

22. Oktober 2015
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Daldrup & Söhne AG

Die Talsohle ist erreicht

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **9,47 Euro** | Kursziel: **13,00 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) 251-13476-94
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: | 106 |
| Rechnungslegung: | HGB |
| ISIN: | DE0007830572 |
| Kurs: | 9,47 Euro |
| Marktsegment: | Entry Standard |
| Aktienzahl: | 5,45 Mio. Stück |
| Market Cap: | 51,6 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 63,1 Mio. Euro |
| Free-Float: | 34,6 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 13,25 / 8,20 Euro |
| Ø Umsatz (12 M Xetra): | 20,2 Tsd. Euro |

Daldrup und Söhne (D&S) hat im ersten Halbjahr 2015 den Umsatz von niedrigem Niveau aus leicht gesteigert, während die Gesamtleistung deutlich zurückgegangen ist. Darin spiegelt sich die zwischenzeitliche Auftragsflaute im wichtigsten Geschäftsbereich Geothermie wider. Diese Phase ist aber nun beendet, das Unternehmen konnte große Projekte in Belgien und den Niederlanden akquirieren, die ab dem zweiten Halbjahr für einen deutlichen Anstieg der Gesamtleistung sorgen werden. Das Management hat daher die Jahresprognose, eine Gesamtleistung von 30 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von 4 bis 5 Prozent, bekräftigt. Auch die Perspektiven darüber hinaus werden als positiv eingestuft, da die Gesellschaft gute Chancen habe, bei weiteren Projekten den Zuschlag zu erhalten.

Verzögert hat sich hingegen die Inbetriebnahme der eigenen Kraftwerke in Taufkirchen und Landau, in Taufkirchen wird nun aber zumindest Wärme für die Wintersaison produziert. Die Stromproduktion könnte an beiden Standorten im nächsten Jahr starten. Wir sehen diesbezüglich noch Prognoserisiken und bleiben bei unserem Urteil „Hold“.

| GJ-Ende: 31.12. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e | 2017e |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 22,7 | 60,8 | 52,3 | 20,1 | 40,3 | 48,4 |
| EBIT (Mio. Euro) | 2,3 | 1,2 | -18,3 | 1,2 | 4,3 | 5,6 |
| Jahresüberschuss | 1,7 | 0,2 | -16,3 | 0,4 | 2,2 | 3,0 |
| EpS | 0,31 | 0,04 | -2,99 | 0,07 | 0,41 | 0,55 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,08 | 0,22 |
| Umsatzwachstum | -43,6% | 168,1% | -14,0% | -61,5% | 100,0% | 20,0% |
| Gewinnwachstum | - | -86,5% | - | - | 488,5% | 33,7% |
| KUV | 2,27 | 0,85 | 0,98 | 2,56 | 1,28 | 1,07 |
| KGV | 30,1 | 224,0 | - | 134,9 | 22,9 | 17,1 |
| KCF | 3,6 | 70,3 | 14,8 | - | 8,2 | 7,3 |
| EV / EBIT | 27,6 | 50,6 | - | 53,8 | 14,7 | 11,2 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,9% | 2,3% |

Gesamtleistung geht deutlich zurück

Die zwischenzeitliche Auftragsflaute im Bereich der tiefen Geothermie hat die Zahlen von D&S im ersten Halbjahr 2015 noch einmal geprägt. Zwar lag der Umsatz mit 4,2 Mio. Euro um 6,3 Prozent über dem Vorjahreswert, aber die Gesamtleistung, die wegen der Erfassung der erbrachten Leistungen aus noch nicht abgeschlossenen Projekten einen besseren Einblick in den Umfang der Geschäftsaktivitäten gewährt, reduzierte sich deutlich von 28,9 auf 11,1 Mio. Euro. Das Gros der Leistungserbringung ist in den ersten sechs Monaten auf die kleineren Geschäftsbereiche Wassergewinnung, Rohstoffe & Exploration sowie umwelttechnische Dienstleistungen entfallen. Der langjährige Hauptumsatzträger, die Projekte im Bereich der Tiefengeothermie, lieferten hingegen keinen substanziellen Beitrag.

