b>	<b>13,3%</b>	<b>21,7%</b>	<b>28,8%</b>	<b>31,3%</b>	<b>29,9%</b>	<b>36,5%</b>	<b>41,5%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,4%</b>
<b>Passiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss



## Daldrup &amp; Söhne AG

## Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008*	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-18,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	1,3	2,7	4,0	4,1	3,8	3,9	12,1	3,6	3,4	3,2
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchgewinne/-verluste	0,0	0,0	-1,4	-1,4	-0,2	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-3,8	-1,8	-	0,1	0,8	-1,1	1,3	-0,9	2,1	0,4
Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen und sonst. ,	-0,9	-9,6	-	-7,0	8,3	-1,1	9,9	2,4	-4,1	-0,3
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten und sonstigen F	-0,2	4,3	-	4,1	0,0	-1,6	-2,7	-1,7	4,4	1,5
Sonstige zahlungswirksame Cashflows	0,0	0,0	-	0,2	0,4	0,5	0,0	0,7	-0,3	0,1
<b>Cash Earnings</b>	<b>2,6</b>	<b>5,5</b>	<b>-</b>	<b>-2,3</b>	<b>6,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>7,0</b>	<b>5,0</b>
Veränderung des Working Capitals	-2,1	-6,1	-	-1,2	8,0	1,6	0,4	-0,6	-0,2	0,6
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>14,4</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>
Investitionen in immaterielle VG und Sachanlagen	-22,1	-4,1	-	-15,5	-29,1	-2,0	-1,3	-5,0	-12,9	-14,6
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	-2,8	-	-0,1	-3,1	-5,7	-5,2	-4,2	0,0	0,0
Erlöse aus Abgängen des Anlagevermögens	0,0	0,0	-	0,4	30,8	0,2	0,0	0,0	6,0	9,4
Erlöse aus dem Abgang von Finanzanlagen	0,0	0,0	-	1,3	0,0	5,6	2,2	0,0	0,0	0,0
Unternehmenserwerb (netto)	0,0	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-22,1</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-13,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,2</b>
Verkauf/Erwerb eigener Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung in das/Auszahlung aus dem Eigenkapital	13,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung/Auszahlung von Minderheitsgesellschaftern	0,0	0,0	-	9,6	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	-	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-	7,4	0,0	-0,9	2,3	6,0	0,2	-0,2
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>13,9</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>16,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,4</b>
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	-14,1	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-7,7	-7,5	-2,9	-0,8	16,6	-2,0	1,6	-1,5	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	19,8	12,1	6,9	4,2	3,3	5,9	3,6	4,5	3,0	3,0
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>12,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>	<b>5,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss

## Daldrup &amp; Söhne AG

## Kennzahlen

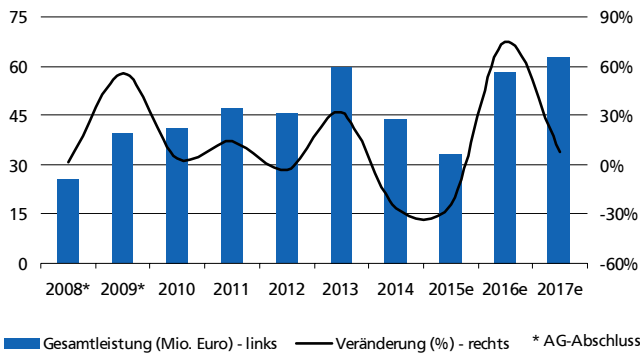
	2008*	2009*	2010**	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Wachstumsanalyse</b>										
Wachstum Gesamtleistung	1,1%	55,3%	-	14,4%	-3,5%	31,9%	-26,5%	-24,4%	75,2%	7,6%
EBITDA-Wachstum	44,0%	9,6%	-	-79,2%	262,5%	-20,2%	-	-	148,0%	-5,0%
EBIT-Wachstum	23,9%	-13,4%	-	-	-	-63,7%	-	-	-	-5,7%
EBT-Wachstum	34,7%	-20,0%	-	-	-	-92,8%	-	-	-	-28,8%
EPS-Wachstum	62,7%	-8,5%	-	-	-	-86,6%	-	-	-	-10,3%
<b>Margenanalyse</b>										
EBITDA-Marge	26,2%	18,5%	19,0%	3,5%	13,0%	7,9%	neg.	6,1%	8,6%	7,6%
EBIT-Marge	21,0%	11,7%	9,3%	neg.	4,6%	1,3%	neg.	neg.	2,9%	2,5%
EBT-Marge	24,1%	12,4%	8,4%	neg.	4,0%	0,2%	neg.	neg.	2,7%	1,8%
Nettomarge	15,8%	9,6%	6,4%	neg.	3,8%	0,4%	neg.	neg.	2,7%	2,3%
<b>Renditeanalyse</b>										
ROI	9,7%	7,3%	3,6%	-1,6%	1,6%	0,2%	-18,4%	-3,0%	1,9%	1,6%
ROCE	17,2%	9,6%	4,8%	-3,8%	1,7%	0,7%	-27,9%	-2,6%	1,9%	1,6%
ROE	12,2%	8,6%	4,9%	-2,7%	2,8%	0,4%	-30,1%	-5,4%	3,6%	3,2%
ROIC	10,2%	8,0%	4,3%	-3,3%	1,5%	0,6%	-23,4%	-2,3%	1,7%	1,5%
<b>Bilanzanalyse</b>										
Eigenkapitalquote	86,5%	83,5%	75,5%	68,7%	65,2%	67,5%	58,7%	54,9%	51,3%	50,6%
Anlagendeckung I	154,9%	145,8%	115,9%	106,4%	96,1%	99,5%	82,0%	71,2%	68,7%	67,5%
Anlagendeckung II	159,9%	148,5%	135,8%	135,2%	125,7%	128,1%	114,9%	116,6%	114,2%	112,5%
Anlagenintensität	55,9%	57,3%	65,1%	64,5%	67,8%	67,9%	71,6%	77,1%	74,6%	74,9%
Vorratumschlag	7,3	3,2	6,4	5,8	4,0	21,5	31,1	18,2	24,4	17,4
Debitorenumschlag	9,0	8,0	6,0	2,5	1,5	5,0	5,7	5,2	7,2	6,4
Debitorenlaufzeit/-ziel	40,4	72,8	60,4	144,6	248,0	73,6	64,3	69,6	50,5	57,3
Working Capital / Umsatz	14,8%	33,9%	20,4%	32,3%	42,4%	7,9%	7,3%	11,9%	8,6%	8,4%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	81,3	64,6	96,6	102,6	161,0	82,5	108,0	92,2	58,0	70,0
<b>Verschuldung</b>										
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-11,9	-4,3	5,3	14,0	12,0	11,4	15,2	23,0	24,0	24,4
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,4	-1,1	0,1	6,0	2,2	2,5	-	9,4	4,7	5,1
Net Gearing	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	158,5	780,6	17,9	2,3	7,6	6,2	-	3,7	7,9	7,4
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	127,4	495,9	8,8	-	2,7	1,0	-	-	2,6	2,4
<b>Cashflow-Analyse</b>										
Free Cashflow (FCF)	-21,6	-7,5	-	-19,0	-17,9	-6,9	-3,0	-7,5	-6,2	-9,0
FCF / Umsatz	-80,1%	-31,3%	-	-47,2%	-78,7%	-11,4%	-5,7%	-22,6%	-12,1%	-17,9%
FCF / Jahresüberschuss	-536,2%	-198,4%	-	-	-1.045,3%	-3.027,1%	-	-	-387,8%	-627,1%
FCF je Aktie (Euro)	-4,09	-1,38	-	-3,49	-3,28	-1,27	-0,55	-1,38	-1,13	-1,65
FCF Yield	-14,3%	-6,1%	-	-17,9%	-24,0%	-10,5%	-4,5%	-13,4%	-11,0%	-16,0%
Capex (Mio. Euro)	22,1	6,9	-	15,6	32,2	7,7	6,5	9,2	12,9	14,6
Capex / Abschreibungen	1.691,4%	260,4%	-	377,9%	846,6%	194,4%	53,6%	251,3%	384,8%	455,0%
Capex / Umsatz	81,7%	28,8%	-	38,7%	142,0%	12,6%	12,3%	27,5%	25,2%	29,1%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>										
EV / Umsatz	5,3	4,9	2,3	3,0	3,8	1,3	1,6	2,1	1,4	1,4
EV / EBITDA	21,5	16,3	17,0	74,1	14,7	16,5	neg.	35,2	14,2	14,9
EV / EBIT	26,8	25,6	34,7	neg.	41,4	102,5	neg.	neg.	42,8	45,3
EV / FCF	neg.	neg.	-	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KGV	37,4	32,4	48,3	neg.	43,6	289,3	neg.	neg.	35,2	39,2
KBV	3,7	2,7	1,8	1,4	1,1	1,0	1,4	1,3	1,2	1,2
KCV	344,5	neg.	214,5	neg.	5,2	90,4	19,1	34,3	8,3	10,0
KUV	5,7	5,1	2,2	2,6	3,3	1,1	1,3	1,7	1,1	1,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%

