

7. Juni 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Daldrup & Söhne AG

Deutliche Fortschritte in der Pipeline

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | **Kurs:** 9,80 € | **Kursziel:** 11,80 € (zuvor: 11,00 €)

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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Grünwald
Branche:	Bohrdienstleistungen
Mitarbeiter:	125
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0007830572
Ticker:	4DS:GR
Kurs:	9,80 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	5,99 Mio. Stück
Market Cap:	58,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	63,4 Mio. Euro
Free-Float:	41,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,00 / 5,26 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	35,6 Tsd. Euro

Drei Bereiche mit Wachstum

Daldrup & Söhne (D&S) hat im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 38,2 Mio. Euro erwirtschaftet, der damit um 51 Prozent unter dem Wert der Vorperiode lag, aber zugleich auch um 46 Prozent über dem aus 2020. Die starken Schwankungen der Vorjahre resultieren aus einem mehrjährigen Geothermie-Großprojekt in München, das im vorletzten Jahr schlussabgerechnet wurde und dort für den Umsatzpeak gesorgt hat. In der abgelaufenen Finanzperiode haben sich die Erlöse aus dem Geothermiegeschäft wieder auf 14,5 Mio. Euro (Vorjahr: 57,1 Mio. Euro) normalisiert. Zuwächse gab es hingegen in den drei anderen Geschäftsbereichen Rohstoffe/Exploration (+11 Prozent auf 18,0 Mio. Euro), Wasserwirtschaft (+7 Prozent auf 3,6 Mio. Euro) und umwelttechnische Dienstleistungen EDS (+59 Prozent auf 2,1 Mio. Euro). Besser als der Umsatz bildet eigentlich die Gesamtleistung die Geschäftsentwicklung ab, doch auch hier gab es 2022 einen verzerrenden Effekt. So ist der Anteil von Aufträgen, bei denen Subunternehmerleistungen von den Kunden direkt beauftragt werden (und nicht in die GuV von D&S als weitestgehend durchlaufender Posten eingehen), unerwartet hoch ausgefallen. Neben zeitlichen Verschiebungen bei Projekten war das

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	47,5	44,9	36,9	40,5	41,5	43,5
EBIT (Mio. Euro)	1,9	1,6	1,8	2,1	3,1	4,8
Jahresüberschuss	-5,2	0,8	0,9	1,0	2,0	3,4
EpS	-0,87	0,13	0,14	0,16	0,33	0,58
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Gesamtleistung	13,7%	-5,5%	-17,8%	9,8%	2,5%	4,8%
Gewinnwachstum	-	-	9,3%	14,9%	102,8%	73,6%
KUV	2,24	0,75	1,54	1,53	1,47	1,39
KGV	-	75,3	68,9	60,0	29,6	17,0
KCF	36,3	-	35,5	18,4	15,6	12,1
EV / EBIT	33,5	40,0	34,3	30,9	20,3	13,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

hauptverantwortlich für den Rückgang der Gesamtleistung um 19 Prozent auf 36,9 Mio. Euro, die damit das Managementziel von rund 42 Mio. Euro deutlich verfehlt hat.

EBITDA steigt um 8 Prozent

Da die Margen für D&S bei einer eigenen Beauftragung der Subunternehmer gering sind (gerade bei Festpreisprojekten besteht sogar ein gewisses Kostenrisiko), hat sich das kaum negativ auf das Ergebnis ausgewirkt. Im Gegenteil, die geringeren in Anspruch genommenen externen Leistungen führten zu einem überproportionalen Rückgang des Materialaufwands um 38 Prozent auf 13,4 Mio. Euro, so dass der Rohertrag gegenüber dem Vorjahr um 3 Prozent auf 24,6 Mio. Euro zugelegt hat. Zugleich musste das Unternehmen aber auch einen deutlichen Anstieg der Personalkosten um 12 Prozent auf 10 Mio. Euro hinnehmen, der u.a. einen stärkeren Einsatz eigener Mitarbeiter und Lohnsteigerungen widerspiegelt. Dieser Kosteneffekt wurde durch geringere sonstige betriebliche Aufwendungen (-6 Prozent auf 10,4 Mio. Euro) etwas gedämpft, so dass das EBITDA per Saldo um 7,7 Prozent auf 4,2 Mio. Euro gesteigert werden konnte. Die EBITDA-Marge hat sich in Relation zur Gesamtleistung wegen der entfallenen margenschmälernden Subunternehmerleistungen damit sprunghaft, von 8,8 auf 11,6 Prozent, verbessert.

