

22. April 2024
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

Deutliche Belebung im US-Geschäft als weiterer Wachstumstreiber

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 22,80 € | Kursziel: 34,00 € (zuvor: 33,40 €)

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:	949
Rechnungslegung:	HGB
Bloomberg:	2GB:GR
ISIN:	DE000A0HL8N9
Kurs:	22,80 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	17,9 Mio. Stück
Market Cap:	409,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	404,8 Mio. Euro
Free-Float:	54,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	30,05 / 19,92 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	497 Tsd. Euro

Umsatz steigt um 17 Prozent

2G hat im letzten Jahr einen hohen Auftragsbestand in einen starken Anstieg der BHKW-Erlöse um 22 Prozent auf 200 Mio. Euro ummünzen können. Ein wichtiges Zugpferd war dabei der deutsche Markt (+49 Prozent auf 123,1 Mio. Euro), wo im Jahresverlauf die Engpassprobleme, die Kunden auf ihren Baustellen zuvor gehabt hatten, überwunden werden konnten, was ein hohes Volumen von Schlussabrechnungen im vierten Quartal ermöglicht hat. Der Anlageumsatz im übrigen Europa (-13 Prozent auf 50,2 Mio. Euro) und in Nord- und Mittelamerika (-19 Prozent auf 9,6 Mio. Euro) lag hingegen unter Vorjahr. Während die Entwicklung in Europa in etlichen Märkten verhalten war, hat das US-Geschäft unter einer langwierigen Geschäftsanbahnung für Projekte im Rahmen des Inflation Reduction Act (wegen der nötigen Steuer- und Finanzoptimierung der Kunden) gelitten. Dafür konnte 2G Energy den Umsatz in Asien/Australien (+22 Prozent auf 8,9 Mio. Euro) und in den übrigen Märkten (+69 Prozent auf 8,1 Mio. Euro) deutlich steigern. In allen Regionen zugelegt hat das Servicegeschäft, wobei die Wachstumsrate zwischen 5 Prozent in Nord-/Mittelamerika und 45

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	266,3	312,6	365,1	378,1	434,8	495,6
EBIT (Mio. Euro)	17,9	22,0	27,6	34,5	44,0	55,3
JÜ (Mio. Euro)	12,6	16,4*	17,9	22,5	29,1	36,7
EpS (Euro)	0,70	0,91*	1,00	1,25	1,62	2,05
Dividende je Aktie (Euro)	0,13	0,14	0,17	0,20	0,40	0,59
Umsatzwachstum	8,0%	17,4%	16,8%	3,6%	15,0%	14,0%
Gewinnwachstum	5,3%	30,0%	9,5%	25,3%	29,2%	26,4%
KUV	1,54	1,31	1,12	1,08	0,94	0,83
KGV	32,4	25,0	22,8	18,2	14,1	11,1
KCF	46,2	82,1	34,9	13,4	13,1	10,6
EV / EBIT	22,6	18,4	14,6	11,7	9,2	7,3
Dividendenrendite	0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,7%	2,6%

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

Prozent in Asien/Australien lag. Insgesamt summierten sich die Serviceerlöse auf 165,1 Mio. Euro (+11 Prozent), so dass 2G Energy mit dem Anlagenverkauf, Dienstleistungen und Ersatzteilen im letzten Geschäftsjahr 365,1 Mio. Euro eingenommen hat, 17 Prozent mehr als im Vorjahr. Damit wurde der Ende Februar gemeldete vorläufige Umsatz bestätigt. Das Unternehmen hat damit sowohl die eigene Zielspanne (310 bis 350 Mio. Euro) als auch unsere Schätzung (350 Mio. Euro) vor Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen übertroffen. Die Gesamtleistung hat mit 9,5 Prozent auf 371,0 Mio. Euro nicht ganz so stark zugelegt, da der Bestandsaufbau wegen des hohen Volumens der Schlussabrechnungen von +26,0 Mio. Euro im Vorjahr auf +5,8 Mio. Euro zurückgegangen ist.