Quelle: Daldrup &amp; Söhne AG; eigene Schätzungen

\* AG-Abschluss \*\* Berechnung von Cashflow-Kennzahlen im Konzern nicht möglich

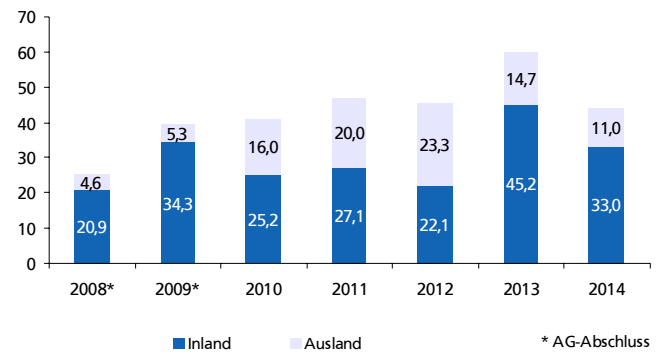
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Entwicklung der Gesamtleistung



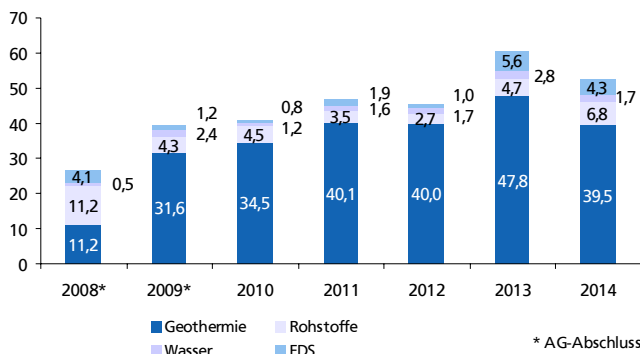
⇒ Die Novellierung des EEG zum 01.08.14 hat zu einer starken Zurückhaltung bei Kundenaufträgen geführt, was sich auch 2015 noch auswirken sollte. Die Gesamtleistung in der Bohrdienstleistung dürfte schwächer als erwartet ausfallen.