| Geschäftszahlen | HJ 14 | HJ 15 | Änderung |
|-------------------------|-------|-------|----------|
| Umsatz | 3,9 | 4,2 | +6,3% |
| Gesamtleistung | 28,9 | 11,1 | -61,7% |
| EBITDA | 4,4 | 2,4 | -46,7% |
| EBIT | 2,1 | 0,5 | -75,7% |
| JÜ (n. Anteilen Dritt.) | 0,9 | 0,4 | -57,8% |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Kostenreduktion ermöglicht Gewinn

Trotzdem konnte D&S profitabel wirtschaften, da die Kapazitäten rechtzeitig an die Auftragslage angepasst wurden. So reduzierte sich der Personalaufwand durch den verringerten Personalstamm um 18,3 Prozent auf 3,1 Mio. Euro. Der Materialaufwand weist ohnehin eine hohe Korrelation zur erbrachten Leistung auf und lag infolgedessen mit 6,3 Mio. Euro sogar um 61,1 Prozent unter dem Referenzwert aus 2014. Verbesserungen gab es darüber hinaus bei sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-42,4 Prozent auf 2,92 Mio. Euro) sowie den Aufwendungen aus der Beteiligung an assoziierten Unternehmen (-86,5 Prozent auf 0,07 Mio. Euro). Und nicht zuletzt lagen die Abschreibungen unter dem Vorjahreswert (-22,0 Prozent auf 1,87 Mio. Euro), während sich die sonstigen betrieblichen Erträge von 0,53 auf 3,65 Mio. Euro erhöhten. Hier machte sich

auch ein positiver Einmalertrag aus dem Sale & Lease-Back von Equipment bemerkbar. Dieser Effekt in Verbindung mit den Verbesserungen in der Kostenstruktur haben dafür gesorgt, dass D&S trotz der erheblich niedrigeren Gesamtleistung den Rückgang beim EBIT von 2,1 auf 0,5 Mio. Euro begrenzen konnte und auch unter dem Strich mit einem Überschuss von 0,39 Mio. Euro (Vorjahr 0,93 Mio. Euro) weiter profitabel wirtschaften konnte.

Starkes zweites Halbjahr angekündigt

Im zweiten Halbjahr soll sich das Bild aber auch im Hinblick auf die Gesamtleistung wieder verbessern. Der Vorstand geht unverändert davon aus, dass diese im Gesamtjahr bei 30 Mio. Euro liegen wird, was die Erwirtschaftung einer EBIT-Marge zwischen 4 und 5 Prozent erlauben würde. Das korrespondiert mit einer Gesamtleistung von rund 19 Mio. Euro und einem EBIT von 0,85 Mio. Euro (Mitte der Spanne) zwischen Juli und Dezember. Basis dieser Planung sind die jüngsten Erfolge in der Auftragsakquise. Die erste von zwei Bohrungen für ein Geothermiekraftwerk in Belgien mit einem Volumen von 6,5 Mio. Euro wurde im September gestartet und soll im November abgeschlossen werden. Die Vorbereitungen für ein weiteres Projekt in den Niederlanden mit einem Gesamtwert von 15 Mio. Euro sind bereits weit gediehen, der Startschuss wird in den nächsten Wochen erfolgen. Ebenfalls noch in diesem Jahr starten werden die Bohrungen nach Flözgas im nördlichen Ruhrgebiet sowie nach Salzlagerstätten in der Schweiz. Letzterer Auftrag konnte erst kürzlich gewonnen werden und kommt auf ein Volumen im unteren einstelligen Millionenbereich.

Taufkirchen-Projekt vor Abschluss

Auch wenn D&S seinem Zeitplan etwas hinterhinkt, sind auch Fortschritte im Hinblick auf die beiden eigenen Geothermiekraftwerksprojekte zu verzeichnen. Im Geschäftsbericht war noch angekündigt worden, dass das Vorzeigeprojekt Taufkirchen im dritten Quartal ans Netz gehen wird, das wurde aber noch nicht geschafft. Die Installationen sind zwar weitgehend abgeschlossen und der Probebetrieb des Ther-

malwasserkreislaufs sowie der Verdampfungsmittelkreislaufs waren gemäß aktueller Unternehmensmeldungen erfolgreich. Die Dampferzeugung für den Strombetrieb erfordert aber noch Nachbesserungen an der Anlage, die der Hersteller im Rahmen der Garantie übernehmen muss. Die Wärmeerzeugung und -auslieferung über das Fernwärmesystem an die Gemeinden Oberhaching und Taufkirchen kann für die Wintersaison trotzdem planmäßig und in vollem Umfang erfolgen. Das ist in dieser Jahreszeit ohnehin das Hauptgeschäft, während in den Sommermonaten die Erdwärme eher für die Stromerzeugung genutzt wird. Die Planung sieht nun vor, voraussichtlich im ersten Quartal 2016 den Probebetrieb der Stromerzeugung zu starten und im zweiten Quartal in den Regelbetrieb zu wechseln.

