

11. September 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

Kräftiges Wachstum mit steigender Marge

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 25,55 € | Kursziel: 31,00 € (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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Heek
Branche:	BHKW
Mitarbeiter:	887
Rechnungslegung:	HGB
Bloomberg:	2GB:GR
ISIN:	DE000A0HL8N9
Kurs:	25,55 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	17,9 Mio. Stück
Market Cap:	458,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	457,7 Mio. Euro
Free-Float:	54,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	30,05 / 18,62 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	456,6 Tsd. Euro

Auftragseingang zieht wieder an

Der Trend beim Auftragseingang von 2G zeigt wieder nach oben. Nachdem die Anlagenbestellungen im ersten Halbjahr vor allem aufgrund der schwachen Entwicklung in Deutschland und weiteren wichtigen europäischen Märkten noch um knapp ein Drittel auf 77,6 Mio. Euro zurückgegangen waren, lagen sie im Juli und August wieder über dem Vorjahresniveau. Dabei kamen aus allen wesentlichen Kernregionen positive Impulse. Das Management geht aufgrund der aktuellen Entwicklung davon aus, dass im gesamten dritten Quartal der Auftragsreferenzwert aus dem Q3/2022 deutlich übertroffen wird.

Dynamisches Wachstum

Die Umsatz- und Ertragsentwicklung im laufenden Jahr wird aber ohnehin getragen von einem sehr hohen Auftragsbestand, der sich Ende 2022 auf 177,3 Mio. Euro belaufen hatte und seitdem weiter auf 194 Mio. Euro per Ende Juni gestiegen ist. Und das, obwohl auch der Umsatz in den ersten sechs Monaten bereits um 19 Prozent auf 135,5 Mio. Euro gesteigert werden konnte, wozu der Anlagenabsatz (+27 Prozent auf 58,7 Mio. Euro) den größeren Wachstumsbeitrag

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	246,7	266,3	312,6	350,0	374,5	423,2
EBIT (Mio. Euro)	16,4	17,9	22,0	28,0	32,2	41,9
JÜ (Mio. Euro)	12,0	12,6	16,4*	18,2	21,1	27,7
EpS (Euro)	0,68	0,70	0,91*	1,01	1,18	1,54
Dividende je Aktie (Euro)	0,11	0,13	0,14	0,16	0,19	0,39
Umsatzwachstum	4,4%	8,0%	17,4%	12,0%	7,0%	13,0%
Gewinnwachstum	16,4%	5,3%	30,0%	10,9%	16,2%	31,2%
KUV	1,86	1,72	1,47	1,31	1,22	1,08
KGV	38,3	36,4	28,0	25,2	21,7	16,6
KCF	46,8	51,7	92,0	24,4	19,7	15,5
EV / EBIT	27,8	25,5	20,8	16,3	14,2	10,9
Dividendenrendite	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	1,5%

*inkl. 1,8 Mio. Euro Sondereffekt aus Rückstellungsauflösung

geleistet hat, während das Servicegeschäft um 14 Prozent auf 76,9 Mio. Euro expandierte. 2G profitierte dabei von einem hohen Bestand fertiggestellter oder weitgehend fertiggestellter BHKW Ende letzten Jahres, die im ersten Halbjahr 2023 abgerechnet werden konnten. Zur Abarbeitung des hohen Auftragsbestands wird aber auch die Produktion weiter dynamisch ausgeweitet, so dass es trotz der hohen Auslieferungen im Zeitraum von Januar bis Juni per Saldo auch einen Bestandsaufbau von 30,7 Mio. Euro (Vorjahr: 23,7 Mio. Euro) gab. Die Gesamtleistung hat infolgedessen sogar noch stärker zugelegt als der Umsatz, nämlich um 21 Prozent auf 166,3 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	6M 22	6M 23	Änderung
Gesamtleistung	137,8	166,3	+20,7%
Umsatz	114,0	135,5	+18,9%
- BHKW	46,3	58,7	+27%
- Service	67,7	76,9	+14%
EBIT	2,6	4,1	+61,8%
Nettoergebnis	1,7	2,6	+50,1%
Operativer CF	-4,7	0,1	-
FCF	-9,7	-3,6	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Deutliche Effizienzgewinne