Konzernzahlen	2021	2022	Änderung
Umsatz	78,1	38,2	-51,1%
Gesamtleistung	44,9	36,5	-18,7%
EBITDA	3,9	4,2	+7,7%
EBITDA-Marge	8,8%	11,6%	+2,8Pp.
EBIT	1,6	1,8	+12,5%
EBIT-Marge	3,6%	5,1%	+1,5Pp.
Periodenergebnis	0,8	0,9	+12,5%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Ergebniserwartungen erfüllt

Bei etwas höheren Abschreibungen (+2 Prozent auf 2,4 Mio. Euro) resultierte daraus ein Anstieg des EBIT um 12,5 Prozent auf 1,8 Mio. Euro. Auch hier war der positive Margeneffekt sehr deutlich (EBIT-

Marge von 3,6 auf 5,1 Prozent). Das Management hatte für das Geschäftsjahr eine Marge von 4 bis 6 Prozent in Aussicht gestellt, was bezogen auf eine anvisierte Gesamtleistung von 42 Mio. Euro einem operativen Ergebnis von 1,7 bis 2,5 Mio. Euro entsprach. Damit konnte die Guidance in diesem Punkt erfüllt werden. Bei einem etwas schwächeren Finanzergebnis (-1,0 Mio. Euro nach -0,7 Mio. Euro im Vorjahr), das von einer Abschreibung in Höhe von 0,3 Mio. Euro auf Forderungen, die noch aus dem Verkauf der Kraftwerkssparte bestehen, zusätzlich belastet wurde, und einem geringfügigen Steueraufwand führte das zu einem Nettoergebnis von 0,9 Mio. Euro, nach 0,8 Mio. Euro im Vorjahr.

Erneut positiver Free-Cashflow

Noch deutlicher ist die Verbesserung beim operativen Cashflow ausgefallen, der sich von -0,4 Mio. Euro im Vorjahr auf 1,7 Mio. Euro erhöht hat, was neben dem Ergebniszuwachs auf positive Effekte bei diversen Positionen zurückzuführen war (insb. höhere Abschreibungen, geringere zahlungsunwirksame Erträge, Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva). Zugleich hat sich der Investitions-Cashflow von +1,3 auf -0,8 Mio. Euro verschlechtert, wobei das Resultat aus 2022 die normalen Investitionstätigkeiten widerspiegelt, während im Vorjahr eine Abfindungszahlung des Käufers der Kraftwerkssparte für den Zufluss gesorgt hatte. Per Saldo wurde damit aber auch im letzten Geschäftsjahr ein positiver Free-Cashflow erzielt, der sich wie in der Vorperiode auf 0,9 Mio. Euro belaufen hat. Die Liquidität ist trotzdem mit 3,1 Mio. Euro (Vorjahr: 3,0 Mio. Euro) nahezu unverändert geblieben, da einer ausgeweiteten Inanspruchnahme von Kontokorrentlinien (von 4,9 auf 5,9 Mio. Euro) Tilgungsleistungen auf Darlehen und Zinszahlungen in Höhe von 1,8 Mio. Euro gegenüberstanden.

EK-Quote auf 49,7 Prozent erhöht

Die Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen hat sich insgesamt um 3 Prozent auf 20,2 Mio. Euro erhöht. Da das Eigenkapital dank dem positiven Jahresergebnis auch um 5 Prozent auf 20,0 Mio. Euro zugelegt hat, hat sich die Eigenkapitalquote binnen Jahresfrist sogar noch etwas erhöht, von 49,3 auf 49,7

Prozent. Auf der Aktivseite verteilt sich die Bilanzsumme auf diverse größere Posten, insbesondere die Sachanlagen (5,7 Mio. Euro), die Finanzanlagen (5,0 Mio. Euro), die Vorräte (10,7 Mio. Euro), die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (7 Mio. Euro), die sonstigen Vermögensgegenstände (8,1 Mio. Euro) und die Liquidität. In diesen Aktiva sind immer noch größere Positionen enthalten, die in Verbindung mit dem veräußerten Kraftwerksgeschäft stehen. So besteht aus der Transaktion noch ein Anspruch auf eine Kaufpreiszahlung in Höhe von 1,6 Mio. Euro, außerdem existieren noch Forderungen gegen ehemalige Töchter in Höhe von rd. 4,4 Mio. Euro. Die potenziellen Rückflüsse daraus hängen wesentlich von der Performance der verkauften Kraftwerke in Taufkirchen und Landau ab (wobei die Aktualisierung der Parameter zur bereits erwähnten Abschreibung um 303 Tsd. Euro in 2022 geführt hat). Außerdem hat D&S Kraftwerkskomponenten erhalten, die nach einem Teilverkauf in 2022 (0,4 Mio. Euro) zum Bilanzstichtag mit einem Wert von 4,0 Mio. Euro, der gutachterlich erneut bestätigt wurde, in den Vorräten bilanziert worden sind und die weiter verwertet werden sollen.

