

9. Juni 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Daldrup & Söhne AG

## Positiver Trend in der Ergebnisentwicklung

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 5,76 € | Kursziel: 6,70 € (zuvor: 5,60 €)

**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



Die Gesamtleistung von Daldrup & Söhne (D&S) ist im letzten Geschäftsjahr geringfügig zurückgegangen, um 5,5 Prozent auf 44,9 Mio. Euro, lag damit aber moderat über dem Zielwert des Managements von rund 43 Mio. Euro. Deutlich spektakulärer war hingegen die Entwicklung der Erlöse, die auf 78,1 Mio. Euro knapp verdreifacht wurden. Dabei handelt es sich aber um einen Ausreißer, der aus der Schlussabrechnung eines mehrjährigen Projektes für die Stadtwerke München resultierte, was zugleich mit einem hohen Bestandsabbau bei unfertigen Erzeugnissen verbunden war. Da die Projektmarge schon während der Umsetzung kontinuierlich vereinnahmt worden war, hatte die Schlussrechnung in 2021 keinen großen Effekt mehr auf das Konzern-EBIT, das mit 1,5 Mio. Euro um 18,4 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Während aber im Wert aus 2020 einmalige Sondereffekte in signifikanter Höhe enthalten waren, wurde das letztjährige Ergebnis operativ erwirtschaftet. Insofern ist die erzielte EBIT-Marge von 3,4 Prozent, die sich in der oberen Hälfte der Zielspanne des Managements (2 bis 4 Prozent) bewegte, erfreulich. Für das aktuelle Geschäftsjahr strebt das Unternehmen bei einer Gesamtleistung von 42 Mio. Euro eine verbesserte EBIT-Marge von 4 bis 6 Prozent an.

## 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>	5,76 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	34,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	39,2 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	7,20 / 3,74 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	18,9 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Gesamtleistung (Mio. Euro)</b>	41,8	47,5	44,9	43,0	44,0	45,0
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	-9,7*	1,9*	1,6	2,2	2,4	3,5
<b>Jahresüberschuss</b>	-11,9*	-5,2*	0,8	1,1	1,2	2,0
<b>EpS</b>	-1,99*	-0,87*	0,13	0,18	0,21	0,33
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wachstum Gesamtleistung</b>	19,7%	13,7%	-5,5%	-4,1%	2,3%	2,3%
<b>Gewinnwachstum</b>	-	-	-	39,4%	13,6%	61,0%
<b>KUV</b>	1,39	1,32	0,44	0,94	0,92	0,90
<b>KGV</b>	-	-	44,3	31,8	28,0	17,4
<b>KCF</b>	8,5	21,4	-	12,1	10,5	9,8
<b>EV / EBIT</b>	-	20,7	24,8	18,2	16,2	11,2
<b>Dividendenrendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\*inklusive Sondereffekten im Zusammenhang mit dem Verkauf der Kraftwerksparte

## Gesamtleistung sinkt leicht

Daldrup & Söhne hat im letzten Geschäftsjahr eine rege Nachfrage nach seinen Bohrdienstleistungen verzeichnet und mit einer Gesamtleistung von 44,9 Mio. Euro die eigene Prognose (rund 43 Mio. Euro) leicht übertroffen. In Relation zum sehr starken Vorjahreswert in Höhe von 47,5 Mio. Euro bedeutete dies einen moderaten Rückgang um 5,5 Prozent. Demgegenüber hat der gebuchte Umsatz massiv zugelegt, und zwar um 198 Prozent auf 78,1 Mio. Euro. Dieser Wert stellt aber einen Ausreißer nach oben dar, der aus der Schlussabrechnung eines mehrjährigen Großprojekts für die Stadtwerke München resultierte. Die Ausführung der Bohrungen für dieses Projekt hatte in den Vorjahren für einen deutlichen Anstieg der unfertigen Leistungen in der Bilanz gesorgt, bis auf 78,1 Mio. Euro zum 30. Juni 2021. Im zweiten Halbjahr gab es wegen der großen Schlussabrechnung per Saldo einen hohen Bestandsabbau (um 48,2 Mio. Euro), so dass sich die unfertigen Leistungen zum Jahresende auf nur noch 30,1 Mio. Euro reduziert haben.