Kostenseitig hat sich das Lead-to-Lean-Projekt und der Fokus auf weitere Verbesserungen der Prozesseffizienz sehr positiv bemerkbar gemacht. Denn das Unternehmen konnte trotz der erzielten Outputsteigerung und einer hohen Auslastung der Produktion von einem Zweischicht- auf einen Einschichtbetrieb wechseln. Dank der Produktivitätszuwächse musste die Belegschaft nur um 5 Prozent auf 887 ausgebaut werden, was zusammen mit den Lohnerhöhungen (durchschnittlich 8 Prozent, teilweise als Inflationsausgleichsprämie) zu einer deutlich unterproportionalen Steigerung des Personalaufwands (+13,6 Prozent auf 32,3 Mio. Euro) geführt hat, womit sich die Aufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) von 20,6 auf 19,4 Prozent reduziert hat. Ebenfalls weniger als die Gesamtleistung zugelegt haben die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+18,5 Prozent auf 16,3 Mio. Euro) und die Abschreibungen (+6,4 Prozent

auf 2,4 Mio. Euro). Leicht margenschmälernd war hingegen die Entwicklung der Materialkosten. Die Verschlechterung der Materialaufwandsquote konnte aber trotz des vor allem im Jahresverlauf 2022 kräftigen Anstiegs der Inputpreise auf 0,3 Prozentpunkte (auf 67,6 Prozent) begrenzt werden, was insbesondere auch auf die Erhöhung der eigenen Preise zurückzuführen ist. Insgesamt wurde damit im ersten Halbjahr ein kräftiger EBIT-Anstieg um 62 Prozent auf 4,1 Mio. Euro erreicht, womit sich die EBIT-Marge (in Relation zum Umsatz) binnen Jahresfrist von 2,2 auf 3,0 Prozent verbessert hat. Nach Abzug des leicht negativen Finanzergebnisses, des Steueraufwands in Höhe von 1,4 Mio. Euro und eines kleinen Ergebnisannteils Dritter führte das zu einem Nettoergebnis von 2,6 Mio. Euro, 50 Prozent mehr als im Vorjahr.

Operativer Cashflow positiv

Das erste Geschäftshalbjahr von 2G geht üblicherweise mit einem Bestandsaufbau einher, auf den in der zweiten Jahreshälfte ein großes Auslieferungsvolumen und die Erlösgenerierung folgen. Daher ist der operative Cashflow der ersten sechs Monate oftmals negativ (wie im ersten Halbjahr 2022 mit -4,7 Mio. Euro). In der laufenden Finanzperiode wurde hingegen ein kleiner operativer Zahlungsmittelüberschuss von 0,1 Mio. Euro erzielt, da die negativen Effekte der Vorratsausweitung insbesondere durch eine kräftige Reduktion der Forderungen (im Nachgang zu einem hohen Umsatzvolumen gegen Jahresende 2022) und durch das stark erhöhte Volumen der Anzahlungen kompensiert wurden. Zusammen mit dem Investitions-Cashflow (-3,7 Mio. Euro, Vorjahr: -5,0 Mio. Euro) errechnet sich daraus ein Free-Cashflow von -3,6 Mio. Euro (Vorjahr: -9,7 Mio. Euro). Ebenfalls liquiditätsbelastend war der Finanzierungs-Cashflow (wegen gezahlten Dividenden, Zinsen und einer Netto-Kredittilgung), was aber teilweise kompensiert wurde durch einen Geldmarktkredit in Höhe von 5,5 Mio. Euro, der zum Halbjahresende aufgenommen wurde, aber nicht im Finanzierungs-CF erfasst wird. Damit hat sich der bilanziell ausgewiesene Kassenbestand nur von 13,5 auf 11,4 Mio. Euro reduziert. Darüber hinaus bestanden zum Stichtag noch frei nutzbare Kreditlinien in Höhe von 9,5 Mio. Euro.

EK-Quote jetzt 49,1 Prozent

Der Bestandsaufbau war maßgeblich verantwortlich für die Ausweitung der Bilanzsumme um 4,7 Prozent auf 221,5 Mio. Euro. Das Eigenkapital hat im ersten Halbjahr trotz des hohen Gewinns hingegen nur minimal, um 0,1 Mio. Euro auf 108,7 Mio. Euro, zugelegt, was mit der ausgezahlten Dividende zu erklären ist. Damit hat sich die EK-Quote im ersten Halbjahr von 51,3 auf 49,1 Prozent reduziert, bleibt aber weiter sehr komfortabel. Da der größte Teil des Gewinns üblicherweise im zweiten Halbjahr erzielt wird (und die Dividendenbelastung dann schon verarbeitet ist), wird die Eigenkapitalquote bei einem planmäßigen Verlauf bis zum Jahresende wieder zulegen.

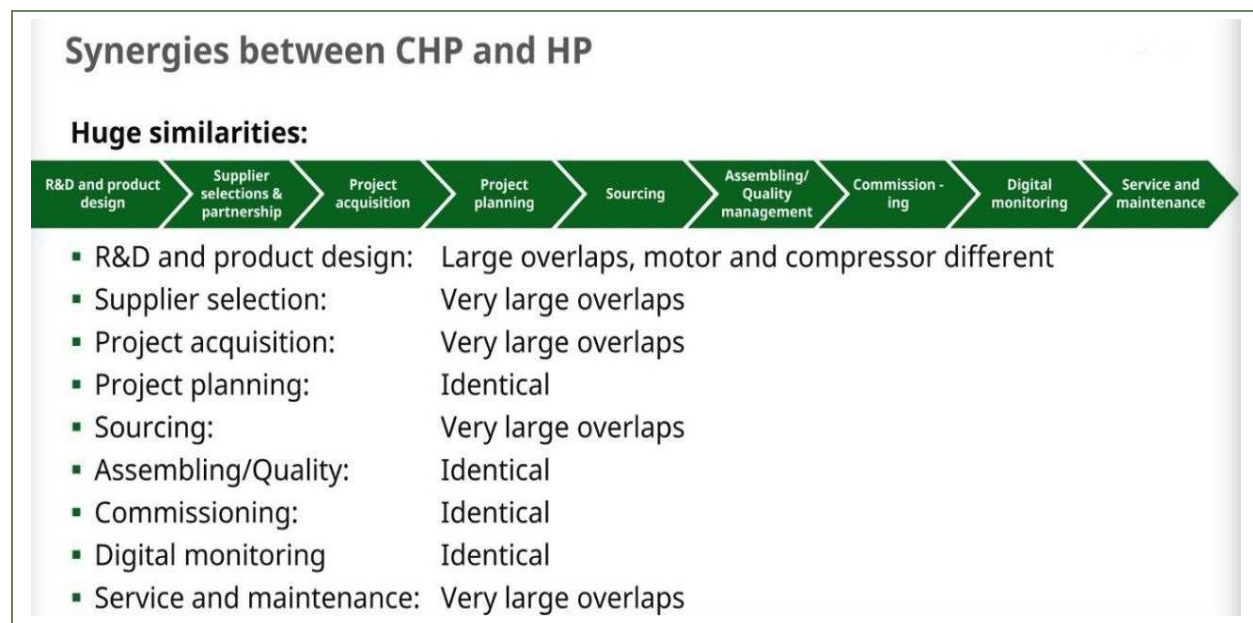
Optimistischer Ausblick

Der deutliche Zuwachs von Umsatz und Produktion, die kräftige Bestandserhöhung und die erzielte Margenverbesserung schon im ersten Halbjahr stellen aus Sicht des Managements eine gute Basis dar, die Jahresziele zu erreichen. Das Unternehmen hat daher die Guidance bekräftigt, die für das Gesamtjahr einen Umsatz von 310 bis 350 Mio. Euro (2022: 312,6 Mio. Euro) und eine EBIT-Marge von 6,5 bis 8,5 Prozent (2022: 7,0 Prozent) vorsieht. Eine genauere Eingrenzung wurde noch nicht vorgenommen – im Earnings-Call wurde auf die geschäftsimmanente Un-

sicherheit verwiesen, in welchem Ausmaß im zweiten Halbjahr Anlagen zur Schlussabrechnung geführt werden können. Wenn sich der Abschluss mehrerer Aufträge über den Bilanzstichtag hinaus auf Anfang des nächsten Jahres verschiebt, kann das einen erheblichen Einfluss auf die ausgewiesenen Zahlen nehmen.

Stärkung mit Zukauf

Insgesamt belegen die Zuwächse bei Umsatz und Gesamtleistung und der wieder anziehende Auftragseingang, dass sich 2G auf einem dynamischen Expansionspfad bewegt. Dieser wird durch einen synergetischen Ausbau der Produktpalette zusätzlich abgesichert, wobei vor allem der Bereich der Großwärmepumpen aktuell anvisiert wird. Für einen beschleunigten Markteinstieg hat das Unternehmen kürzlich die holländische Gesellschaft NRGTEQ B.V., die sich auf Wärmepumpen im Leistungsbereich von 100 bis 1.000 kWth spezialisiert und in den letzten Jahren Erlöse zwischen 1,5 und 3,0 Mio. Euro erzielt hat, übernommen. Das Team von NRGTEQ wird weiter verantwortlich für die Produktentwicklung und den Vertrieb in ihrem Kernmarkt Benelux bleiben, 2G wird hingegen am Stammsitz in Heek schrittweise eine Serienfertigung im industriellen Maßstab aufbauen und die Vermarktung in den anderen Märkten übernehmen.



Synergien BHKW- und Großwärmepumpengeschäft; Quelle: Unternehmen

Angebot einer Systemlösung

Das Management sieht sehr hohe Synergien zwischen dem BHKW- und dem Großwärmepumpengeschäft, die von F&E und den Zulieferbeziehungen, über die Projekteamakquisition und -planung, bis zur Produktion, Inbetriebnahme sowie dem Monitoring und Service reichen (siehe Abbildung unten auf der vorherigen Seite). Auch in anderer Hinsicht ist die Erweiterung der Produktpalette um Großwärmepumpen sehr aussichtsreich: BHKW und Wärmepumpen spielen unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen ihre Stärken aus. Während die Blockheizkraftwerke an Tagen mit hohem Bedarf und hohen Strompreisen (Winter, diesiges Wetter, etc.) zum Einsatz kommen, können Wärmepumpen die Erzeugung in Phasen mit niedrigen Strompreisen übernehmen. Das macht ein solches Gesamtsystem, das mit den Steuerungslösungen von 2G betrieben wird, sehr effizient und sorgt für insgesamt niedrige Gestehungskosten.

Wärmeplanung als Treiber

Die deutsche Regierung versucht aktuell mit verschiedenen Initiativen, den Ressourcenverbrauch und den CO₂-Output der Wärmeherstellung zu reduzieren. Ein wichtiger Baustein dafür ist das Wärmeplanungsgesetz, das die Kommunen zur Aufstellung eines Wärmeplans verpflichtet, um den Einsatz erneuerbarer Energien in diesem Bereich zu steigern, so dass die Erzeugung schließlich spätestens 2045 klimaneutral erfolgt. Die Umsetzung der Vorgaben in den Kommunen wird nach einer längeren Planungsphase (2G schätzt diese auf durchschnittlich zwei bis drei Jahre) voraussichtlich zu einer deutlichen Stimulierung der Investitionen im Sektor führen. Und Systemlösungen aus BHKW und Großwärmepumpen könnten dabei eine wichtige Rolle spielen, weswegen 2G sich schon jetzt entsprechend positioniert.