Landau-Inbetriebnahme noch unsicher

Auch das Geothermiekraftwerk in Landau, an dem D&S mit 40 Prozent beteiligt ist, sollte im dritten Quartal dieses Jahres eigentlich wieder am Netz sein. Das Unternehmen hat bereits in die technische Erüchtigung und in die Sicherheitssysteme investiert, dennoch haben die Behörden weitere Bedingungen für die Inbetriebnahme gestellt. Der abschließende

Forderungskatalog wird aktuell abgearbeitet, danach sollte eine sichere Genehmigungs- und Betriebsgrundlage bestehen. Die Stromproduktion könnte bei einem nun planmäßigen Verlauf im ersten Quartal 2016 wieder anlaufen.

Kleine Änderungen am Schätzmodell

Insgesamt zeigt sich damit, dass es bei der Umsetzung der Projekte aufgrund des Pioniercharakters immer zeitliche Unwägbarkeiten gibt, trotzdem sehen wir D&S jetzt vor einer Wende mit einer Chance auf mittelfristig deutliche Ertragszuwächse. Wir sind bislang davon ausgegangen, dass das Unternehmen im laufenden Jahr eine Gesamtleistung von 30,1 Mio. Euro und einen Umsatz von 20,1 Mio. Euro erwirtschaftet. Angesichts der geringen Erlöse im ersten Halbjahr ist die Erlösschätzung nun ambitioniert, aber durchaus noch erreichbar. Nach Auskunft des Managements sind die kleineren Geschäftsbereiche weiter voll ausgelastet. Von den Großprojekten könnte eine Abrechnung der ersten Bohrung in Belgien sowie eine Teilabrechnung einer zweiten Bohrung erfolgen. Erste Einnahmen sollen zudem noch mit dem Geothermieprojekt in den Niederlanden und den Flözgasbohrungen in

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 20,1 | 40,3 | 48,4 | 55,6 | 60,1 | 64,9 | 70,0 | 73,5 |
| Umsatzwachstum | | 100,0% | 20,0% | 15,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 5,0% |
| EBIT-Marge | 5,8% | 10,6% | 11,6% | 11,7% | 12,3% | 12,7% | 12,9% | 13,6% |
| EBIT | 1,2 | 4,3 | 5,6 | 6,5 | 7,4 | 8,2 | 9,1 | 10,0 |
| Steuersatz | -15,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | -0,2 | 1,3 | 1,7 | 2,0 | 2,2 | 2,5 | 2,7 | 3,0 |
| NOPAT | 1,3 | 3,0 | 3,9 | 4,6 | 5,2 | 5,8 | 6,3 | 7,0 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 4,0 | 3,0 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | -0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Brutto Cashflow | 4,7 | 6,6 | 7,3 | 7,7 | 8,2 | 8,7 | 9,2 | 9,8 |
| - Zunahme Net Working Capital | -7,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| - Investitionen AV | -1,8 | -0,2 | -0,8 | -1,4 | -1,1 | -1,5 | -1,1 | -1,3 |
| Free Cashflow | -4,1 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 7,6 | 7,7 | 8,6 | 8,9 |

SMC-Schätzmodell

Deutschland generiert werden. In Summe wäre das aus unserer Sicht ausreichend zur Erreichung unseres Schätzwertes. Wir behalten diese bei, haben aber einige kleinere Änderungen an anderen GuV- und Cashflowposten vorgenommen. Wir gehen per Saldo nun davon aus, dass das EBIT in 2015 bei 1,2 Mio. Euro (bislang: 1,1 Mio. Euro) liegen wird.