Steigender Bedarf...

Der Bedarf für Bohrdienstleistungen von D&S sollte im Trend weiter steigen. Zu den Treibern zählen u.a. die intensivierete Exploration von Rohstoffen in Europa und die Suche nach Endlagerstätten für radioaktive Abfälle, die insbesondere in Deutschland in den nächsten Jahren forciert werden wird. Gerade hierzulande rückt zudem immer stärker das Potenzial in den Blickpunkt, das die Geothermie für den Wärmemarkt bietet. Vor allem der Bereich der oberflächennahen Lösungen (Erdwärmekollektoren, -brunnen und -sonden) boomt bereits. Dennoch entfielen vom gesamten deutschen Endenergieverbrauch für Wärme und Kälte, der sich im letzten Jahr auf 1.155 Mrd. kWh belief, in der Erzeugung noch 82,6 Prozent auf fossile Energieträger und lediglich 17,4 Prozent oder 200,5 Mrd. kWh auf erneuerbare Energien (Quelle: Umweltbundesamt und AGEE-Stat). Von letzteren stammen bislang erst 22 Mrd. kWh aus Umweltenergie und Geothermie, wenn auch mit deutlich steigender Tendenz – die Erzeugung hat 2022 um 13 Prozent

zugelegt. Das Potenzial ist aber um ein Vielfaches größer und wird in einer Studie von Fraunhofer und Helmholtz auf rd. 300 Mrd. kWh p.a. beziffert. Zur Förderung der weiteren Erschließung hat die Bundesregierung 2022 ein Eckpunktepapier veröffentlicht, das u.a. beschleunigte Genehmigungsverfahren, eine Absicherung bezüglich der Fündigkeit und eine Intensivierung der Exploration als geeignete Maßnahmen aufführt. Insgesamt sollen bis 2030 rund 100 zusätzliche geothermische Projekte angestoßen werden. Als übergeordnetes Ziel wurde die Vorgabe formuliert, den Anteil erneuerbarer Energien an der Wärmeerzeugung bis 2030 auf 50 Prozent zu steigern.

...zeigt sich in der Auftragsakquise

Die Auftragslage im Bereich der flachen Geothermie ist sehr komfortabel, die Kapazitäten von D&S sind in diesem Jahr nahezu ausgebucht. Auch im Bereich der tiefen Geothermie spürt das Unternehmen ein deutlich steigendes Interesse, das sich auch in konkreten Beauftragungen niederschlägt. So konnte im Januar ein Großauftrag von MTU Aero Engines für die Erstellung einer geothermischen Dublette (Injektionsbohrung/Förderbohrung) in München gewonnen werden, dessen Volumen im unteren zweistelligen Millionenbereich liegt. Im April folgte ein Bohrauftrag von der Erdwärme Neustadt-Glewe GmbH in Mecklenburg-Vorpommern, der für rd. 3 Mio. Euro die Erstellung eines sog. Sidetracks für ein bestehendes Geothermiekraftwerk zur Leistungssteigerung vorsieht. Insgesamt hat sich der Auftragsbestand von D&S seit März 2022 von damals 20,2 Mio. Euro auf 33,2 Mio. Euro Mitte Mai dieses Jahres erhöht, womit die Auslastung von Bohrgeräten und Mannschaften bereits bis in das Jahr 2024 hinein gesichert ist. Noch größer sind die Fortschritte bei dem von der Gesellschaft veröffentlichten „relevanten Marktvolumen“, welches das mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtete Volumen von Aufträgen im Verhandlungsstadium abbildet. Dieses hat sich im Zeitraum von März 2022 bis Mai 2023 von 104 auf 203 Mio. Euro fast verdoppelt, was nach Angaben des Managements neue Projekte, vor allem aber höhere Realisierungswahrscheinlichkeiten dank deutlicher Fortschritte im Entwicklungs- und Verhandlungsprozess widerspiegelt.

Maßnahmen zur Effizienzverbesserung

Die Nachfrageentwicklung ist damit positiv, zugleich ist das Unternehmen aber auch mit einem substanziellen Kostendruck konfrontiert. Im Bohrgeschäft ist der Fachkräftemangel sehr deutlich zu spüren, weshalb D&S zusätzliche Anstrengungen unternehmen muss, um das nötige Personal zu gewinnen und zu halten. Das schlägt sich u.a. in steigenden Löhnen nieder. Des Weiteren haben im Jahresverlauf 2022 die Energie-, Material- und Logistikkosten deutlich zugenommen, was aber zum Teil an die Kunden weitergegeben werden konnte. Trotzdem treibt das Unternehmen verschiedene Initiativen zur Verbesserung der Effizienz voran. Dazu gehört die sukzessive Anschaffung neuer Bohrgeräte, mit denen Projekte schneller umgesetzt werden können, was auch den Personalbedarf reduziert. Außerdem werden die Organisationsstrukturen ausgebaut, insbesondere, um das Controlling weiter zu verbessern. Aktuell wird eine neue Software eingeführt, die im nächsten Jahr in Betrieb gehen soll und deutlich erweiterte Möglichkeiten für die Echtzeitkontrolle von Zahlen und Projekten bietet.

Konservative Ergebnisprognose

Im laufenden Jahr wird die gute Auftragslage gemäß der Prognose des Managements zu einem deutlichen Anstieg der Gesamtleistung auf 41 Mio. Euro führen. Darin sind nach Auskunft von Finanzvorstand Stephan Temming auch wieder leicht höhere Subunternehmerleistungen einkalkuliert, als im Jahr 2022 abgerechnet wurden, aber auch substanzielle organische Wachstumseffekte. Der EBIT-Margenausblick fällt trotzdem mit 3 bis 5 Prozent (in Relation zur Gesamtleistung) etwas vorsichtiger aus als im letzten Jahr (damals 4 bis 6 Prozent), was u.a. an den geplanten substanziellen Ausgaben für die neuen Software- und EDV-Systeme sowie für eine umfangreiche Überholung einer der Großbohranlagen liegt. Das Unternehmen bezeichnet diese Ergebnisprognose als konservativ.

Schätzungen: Höhere Gesamtleistung...

Als Reaktion auf die vorläufigen Zahlen zur Entwicklung der Gesamtleistung in 2022 hatten wir im April unsere Schätzungen für den Output in diesem Jahr auf 38 Mio. Euro reduziert. Angesichts der sehr erfreulichen Auftragslage, die in der optimistischen Ma-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Gesamtleistung	40,5	41,5	43,5	46,0	48,5	51,0	53,5	56,0
Wachstum Gesamtleistung	9,8%	2,5%	4,8%	5,7%	5,4%	5,2%	4,9%	4,7%
EBIT-Marge	5,1%	7,5%	11,1%	11,7%	12,1%	12,9%	13,9%	15,0%
EBIT	2,1	3,1	4,8	5,4	5,9	6,6	7,4	8,4
Steuersatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,2	0,2	0,3	1,2	2,0	2,2	2,5
NOPAT	1,9	3,0	4,6	5,1	4,7	4,6	5,2	5,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,2	1,4	0,5	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	4,5	4,7	5,4	6,0	5,7	5,8	6,5	7,3
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-1,2	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,8	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3	-2,4
Free Cashflow	2,2	2,1	3,2	3,8	3,4	3,3	3,8	4,5

SMC Schätzmodell

nagementprognose ihren Widerhall findet, scheint das zu vorsichtig zu sein, weswegen wir die Taxe wieder hochsetzen, auf jetzt 40,5 Mio. Euro. Die Perspektiven für die nächsten Jahre sind mit dem Anstieg des relevanten Marktvolumens ebenfalls besser, so dass wir auch den weiteren Entwicklungspfad nach oben verschoben haben. Das aber nur sehr moderat, da die Kapazitäten (insbesondere Fachkräfte) der limitierende Faktor sind. Wir erwarten zum Ende des Detailprognosezeitraums jetzt eine Gesamtleistung von 56 Mio. Euro (bislang: 55 Mio. Euro).

