3. Mai 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

2G Energy AG

Prognosen durch Aufträge gut untermauert

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 24,60 € | **Kursziel:** 30,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

Sitz:	Heek
Branche:	BHKW
Mitarbeiter:	868
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	2GB:GR
ISIN:	DE000A0HL8N9
Kurs:	24,60 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	17,9 Mio. Stück
Market Cap:	441,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	434,1 Mio. Euro
Free-Float:	54,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	28,00 / 18,62 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	426,2 Tsd. Euro

2G hat im letzten Jahr einen hohen Auftragsbestand in einen kräftigen Anstieg der Gesamtleistung um 26 Prozent auf 338,8 Mio. Euro umgemünzt. Der Umsatz hat im Zuge dessen um 17,4 Prozent auf 312,6 Mio. Euro zugelegt und die Zielspanne des Managements (290 bis 310 Mio. Euro) knapp übertroffen. In einem von Materialengpässen und deutlichen Kostensteigerungen geprägten Umfeld ist es dem Unternehmen dank deutlicher Effizienzsteigerungen zudem gelungen, das EBIT überproportional zum Umsatz um 22,5 Prozent auf 22,0 Mio. Euro auszuweiten und die Marge somit von 6,7 auf 7,0 Prozent zu verbessern – dieser Wert lag in der Mitte der Zielspanne (6 bis 8 Prozent). Das Nettoergebnis hat sogar um rund 30 Prozent auf 16,4 Mio. Euro zugelegt, weswegen die Gremien eine Erhöhung der Dividende um 12 Prozent auf 14 Cent je Aktie vorgeschlagen haben. Die Aussichten für 2023 sind ebenfalls positiv. Die Prognose, den Umsatz auf 310 bis 350 Mio. Euro zu steigern, wurde ebenso bekräftigt wie der Zielkorridor für die EBIT-Marge (6,5 bis 8,5 Prozent). Der hohe Auftragsbestand stellt dafür eine solide Basis dar. Zuletzt hat sich auch der Auftragseingang wieder deutlich belebt, womit die Chancen auf eine Fortsetzung der dynamischen Expansion in 2024 steigen.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	246,7	266,3	312,6	350,0	385,0	438,9
EBIT (Mio. Euro)	16,4	17,9	22,0	26,3	33,5	43,8
Jahresüberschuss	12,0	12,6	16,4	17,1	22,0	28,9
EpS	0,68	0,70	0,91	0,95	1,23	1,61
Dividende je Aktie	0,11	0,13	0,14	0,15	0,20	0,40
Umsatzwachstum	4,4%	8,0%	17,4%	12,0%	10,0%	14,0%
Gewinnwachstum	16,4%	5,3%	30,0%	4,4%	28,6%	31,3%
KUV	1,79	1,66	1,41	1,26	1,15	1,01
KGV	36,9	35,0	26,9	25,8	20,1	15,3
KCF	45,1	49,8	88,6	24,7	18,7	14,5
EV / EBIT	26,4	24,2	19,8	16,5	12,9	9,9
Dividendenrendite	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,8%	1,6%