Hoher Bedarf

Nach der Außerbetriebnahme der letzten Kernkraftwerke und mit der anstehenden Abschaltung von Kohlekraftwerken bei einem gleichzeitig im Trend steigenden Stromverbrauch (u.a. wegen E-Mobilität und Ausbau der Wärmepumpen-Installationsbasis) besteht ein großer Bedarf für neue Kraftwerkskapazi-

täten in Deutschland. Wegen der hohen Volatilität in der Erzeugung müssen PV- und Windkraftanlagen durch regelbare Einheiten flankiert werden, die aber auch einen Beitrag zur Reduzierung der Emissionen leisten sollen. Gasbetriebene KWK-Anlagen (in Kopplung mit Wärmepumpen) sind dafür prädestiniert. Die Regierung scheint im Moment allerdings noch den Bau von großen Gaskraftwerken zu bevorzugen. Da diese aber eine sehr lange Realisierungszeit haben und umfangreiche Vorbereitungen für neue Großanlagen im Moment nicht bekannt sind, dürften die Ziele hier verfehlt werden. Ein Schwenk auf kleine, vergleichsweise schnell realisierbare KWK-Anlagen, die zudem (im Fall von 2G) eine einfache Möglichkeit bieten, bei ausreichender Verfügbarkeit des Brennstoffs auf Wasserstoff umzusteigen, scheint daher fast zwangsläufig. Wasserstoff spielt ohnehin eine zentrale Rolle in den Plänen der Regierung, mit dem Update der Nationalen Wasserstoffstrategie wurden sehr konkrete Ziele für den Ausbau des Bereichs formuliert: Bereits 2027/28 soll ein Leitungsnetz für das Gas mit einer Länge von 1.800 km aufgebaut werden und das Ziel für die Elektrolysekapazität im Jahr 2030 wurde von 5 auf 10 GW verdoppelt. Wasserstoffbetriebene Kraftwerke werden vor diesem Hintergrund in Deutschland eine immer wichtigere Rolle spielen. Von dem hiesigen Markt wird infolgedessen mittelfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit ein weiterer Wachstumsschub für das Geschäft von 2G ausgehen.

Attraktive Expansionschancen

Deutschland wird daher ein sehr wichtiger Kernmarkt für 2G bleiben, aber auch international sind die Wachstumstreiber intakt – und wirken vor allem jetzt schon. Aktuell verspürt das Unternehmen beispielsweise eine anziehende Nachfrage in einigen Ländern Osteuropas. Deutlich positive Impulse dürften zudem nun von den USA ausgehen, wo der Inflation Reduction Act inzwischen für eine Belebung der Nachfrage sorgt. Auch das Thema Wasserstoff-BHKW gewinnt weiter an Gewicht, das Unternehmen verspürt derzeit ein deutlich anziehendes Interesse aus Asien.

Margenschätzungen erhöht

Wir haben für 2G ein Expansionsszenario mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 11,3 Prozent

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	350,0	374,5	423,2	482,5	540,4	599,8	665,8	739,0
Umsatzwachstum		7,0%	13,0%	14,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	8,0%	8,6%	9,9%	10,9%	11,0%	11,2%	11,3%	11,3%
EBIT	28,0	32,2	41,9	52,7	59,3	67,0	75,0	83,2
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	9,2	10,6	13,8	17,4	19,6	22,1	24,8	27,5
NOPAT	18,8	21,5	28,0	35,3	39,7	44,9	50,3	55,8
+ Abschreibungen & Amortisation	5,5	6,5	6,9	7,1	7,4	7,1	7,5	7,9
+ 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	24,8	28,5	35,4	43,0	47,6	52,5	58,2	64,1
- Zunahme Net Working Capital	-11,0	-5,4	-6,0	-6,8	-7,5	-8,3	-9,2	-10,1
- Investitionen AV	-9,5	-7,1	-6,8	-6,8	-7,0	-7,8	-8,7	-9,6
Free Cashflow	4,3	16,0	22,6	29,4	33,0	36,4	40,4	44,4

