

5. Oktober 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

## Hohe Dynamik im ersten Halbjahr

**Urteil:** Buy (unverändert) | **Kurs:** 7,90 € | **Kursziel:** 11,40 € (zuvor: 11,80 €)

**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

<b>Sitz:</b>	Grünwald
<b>Branche:</b>	Bohrdienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	137
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0007830572
<b>Ticker:</b>	4DS:GR
<b>Kurs:</b>	7,90 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	5,99 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	47,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	50,1 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	15,00 / 6,98 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	37,4 Tsd. Euro

## Umsatz und Gesamtleistung steigen

Die Geschäftsaktivitäten von Daldrup & Söhne (D&S) haben sich im ersten Halbjahr 2023 auf einem hohen Niveau bewegt. Das Unternehmen konnte mehrere Bohrprojekte erfolgreich abschließen, was sich in einem deutlich höheren Volumen der Schlussabrechnungen widerspiegelt und zu einem Umsatzanstieg um 146 Prozent auf 15,4 Mio. Euro geführt hat. Weniger volatil als die Erlöse, die in Abhängigkeit vom Abrechnungsvolumen großer Projekte stark schwanken, ist bei D&S die Gesamtleistung, die daher ein besserer Indikator für die Geschäftsentwicklung ist. Auch diese hat im ersten Halbjahr sehr deutlich, um 36 Prozent auf 24,1 Mio. Euro, zugelegt. Trotz des hohen Schlussabrechnungsvolumens gab es einen weiteren Bestandsaufbau um 8,7 Mio. Euro (Vorjahr: +11,5 Mio. Euro), der insbesondere auf laufende Projekte in Deutschland zurückzuführen ist.

## Operative Marge etwas niedriger

Aufgrund spezifischer Projektanforderungen hat D&S überproportional auf die Leistungen Dritter zurückgegriffen, was den Materialaufwand um 62 Prozent auf 10,9 Mio. Euro ansteigen ließ. Auch der Zuwachs der sonstigen betrieblichen Aufwendungen

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	47,5	44,9	36,9	42,5	44,0	45,5
EBIT (Mio. Euro)	1,9	1,6	1,8	2,1	3,6	4,8
Jahresüberschuss	-5,2	0,8	0,9	1,1	2,6	3,5
EpS	-0,87	0,13	0,14	0,18	0,43	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%	15,3%	3,5%	3,4%
Gewinnwachstum	-	-	9,3%	23,5%	142,7%	36,2%
KUV	1,81	0,61	1,24	1,22	1,14	1,07
KGV	-	60,7	55,6	45,0	18,5	13,6
KCF	29,3	-	28,6	11,8	12,1	9,6
EV / EBIT	26,5	31,7	27,2	24,0	13,8	10,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

(+42 Prozent auf 5,4 Mio. Euro) – u.a. wegen gesteigerter Mietaufwendungen für Anlagen und höherer Kosten für die Abraum- und Abfallbeseitigung – war margenschmälernd, während der Anstieg der Personalkosten (+9 Prozent auf 5,3 Mio. Euro) zwar ebenfalls deutlich, aber erheblich geringer als der der Gesamtleistung ausgefallen ist. In Summe konnte das EBITDA um 9 Prozent auf 2,7 Mio. Euro verbessert werden, womit die Marge (in Relation zur Gesamtleistung) binnen Jahresfrist von 13,8 auf 11,0 Prozent zurückgegangen ist. Weniger ausgeprägt war der Margeneffekt beim EBIT, da sich die Abschreibungen (+1,6 Prozent) nahezu auf Vorjahresniveau bewegten. Daher führte der EBITDA-Zuwachs zu einer Steigerung des EBIT um 15 Prozent auf 1,4 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Reduktion der Marge von 7,0 auf 5,9 Prozent. Bei einem verbesserten Finanzergebnis (von -0,8 auf -0,6 Mio. Euro), das erneut Abschreibungen auf die verbliebenen Forderungen aus dem Verkauf der Kraftwerkssparte in Höhe von 0,4 Mio. Euro (Vorjahr: 0,5 Mio. Euro) enthielt, und geringen Steueraufwendungen (-0,1 Mio. Euro) resultierte daraus eine kräftige Verbesserung des Nettoergebnisses um 74 Prozent auf 0,7 Mio. Euro.

Konzernzahlen	2021	2022	Änderung
Umsatz	6,3	15,4	+145,8%
Gesamtleistung	17,7	24,1	+36,0%
EBITDA	2,4	2,7	+8,6%
EBITDA-Marge	13,8%	11,0%	-2,8Pp.
EBIT	1,2	1,4	+15,3%
EBIT-Marge	7,0%	5,9%	-1,1Pp.
Periodenergebnis	0,4	0,7	+74,1%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### Free-Cashflow erheblich höher

Auch der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit hat stark zugelegt, um 28 Prozent auf 2,6 Mio. Euro. Neben der Ergebnisverbesserung leistete dazu insbesondere der Abbau von Forderungen einen wichtigen Beitrag. Der kräftige Bestandsaufbau hat sich hingegen nicht negativ ausgewirkt, da ihm ein deutlich gestiegenes Volumen an erhaltenen Anzahlungen gegenüberstand. Belastend hat sich hingegen der Ab-

bau von Verbindlichkeiten ausgewirkt, wohingegen die Rückstellungen deutlich gestiegen sind (was sich in der CF-Rechnung positiv niederschlägt). In Kombination mit den saldierten Abflüssen aus Investitionen, die sich mit -0,4 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr halbiert haben, errechnet sich für das erste Halbjahr ein Free-Cashflow von +2,2 Mio. Euro, fast 150 Prozent mehr als ein Jahr zuvor. Der erwirtschaftete Zahlungsmittelüberschuss und ein Teil der Liquidität wurden für einen deutlichen Abbau der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten genutzt, die seit Jahresbeginn von 7,8 auf 4,6 Mio. Euro gesunken sind. Der Kassenbestand lag infolgedessen Ende Juni mit 1,8 Mio. Euro unter dem Stand vom Jahresanfang (3,1 Mio. Euro).

### EK-Quote steigt auf 57 Prozent

Der Abbau von Forderungen und Verbindlichkeiten und eine weitere Reduktion des Sachanlagevermögens (da die Abschreibungen höher waren als die Investitionen) haben zu einer Kürzung der Bilanzsumme von 40,2 auf 36,4 Mio. Euro geführt. Zugleich hat sich das Eigenkapital dank dem Periodenüberschuss von 20,0 auf 20,7 Mio. Euro erhöht, womit die Eigenkapitalquote von 49,7 auf 57,0 Prozent kräftig gestiegen ist und auf einem sehr komfortablen Niveau liegt.

### Prognose bestätigt

Die Auftragslage von D&S ist aktuell ebenfalls komfortabel, der Auftragsbestand hat sich binnen Jahresfrist um 40 Prozent auf 38,0 Mio. Euro erhöht, was rein rechnerisch schon eine Auslastung der Kapazitäten bis weit in das Jahr 2024 hinein sicherstellt. Neue Großprojekte laufen bereits (Bohrung zur Leistungserweiterung des Geothermiekraftwerks Neustadt-Glewe) oder stehen in Kürze an (Bohrung für MTU), was eine Fortsetzung der Geschäftsaktivitäten auf hohem Niveau sicherstellt. Zudem konstatiert das Unternehmen eine deutliche Normalisierung der Materialversorgung und der Rohstoffpreise. Daher wurde die Prognose bekräftigt, die für 2023 eine Gesamtleistung von rund 41 Mio. Euro und eine EBIT-Marge zwischen 3 und 5 Prozent vorsieht. Einen belastenden Faktor für das zweite Halbjahr stellt die Wartung der größten Bohranlage (Bentec) dar, weil einerseits die Wartung selbst zu überdurchschnittlichen Instand-

haltungskosten führen wird und andererseits die Anlage in der Zeit nicht in Projekten eingesetzt werden kann.

## Schätzungen für 2023 angehoben

Die Managementprognose für das Gesamtjahr weist eine Gesamtleistung von 41 Mio. Euro aus. Wir hatten bislang mit einer Gesamtleistung von 40,5 Mio. Euro gerechnet. Das scheint uns nach der starken Performance im ersten Halbjahr nun zu niedrig, weswegen wir die Schätzung nun insbesondere aufgrund des höheren unterstellten Bestandsaufbaus auf 42,5 Mio. Euro anheben. Da wir auch die Annahmen zu den wichtigsten Kostenpositionen (Material, Personal, SBA) teils substantiell erhöht haben, erwarten wir aber weiterhin ein EBITDA von 4,3 Mio. Euro und ein EBIT von 2,1 Mio. Euro.

## Starke Pipeline

Die weiteren Wachstumsaussichten stufen wir ebenfalls als sehr positiv ein. Sowohl auf der Ebene der EU, wo das Parlament im September die Anhebung des Zielanteils Erneuerbarer Energien am EU-Endenergieverbrauch von 32 auf 42,5 Prozent bis 2030 be-

schlossen hat, als auch in Deutschland werden die Rahmenbedingungen für den Ausbau der Geothermie aktuell erheblich verbessert. Hierzulande stellen vor allem das Gebäudeenergiegesetz und das Gesetz zur kommunalen Wärmeplanung einen wichtigen Fortschritt dar, der mittel- bis langfristig zu einem signifikant steigenden Anteil der Geothermie an der Wärmeerzeugung führen könnte. Um dies zusätzlich zu unterstützen, sind aus Sicht von Daldrup aber noch weitere Verbesserungen nötig – insbesondere eine Beschleunigung der Genehmigungsverfahren und eine Förderung resp. finanzielle Absicherung der Erschließung. Aktuell verzeichnet die Gesellschaft deswegen eine immer noch schleppende Auftragsvergabe im Bereich der tiefen Geothermie, außerdem ist die Kreditvergabe der Banken an die Kunden restriktiver. Dennoch nimmt das Interesse an neuen Projekten spürbar zu. Das zeigt sich insbesondere an dem von D&S veröffentlichten „relevanten Marktvolumen“, welches das mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtete Volumen von Aufträgen im Verhandlungsstadium abbildet, das sich binnen Jahresfrist sehr stark, von 135,7 auf 245,2 Mio. Euro, erhöht hat.

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Gesamtleistung	42,5	44,0	45,5	47,0	49,5	52,0	54,5	57,0
Wachstum Gesamtleistung	15,3%	3,5%	3,4%	3,3%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%
EBIT-Marge	4,9%	8,2%	10,6%	10,8%	11,3%	12,2%	13,3%	14,5%
<b>EBIT</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>
Steuersatz	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,2	0,3	0,4	0,4	1,1	1,9	2,2	2,5
<b>NOPAT</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,2	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,1	-1,2	-0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,9	-4,2	-4,0	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>

SMC Schätzmodell

## Gesamtleistung jetzt höher

Vor diesem Hintergrund und wegen der starken Entwicklung der Gesamtleistung im ersten Halbjahr haben wir unsere Projektion für die Entwicklung der Gesamtleistung im weiteren Detailprognosezeitraum etwas angehoben. Wir erwarten nun 44 Mio. Euro für 2024 (bislang: 41,5 Mio. Euro) und einen weiteren Anstieg bis auf 57 Mio. Euro im Jahr 2030 (bislang: 56,0 Mio. Euro). Die durchschnittlich geschätzte Wachstumsrate (CAGR 24/30) von 5,0 Prozent (bislang 5,5 Prozent, die Reduktion ist der höheren Ausgangsbasis geschuldet) sehen wir weiterhin als konservativ an. Im Gegenzug haben wir aber auch die Investitionen erhöht. D&S wird ein neues Bohrgerät für mittlere Tiefen (ca. 1 bis 2,5 km) anschaffen, was im nächsten Jahr ein Investitionsvolumen von 3 bis 4 Mio. Euro erfordert. Vorsichtshalber haben wir für die Folgeperiode noch eine ähnlich große Investition angesetzt. Damit haben sich auch die Abschreibungen erhöht, was die EBIT-Marge beeinflusst hat. Diese sehen wir wegen des positiven Effekts der höheren Gesamtleistung in 2024 mit 8,2 Prozent etwas höher als bislang (7,5 Prozent), zum Ende des Detailprognosezeitraums liegt sie nun bei 14,5 Prozent (bislang 15 Prozent, Reduktion aufgrund der höheren Abschreibungen). Zu beachten ist, dass die deutlichen Verbesserungen in 2024 und 2025 zu einem substanziellen Teil auslaufenden Abschreibungen für Großbohranlagen geschuldet sind, darüber hinaus erwarten wir aber mittelfristig auch positive Effekte der intensivierten Bemühungen um Effizienzverbesserungen. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum 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, Marktrisikoprämie 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: 11,40 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 68,4 Mio. Euro oder 11,42 Euro je Aktie, woraus wir 11,40 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Der positive Effekt aus der Anhebung der Schätzungen für die Gesamtleistung wurde durch den dämpfenden Einfluss der höher angesetzten Investitionen in 2024 und 2025 leicht überkompensiert. An dieser Stelle hatten wir bislang etwas zu optimistisch kalkuliert, haben aber nun sicherheitshalber für 2025 eine weitere größere Investition und damit einen gewissen Puffer eingeplant. 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

---

Die Geschäftsentwicklung von Daldrup & Söhne war im ersten Halbjahr sehr dynamisch, das Unternehmen konnte die Gesamtleistung um 36 Prozent auf 24,1 Mio. Euro steigern. Die Kostenentwicklung war in Relation dazu zwar überproportional, dennoch konnten das EBITDA um 9 Prozent auf 2,7 Mio. Euro und das EBIT um 15 Prozent auf 1,4 Mio. Euro verbessert werden. Die EBIT-Marge hat sich damit von 7,0 auf 5,9 Prozent reduziert.

Für das Gesamtjahr hat das Management die Prognose bekräftigt, die eine Gesamtleistung von rund 41 Mio. Euro und eine EBIT-Marge zwischen 3 und 5 Prozent vorsieht. Im zweiten Halbjahr wird eine kostenintensive Wartung der größten Bohranlage die Profitabilität belasten.

Die weiteren Aussichten für D&S stufen wir als sehr positiv ein: Der Auftragsbestand reicht mit 38 Mio. Euro (+40 Prozent) bereits bis weit in das nächste Jahr und der starke Anstieg des wahrscheinlichkeitsgewich-

teten Volumens von Aufträgen im Verhandlungsstadium, um 81 Prozent auf 245 Mio. Euro, signalisiert ein hohes künftiges Wachstumspotenzial. Maßnahmen zur Effizienzverbesserung bieten zudem die Chance für überproportionale Margensteigerungen.

Nach der positiven Entwicklung der ersten sechs Monate haben wir unsere Schätzungen für die Gesamtleistung angehoben. Zugleich werden aber auch die Investitionen (ab 2024) höher ausfallen, als von uns bislang angenommen. Hier haben wir nun mit einem Sicherheitspuffer kalkuliert, was ausschlaggebend dafür ist, dass sich unser Kursziel leicht von zuletzt 11,80 auf jetzt 11,40 Euro reduziert hat. Der Kurs der Aktie hat sich zuletzt konträr zu den operativen Fortschritten entwickelt, weshalb nun ein hohes Aufwärtspotenzial von mehr als 40 Prozent besteht. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Einstufung mit „Buy“.

# 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 57 Prozent weist das Unternehmen eine sehr solide Bilanzstruktur auf.

## Chancen

- Die gute Auftragslage sichert die Auslastung bereits bis weit 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-Wärmeanlagen 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.
- Höhere Material-, Lohn- und Energiekosten haben die Marge etwas geschmälert. Die Kostenentwicklung könnte größere Margenverbesserungen weiter verhindern.
- Die Akquise von qualifiziertem Personal wird zunehmend schwieriger.
- Mögliche Abschreibungen auf Restpositionen aus dem verkauften Kraftwerksgeschäft (per Ende Juni: ca. 9,6 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	10,6	9,3	12,1	15,4	16,1	17,0	18,0	19,0	20,0
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	4,4	7,3	10,5	11,3	12,1	13,1	14,1	15,2
II. UV Summe	29,3	28,8	31,4	33,5	38,8	43,8	46,7	50,3	54,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	20,0	21,0	23,6	27,1	30,7	34,2	35,6	37,5	39,8
II. Rückstellungen	1,1	2,2	2,6	2,9	3,2	3,6	3,9	4,3	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	19,1	15,1	17,5	19,1	21,2	23,3	25,4	27,7	30,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>40,2</b>	<b>38,3</b>	<b>43,7</b>	<b>49,0</b>	<b>55,1</b>	<b>61,0</b>	<b>64,9</b>	<b>69,5</b>	<b>74,8</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	38,2	38,9	41,6	44,1	46,1	48,5	51,0	53,4	55,9
Gesamtleistung	36,9	42,5	44,0	45,5	47,0	49,5	52,0	54,5	57,0
Rohertrag	23,5	25,4	26,6	28,0	29,1	30,7	32,3	34,1	35,8
EBITDA	4,2	4,3	5,0	5,6	6,1	6,7	7,6	8,5	9,7
EBIT	1,8	2,1	3,6	4,8	5,1	5,6	6,4	7,2	8,2
EBT	0,9	1,2	2,8	3,8	4,0	4,4	5,1	5,8	6,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	1,1	2,6	3,5	3,6	3,5	3,5	4,1	4,7
JÜ	0,9	1,1	2,6	3,5	3,6	3,5	3,5	4,1	4,7
EPS	0,14	0,18	0,43	0,58	0,60	0,58	0,59	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	4,0	3,9	4,9	5,6	5,9	6,2	6,9	7,8
CF aus Investition	-0,8	-0,9	-4,2	-4,0	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5
CF Finanzierung	-1,8	-4,1	1,0	-0,1	0,4	0,3	-1,9	-1,8	-2,0
Liquidität Jahresanfa.	3,0	3,1	2,1	2,9	3,8	8,0	12,2	14,3	17,0
Liquidität Jahresende	3,1	2,1	2,9	3,8	8,0	12,2	14,3	17,0	20,4

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Wachstum Gesamtl.	-17,8%	15,3%	3,5%	3,4%	3,3%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%
Umsatzwachstum	-51,1%	1,8%	6,9%	6,1%	4,4%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%
Rohertagsmarge	63,7%	59,7%	60,5%	61,6%	62,0%	62,0%	62,2%	62,5%	62,8%
EBITDA-Marge	11,5%	10,1%	11,3%	12,2%	13,0%	13,6%	14,6%	15,7%	16,9%
EBIT-Marge	5,0%	4,9%	8,2%	10,6%	10,8%	11,3%	12,2%	13,3%	14,5%
EBT-Marge	2,4%	2,8%	6,4%	8,4%	8,4%	8,9%	9,8%	10,7%	11,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,3%	2,5%	5,8%	7,6%	7,7%	7,1%	6,8%	7,5%	8,2%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,6%	17,44	15,64	14,24	13,11	12,17
6,1%	15,14	13,79	12,69	11,79	11,04
6,6%	13,35	12,29	11,42	10,69	10,08
7,1%	11,91	11,07	10,36	9,76	9,25
7,6%	10,72	10,04	9,46	8,97	8,54

# 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 xx.10.2023 um xxx Uhr fertiggestellt und am xx.10.2023 um xxx 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
07.06.2023	Buy	11,80 Euro	1), 3), 4)
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)

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.