Auftragseingang 2022 auf hohem Niveau

Der Auftragseingang von 2G lag im Geschäftsjahr 2022 mit 186,9 Mio. Euro nur geringfügig, um 1,2 Prozent, unter dem sehr starken Vorjahreswert (189,1 Mio. Euro). Dabei sind die ersten sechs Monate deutlich besser ausgefallen als die zweite Jahreshälfte. Ein Grund für diese Schwankungen war der deutsche Markt, dessen Anteil am gesamten Anlagenbestellvolumen mit 57,5 Prozent höher war als im Vorjahr (51,2 Prozent). Vor allem im Biogas-Sektor gab es einen kräftigen Anstieg im ersten Halbjahr, der auch aus der Verbesserung der Rahmenbedingungen (Aussetzung der Höchstbemessungsleistung, Flexibilisierung des Güllebonus) als Reaktion auf die Sorgen um die Energieversorgung sowie aus besseren Ertragsperspektiven der Betreiber wegen hoher Strompreise resultierte. Die angekündigte starke Abschöpfung der Gewinne aus dem Preisanstieg, die letztlich in erheblich abgemilderter Form beschlossen wurde, sorgte aber im zweiten Halbjahr für eine starke Abbremsung der Dynamik. Im Gesamtjahr hat sich der Auftragseingang aus dem deutschen Markt für Biogasanlagen dennoch um 39 Prozent auf 45,8 Mio. Euro erhöht, während die inländischen Bestellungen von Erdgas-BHKW um 3 Prozent auf 60 Mio. Euro zurückgegangen sind. Die Entwicklung in anderen Märkten verlief uneinheitlich. Einem deutlichen Rückgang in Großbritannien (auf 11,1 Mio. Euro) als Resultat eines turbulenten politischen Umfelds und einer Stagnation in Frankreich (11,2 Mio. Euro) stand ein dynamischer Anstieg im restlichen Europa (+15 Prozent auf 33,6 Mio. Euro) dank einer positiven Entwicklung u.a. in Belgien und den Niederlanden gegenüber. Einen Zuwachs in dieser prozentualen Höhe (auf 6,2 Mio. Euro) gab es auch in Asien. Die erhoffte Belebung in Nordamerika (-55 Prozent auf rd. 9 Mio. Euro) ist hingegen noch ausgeblieben, wofür 2G insbesondere eine abwartende Haltung (auch als Folge des schwierigen Regierungswechsels), lange Genehmigungsprozesse, hohe Aufwendungen für die Anschlussinfrastruktur und auch die insgesamt schwierige Lage bei der Materialversorgung als Gründe anführt.

Output steigt um 26 Prozent

Den hohen Auftragsbestand zu Beginn des Jahres 2022 (152,7 Mio. Euro) und den starken Bestelleingang insbesondere in den ersten sechs Monaten konnte 2G in eine kräftige Ausweitung der Gesamtleistung um 26 Prozent auf 338,8 Mio. Euro ummünzen. Ein Teil der Auslieferungen respektive Schlussabrechnungen hat erst nach dem Jahreswechsel stattgefunden, weshalb es zum Stichtag einen kräftigen Bestandsaufbau um 26,0 Mio. Euro (Vorjahr: 2,6 Mio. Euro) gab. Dennoch hat 2G auch den Umsatz erheblich, um 17,4 Prozent auf 312,6 Mio. Euro, gesteigert und damit die eigene Prognose (290 bis 310 Mio. Euro) übertroffen. Der Haupttreiber war dabei einmal mehr die dynamische Entwicklung des Servicegeschäfts, dessen Erlöse um 28 Prozent auf 148,1 Mio. Euro gestiegen sind. 2G berichtet von deutlich zweistelligen Steigerungsraten in nahezu allen Kernmärkten, außerdem bedingten die Übernahme des Sener-Tec-Servicecenters in Schweinfurt und die ganzjährige Erfassung von HJS (Vorjahr: ab Mai) einen positiven Konsolidierungseffekt. Die Zuwächse im Anlagenverkauf sind mit 9 Prozent (auf 164,5 Mio. Euro) nicht ganz so groß ausgefallen. Hier gab es eine minimale Steigerung in Deutschland (+2 Prozent auf 82,8 Mio. Euro) und eine sehr starke im übrigen Europa (+53 Prozent auf 57,7 Mio. Euro), während der Umsatz in Nord-/Mittelamerika (-34 Prozent auf 11,9 Mio. Euro), Asien/Australien (-3 Prozent auf 7,3 Mio. Euro) und den anderen Weltregionen (-19 Prozent auf 4,8 Mio. Euro) rückläufig war.