...und angepasster Margenpfad

Wegen der Informationen zur Kostenlage insbesondere in diesem Jahr und der relativ vorsichtigen Margenprognose des Managements haben wir zugleich unsere Margenerwartungen für das EBIT in diesem Jahr abgesenkt, von zuvor 5,5 Prozent auf jetzt 5,1 Prozent. Wir gehen damit davon aus, dass das Unternehmen die eigene Zielspanne leicht übertreffen wird. Für die nächsten Jahre erwarten wir weiterhin eine deutliche Margenverbesserung, die zum Teil aus auslaufenden Abschreibungen für Großbohranlagen, aber auch aus Preiserhöhungen und Effizienzverbesserungen resultiert. Während die Marge für 2024 mit 7,5 Prozent noch recht deutlich unter unserer bisherigen Taxe (7,9 Prozent) liegt und damit die Folgeeffekte der aktuell schwierigeren Kostensituation widerspiegelt, ist der Pfad ab 2025 nahezu deckungsgleich mit dem bisherigen Verlauf und mündet zum Ende des Detailprognosezeitraums weiterhin in einer Ziel-EBIT-Marge von 15 Prozent. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeit-

raum bis 2030, die sich nach unserem Modell-Update einstellt. Weitere Details zur geschätzten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 6,6 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

Neues Kursziel: 11,80 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 70,4 Mio. Euro oder 11,76 Euro je Aktie, woraus wir 11,80 als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Damit hat der positive Effekt aus der Anhebung der Schätzungen für die Gesamtleistung den dämpfenden Einfluss der geringeren Margenerwartung für 2023 und 2024 überkompensiert. 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 & Söhne hat im letzten Jahr das EBIT trotz einer rückläufigen Gesamtleistung um 12,5 Prozent auf 1,8 Mio. Euro gesteigert und damit die Ziele des Managements erreicht. Für das laufende Jahr rechnet der Vorstand mit einem Anstieg der Gesamtleistung von 36,5 auf 41 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 3 bis 5 Prozent (nach 5,1 Prozent in 2022), wobei die Ergebnisprognose als konservativ bezeichnet wird. Basis dieser Einschätzung ist die komfortable Auftragslage mit einem Auftragsbestand von 33,2 Mio. Euro, der die Auslastung bereits bis in das Jahr 2024 sicherstellt.

Die weiteren Aussichten stufen wir als sehr vielversprechend ein. Der starke Anstieg des vom Unternehmen bezifferten relevanten Marktvolumens, welches das nach Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtete Volumen von Aufträgen im Anbahnungs- oder Verhandlungsstand abbildet und das sich seit März letzten Jahres von 104 auf 203 Mio. Euro nahezu verdoppelt hat, zeigt das deutliche steigende Interesse insbesondere an der Geothermie. Gerade hierzulande wird

die Wärmewende ohne einen deutlich steigenden Beitrag der Erdwärme kaum zu bewerkstelligen sein.

D&S dürfte zu den Gewinnern dieser Entwicklung zählen. Wir haben unsere Schätzungen zur Entwicklung der Gesamtleistung etwas angehoben. Zwar taxieren wir die Margen zu Beginn des Detailprognosezeitraums nun etwas vorsichtiger als bislang und berücksichtigen damit die aktuelle Kostenlage, mittel- und langfristig trauen wir dem Unternehmen aber weiter kräftige Margensteigerungen zu.

In unserem Bewertungsmodell dominiert der positive Effekt der angehobenen Gesamtleistung die Margenkürzungen (für 2023 und 2024), so dass sich unser Kursziel von 11,00 auf 11,80 Euro erhöht hat. Nach der starken Korrektur der Aktie bietet dieses damit nach unserer Einschätzung nun ein attraktives Aufwärtspotenzial von rund 18 Prozent. Auf dieser Basis stufen wir den Titel wieder von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Sehr branchenerfahrenes Managementteam und Mitarbeiterstamm mit großer 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 rund 50 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

Chancen

- Die gute Auftragslage sichert die Auslastung bereits bis in das Jahr 2024 ab. Ein zuletzt starker Anstieg möglicher Beauftragungen im Verhandlungsstand deutet zudem auch für die Zeit danach weiteres Wachstum an.
- D&S arbeitet an einer Verbesserung der Effizienz, was die Margen mittelfristig verbessern sollte.
- Der anvisierte beschleunigte Ausbau der erneuerbaren Energien 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-Wärme Kraftwerken beteiligen.