Kern-Kennziffern für 2016 unverändert

Unsere Einnahmenschätzungen für 2016 – Gesamtleistung 52,3 Mio. Euro, Umsatz 40,3 Mio. Euro – bleiben unverändert (ebenso wie der Wachstumspfad darüber hinaus), das EBIT taxieren wir weiterhin auf 4,3 Mio. Euro. Prinzipiell bietet der mittlerweile generierte Auftragsbestand in Verbindung mit zusätzlichen, vom Management in Aussicht gestellten Projekten eine gute Basis, um den Erlös- und Gewinn sprung zu schaffen. Nun ist es vor allem von Bedeutung, dass die Aufträge ohne Verzögerung abgearbeitet werden können und auch Taufkirchen in naher Zukunft den Regelbetrieb aufnimmt. An diesen Prämissen für unser Schätzmodell halten wir weiterhin fest. Die auf der vorigen Seite abgebildete Tabelle zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung im Detailprognosezeitraum bis 2022. Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

Kursziel: 13,00 Euro je Aktie

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

WACC 7,7 Prozent) nun bei 71 Mio. Euro, respektive rund 13,00 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von rund 37 Prozent. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten und berücksichtigen damit die noch bestehenden Unwägbarkeiten im Hinblick auf einen Weiterbetrieb von Landau und den Zeitpunkt, ab dem das Kraftwerk in Taufkirchen die volle Leistungsfähigkeit erreicht. Hinzu kommt das ohnehin vorhandene erhöhte Grundrisiko, das aus dem volatilen Projektgeschäft resultiert.

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 10,19 und 18,05 Euro.

| Sensitivitätsanalyse | Ewiges Cashflowwachstum | | | | |
|----------------------|-------------------------|-------|--------------|-------|-------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| WACC | | | | | |
| 6,7% | 18,05 | 16,71 | 15,61 | 14,69 | 13,90 |
| 7,2% | 16,15 | 15,09 | 14,19 | 13,44 | 12,78 |
| 7,7% | 14,58 | 13,72 | 12,99 | 12,36 | 11,81 |
| 8,2% | 13,26 | 12,55 | 11,94 | 11,41 | 10,95 |
| 8,7% | 12,14 | 11,55 | 11,03 | 10,58 | 10,19 |

Fazit

Nach einer langen Vorlaufzeit dürfte in naher Zukunft die vollständige Inbetriebnahme des Geothermiekraftwerks in Taufkirchen anstehen, damit hätte Daldrup & Söhne einen Meilenstein im Wandel zu einem mittelständischen Energieversorger erreicht. Zudem kommen auch aus der Branche insgesamt ermutigende Signale, der Auftragseingang hat angezogen und zwei große Projekte in den Niederlanden und Belgien sorgen, in Verbindung mit weiteren Aufträgen, für eine nun wieder zufriedenstellende Auslastung.

Wir sehen daher gute Chancen, dass eine anvisierte Gesamtleistung von 30 Mio. Euro in diesem Jahr erreicht wird, die EBIT-Marge taxieren wir auf das untere Ende der kommunizierten Spanne. Für 2016