(2023 bis 2030) modelliert und sehen aktuell keinen Anlass, daran etwas zu ändern. Wir hatten schon bislang einen erfolgreichen Aufbau des Großwärmepumpengeschäfts unterstellt, diese Annahme ist mit der Übernahme von NRGTEQ nun untermauert worden. Unsere Erlösprognose für den Bereich heben wir vorerst noch nicht an. Auch unsere Umsatzschätzung für dieses Jahr bleibt unverändert und beträgt weiterhin 350 Mio. Euro, was einer Steigerung um 12 Prozent zur Vorperiode entsprechen würde (der Beitrag von NRGTEQ ist uns noch zu gering für eine Änderung). Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen den BHKW-Umsatz um 15 Prozent auf 189 Mio. Euro und die Serviceerlöse um 9 Prozent auf 161 Mio. Euro steigern kann. Zugleich erwarten wir nun nicht mehr einen Bestandsabbau von 5 Mio. Euro, sondern einen Bestandsaufbau von 10 Mio. Euro (im Zuge der Abarbeitung des großen Auftragsbestands), der den FCF in diesem Jahr etwas belasten wird. Außerdem haben wir die geschätzten Investitionen wegen des Zukaufs moderat erhöht. Etwas positiver sehen wir nach der deutlichen Ergebnisverbesserung im ersten Halbjahr die Margenperspektiven für 2023. Nach einer Aktualisierung der Kostenschätzungen mit etwas höheren Personal- und Materialkosten und etwas niedrigeren SBA erwarten wir nun eine EBIT-Marge von 8,0 Prozent (bislang: 7,5 Prozent), die damit jetzt

in der oberen Hälfte der Zielspanne des Managements liegt. Auch für 2024 haben wir unsere Margenschätzung leicht angehoben, von 8,5 auf 8,7 Prozent, danach ist der Pfad unverändert. Die Tabelle oben enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 15-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 7,8 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 35 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent.

Kursziel: 31,00 Euro

Aus der Diskontierung der Schätzungen resultiert ein fairer Wert von 554 Mio. Euro oder 30,86 Euro je Aktie. Die Effekte aus den Anpassungen bei der

Marge und dem FCF in 2023 haben sich in etwa aufgehoben, daher bleibt unser Kursziel unverändert bei 31,00 Euro (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Das Prognoserisiko

stufen wir weiterhin mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

2G Energy hat sich im ersten Halbjahr sehr positiv entwickelt. Der Umsatz konnte um 19 Prozent auf 135,5 Mio. Euro gesteigert und das EBIT deutlich überproportional um 62 Prozent auf 4,1 Mio. Euro verbessert werden. Besonders beeindruckend ist auch die Outputsteigerung um 20,7 Prozent auf 166,3 Mio. Euro. Mit dem kräftigen Bestandsausbau wird die weitere Auslieferung von Anlagen aus dem sehr hohen Auftragsbestand (194 Mio. Euro) vorbereitet. Das sorgt für eine gute Basis, um die Jahresziele zu erreichen. Anvisiert wird ein Umsatz von 310 bis 350 Mio. Euro (2022: 312,6 Mio. Euro) und eine EBIT-Marge von 6,5 bis 8,5 Prozent (2022: 7,0 Prozent).

Etwas schwach war im ersten Halbjahr der Auftragszugang, was vor allem auf eine große Verunsicherung in Deutschland und eine verhaltene Entwicklung in Teilen Europas wegen der Krisenstimmung zurückzuführen ist. Im dritten Quartal hat sich der Auftrags-

zugang aber wieder deutlich belebt und wird voraussichtlich über Vorjahr liegen.

Insgesamt bewegt sich 2G Energy damit auf einem dynamischen Expansionspfad. Der Bereich Wasserstoff bietet ebenso noch großes Potenzial wie das Geschäft mit Großwärmepumpen, das mit der Übernahme des holländischen Unternehmens NRGTEQ nun beschleunigt ausgebaut wird.

Wir erwarten für 2G ein deutliches Umsatz- und Gewinnwachstum in den nächsten Jahren. Auf Basis der Halbjahreszahlen haben wir unsere Margenschätzungen für 2023 und 2024 erhöht, zugleich wegen der Übernahme von NRGTEQ aber den FCF etwas reduziert. In Summe ist unser Kursziel unverändert geblieben und beträgt weiterhin 31,00 Euro. Die Aktie bietet damit ein attraktives Aufwärtspotenzial, was weiterhin das Urteil „Buy“ rechtfertigt.

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 49,1 Prozent (30.06.23) sehr solide aufgestellt.

Chancen

- Ein aktuell hoher Auftragsbestand sichert das geplante Wachstum in diesem Jahr schon sehr gut ab.
- Mit einer Übernahme ist der Einstieg in das Geschäft mit Großwärmepumpen bereits gelungen, hier bietet sich ein hohes Wachstumspotenzial.
- 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 und erhöht das Potenzial im Bereich der Schwachgase (Deponiegas, Biogas, etc.).
- Mit einer weiteren Internationalisierung werden sukzessive neue, attraktive Märkte erschlossen.
- 2G arbeitet kontinuierlich an der Digitalisierung im Service und der Anlagensteuerung sowie an der Industrialisierung der Produktion und dürfte damit weiter Effizienzfortschritte erzielen.

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.

Risiken

- Der Auftragseingang im ersten Halbjahr war relativ schwach, hat sich in Q3 dann aber belebt. Angesichts schwieriger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen ist nicht sicher, ob sich dieser jüngste Trend in den nächsten Quartalen fortsetzen wird.
- Die Entwicklung in Nordamerika verfehlt bislang die Erwartungen. Noch gibt es keine deutlichen Belege dafür, dass der Inflation Reduction Act für eine kräftige Belebung sorgt.
- Steigende Personal- und Materialkosten 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	39,1	40,9	42,0	42,8	43,7	45,6	47,9	50,9
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	31,7	33,4	34,5	35,4	36,4	38,0	40,2	43,0
II. UV Summe	176,2	190,1	208,5	234,1	264,2	295,6	328,5	362,6	400,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	108,6	124,5	142,9	167,4	196,0	225,6	257,3	290,5	327,2
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	84,9	86,8	88,9	91,3	94,0	97,0	100,4	104,0
BILANZSUMME	211,6	230,8	251,1	277,8	308,8	341,0	375,7	412,3	452,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	312,6	350,0	374,5	423,2	482,5	540,4	599,8	665,8	739,0
Gesamtleistung	338,8	360,1	378,1	426,8	486,1	544,0	603,4	669,4	742,6
Rohrertrag	114,7	129,1	136,9	155,5	181,1	203,5	225,5	249,9	277,0
EBITDA	26,6	33,1	38,1	48,0	59,1	65,7	73,2	81,5	90,1
EBIT	22,0	28,0	32,2	41,9	52,7	59,3	67,0	75,0	83,2
EBT	21,7	27,7	32,1	42,1	53,3	60,3	68,4	76,9	85,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	16,4	18,4	21,3	28,0	35,5	40,1	45,6	51,3	57,0
JÜ	16,4	18,2	21,1	27,7	35,1	39,7	45,1	50,7	56,5
EPS	0,91	1,01	1,18	1,54	1,96	2,21	2,52	2,83	3,15

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	5,0	18,8	23,2	29,6	36,7	40,8	45,2	50,4	55,6
CF aus Investition	-9,7	-10,7	-8,3	-8,0	-8,0	-8,2	-9,0	-9,9	-10,8
CF Finanzierung	-1,6	-4,5	-3,2	-3,7	-7,2	-10,8	-14,2	-18,4	-20,6
Liquidität Jahresanfa.	19,7	13,3	16,8	28,5	46,4	67,9	89,6	111,7	133,8
Liquidität Jahresende	13,3	16,8	28,5	46,4	67,9	89,6	111,7	133,8	158,0

Kennzahlen

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

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,8%	42,84	39,65	37,02	34,80	32,91
7,3%	38,43	35,88	33,74	31,91	30,33
7,8%	34,78	32,71	30,86	29,42	28,09
8,3%	31,73	30,02	28,54	27,26	26,13
8,8%	29,12	27,70	26,45	25,36	24,39

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 11.09.2023 um 6:50 Uhr fertiggestellt und am 11.09.2023 um 8:45 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
02.08.2023	Buy	31,00 Euro	1), 3), 4)
26.05.2023	Buy	31,70 Euro	1), 3), 4)
03.05.2023	Buy	30,00 Euro	1), 3), 4)
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)

*angepasst an Aktiensplit 1:3

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: zwei Updates und fünf 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 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 Finanz-

analyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden 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.