Geschäftszahlen	2021	2022	*Änderung*
Gesamtleistung	268,9	338,8	*+26,0%*
Umsatz	*266,3*	*312,6*	*+17,4%*
- BHKW	*150,7*	*164,5*	*+9,2%*
- Service	*115,6*	*148,1*	*+28,1%*
EBIT	17,9	22,0	*+22,5%*
EBIT-Marge	*6,7%*	*7,0%*	*+0,3Pp.*
Jahresergebnis	12,6	16,4	*+29,5%*

*In Mio. Euro bzw. Prozent; *bereinigt um Konsolidierungseffekte HJS; Quelle: Unternehmen*

EBIT-Marge leicht verbessert

Mit dem kräftigen Produktions- und Umsatzwachstum ist es dem Unternehmen sehr erfolgreich gelun-

gen, den Lieferengpässen bei verschiedenen Materialien zu trotzen. Die Lage hat sich aber in Form von deutlichen Kostenerhöhungen in der GuV niedergeschlagen, mit denen der Materialaufwand um 30,9 Prozent auf 224,1 Mio. Euro und die Materialkostenquote von 63,7 auf 66,1 Prozent zugelegt hat. Relativierend ist hier allerdings anzumerken, dass ein Teil des Effekts auf den hohen Bestandsaufbau zurückzuführen ist, da die Margen dieser BHKW erst mit der Schlussabrechnung verbucht werden dürfen. Den negativen Margeneffekt der höheren Materialaufwendungen konnte 2G durch höhere sonstige betriebliche Erträge und einen in Relation zur Gesamtleistung deutlich unterproportionalen Anstieg der Personalaufwendungen (+15,5 Prozent), der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+18,6 Prozent) und der Abschreibungen (+18,5 Prozent) weitgehend auffangen, so dass das EBIT um 22,5 Prozent auf 22 Mio. Euro und damit fast so stark wie die Gesamtleistung zugelegt hat. In Relation zum Umsatz hat sich die EBIT-Marge damit binnen Jahresfrist von 6,7 auf 7,0 Prozent erhöht und so den Zielkorridor des Managements (6 bis 8 Prozent) in der Mitte erreicht.

Dividende soll steigen

Nicht eingerechnet in das EBIT hat das Unternehmen einen Ertrag in Höhe von 1,8 Mio. Euro aus der Auflösung einer Rückstellung, die 2016 für mögliche Steuernachforderungen in Großbritannien gebildet worden war. Dieser außerordentliche Effekt hat sich aber positiv auf das Jahresergebnis ausgewirkt. Aus dem gestiegenen Betriebsergebnis und diesem Sondereffekt ergab sich, bei einem leicht negativeren Finanz- und Beteiligungsergebnis (von -0,2 auf -0,4 Mio. Euro) und einer etwas höheren Steuerquote (von 29 auf 30 Prozent), eine Verbesserung des Jahresüberschusses um 29,5 Prozent auf 16,4 Mio. Euro. Auf dieser Basis haben die Gremien eine Anhebung der Dividende um 12 Prozent auf 14 Cent je Aktie vorgeschlagen.

Bestandsaufbau prägt Cashflow

Trotz dieser deutlichen Ergebnisverbesserung hat der Zahlungsmittelüberschuss aus der laufenden Geschäftstätigkeit von 8,9 auf 5,0 Mio. Euro abgenommen. Verantwortlich war dafür der starke Aufbau des operativen Net Working Capital, der insbesondere den hohen Bestandsaufbau widerspiegelt und mit einem negativen Cashflow-Effekt von -21,7 Mio. Euro (Vorjahr: -6,4 Mio. Euro) verbunden war. Von -1,9 auf -9,7 Mio. Euro ausgeweitet haben sich im Vorjahresvergleich auch die Auszahlungen für Investitionen, wobei sich in 2021 ein Immobilienverkauf positiv auf den Investitions-Cashflow auswirkte, während im letzten Geschäftsjahr vor allem die SenerTec-Übernahme, der Erwerb von Grundstücken und Bauten am Stammsitz in Heek und erste Anzahlungen für ein neues ERP-System zu höheren Abflüssen geführt haben. Damit ist der Free-Cashflow 2022 mit -4,8 Mio. Euro negativ ausgefallen, nach einem Überschuss von 7,0 Mio. Euro in der Vorperiode. Auch der letztjährige Finanzierungs-Cashflow (-1,6 Mio. Euro) war negativ, da die Nettokreditaufnahme die Auszahlungen für Dividenden und Zinsen nicht ganz gedeckt hat, so dass die Liquidität per Saldo von 19,7 auf 13,3 Mio. Euro abgenommen hat. Damit bewegt sie sich aber weiter auf einem soliden Niveau.