Schwächen

- Die Margen im Bohrgeschäft sind aktuell noch relativ gering. Im letzten Jahr lag die EBIT-Marge bei 5,1 Prozent.
- Das Projektgeschäft ist volatil, einzelne Bohrvorhaben können die Zahlen eines Geschäftsjahres stark beeinflussen.
- D&S muss insbesondere im Management von großen Bohrprojekten noch Effizienzfortschritte realisieren.
- 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. Für 2023 hat D&S keine Margenverbesserung in Aussicht gestellt.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende 2022: ca. 10 Mio. Euro).
- Die staatlichen Versuche, die Erschließung der Geothermie zu verbessern, könnten u.a. an bürokratischen Hürden (Genehmigungsprozesse) scheitern.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	10,6	9,2	9,2	10,4	11,5	12,8	14,1	15,4	16,8
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	5,7	4,8	4,8	5,9	7,1	8,3	9,6	11,0	12,3
II. UV Summe	29,3	32,6	35,9	40,4	45,6	50,3	52,8	56,0	59,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	20,0	21,0	22,9	26,4	30,3	33,9	35,3	37,2	39,5
II. Rückstellungen	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,7	3,0	3,3	3,6
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	19,1	19,7	20,7	22,6	24,7	26,7	28,8	31,1	33,7
BILANZSUMME	40,2	42,0	45,4	51,0	57,3	63,2	67,0	71,6	76,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	38,2	38,5	39,8	42,2	45,1	47,5	50,0	52,4	54,9
Gesamtleistung	36,9	40,5	41,5	43,5	46,0	48,5	51,0	53,5	56,0
Rohertrag	23,5	24,5	25,3	26,8	28,5	30,1	31,7	33,4	35,2
EBITDA	4,2	4,3	4,6	5,3	6,0	6,6	7,4	8,4	9,5
EBIT	1,8	2,1	3,1	4,8	5,4	5,9	6,6	7,4	8,4
EBT	0,9	1,1	2,1	3,7	4,1	4,5	5,2	5,9	6,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	1,0	2,0	3,4	3,9	3,6	3,6	4,1	4,7
JÜ	0,9	1,0	2,0	3,4	3,9	3,6	3,6	4,1	4,7
EPS	0,14	0,16	0,33	0,58	0,65	0,60	0,60	0,68	0,78

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	1,7	3,2	3,8	4,8	5,7	5,8	6,0	6,8	7,6
CF aus Investition	-0,8	-0,8	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3	-2,4
CF Finanzierung	-1,8	-1,1	-0,7	0,1	0,2	0,0	-2,2	-2,1	-2,2
Liquidität Jahresanfa.	3,0	3,1	4,4	6,0	9,3	13,4	17,2	18,9	21,3
Liquidität Jahresende	3,1	4,4	6,0	9,3	13,4	17,2	18,9	21,3	24,3

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Wachstum Gesamtl.	-17,8%	9,8%	2,5%	4,8%	5,7%	5,4%	5,2%	4,9%	4,7%
Umsatzwachstum	-51,1%	0,8%	3,5%	5,9%	6,8%	5,4%	5,2%	4,9%	4,7%
Rohrertragsmarge	63,7%	60,5%	61,0%	61,6%	62,0%	62,0%	62,2%	62,5%	62,8%
EBITDA-Marge	11,5%	10,5%	11,0%	12,2%	13,0%	13,6%	14,6%	15,7%	16,9%
EBIT-Marge	5,0%	5,1%	7,5%	11,1%	11,7%	12,1%	12,9%	13,9%	15,0%
EBT-Marge	2,4%	2,6%	5,1%	8,4%	9,0%	9,4%	10,1%	11,0%	12,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,3%	2,4%	4,8%	7,9%	8,5%	7,4%	7,0%	7,6%	8,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,6%	17,81	16,02	14,62	13,49	12,56
6,1%	15,50	14,14	13,05	12,15	11,40
6,6%	13,68	12,63	11,76	11,03	10,42
7,1%	12,22	11,38	10,68	10,09	9,58
7,6%	11,02	10,35	9,77	9,28	8,85

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.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 07.06.2023 um 7:10 Uhr fertiggestellt und am 07.06.2023 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
14.05.2023	Hold	11,00 Euro	1), 3), 4)
07.10.2022	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
29.08.2022	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	6,70 Euro	1), 3), 4)
08.10.2022	Hold	5,60 Euro	1), 3), 4)
24.06.2021	Hold	5,60 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.