

27. März 2017

**Research-Comment**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Daldrup & Söhne AG

## Deutliche Fortschritte

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **7,70 Euro** | Kursziel: **13,70 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Fortschritte in Taufkirchen, neuer Großauftrag



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	109
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Kurs:</b>	7,70 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,45 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	41,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	62,8 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	34,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	10,00 / 7,23 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	16,3 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	30,2	40,8	48,9
EBIT (Mio. Euro)	1,0	2,0	3,0
Jahresüberschuss	0,2	0,4	1,1
EpS	0,03	0,08	0,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,08
Umsatzwachstum	75,0%	35,0%	20,0%
Gewinnwachstum	-30,8%	139,9%	159,9%
KUV	1,39	1,03	0,86
KGV	245,9	102,5	39,4
KCF	12,1	6,8	7,9
EV / EBIT	63,5	31,7	21,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,0%

### Aktuelle Entwicklung

In den letzten Wochen konnte D&S in wichtigen Bereichen Fortschritte vermelden. Ende Januar hat das Unternehmen die Bestellung von zwei neuen Wärmetauschern für das Geothermiekraftwerk Taufkirchen bekannt gegeben. Nachdem bereits seit Ende 2015 die Wärmeproduktion läuft, soll nach einer erfolgreichen Inbetriebnahme in diesem Sommer die Stromerzeugung starten. Ein weiteres Kraftwerksprojekt aus der Pipeline des Konzerns in Neuried hat derweil eine wichtige Hürde genommen, das Verwaltungsgericht Freiburg hat eine Klage der Stadt Kehl gegen die bergrechtliche Zulassung des Hauptbetriebsplans für vier Geothermiebohrungen abgewiesen. Wieder aufgenommen wurden konkrete Schritte von den Investoren zur Entwicklung eines Geothermiekraftwerks in Geretsried. Nachdem die Hauptbohrung 2013 keinen ausreichenden Wasserfluss ergeben hatte, hat D&S nun den Auftrag zur Errichtung von Abzweigungsbohrungen (Sidetracks) erhalten, um die Schüttung zu verbessern. Erstmals wurde zur Akquise dieses Projekts die von D&S entwickelte Versicherungslösung Alternative Risk Transfer (ART) auch in Deutschland genutzt.

### Fazit

Der Auftrag in Geretsried hat für D&S ein Volumen von ca. 19 Mio. Euro, zusätzlich konnte ein kleineres Projekt in Bad Bellingen im Wert von ca. 3,8 Mio. Euro akquiriert werden. Wir sehen das Unternehmen damit auf einem guten Weg, unsere Schätzungen für 2017 zu erreichen. Die Prognosen für das abgelaufene Jahr – D&S veröffentlicht den Jahresabschluss am 31. Mai – haben wir unverändert gelassen. Als wichtigen Fortschritt sehen wir auch den in Aussicht gestellten Start der Stromproduktion in Taufkirchen. Bis das Kraftwerk im Regelbetrieb einwandfrei läuft, bleibt unser Urteil „Hold“, das Kursziel liegt nach einer Aktualisierung der Rahmenparameter (S. 2) nun bei 13,70 Euro.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	40,8	48,9	56,3	60,8	65,6	70,9	74,4	78,1
Umsatzwachstum		20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	4,9%	6,1%	9,5%	10,1%	10,6%	11,1%	11,9%	11,6%
<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	0,9	1,6	1,8	2,1	2,4	2,7	2,7
<b>NOPAT</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	2,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Investitionen AV	-2,9	-0,9	-1,5	-1,3	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7
<b>Free Cashflow</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>