EK-Quote weiter komfortabel

Mit dem Jahresgewinn ist das Eigenkapital um 15 Prozent auf 108,6 Mio. Euro gestiegen. Die Bilanzsumme hat aber noch stärker zugelegt, um 25 Prozent auf 211,6 Mio. Euro, was vor allem dem kräftigen Aufbau des Vorratsvermögens im Rahmen der Abarbeitung des hohen Auftragsbestands geschuldet ist, der auf der Passivseite in einem deutlichen Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und der erhaltenen Anzahlungen auf Bestellungen seinen Niederschlag gefunden hat. Die Eigenkapitalquote ist deswegen binnen Jahresfrist von 55,7 auf 51,3 Prozent zurückgegangen, fällt damit aber weiterhin komfortabel aus.

Hoher Umsatz in Q1

Der starke Bestandsaufbau zum Jahresende 2022 hat sich erwartungsgemäß positiv auf den Umsatz des ersten Quartals 2023 ausgewirkt, der nach vorläufigen Berechnungen um ca. 40 Prozent auf 68 Mio. Euro zugelegt hat. Noch unter dem Vorjahr war im Zeitraum Januar bis März hingegen der Auftragseingang, der sich gegenüber 2022 von 53,6 auf 41,0 Mio. Euro reduziert hat. Die Einbußen waren sowohl in

Deutschland (-26 Prozent) als auch im übrigen Europa (-43 Prozent) sowie in Nordamerika (-33 Prozent) deutlich zweistellig. Das lag aber nur an den schwachen ersten beiden Monaten, im März hat sich die Dynamik hingegen deutlich belebt, so dass die Bestellungen mit 25,9 Mio. Euro um 92 Prozent über dem Vorjahreswert lagen (der allerdings als Folge des Kriegsausbruchs in der Ukraine relativ schwach war).

Prognose für 2023 bekräftigt

Das Management hat vor diesem Hintergrund die Prognose für das laufende Jahr bekräftigt. Die Erlöse sollen auf 310 bis 350 Mio. Euro steigen und die EBIT-Marge zwischen 6,5 und 8,5 Prozent liegen. Während das untere Ende der Margenspanne den Druck aus steigenden Personal- und Materialkosten reflektiert, ist das obere Ende erreichbar, wenn weitere Effizienzgewinne u.a. aus der fortschreitenden Industrialisierung der Produktion realisiert werden können. Zu den zentralen Maßnahmen gehört dabei die Umstellung von der Modulbau-Produktion auf die Linienfertigung, die in immer mehr Bereichen erfolgreich umgesetzt wird und eine deutliche Outputsteigerung bei nahezu unverändertem Personalstand ermöglicht. Positive Margeneffekte könnten auch aus einem möglichen deutlichen Anstieg der Erlöse resultieren, wenn sich der Umsatz in Richtung des oberen Endes der Zielspanne entwickeln sollte. Die Auftragslage bietet dafür eine solide Grundlage.