Konzernzahlen	2020	2021	Änderung
Umsatz	26,2	78,1	+198,1%
Gesamtleistung	47,5	44,9	-5,5%
EBITDA	4,2	4,0	-5,9%
EBITDA-Marge	8,8%	8,8%	unveränd.
EBIT	1,9	1,5	-18,4%
EBIT-Marge	4,0%	3,4%	-0,6Pp.
Periodenergebnis	-5,2	0,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Ergebnisqualität deutlich verbessert

Da die Marge des Projekts kontinuierlich vereinbart worden war (was immer dann üblich ist, wenn im Day-Rate-Verfahren abgerechnet wird), hatte die Schlussabrechnung – im Gegensatz zu anderen Aufträgen, bei denen das Projektergebnis erst mit der Schlussabrechnung sichtbar wird – keinen großen Ergebniseffekt. Daher lag das EBITDA mit 4,0 Mio. Euro um 6 Prozent unter dem Vorjahreswert und entwickelte sich nahezu im Gleichlauf mit der Gesamtleistung. Gleichwohl hat sich die Ergebnisqualität im

letzten Jahr deutlich verbessert, denn 2020 war noch ein positiver Saldo aus Einmalträgen (ca. 3,5 Mio. Euro) und Belastungen (ca. 1,5 Mio. Euro) aus der Trennung von der Kraftwerksparte in das EBITDA eingeflossen. Dieser Effekt konnte nun aus dem operativen Geschäft heraus nahezu kompensiert werden. Und das, obwohl sich der Personalaufwand um 0,5 Prozent auf 8,9 Mio. Euro erhöht hat, womit die Personalaufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) von 18,6 auf 19,8 Prozent gestiegen ist. Zugleich konnte aber der Materialaufwand um 15,3 Prozent auf 21,5 Mio. Euro reduziert werden, wofür insbesondere der Rückgang der bezogenen Leistungen verantwortlich war. Damit ist die Materialaufwandsquote von 53,4 Prozent auf 47,9 Prozent gesunken. Deutlich abgenommen, von 13,5 auf 11,0 Mio. Euro, haben auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, deren Rückgang den entfallenen Einmaleffekt (die angeführten 1,5 Mio. Euro) deutlich übertroffen hat. In den Zahlen zeigen sich somit erste Effizienzfortschritte, die das Unternehmen erreicht hat.

## Rückkehr in die Gewinnzone

Bei einem leichten Anstieg der Abschreibungen (+2,4 Prozent auf 2,4 Mio. Euro) resultierte aus dem rückläufigen EBITDA ein Rückgang des EBIT um 18,4 Prozent auf 1,5 Mio. Euro. Bereinigt um die skizzierten Sondereffekte hat sich der operative Überschuss aber deutlich verbessert und mit einer Marge von 3,4 Prozent auch einen Wert in der oberen Hälfte der Managementprognose (2 bis 4 Prozent) erreicht. Unter dem Strich resultierte daraus, bei geringfügigen Steuerzahlungen und einem negativen Finanzergebnis von -0,7 Mio. Euro, ein Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von 0,8 Mio. Euro. Im Vorjahr war noch ein Verlust in Höhe von 5,2 Mio. Euro ausgewiesen worden, da Abschreibungen auf Forderungen gegenüber der ehemaligen Kraftwerkssparte das Finanzergebnis des Jahres 2020 mit 6,4 Mio. Euro belastet hatten.

## Positiver Free-Cashflow

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ist dennoch mit -0,4 Mio. Euro leicht negativ aufgefallen,