*SMC Schätzmodell*

### Modellanpassungen

Die operativen Daten im Schätzmodell sind gegenüber unserem letzten Update aus dem Oktober 2016 unverändert. Wir haben allerdings als Reaktion auf die anhaltende Niedrigzinsphase den risikolosen Zins in allen unseren Modellen zum Jahreswechsel von 3,5 auf 2,5 Prozent reduziert. Zusammen mit dem Roll-over-Effekt ergibt sich dar-

aus eine rechnerische Erhöhung des fairen Werts von 12,19 auf 13,69 Euro je Aktie, woraus wir 13,70 Euro als neues Kursziel ableiten. Wegen des nach wie vor erhöhten Prognoserisikos im Bezug auf eine Inbetriebnahme der Stromproduktion in Taufkirchen lautet das Urteil unverändert „Hold“.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	49,0	48,5	46,1	44,4	42,5	40,9	39,1	37,5	36,1
1. Immat. VG	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
2. Sachanlagen	24,3	23,8	22,9	22,7	22,2	22,2	21,9	21,8	21,9
II. UV Summe	39,6	42,7	46,2	53,9	62,3	70,9	80,8	91,2	101,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	46,3	46,7	47,8	50,2	52,6	55,5	58,7	62,5	66,3
II. Rückstellungen	3,5	3,8	4,1	4,5	4,8	5,1	5,5	5,8	6,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	23,3	23,4	23,3	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4	24,7
2. Kurzfristiges FK	15,7	17,4	17,2	20,3	23,8	27,4	31,6	36,0	40,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>88,8</b>	<b>91,3</b>	<b>92,4</b>	<b>98,5</b>	<b>104,9</b>	<b>112,0</b>	<b>120,0</b>	<b>128,8</b>	<b>137,6</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	30,2	40,8	48,9	56,3	60,8	65,6	70,9	74,4	78,1
Gesamtleistung	35,2	45,8	53,9	61,3	65,8	70,6	75,9	79,4	83,1
Rohertrag	17,8	19,3	22,1	25,3	27,5	29,9	32,6	34,8	36,3
EBITDA	4,7	4,6	5,3	6,1	6,8	7,6	8,5	9,5	9,7
EBIT	1,0	2,0	3,0	5,3	6,1	7,0	7,9	8,9	9,1
EBT	-0,1	0,6	1,6	4,1	4,9	5,9	6,9	7,9	8,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,2	0,4	1,1	2,8	3,4	4,1	4,8	5,6	5,8
JÜ	0,2	0,4	1,1	2,6	3,2	3,8	4,4	5,1	5,3
EPS	0,03	0,08	0,20	0,49	0,58	0,69	0,81	0,94	0,98

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	3,5	6,1	5,3	6,9	7,5	8,1	8,8	9,4	9,7
CF aus Investition	-1,3	-2,9	-0,9	-1,5	-1,3	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7
CF Finanzierung	-0,9	1,0	-1,3	1,7	1,4	1,3	1,5	1,4	1,1
Liquidität Jahresanfa.	3,2	4,5	8,7	11,8	18,9	26,5	34,3	43,3	52,7
Liquidität Jahresende	4,5	8,7	11,8	18,9	26,5	34,3	43,3	52,7	61,8

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	75,0%	35,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%
Bruttomarge	59,1%	47,3%	45,2%	44,9%	45,2%	45,6%	46,1%	46,7%	46,4%
EBITDA-Marge	15,6%	11,3%	10,9%	10,8%	11,2%	11,6%	12,1%	12,7%	12,4%
EBIT-Marge	3,3%	4,9%	6,1%	9,5%	10,1%	10,6%	11,1%	11,9%	11,6%
EBT-Marge	-0,5%	1,4%	3,3%	7,2%	8,1%	8,9%	9,7%	10,7%	10,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,6%	1,0%	2,2%	4,7%	5,2%	5,8%	6,2%	6,9%	6,8%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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)

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-Schlusskurs 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
11.10.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3)
31.08.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3)
15.06.2016	Hold	12,15 Euro	1), 3), 4)
22.10.2015	Hold	13,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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

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

### Haftungsausschluss

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

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

### Copyright

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



27. März 2017

**Research-Comment**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## Daldrup & Söhne AG

Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **7,70 Euro** | Kursziel: **13,70 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)