Zahlreiche Wachstumstreiber

Die Chancen, dass sich die im März zu beobachtende Belebung der Auftragslage als nachhaltig erweisen wird, stehen ebenfalls gut. Das Management sieht für die nächsten Monate eine überdurchschnittlich stark gefüllte Pipeline für neue Projekte. So wird für die USA u.a. wegen der positiven Auswirkungen des Inflation Reduction Act (mit umfangreichen Steuergutschriften) und der Bemühungen um den Aufbau einer Wasserstoffindustrie eine deutliche Belebung der Investitionsaktivitäten und damit auch der Nachfrage nach 2G-Anlagen erwartet. Auch in Europa gibt es in diversen Märkten positive Impulse, etwa durch die in Osteuropa begonnene Umstellung von der Kohle- auf die Gasnutzung sowie durch die anhaltend hohen Investitionen in den Benelux-Staaten. In Großbritannien dürfte zudem die Anfang dieses Jahres neu abgeschlossene Kooperation mit Centrica Business Solutions UK Ltd, einer Tochter des führenden Energiekonzerns des Landes, eine positive Wirkung entfalten. Centrica realisiert für große Industrieunternehmen und die öffentliche Hand lokale Energieversorgungslösungen aus KWK- und Solaranlagen sowie Wärmepumpen und wird dafür künftig auf wasserstofftaugliche BHKW von 2G zurückgreifen – ein Ritterschlag für das Unternehmen und seine Technologie (siehe ausführlicher dazu unseren Comment vom 27. Januar). Das Thema Wasserstoff wird generell ein immer wichtigerer Treiber für den Auftragseingang. Dies gilt auch für den asiatischen Markt, wo 2G kürzlich aus Japan den Auftrag für drei weitere H2-betriebene Anlagen erhalten hat.

Wende erreicht

In unserem Comment aus dem Januar hatten wir die Erwartung formuliert, dass sich die Delle in der Auftragsakquise, die sich im zweiten Halbjahr 2022 eingestellt hatte, als vorübergehendes Phänomen erweisen dürfte. Die starke Belebung im März und die Aussagen des Vorstands zur weiteren (gut gefüllten) Pipeline werten wir als Bestätigung für diese Annahme. BHKW sind für den Wandel der Energiewirtschaft ein unverzichtbarer Baustein, mit dem die stark schwankende Erzeugung aus Erneuerbaren Energien ausgeglichen werden kann. Aktuell werden dafür vor allem noch Erdgas, Biogas und andere Schwachgase genutzt, perspektivisch wird Wasserstoff eine zentrale Rolle spielen und damit den Wandel zu einer klimafreundlichen Stromwirtschaft absichern. 2G besetzt hierbei eine technologische Führungsposition und wird von der Transformation mit hoher Wahrscheinlichkeit stark profitieren.

Projektion weitgehend unverändert

Wir sehen daher das von uns modellierte Expansionsszenario für 2G bestätigt und haben nach der Vorlage des Geschäftsberichts keine wesentlichen Änderungen an unseren Schätzungen vorgenommen. Für das laufende Jahr erwarten wir mit 350 Mio. Euro weiterhin einen Umsatz am oberen Ende der Zielspanne des Managements, die EBIT-Marge sehen wir bei 7,5 Prozent (als vorsichtige Taxe in dem immer noch

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	350,0	385,0	438,9	496,0	550,6	605,6	666,2	732,8
Umsatzwachstum		10,0%	14,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	7,5%	8,7%	10,0%	11,0%	11,0%	11,2%	11,3%	11,3%
EBIT	**26,3**	**33,5**	**43,8**	**54,5**	**60,6**	**67,8**	**75,1**	**82,5**
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,7	11,1	14,5	18,0	20,0	22,4	24,8	27,2
NOPAT	**17,6**	**22,5**	**29,4**	**36,5**	**40,6**	**45,4**	**50,3**	**55,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	5,5	6,0	6,6	6,9	7,2	7,0	7,4	7,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	23,6	29,0	36,4	43,9	48,3	52,9	58,2	63,6
- Zunahme Net Working Capital	-5,8	-5,5	-6,2	-7,0	-7,7	-8,4	-9,2	-10,0
- Investitionen AV	-7,0	-7,3	-7,0	-6,9	-7,2	-7,9	-8,7	-9,5
Free Cashflow	**10,8**	**16,2**	**23,2**	**30,0**	**33,5**	**36,7**	**40,4**	**44,1**

stark inflationären Umfeld). Für das nächste Jahr gehen wir dann von einem weiteren Wachstum auf 385 Mio. Euro und einer Margenverbesserung auf 8,7 Prozent aus. Das Unternehmen selbst hat im letzten Herbst seine Ziele für 2024 auf einen Umsatz von bis zu 390 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 8,5 bis 10,0 Prozent konkretisiert. Wir gehen also davon aus, dass 2G diese Ziele erreichen wird. Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Daten im Detailprognosezeitraum bis 2030. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow sind im Anhang aufgeführt.