Gesamtleistung nach Regionen (Mio. Euro)



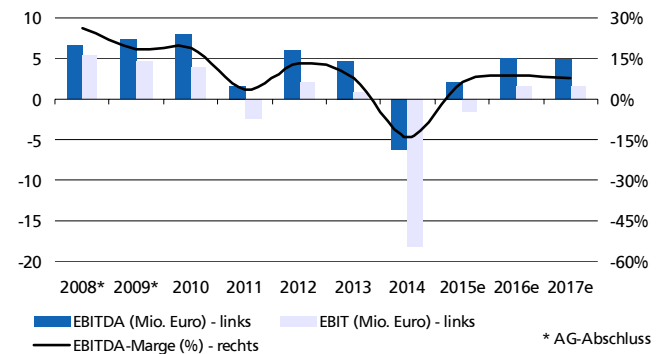
⇒ Rund 75% der Gesamtleistung erzielt Daldrup & Söhne im Inland. Der deutliche Umsatzrückgang in 2014 im Inland ist auf die Auswirkungen der EEG-Novellierung im Bereich Geothermie zurückzuführen.

Gesamtleistung nach Segmenten (Mio. Euro)



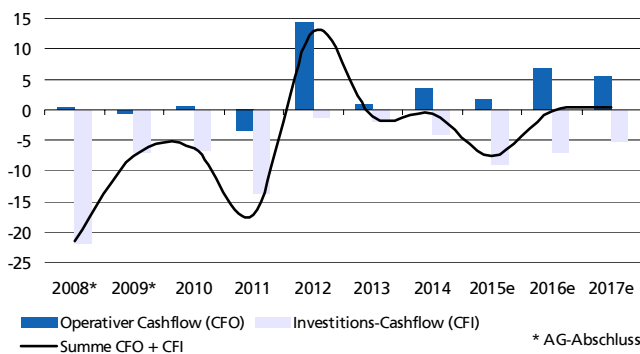
⇒ Mit dem Kauf der beiden Tiefenbohranlagen Drillmec und Bentec hat der Umsatz in der Geothermie deutlich zugenommen. Der Bereich steht mittlerweile für ca. 75% der Gesamtleistung.

Ergebnisentwicklung



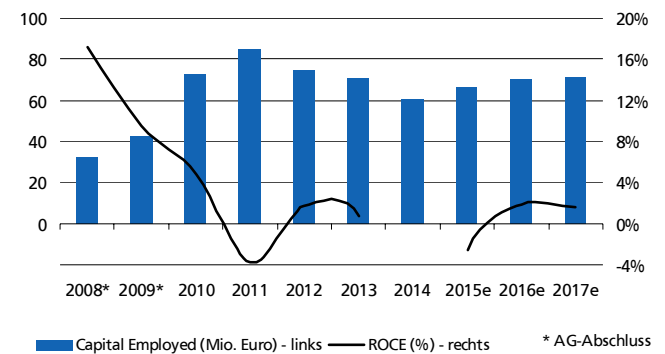
⇒ Daldrup hat 2014 hohe Wertberichtigungen vor allem auf Forderungen (-8,3 Mio. Euro) und Sonderabschreibungen auf das Projekt Mauerstetten (-7,0 Mio. Euro) vorgenommen. Daraus resultiert der hohe EBIT-Verlust.

Entwicklung des Cashflows (Mio. Euro)



⇒ Die Investitionen in die Kraftwerke sind hoch. Wir erwarten, dass Daldrup durch die Beteiligung von Co-Investoren und Verkäufe von Anteilen der Projektgesellschaften dies zum Teil finanzieren kann. Die Finanzierung bleibt aber ein Thema.

Capital Employed und ROCE



⇒ Das Capital Employed dürfte sich mit den zunehmenden Investments in die Geothermiekraftwerke kontinuierlich erhöhen. Der ROCE ist nach unten verzerrt, da die Ergebnisbeiträge der Kraftwerke zum Großteil at equity einfließen.

Quelle: Daldrup & Söhne AG; eigene Schätzungen

## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

#### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

**Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:****Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50<sup>SM</sup>). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkommmentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

**Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:**

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 20.07.2015**

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 20.07.2015

**WGZ BANK AG**  
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank  
Ludwig-Erhard-Allee 20  
D-40227 Düsseldorf

**Zuständige Aufsichtsbehörden:**  
Europäische Zentralbank  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

<sup>1)2)3)4)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.

<sup>1)2)3)4)6)</sup> **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments