

24. Juni 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Daldrup & Söhne AG

Positive Marktbedingungen bieten  
Wachstumschancen

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 4,30 € | Kursziel: 5,60 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	130
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	4DS:GR
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Kurs:</b>	4,30 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	25,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	33,8 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	6,16 / 1,90 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	29,3 Tsd. Euro

Der Verkauf des Kraftwerksgeschäfts im Januar letzten Jahres hat die Geschäftszahlen von Daldrup & Söhne (D&S) für 2020 noch einmal deutlich belastet. Der vom Käufer IKAV beschlossene Wechsel der Technologie beim Kraftwerk Taufkirchen hat zu Abschreibungen auf Forderungen geführt, da diese teilweise an die bisherige technische Lösung gebunden waren. Zudem hat D&S im Februar einen Teil der noch bestehenden Forderungen an IKAV verkauft, was auch mit Abwertungen verbunden war. Die Forderungsabschreibungen haben das Finanzergebnis des letzten Jahres belastet, das mit -6,9 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen ist und für den Konzernjahresverlust in Höhe von -5,2 Mio. Euro verantwortlich war. Operativ war die Entwicklung hingegen erfreulich, das Unternehmen konnte die gute Auftragslage in einen Anstieg der Gesamtleistung um 13,7 Prozent auf 47,5 Mio. Euro ummünzen. Mit 4,2 Mio. Euro und 1,9 Mio. Euro sind das EBITDA und das EBIT deutlich ins Plus gedreht, wobei die Werte durch positive Sondereffekte etwas nach oben verzerrt sind. Für das laufende Geschäftsjahr hat das Management auf Basis des komfortablen Auftragsbestands eine Gesamtleistung von 43 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 4 Prozent in Aussicht gestellt.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	34,9	41,8	47,5	42,0	43,0	44,0
EBIT (Mio. Euro)	-16,6	-9,7	1,9	1,3	1,9	2,3
Jahresüberschuss	-17,2	-12,2	-5,2	0,5	1,0	1,4
EpS	-3,15	-2,04	-0,87	0,08	0,17	0,23
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Gesamtleistung	-18,9%	19,7%	13,7%	-11,6%	2,4%	2,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	116,9%	33,5%
KUV	0,66	1,04	0,98	0,41	0,70	0,69
KGV	-	-	-	54,4	25,1	18,8
KCF	0,7	6,3	15,9	2,9	7,3	6,9
EV / EBIT	-	-	17,9	25,6	18,0	14,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Hohe Gesamtleistung

Dank einer insgesamt guten Nachfrage nach Bohrdienstleistungen, die u.a. in großen Bohraufträgen in Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz zum Ausdruck gekommen ist, hat Daldrup & Söhne die Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2020 deutlich, um 13,7 Prozent auf 47,5 Mio. Euro, gesteigert. Die ursprüngliche Prognose des Managements hatte sich auf rund 40 Mio. Euro belaufen. Ein substantieller Teil der Gesamtleistung resultiert erneut aus dem Bestandsaufbau (+21,3 Mio. Euro nach +17,0 Mio. Euro im Vorjahr), da ein mehrjähriges Großprojekt in München ebenso noch nicht schlussabgerechnet wurde wie ein Geothermieprojekt in den Niederlanden. Trotzdem haben auch die Umsätze zugelegt, und zwar um 5,7 Prozent auf 26,2 Mio. Euro.

Konzernzahlen	2019	2020	Änderung
Gesamtleistung	41,8	47,5	+13,7%
Umsatz	24,8	26,2	+5,7%
EBITDA	-7,1	4,2	-
EBITDA-Marge	-16,9%	8,8%	
EBIT	-10,0	1,9	-
EBIT-Marge	-23,9%	4,0%	
Periodenergebnis	-12,2	-5,2	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBITDA und EBIT drehen ins Plus

Aufgrund eines starken Anstiegs der für die Projektumsetzung bezogenen Leistungen hat sich der Materialaufwand in Relation zur Gesamtleistung überproportional um 21,9 Prozent auf 25,3 Mio. Euro erhöht, womit die Materialkostenquote von 49,7 auf 53,4 Prozent gestiegen ist. Zugleich hat sich der Personalaufwand aber um 3,7 Prozent auf 8,8 Mio. Euro reduziert, so dass sich der Anteil der Personalkosten an der Gesamtleistung nur noch auf 18,6 Prozent belief, nach 22,0 Prozent in der Vorperiode. Noch deutlich stärker zurückgegangen sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (von 28,7 auf 13,5 Mio. Euro), da im Vorjahr in dieser Position noch ein hoher Aufwand aus Forderungsausbuchungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Kraftwerkssparte

erfasst worden war. Der Rückgang der Sonderbelastungen ist maßgeblich dafür verantwortlich, dass mit 4,2 Mio. Euro (Vorjahr: -7,1 Mio. Euro) ein positives EBITDA und mit 1,9 Mio. Euro (Vorjahr: -10,0 Mio. Euro) auch ein positives EBIT ausgewiesen werden konnte. Beide Ergebniskennzahlen haben allerdings auch von Einmalerträgen im Nachgang der Trennung vom Kraftwerksgeschäft profitiert, die in die sonstigen betrieblichen Erträge eingegangen sind. Bereinigt um solche Sondereffekte war das Konzern-EBIT rein rechnerisch in etwa ausgeglichen, aber im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls um rund 1,1 Mio. Euro höher.

## Nettoergebnis erneut deutlich negativ

Das Nettoergebnis wurde aber noch einmal deutlich von Abschreibungen auf Finanzanlagen belastet. Konkret mussten die bestehenden Forderungen gegenüber der ehemaligen Kraftwerkssparte, die zuvor in das Finanzanlagevermögen umzubuchen waren, wertberichtigt werden, was im Finanzergebnis zu einer Belastung von 6,4 Mio. Euro führte (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro). Verursacht wurde der Wertberichtigungsbedarf durch die Entscheidung des neuen Eigners IKAV, im Kraftwerk Taufkirchen von der Kalina- auf die ORC-Technologie zu wechseln, da die Ansprüche von D&S teilweise an die Bestandstechnologie gebunden waren. Zudem sind in das negative Finanzergebnis auch die Abschläge eingeflossen, die im Februar beim Verkauf von Forderungen gegenüber den Gesellschaften der alten Kraftwerkssparte an die IKAV (für 2,5 Mio. Euro) gegenüber den Buchwerten hingenommen werden mussten. Insgesamt summierte sich das Finanzergebnis im Jahr 2020 auf -6,9 Mio. Euro (Vorjahr: -2,3 Mio. Euro), was zu einem Jahresfehlbetrag von -5,2 Mio. Euro (Vorjahr: -12,2 Mio. Euro) führte.

## Positiver Free-Cashflow

Da der Fehlbetrag auf nicht zahlungswirksamen Abschreibungen beruhte, konnte D&S 2020 trotzdem einen positiven Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit von 1,6 Mio. Euro erwirtschaften

(Vorjahreswert wegen der Trennung vom Kraftwerksgeschäft nur bedingt vergleichbar). Zugleich wurde wegen der Einzahlungen aus dem Spartenverkauf auch ein positiver Investitions-Cashflow in Höhe von 0,6 Mio. Euro verbucht. Der Free-Cashflow in Höhe von 2,3 Mio. Euro wurde überwiegend für die Kreditilgung verwendet, die Liquidität belief sich zum Bilanzstichtag auf 3,0 Mio. Euro (Vorjahr: 2,7 Mio. Euro).

### Forderungen stark reduziert

Die Eigenkapitalquote war zum Stichtag 31. Dezember mit 47,3 Prozent weiter komfortabel. Zum Geschäftsjahresende bestanden noch Forderungen gegenüber ehemaligen Gesellschaften der Kraftwerksparte in Höhe von 11,4 Mio. Euro, außerdem war noch eine Kaufpreiszahlung in Höhe von 1,8 Mio. Euro offen. Mit dem Verkauf eines Teils der Forderungen an die IKAV wurde das Volumen im Februar noch einmal deutlich reduziert und belief sich im Anschluss nur noch auf rund 6,3 Mio. Euro. Allerdings wurde die Zahlung des Kaufpreises von 2,5 Mio. Euro an bestimmte Bedingungen geknüpft – sollten diese nicht eintreten, müsste die Summe zurückgezahlt werden, damit würden aber auch Forderungen wieder aufleben. Außerdem droht, neben kleineren juristischen Einzelverfahren, gegebenenfalls noch eine nennenswerte Belastung durch eine Klage, die im Nachgang zur Insolvenz einer Gesellschaft des Kraftwerks-Teilkonzerns erhoben wurde. Allerdings ist die Insolvenz erst nach der Trennung erfolgt und D&S ist hier „nur“ Mitbeklagter.

### Anhaltend hohe Nachfrage

Insgesamt sollten die Belastungen aus dem Altgeschäft nun deutlich abnehmen, womit sich der Blick wieder voll auf das operative Geschäft richten kann. Das Management berichtet diesbezüglich von einer anhaltend hohen Nachfrage im Bohrgeschäft. Per Ende April summierte sich der Auftragsbestand auf 24,3 Mio. Euro, der damit zwar unter dem Vorjahreswert (33 Mio. Euro) lag, aber die Kapazitäten rein rechnerisch schon für das gesamte Geschäftsjahr auslastet, wobei einzelne Großaufträge bis weit in die Finanzperiode 2022 reichen. Die wahrscheinlichkeitsgewichtete Pipeline war mit 94,6 Mio. Euro ebenfalls gut gefüllt,

lag damit aber auch unter Vorjahr (114,6 Mio. Euro). Beide Kennzahlen unterliegen nach Aussage von Finanzvorstand Temming größeren Schwankungen, die von einzelnen Großaufträgen verursacht werden. Einen solchen konnte die Gesellschaft in dieser Woche vermelden: Für ein Schweizer Konsortium wird mit der Bohranlage „Drillmec DS 20“ plangemäß ab Oktober eine bis zu 3.000 Meter tiefe Bohrung zur Erschließung eines geothermischen Aquifers durchgeführt, das Auftragsvolumen liegt in Höhe eines mittleren einstelligen Millionen-Euro-Betrags. Damit sind die drei größten Bohranlagen im Portfolio, die für die Geschäftsentwicklung eine hohe Bedeutung haben, gut ausgelastet, da die größte Anlage (Bentec) aktuell im Rahmen eines im März gewonnenen Forschungsauftrags der Ruhr-Universität Bochum in Geretsried zum Einsatz kommt und die Nummer drei im Portfolio (B 12) weiter in der Schweiz für die Nagra im Betrieb ist. Auf Basis der Auftragslage wurde mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts für 2021 eine Gesamtleistung von 43 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Die EBIT-Marge soll sich zwischen 2 und 4 Prozent einstellen. Diese Spanne war auch für 2020 ausgegeben und ist mit 4 Prozent am oberen Ende erreicht worden.

### Schätzungen für 2021 unverändert

Wir hatten bislang für 2021 mit einer Gesamtleistung von 42,0 Mio. Euro und einem EBIT von 1,3 Mio. Euro (Marge: 3,1 Prozent) gerechnet, insofern liegt die Prognose im Rahmen unserer Erwartungen. Wir behalten unsere Schätzung vorerst bei, auch wenn die Management-Guidance durchaus auch ein etwas besseres Abschneiden möglich erscheinen lässt. Der Umsatz wird in diesem Jahr mit schätzungsweise 63,0 Mio. Euro einen Ausreißer nach oben darstellen, wenn das mehrjährige Projekt der Stadtwerke München schlussgerechnet wird. Dem wird aber ein hoher Bestandsabbau entgegenstehen; einen Margeneffekt hat die Schlussrechnung hier nicht mehr, da das Projekt nach dem „day-rate“-Verfahren abgerechnet wurde, bei dem die Marge laufend vereinnahmt wird. Ursprünglich hatten wir die Schlussrechnung für 2020 erwartet.

## Positive Rahmenbedingungen

Die grundsätzlichen Rahmenbedingungen für D&S bleiben positiv und haben sich zuletzt eher noch verbessert, da mit zahlreichen Initiativen in Deutschland und Europa ein weiterer deutlicher Ausbau der Nutzung regenerativer Energien angestrebt wird. Mit dem Klimaschutzgesetz wurden hierzulande ehrgeizige Vorgaben für eine CO<sub>2</sub>-Reduktion formuliert, die jetzt noch weiter verschärft werden sollen. Bausteine zur Erreichung der Ziele sind beispielsweise das Gebäudeenergiegesetz (GEG), das im letzten November in Kraft getreten ist, sowie die im Januar dieses Jahres gestartete Bundesförderung für effiziente Gebäude (BEG). Damit rückt nun die Wärme- und Kältebereitstellung immer stärker in den Fokus, die im Jahr 2019 für etwas mehr als 50 Prozent des gesamten deutschen Endenergieverbrauchs verantwortlich war (während der Nettostromverbrauch nur auf einen Anteil von 21,7 Prozent kam). Dabei lag der Anteil der Erneuerbaren Energien in diesem Bereich nur bei ca. 15 Prozent (Strom: 42 Prozent), womit hier noch ein großes Verbesserungspotenzial besteht. Außerdem müssen auch im Wärmebereich Kohlekraftwerke ersetzt werden, die im Rahmen der Energiewende abgeschaltet werden sollen und die oftmals auch Wärme bereitstellen.

## Mehrere Wachstumstreiber

Die Wachstumsaussichten im Bereich der Geothermie bleiben damit aussichtsreich. Mit der langjährigen Erfahrung, zahlreichen großen Referenzprojekten und einem großen Anlagenportfolio sollte D&S davon profitieren. Das ist aber nicht der einzige Wachstumstreiber für das Unternehmen, auch die atomare Endlagersuche wird beispielsweise auf Jahre mit Tiefenbohrungen verbunden sein, wofür D&S bereits prestigeträchtige Aufträge in Deutschland und der Schweiz akquirieren konnte. Grundsätzlich wäre angesichts der Marktbedingungen auch ein dynamischeres Wachstum denkbar, als wir in unserem Modell unterstellt haben – vor allem mit Effizienzsteigerungen in der Projektabwicklung. Allerdings betont das Management auch, dass die Verfügbarkeit des hochqualifizierten Personals für den Betrieb der Bohranlagen einen Engpass darstellt. Daher bleiben wir vorerst bei den unterstellten moderaten Zuwächsen beim Umsatz (CAGR 2022 bis 2028: 1,5 Prozent) und der Gesamtleistung.

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	63,0	36,6	37,4	38,3	38,7	39,1	39,5	40,0
Umsatzwachstum		-42,0%	2,3%	2,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT-Marge*	3,1%	4,4%	5,3%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
Steuersatz	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,2	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0	2,1	2,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>10,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-1,2	-1,5	-1,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>7,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>

\*zur Gesamtleistung; SMC Schätzmodell

## Verbesserungsprozesse laufen

Die Kernaufgabe für das Management bleibt es, die Profitabilität auf ein zufriedenstellendes Niveau zu heben. Im aktuellen Geschäftsbericht hat das Unternehmen noch einmal explizit darauf hingewiesen, dass verschiedene Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz, u.a. eine Vereinfachung der Gruppenstruktur und die Einführung eines neuen IT-Systems, bereits umgesetzt wurden. Nun richtet sich der Blick vor allem auf ein besseres Projekt- und Auftragscontrolling, das mit einem Ausbau des Management-Information-Systems erreicht werden soll. Die ausgegebene Zielspanne für die EBIT-Marge zeigt gleichwohl, dass in der aktuellen Periode noch keine größeren positiven Effekte zu erwarten sind. Wir gehen trotzdem weiterhin davon aus, dass D&S mit den Bemühungen, die Profitabilität nachhaltig zu verbessern, letztlich erfolgreich sein wird, und kalkulieren unverändert mit einer Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums von 7,0 Prozent. Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2028 ist der Tabelle auf der vorherigen Seite zu entnehmen, weitere Details zur prognostizierten Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung finden sich zudem im Anhang.

## Rahmendaten bleiben gleich

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2028 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 5,8 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 8,5

Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

## Kursziel: 5,60 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 33,9 Mio. Euro, bzw. 5,67 Euro je Aktie. Auf dieser Basis bleibt unser Kursziel mit 5,60 Euro unverändert. Das Prognoserisiko stufen wir aufgrund des volatilen Großprojektgeschäfts und der Unsicherheit bezüglich der Frage, in welchem Umfang die restlichen Forderungen aus dem Verkauf der Kraftwerksparte erfüllt werden, mit fünf von sechs möglichen Punkten weiterhin als deutlich überdurchschnittlich an.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,8 und 6,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,27 und 9,01 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,8%	9,01	7,92	7,13	6,52	6,04
5,3%	7,67	6,90	6,31	5,85	5,47
5,8%	6,68	6,12	5,67	5,31	5,01
6,3%	5,93	5,49	5,14	4,85	4,61
6,8%	5,33	4,99	4,71	4,47	4,27

## Fazit

---

Daldrup & Söhne hat das Geschäftsjahr 2020 mit einer deutlichen Steigerung der Gesamtleistung um 13,7 Prozent auf 47,5 Mio. Euro abgeschlossen. Das Nettoergebnis wurde allerdings erneut durch Forderungsabschreibungen gegenüber den verkauften Gesellschaften der Kraftwerkssparte belastet und ist mit -5,2 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen.

Inzwischen belaufen sich die offenen Posten nur noch auf ca. 6,3 Mio. Euro, womit das Risiko weiterer Belastungen deutlich abgenommen hat. Operativ sind die Aussichten positiv, das Management spricht von einer anhaltend hohen Nachfrage und hat für das laufende Jahr eine Gesamtleistung von 43 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 2 bis 4 Prozent in Aussicht gestellt.

Die Rahmenbedingungen für weiteres Wachstum stufen wir als günstig ein. Als Lieferant regenerativer Energie für den Wärmemarkt dürfte die Geothermie für D&S ein Wachstumstreiber bleiben, zumal die ak-

tuellen Klimaschutzinitiativen hier für weiteren Rückenwind sorgen sollten. Auch die Endlagersuche für atomare Abfälle ist für das Unternehmen ein attraktiver Markt.

Zentrale Aufgabe für das Management bleibt die Verbesserung der Profitabilität, die sich weiterhin auf einem recht niedrigen Niveau bewegt. Initiativen dafür laufen, etwa in Form eines Ausbaus der Management-Informationen-Systeme für das Projekt- und Auftragscontrolling, werden aber gemäß der Managementprognose bei der EBIT-Marge in diesem Jahr noch keine Fortschritte bringen.

Wir trauen dem Unternehmen angesichts der positiven Marktentwicklung und einer guten Positionierung grundsätzlich höhere Margen zu, was in unserem Modell zu einem Kursziel von 5,60 Euro führt. Unser Urteil bleibt aber weiter „Hold“, bis sich die Margenverbesserung konkret in den Unternehmenszahlen abzeichnet.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	20,4	11,3	10,9	10,9	11,4	11,7	12,0	12,3	12,5
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	8,5	7,5	7,0	7,1	7,5	7,9	8,2	8,4	8,6
II. UV Summe	18,1	22,3	25,5	28,4	31,2	34,1	36,3	38,7	41,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	18,2	18,8	19,9	21,4	23,1	24,8	25,7	26,5	27,3
II. Rückstellungen	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4
2. Kurzfristiges FK	18,7	13,2	14,4	15,6	16,7	18,0	19,3	20,7	22,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>38,5</b>	<b>33,7</b>	<b>36,4</b>	<b>39,4</b>	<b>42,6</b>	<b>45,9</b>	<b>48,4</b>	<b>51,0</b>	<b>53,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	26,2	63,0	36,6	37,4	38,3	38,7	39,1	39,5	40,0
Gesamtleistung	47,5	42,0	43,0	44,0	45,0	45,5	46,0	46,5	47,0
Rohertrag	22,2	21,3	22,7	23,4	24,1	24,4	24,8	25,2	25,4
EBITDA	4,2	3,5	3,8	4,2	4,7	5,0	5,2	5,4	5,5
EBIT	1,9	1,3	1,9	2,3	2,9	3,0	3,2	3,3	3,3
EBT	-5,0	1,0	1,8	2,2	2,6	2,6	2,7	2,9	2,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,2	0,6	1,1	1,4	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
JÜ	-5,2	0,5	1,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
EPS	-0,87	0,08	0,17	0,23	0,27	0,28	0,29	0,30	0,30

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	1,6	9,0	3,5	3,7	4,1	4,4	4,6	4,8	4,9
CF aus Investition	0,6	-0,2	-1,5	-1,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
CF Finanzierung	-2,2	-6,7	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,7	-0,7	-0,7
Liquidität Jahresanfa.	2,7	3,0	5,1	7,6	9,7	11,7	14,1	15,7	17,4
Liquidität Jahresende	3,0	5,1	7,6	9,7	11,7	14,1	15,7	17,4	19,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Wachstum Gesamtleistung	13,7%	-11,6%	2,4%	2,3%	2,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Umsatzwachstum	5,7%	140,6%	-42,0%	2,3%	2,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Rohrertragswachstum	84,6%	33,7%	62,1%	62,4%	62,9%	63,2%	63,4%	63,6%	63,6%
EBITDA-Marge*	8,8%	8,4%	8,9%	9,5%	10,5%	11,0%	11,3%	11,7%	11,7%
EBIT-Marge*	4,0%	3,1%	4,4%	5,3%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,0%
EBT-Marge*	-10,5%	2,4%	4,1%	5,0%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,0%
Netto-Marge (n.A.D.)*	-11,0%	1,1%	2,4%	3,1%	3,6%	3,6%	3,8%	3,9%	3,8%

\*zur Gesamtleistung

# 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.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 24.06.2021 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 24.06.2021 um 8:45 Uhr veröffentlicht.

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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des 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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
25.02.2021	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
12.10.2020	Hold	4,90 Euro	1), 3), 4)
22.06.2020	Hold	4,70 Euro	1), 3), 4)
17.03.2020	Hold	4,00 Euro	1), 3), 4)
21.01.2020	Hold	4,30 Euro	1), 3), 4)

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