Rahmenparameter unverändert

Die Rahmendaten des Modells sind mit dem aktuellen Update gleich geblieben. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,3 berechnet und belaufen sich auf 10,0 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins beläuft sich auf 5,5 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 35 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,8 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, reduziert um einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent, und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Kursziel weiterhin 30,00 Euro

Auf Basis der weitgehend unveränderten Schätzungen beträgt der faire Wert 544 Mio. Euro oder 30,33 Euro je Aktie, weshalb wir unser Kursziel von 30,00 Euro unverändert lassen (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Aus dem von uns erwarteten weiteren Wachstum, das mit einer Verbesserung der operativen Marge einhergehen sollte, resultiert nach unserer Kalkulation für die Aktie ein Aufwärtspotenzial von mehr als 20 Prozent. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert als leicht überdurchschnittlich an und vergeben hierfür auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) nach wie vor vier Punkte.

Fazit

2G hat im letzten Jahr den Umsatz und den Gewinn stark gesteigert. Während die Erlöse um 17,4 Prozent auf 312,6 Mio. Euro zugelegt haben, erhöhte sich das Nettoergebnis um 29,5 Prozent auf 16,4 Mio. Euro. In einem von Materialengpässen und hohen Kostensteigerungen geprägten Umfeld ist das eine starke Leistung.

Und die Chancen stehen gut, dass sich die positive Entwicklung fortsetzt. Einerseits ist das Unternehmen mit einem sehr hohen Auftragsbestand in das laufende Jahr gestartet, andererseits hat sich die Auftragsentwicklung zuletzt stark belebt. Nach einigen schwächeren Monaten lagen die Bestellungen im März mit 25,9 Mio. Euro um 92 Prozent über dem Vorjahreswert. Wir hatten bereits im Januar die Erwartung formuliert, dass sich die Auftragsentwicklung wieder dynamisieren wird, und sehen uns durch diese Zahlen bestätigt. 2G sieht in diversen Märkten Treiber für eine höhere Nachfrage und zeigt sich zuversichtlich, davon zu profitieren. Während beispielsweise in Osteuropa die Nutzung von Gas (statt Kohle) stärker in den Vordergrund rückt und die Benelux-Länder hohe Investitionen in eine effiziente Strom- und Wärmeversorgung tätigen, dürfte sich das Geschäft in Nordamerika u.a. durch die positiven Effekte des Inflation Reduction Act beleben. Ein immer wichtigeres Thema wird für 2G zudem der Bereich Wasserstoff, zuletzt konnten hier beispielsweise neue Aufträge für Wasserstoff-BHKW aus Japan akquiriert werden. Auch für die potenzialträchtige neue Kooperation mit Centrica in Großbritannien war die Umrüstbarkeit der Erdgas-BHKW von 2G auf den Wasserstoffbetrieb ein wichtiger Aspekt.

Wir sehen das von uns modellierte Expansionsszenario – mit Umsatzsteigerungen um 12 und 10 Prozent in 2023 und 2024 sowie einem Anstieg der EBIT-Marge auf 7,5 bzw. 8,7 Prozent – bestätigt und haben nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts keine wesentlichen Änderungen daran vorgenommen. Das aus dieser Projektion resultierende unveränderte Kursziel von 30,00 Euro bietet ein attraktives Aufwärtspotenzial für die Aktie. In Verbindung mit dem überzeugenden Gesamtbild lautet unser Urteil unverändert „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- 2G zählt zu den führenden BHKW-Anbietern in der Leistungsklasse von 20 bis 4.500 kW und verfügt über ein weltweite Installationsbasis von mehr als 8.000 Anlagen.
- Das wachsende Servicenetzwerk unterstützt den Vertrieb und schafft eine stabile Einnahmequelle.
- Das Unternehmen ist Vorreiter in der Effizienz und der digitalen Steuerung von KWK-Anlagen.
- Das Sortiment umfasst bereits eine ganze Baureihe von BHKW, die zu 100 Prozent mit Wasserstoff betrieben werden können, zudem werden die Gas-BHKW schon heute mit der Option einer künftigen Wasserstoff-Umrüstung angeboten.
- Bilanziell ist 2G mit einer Eigenkapitalquote von 51,3 Prozent (31.12.22) sehr solide aufgestellt.

Schwächen

- Die Jahresergebnisse hängen relativ stark vom Niveau der Schlussabrechnungen im vierten Quartal ab, die wiederum auch von externen Faktoren wie der Abnahme durch die Kunden determiniert werden. Dies erschwert die Prognose der Ergebnisse.
- Die EBIT-Marge ist noch ausbaufähig. Im Jahr 2022 lag sie bei 7,0 Prozent und konnte gegenüber dem Vorjahr nur leicht verbessert werden.
- Das Unternehmen ist mit einem angespannten Arbeitsmarkt in seiner Region konfrontiert, was die Akquise qualifizierter Mitarbeiter erschwert.
- Im Markt gibt es deutlich größere und kapitalstärkere Konkurrenten.

Chancen

- Ein aktuell hoher Auftragsbestand sichert das geplante Wachstum in diesem Jahr schon sehr gut ab.
- Der Ausbau der Wasserstoff-Infrastruktur nimmt in Europa deutlich Fahrt auf. Wasserstofffähige BHKW dürften hier eine wichtige Rolle spielen, und 2G könnte als ein führender Anbieter stark profitieren.
- Der Druck zur Steigerung der Energieeffizienz nimmt weiter zu. Davon profitieren BHKW, die nun verstärkt Alternativen zu Erdgas (Deponiegas, Klärgas, Biogas) nutzen.
- Mit einer weiteren Internationalisierung erschließt 2G sukzessive attraktive neue Märkte, was das Wachstum mittelfristig absichert.
- 2G arbeitet kontinuierlich an der Digitalisierung im Service und der Anlagensteuerung sowie an der Industrialisierung der Produktion und dürfte damit weiter Effizienzfortschritte erzielen.

Risiken

- Die gesamtwirtschaftliche Verunsicherung, insbesondere in Europa, könnte weiter anhalten und die Investitionsbereitschaft dämpfen.
- Bislang ist es noch nicht gelungen, das Geschäft in Nordamerika auf einen nachhaltig dynamischen Wachstumspfad zu führen. Der Auftragseingang aus der Region könnte die Erwartungen weiter verfehlen.
- Steigende Personal-, Material- und Energiekosten erschweren deutliche Margenverbesserungen, Materialengpässe könnten zudem das Wachstum bremsen.
- Die mittelfristigen Wachstumspläne sehen auch die Erschließung von anspruchsvolleren Märkten vor, was zumindest temporär mit unterdurchschnittlichen Margen verbunden sein können.
- Mit der zunehmenden Internationalisierung steigt die Komplexität der Managementaufgaben.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	33,9	36,6	39,1	40,8	42,0	43,1	45,1	47,6	50,5
1. Immat. VG	5,0	5,3	5,4	5,4	5,3	5,2	5,4	5,6	5,8
2. Sachanlagen	26,8	29,2	31,6	33,2	34,5	35,8	37,6	39,9	42,6
II. UV Summe	176,2	189,8	208,7	234,9	265,4	296,9	329,4	362,9	399,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	108,6	123,4	142,9	168,5	197,8	227,6	259,2	291,8	327,6
II. Rückstellungen	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
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	81,5	83,3	85,2	87,4	89,9	92,6	95,7	99,0	102,7
BILANZSUMME	**211,6**	**228,1**	**249,5**	**277,3**	**309,1**	**341,7**	**376,2**	**412,2**	**451,6**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	312,6	350,0	385,0	438,9	496,0	550,6	605,6	666,2	732,8
Gesamtleistung	338,8	345,1	388,6	442,5	499,6	554,2	609,2	669,8	736,4
Rohertrag	114,7	121,1	139,5	161,2	186,1	207,3	227,7	250,1	274,7
EBITDA	26,6	31,4	39,0	49,7	60,6	66,9	73,9	81,5	89,3
EBIT	22,0	26,3	33,5	43,8	54,5	60,6	67,8	75,1	82,5
EBT	21,7	26,0	33,4	43,8	54,6	60,9	68,3	75,9	83,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	16,4	17,3	22,2	29,2	36,5	40,7	45,6	50,7	55,8
JÜ	16,4	17,1	22,0	28,9	36,1	40,3	45,2	50,2	55,3
EPS	0,91	0,95	1,23	1,61	2,01	2,25	2,52	2,80	3,08