was vor allem dem hohen Volumen an nicht zahlungswirksamen Erträgen geschuldet ist. Demgegenüber hatten im Vorjahr Sondereffekte infolge der Abtrennung der Kraftwerkssparte per Saldo für einen Cash-Überschuss in Höhe von 1,6 Mio. Euro gesorgt. Dieses Mal gab es positive Einmaleffekte im Investitions-Cashflow, wo Einzahlungen in Höhe von 2,1 Mio. Euro, die größtenteils aus einer Abfindungszahlung des Käufers der Kraftwerkssparte, IKAV, resultierten, für einen Anstieg des Zahlungsmittelüberschusses von 0,6 Mio. Euro auf 1,3 Mio. Euro gesorgt haben, obwohl gleichzeitig durch die Anschaffung neuer Bohrgeräte die Ausgaben für das Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände von 0,8 auf 1,2 Mio. Euro erhöht wurden. Insgesamt wurde ein Free-Cashflow von 0,9 Mio. Euro (Vorjahr: 2,3 Mio. Euro) erzielt. Bei einem nahezu ausgeglichenen Finanzierungs-Cashflow, in dem sich Tilgungsleistungen, Zinszahlungen und die Neukreditaufnahme in etwa die Waage hielten, wurden die Mittel für eine planmäßige Rückführung der Kontokorrentkredite (von 5,8 auf 4,9 Mio. Euro im Rahmen der Rückführung einer Projektfinanzierung) genutzt. Die bilanzielle Liquidität ist mit rund 3 Mio. Euro nahezu unverändert geblieben.

### Restrisiken nehmen ab

Die Forderungen, die noch gegenüber Gesellschaften der ehemaligen Kraftwerkssparte bestehen, konnten 2021 im Rahmen der Abfindungsvereinbarung mit dem Käufer IKAV weiter reduziert werden und belaufen sich noch auf 4,7 Mio. Euro. Darüber hinaus wurde im letzten Jahr im Rahmen eines Schuldnerwechsels eine Forderung in Höhe von 4,4 Mio. Euro gegenüber der Gesellschaft J.D. Apparate- und Maschinenbau GmbH gebucht, die zwar eigenständig ist, aber von Karl und Thomas Daldrup geführt wird und daher als „nahestehend“ gilt. Das Unternehmen hat im Zuge dessen die Verwertung der Kraftwerkskomponenten übernommen, die in den Besitz des Daldrup-Konzerns übergegangen waren und deren geschätzter Marktwert der Forderung entspricht. Im März 2022 wurde ein kleinerer Teil dieser Komponenten zu einem Preis über dem anteiligen Buchwert verkauft.

### Eigenkapitalquote fast 50 Prozent

Dennoch bleiben die sonstigen Ausleihungen, in denen die Forderungen abgebildet sind, mit 9,7 Mio. Euro der größte Einzelposten auf der Aktivseite der Bilanz, vor den sonstigen Vermögensgegenständen, in denen eine zusätzliche Darlehensforderung gegenüber der J.D. Apparate- und Maschinenbau GmbH in Höhe von 6,0 Mio. Euro enthalten ist und die sich zum Stichtag auf 8,5 Mio. Euro belaufen haben. Weitere nennenswerte Aktivposten sind das Sachanlagevermögen (7,2 Mio. Euro), die Vorräte (6,2 Mio. Euro) und die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (4,1 Mio. Euro). Auf der Passivseite steht dem ein von 18,2 auf 19,0 Mio. Euro leicht erhöhtes Eigenkapital gegenüber. In Relation zur Bilanzsumme von 38,6 Mio. Euro (Vorjahr: 38,5 Mio. Euro) errechnet sich daraus eine von 47,3 auf 49,3 Prozent verbesserte Eigenkapitalquote.

### Hohes Auftragspotenzial

Den Auftragsbestand beziffert Daldrup per Ende März auf 20,2 Mio. Euro. Obwohl sich dieser gegenüber dem Stand vom letzten August (28,0 Mio. Euro) deutlich reduziert hat, ist damit eine Auslastung bis zum Ende des dritten Quartals bereits sichergestellt. Das Management zeigt sich zudem zuversichtlich, bald weitere Aufträge melden zu können. Das wahrscheinlichkeitsgewichtete Volumen möglicher Projekte, die sich im Verhandlungsstadium befinden, beziffert das Unternehmen auf rund 104 Mio. Euro – das ist deutlich mehr als die 83 Mio. Euro, die als Stand für den letzten August kommuniziert worden waren. Insgesamt berichtet Daldrup von einem – von einem hohen Niveau aus – weiter steigenden Interesse an Geothermieprojekten. Die starke Zunahme der Energiepreise, auch als Folge des Ukrainekriegs, und die Notwendigkeit zur Erschließung neuer Energiequellen rücken die Geothermie gerade für den Wärmemarkt stärker in den Fokus. Im Bereich der oberflächennahen Geothermie für Privathaushalte ist das Unternehmen inzwischen bereits bis November ausgelastet. In Summe rechnet das Management für das laufende Jahr mit einer Gesamtleistung von 42 Mio. Euro, die damit leicht unter dem Vorjahreswert liegen würde. Zugleich soll die EBIT-Marge aber auf einen

Wert zwischen 4 und 6 Prozent deutlich verbessert werden.

## Aktualisierung der Schätzungen

Die Prognose der Gesamtleistung liegt etwas unter unseren Erwartungen, die sich auf 44 Mio. Euro belaufen haben. Das Unternehmen hatte die Gesamtleistung allerdings auch für 2021 konservativ kalkuliert und am Ende übertroffen. Dennoch senken wir den von uns geschätzten Wert vorsichtshalber auf 43 Mio. Euro ab. Sehr positiv werten wir hingegen die anvisierte Margenverbesserung auf 4 bis 6 Prozent, die eine erhöhtes Margenniveau der Aufträge widerspiegelt. Wir hatten bislang mit 4,4 Prozent gerechnet und heben diesen Wert nun auf 5 Prozent an.

## Gute Aussichten

Auch darüber hinaus rechnen wir mit positiven Rahmenbedingungen für die Geschäftsentwicklung von Daldrup & Söhne. Einerseits wird in den nächsten Jahren die Suche nach einem Endlager für radioaktive Abfälle auch in Deutschland forciert, was ein hohes Potenzial für lukrative Bohraufträge verspricht (nachdem D&S in der Schweiz bereits einen mehrjährigen Großauftrag in diesem Bereich erfolgreich abgearbei-

tet hat). Andererseits könnte die Geothermie in der deutschen und europäischen Energiewende eine wichtige Rolle spielen, da eine intensivierete Erschließung einen großen Beitrag zur Deckung des Wärmebedarfs leisten könnte. Allerdings ist diesbezüglich noch die Politik gefordert, die Rahmenbedingungen so zu verbessern, dass das große Potenzial schneller erschlossen wird. Der limitierende Faktor für D&S dürfte die Personalverfügbarkeit sein, schon jetzt sind Fachkräfte schwer zu bekommen. Deshalb rechnen wir für die Zeit ab 2023, wie bislang schon, nur mit einer im Trend moderat wachsenden Gesamtleistung auf einen Zielwert von 50 Mio. Euro im Jahr 2029 (CAGR 2022 bis 2029: 2,5 Prozent p.a.). Der Fokus auf weitere Profitabilitätsverbesserungen und abnehmende planmäßige Abschreibungen sollten währenddessen einen deutlichen Margenanstieg ermöglichen. Wir haben die Abschreibungen überarbeitet und erwarten nun für 2024 und 2025 einen deutlichen Rückgang, da dann die großen Bohranlagen voll abgeschrieben sind und nach Auskunft des Managements noch für längere Zeit keine Ersatzinvestitionen in der Größenordnung notwendig sein werden. Die Ziel-EBIT-Marge im Jahr 2029 sehen wir nun bei 9,0 Prozent (bislang: 7,0 Prozent in 2028). Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden Entwicklung der

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	36,6	37,4	38,3	39,1	40,0	40,8	41,7	42,5
Umsatzwachstum		2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
EBIT-Marge*	5,0%	5,5%	7,8%	8,9%	9,0%	9,0%	8,8%	9,0%
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	0,7	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>NOPAT</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	2,3	1,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-1,3	-1,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
- Investitionen AV	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>

\*zur Gesamtleistung; SMC Schätzmodell

wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2029 ist der Tabelle unten 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 2029 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 5,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

### Kursziel: 6,70 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals von 40,2 Mio. Euro bzw. 6,71 Euro je Aktie. Auf dieser Basis setzen wir 6,70 Euro als neues Kursziel an (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Anhebung gegenüber unserer letzten Wertermittlung (5,60 Euro) ist neben dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2022 vor allem einer positiveren Einschätzung der operativen Margen angesichts der skizzierten Themen geschuldet. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) aufgrund des Projektcharakters des Geschäfts mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

## Fazit

---

Daldrup und Söhne hat im letzten Jahr mit einer Gesamtleistung von 44,9 Mio. Euro die Managementprognose (rund 43 Mio. Euro) leicht übertroffen und mit 3,4 Prozent eine EBIT-Marge in der oberen Hälfte der Zielspanne (2 bis 4 Prozent) erwirtschaftet. Wir werten das als eine erfreuliche Entwicklung, denn hinter diesen Zahlen verbirgt sich eine deutliche Verbesserung der Ergebnisqualität. Waren nämlich für die im Vorjahr erzielte EBIT-Marge von 4,0 Prozent noch maßgeblich Sondereffekte verantwortlich gewesen, wurde das Ergebnis in 2021 operativ erwirtschaftet.

Dieser Trend soll sich im laufenden Jahr fortsetzen, für das der Vorstand bei einer Gesamtleistung von 42 Mio. Euro eine EBIT-Marge von 4 bis 6 Prozent in Aussicht stellt. Das werten wir als eine positive Überraschung. Wir hatten bislang mit 4,4 Prozent gerechnet und unsere Schätzung nun auf 5 Prozent angehoben.

Auch für die Zeit danach rechnen wir bei einer im Trend moderat steigenden Gesamtleistung mit einer weiteren Margensteigerung. Neben sinkenden Abschreibungen (nach dem Abschreibungsende für die größten Bohranlagen) dürften dazu weitere Effizienzverbesserungen und günstige Marktbedingungen beitragen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass der angestrebte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien in Europa positive Impulse auf das Bohrgeschäft im Bereich der Geothermie ausüben wird – schon jetzt spürt D&S ein zunehmendes Interesse. Ein weiterer Umsatztreiber ist die Suche nach Endlagerstätten für radioaktive Abfälle, die insbesondere auch in Deutschland in den nächsten Jahren forciert werden wird.

Nach der Aktualisierung der Schätzungen, mit denen wir insbesondere unsere Margenprognosen angehoben haben, sehen wir das Kursziel nun bei 6,70 Euro. Da wir gute Chancen dafür sehen, dass sich die Margenlage nachhaltig verbessert, stufen wir die Aktie von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Sehr branchenerfahrenes Managementteam und Mitarbeiterstamm mit große Expertise.
- Das Unternehmen verfügt in seinen Kernmärkten über eine starke Marktstellung im Bohrgeschäft. Ein eigener großer Gerätepark ermöglicht ein breites Leistungsangebot.
- Langjähriger Track-record in der erfolgreichen Umsetzung von Bohrvorhaben, insbesondere auch in Tiefen von bis zu 6 Tsd. Metern.
- D&S ist im Bereich der Geothermie stark positioniert, die insbesondere für den Wärmemarkt zu den aussichtsreichsten erneuerbaren Energien zählt.
- Der Investitionsbedarf ist wegen des bestehenden Anlagenportfolios auf absehbare Zeit überschaubar.
- Mit einer Eigenkapitalquote von fast 50 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

## Chancen

- D&S arbeitet aktiv an einer Verbesserung der Effizienz. Der für 2022 prognostizierte Margenanstieg deutet erste Erfolge dieser Bemühungen an.
- Das Volumen möglicher Beauftragungen im Verhandlungsstand fällt mit 103 Mio. Euro aktuell sehr hoch aus.
- Der anvisierte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien, auch wegen der Russlandproblematik, könnte Investitionen in die Geothermie weiter stimulieren.
- Die Endlagersuche für radioaktiven Müll bietet für D&S ein großes Auftragspotenzial, insb. in Deutschland.
- Perspektivisch könnte sich D&S an aussichtsreichen mittelständischen Geothermie-Wärmeanlagen beteiligen.

## Schwächen

- Wegen einer fehlgeschlagenen Expansion im Bereich des Geothermie-Kraftwerksbetriebs (mit Stromproduktion) hat D&S in den letzten Jahren hohe Verluste verzeichnet. Der Geschäftsbereich wurde 2019/20 veräußert.
- Die Margen im Bohrgeschäft sind aktuell noch relativ gering. Konzernweit wird für 2022 eine EBIT-Marge von 4 bis 6 Prozent angestrebt.
- D&S muss insbesondere im Management von großen Bohrprojekten noch Effizienzfortschritte realisieren.
- Aufgrund des starken Einflusses des Kraftwerksgeschäfts auf die Zahlen der letzten Jahre ist noch schwer kalkulierbar, wie groß das Potenzial zur Erzielung freier Cashflows im Kerngeschäft ist.
- Ersatz- oder Ergänzungsinvestitionen in große Bohranlagen (für sehr tiefe Bohrungen) sind mit einem hohen Investitionsvolumen verbunden.

## Risiken

- Festpreisaufträge im Bohrgeschäft bergen das Risiko von Verlusten, wenn es zu Verzögerungen kommt, die das Unternehmen zu verantworten hat.
- Steigende Materialpreise sowie Energie- und Lohnkosten können Druck auf die Margen ausüben.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende 2021: ca. 9 Mio. Euro).
- Die Stromproduktion mit der Tiefengeothermie ist noch auf eine staatliche Förderung angewiesen; eine Kürzung der Förderung würde das Projektpotenzial hier stark schmälern.



# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	16,8	15,7	14,6	14,6	15,6	16,6	17,6	18,7	19,7
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	7,2	6,0	5,0	4,9	5,9	6,9	8,0	9,0	10,0
II. UV Summe	21,8	25,6	29,6	33,5	36,5	39,8	41,6	43,3	45,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	19,0	20,1	21,4	23,3	25,7	28,1	29,1	30,1	31,2
II. Rückstellungen	1,2	1,6	2,1	2,5	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	18,4	19,6	20,9	22,3	23,6	25,0	26,4	27,8	29,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>38,6</b>	<b>41,3</b>	<b>44,3</b>	<b>48,1</b>	<b>52,2</b>	<b>56,4</b>	<b>59,3</b>	<b>62,0</b>	<b>64,9</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	78,1	36,6	37,4	38,3	39,1	40,0	40,8	41,7	42,5
Gesamtleistung	44,9	43,0	44,0	45,0	46,0	47,0	48,0	49,0	50,0
Rohertrag	23,4	23,1	23,7	24,3	24,7	25,3	25,9	26,4	27,0
EBITDA	3,9	4,6	4,8	5,0	4,6	4,8	5,0	5,1	5,4
EBIT	1,6	2,2	2,4	3,5	4,1	4,2	4,3	4,3	4,5
EBT	0,8	1,7	1,9	3,0	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,8	1,1	1,2	2,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5
JÜ	0,8	1,1	1,2	2,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5
EPS	0,13	0,18	0,21	0,33	0,39	0,40	0,41	0,41	0,42

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-0,4	2,8	3,3	3,5	3,5	4,0	4,1	4,2	4,4
CF aus Investition	1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
CF Finanzierung	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	-1,2	-1,3	-1,3
Liquidität Jahresanfa.	3,0	3,0	4,7	6,8	9,2	11,2	13,8	15,0	16,0
Liquidität Jahresende	3,0	4,7	6,8	9,2	11,2	13,8	15,0	16,0	17,3

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Wachstum Gesamtleistung	-5,5%	-4,1%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
Umsatzwachstum	198,1%	-53,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
Rohertragsmarge*	52,1%	53,8%	53,9%	54,1%	53,8%	53,8%	53,9%	53,9%	53,9%
EBITDA-Marge*	8,8%	10,7%	10,8%	11,1%	10,0%	10,2%	10,4%	10,4%	10,8%
EBIT-Marge*	3,5%	5,0%	5,5%	7,8%	8,9%	9,0%	9,0%	8,8%	9,0%
EBT-Marge*	1,8%	4,0%	4,4%	6,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,5%	7,6%
Netto-Marge (n.A.D.)*	1,7%	2,5%	2,8%	4,4%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	5,1%

\*zur Gesamtleistung

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,8%	11,20	9,73	8,66	7,83	7,18
5,3%	9,40	8,36	7,57	6,94	6,43
5,8%	8,08	7,32	6,71	6,22	5,81
6,3%	7,07	6,49	6,01	5,62	5,29
6,8%	6,27	5,82	5,44	5,12	4,85

# 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 09.06.2022 um 7:10 Uhr fertiggestellt und am 09.06.2022 um 8:15 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
08.10.2022	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
24.06.2021	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
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)

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.