erwarten wir angesichts der verbesserten Auftragslage und unter der Annahme, dass die Bohrung in Belgien zufriedenstellend verläuft und zu Folgeaufträgen führt, einen deutlichen Anstieg der Kennzahlen. Im kommenden Jahr sollte dann auch Taufkirchen einen ersten Ergebnisbeitrag liefern. Nachdem es zuletzt Verzögerungen im Zeitplan einzelner Projekte gegeben hat, sehen wir im Moment allerdings noch eine erhöhte Prognoseunsicherheit für unsere Schätzungen in 2016 und bleiben daher beim Urteil „Hold“. Sollte es D&S gelingen, Taufkirchen in den kommenden Monaten vollständig in Betrieb zu nehmen und die Aufträge plangemäß abzuarbeiten, dürfte sich das Potenzial bis zu dem von uns ermittelten fairen Wert von 13,00 Euro sukzessive entfalten.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 56,1 | 53,9 | 51,0 | 49,1 | 48,0 | 46,7 | 45,9 | 44,8 | 44,0 |
| 1. Immat. VG | 2,7 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| 2. Sachanlagen | 28,9 | 29,9 | 27,1 | 25,3 | 24,2 | 23,0 | 22,2 | 21,2 | 20,5 |
| II. UV Summe | 22,9 | 29,3 | 37,6 | 42,0 | 50,0 | 59,1 | 68,3 | 78,6 | 89,3 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 46,4 | 46,7 | 48,9 | 51,6 | 54,3 | 57,4 | 60,9 | 64,9 | 69,3 |
| II. Rückstellungen | 3,8 | 3,1 | 3,8 | 4,4 | 5,1 | 5,7 | 6,4 | 7,0 | 7,6 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 16,6 | 18,5 | 19,3 | 18,5 | 19,6 | 20,9 | 22,3 | 23,8 | 25,4 |
| 2. Kurzfristiges FK | 12,3 | 14,9 | 16,7 | 16,7 | 19,1 | 21,8 | 24,6 | 27,7 | 31,0 |
| BILANZSUMME | 79,0 | 83,2 | 88,7 | 91,1 | 98,1 | 105,8 | 114,2 | 123,4 | 133,4 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 52,3 | 20,1 | 40,3 | 48,4 | 55,6 | 60,1 | 64,9 | 70,0 | 73,5 |
| Gesamtleistung | 44,0 | 30,1 | 52,3 | 55,4 | 63,6 | 69,1 | 74,9 | 81,0 | 85,5 |
| Rohertrag | 20,1 | 14,2 | 22,1 | 23,9 | 27,5 | 30,0 | 32,7 | 35,5 | 37,7 |
| EBITDA | -6,2 | 5,2 | 5,2 | 6,0 | 5,6 | 6,4 | 7,1 | 7,8 | 8,7 |
| EBIT | -18,3 | 1,2 | 4,3 | 5,6 | 6,5 | 7,4 | 8,2 | 9,1 | 10,0 |
| EBT | -19,0 | 0,3 | 3,1 | 4,5 | 5,6 | 6,5 | 7,5 | 8,4 | 9,4 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -18,9 | 0,3 | 2,1 | 3,2 | 3,9 | 4,6 | 5,2 | 5,9 | 6,6 |
| JÜ | -16,3 | 0,4 | 2,2 | 3,0 | 3,6 | 4,2 | 4,8 | 5,4 | 6,1 |
| EPS | -2,99 | 0,07 | 0,41 | 0,55 | 0,67 | 0,77 | 0,88 | 0,99 | 1,11 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 3,5 | -3,3 | 6,3 | 7,0 | 7,6 | 8,1 | 8,7 | 9,2 | 9,9 |
| CF aus Investition | -4,2 | -1,8 | -0,2 | -0,8 | -1,4 | -1,1 | -1,5 | -1,1 | -1,3 |
| CF Finanzierung | 2,3 | 4,1 | 1,8 | -2,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,2 |
| Liquidität Jahresanfa. | 3,6 | 4,5 | 3,5 | 11,4 | 15,4 | 22,8 | 31,2 | 39,6 | 49,0 |
| Liquidität Jahresende | 4,5 | 3,5 | 11,4 | 15,4 | 22,8 | 31,2 | 39,6 | 49,0 | 58,7 |

Kennzahlen

| Prozent | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | -14,0% | -61,5% | 100,0% | 20,0% | 15,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 5,0% |
| Rohtragsmarge | 38,4% | 70,6% | 54,8% | 49,5% | 49,4% | 50,0% | 50,4% | 50,7% | 51,3% |
| EBITDA-Marge | -11,9% | 25,6% | 12,9% | 12,5% | 10,1% | 10,6% | 10,9% | 11,2% | 11,8% |
| EBIT-Marge | -35,0% | 5,8% | 10,6% | 11,6% | 11,7% | 12,3% | 12,7% | 12,9% | 13,6% |
| EBT-Marge | -36,3% | 1,4% | 7,6% | 9,3% | 10,0% | 10,9% | 11,5% | 12,0% | 12,8% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | -31,1% | 1,9% | 5,6% | 6,2% | 6,5% | 7,0% | 7,4% | 7,7% | 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 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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die 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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 01.09.2015 | Hold | 13,00 Euro | 1), 3) |
| 11.06.2015 | Hold | 13,00 Euro | 1), 3) |
| 23.10.2014 | Speculative Buy | 16,00 Euro | 1), 3), 4) |
| 27.06.2014 | Speculative Buy | 16,50 Euro | 1), 3), 4) |

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.