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	5,0	17,9	23,6	30,4	37,3	41,1	45,1	49,8	54,5
CF aus Investition	-9,7	-8,2	-8,5	-8,2	-8,1	-8,4	-9,1	-9,9	-10,7
CF Finanzierung	-1,6	-2,9	-3,1	-3,9	-7,6	-11,2	-14,4	-18,4	-20,4
Liquidität Jahresanfa.	19,7	13,3	20,1	32,1	50,3	71,9	93,4	115,1	136,6
Liquidität Jahresende	13,3	20,1	32,1	50,3	71,9	93,4	115,1	136,6	159,9

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	17,4%	12,0%	10,0%	14,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	36,7%	34,6%	36,2%	36,7%	37,5%	37,7%	37,6%	37,5%	37,5%
EBITDA-Marge	8,5%	9,0%	10,1%	11,3%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
EBIT-Marge	7,0%	7,5%	8,7%	10,0%	11,0%	11,0%	11,2%	11,3%	11,3%
EBT-Marge	6,9%	7,4%	8,7%	10,0%	11,0%	11,1%	11,3%	11,4%	11,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,2%	4,9%	5,7%	6,6%	7,3%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
6,8%	41,97	38,88	36,32	34,17	32,34
7,3%	37,63	35,16	33,09	31,31	29,78
7,8%	34,04	32,04	**30,33**	28,85	27,57
8,3%	31,03	29,38	27,96	26,72	25,62
8,8%	28,47	27,10	25,90	24,84	23,91

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
Der Chart stammt von der Börse Frankfurt (https://www.boerse-frankfurt.de).

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.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 03.05.2023 um 11:30 Uhr fertiggestellt und am 03.05.2023 um 12:00 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
03.04.2023	Buy	30,00 Euro	1), 3), 4)
24.02.2023	Buy	30,00 Euro	1), 3), 4)
27.01.2023	Buy	30,00 Euro	1), 3), 4)
22.11.2022	Buy	32,40 Euro	1), 3)
24.10.2022	Buy	32,20 Euro	1), 3), 4)
12.09.2022	Buy	33,00 Euro	1), 3), 4)
05.07.2022	Buy	35,00 Euro	1), 3), 4)
23.05.2022	Buy	35,00 Euro*	1), 3), 4), 10)
04.04.2022	Buy	35,00 Euro*	1), 3), 4), 10)
28.02.2022	Buy	30,75 Euro*	1), 3), 4), 10)
21.01.2022	Buy	30,75 Euro*	1), 3), 4)
22.11.2021	Hold	28,25 Euro*	1), 3), 4)
08.09.2021	Buy	25,25 Euro*	1), 3)
14.06.2021	Hold	23,90 Euro*	1), 3), 4)
05.05.2021	Buy	25,65 Euro*	1), 3)

**angepasst an Aktiensplit 1:3*

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

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanz-

analyse 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.