Geschäftszahlen	2022	2023	Änderung
Gesamtleistung	338,8	371,0	+9,5%
Umsatz	312,6	365,1	+16,8%
- BHKW	164,5	200,0	+21,6%
- Service	148,1	165,1	+11,5%
EBIT	22,0	27,6	+25,9%
EBIT-Marge	7,0%	7,6%	+0,6Pp.
Jahresergebnis	16,4*	17,9	+9,5%

In Mio. Euro bzw. Prozent; *inkl. 1,8 Mio. Euro Sonderertrag aus Rückstellungsauflösung; Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge verbessert

Mit dem starken Wachstum im Anlagengeschäft hat sich der Materialaufwand um 6,3 Prozent auf 238,3 Mio. Euro erhöht, blieb damit aber deutlich unter dem Anstieg der Gesamtleistung. Hier hat sich erfolgreiche, aber zeitverzögerte Weitergabe höherer Kosten, die vor allem 2022 deutlich gestiegen waren, über Preiserhöhungen in einem Rückgang der Materialaufwandsquote von 66,1 auf 64,2 Prozent bemerkbar gemacht. Damit konnte auch der Anstieg der Personalaufwandsquote von 16,8 auf 17,3 Prozent kompensiert werden, der vor allem aus kräftigen Lohn- und Gehaltssteigerungen und einer Ausweitung des Mitarbeiterstamms für Expansionsthemen sowie, in eher geringem Umfang, aus der Übernahme des niederländischen Wärmepumpenanbieters NRGTEQ resultierte. In Summe überwogen die positiven Effekte, so

dass das EBITDA überproportional zugelegt hat, um 29 Prozent auf 34,3 Mio. Euro. Das gilt auch für das EBIT, das um 26 Prozent auf 27,6 Mio. Euro gestiegen ist, gleichbedeutend mit einer Verbesserung der Marge von 7,0 auf 7,6 Prozent. Wir hatten mit einem EBIT von 28,5 Mio. Euro gerechnet, sehen unsere Schätzung operativ aber dennoch als erreicht bzw. sogar als leicht übertroffen an. Die Differenz erklärt sich nämlich durch einen Sondereffekt in den Abschreibungen, die mit 6,7 Mio. Euro (+2 Mio. Euro) deutlich höher ausgefallen sind als von uns erwartet (5,1 Mio. Euro). Ursächlich dafür ist der Abriss eines Gebäudes auf einem in Heek erworbenen Grundstück, weil es für die neu geplante Wärmepumpenherstellung nicht geeignet war. Allein das hat zu einer – einmaligen – Abschreibung von 0,9 Mio. Euro geführt.

Dividende wird um 21 Prozent erhöht

Bei einem wegen des höheren Zinsaufwands leicht verschlechterten Finanz- und Beteiligungsergebnis (von -0,4 auf -0,6 Mio. Euro) resultiert aus dem operativen Ergebnis ein Vorsteuergewinn von 27,3 Mio. Euro (Vorjahr: 23,6 Mio. Euro). Bei einer auch relativ etwas höheren Steuerlast (Quote von 33,6 Prozent, Vorjahr: 30,2 Prozent) führt das nach geringen Anteilen Dritter zu einem Konzernüberschuss von 17,9 Mio. Euro, ein Anstieg um 9,5 Prozent zum Vorjahr. Die Gremien haben daraufhin eine Anhebung der Dividende von 0,14 auf 0,17 Euro je Aktie vorgeschlagen, das entspricht einem Zuwachs von 21 Prozent. In Relation zum aktuellen Kurs errechnet sich daraus eine Dividendenrendite von 0,7 Prozent.

Operativer Cashflow weit über Vorjahr

Dank der deutlichen Ergebnisverbesserung hat sich auch der operative Cashflow von 5,0 auf 11,7 Mio. Euro kräftig erhöht. Und das, obwohl sich der Anstieg des Working Capital mit einem negativen Cash-Effekt von -16,3 Mio. Euro fortgesetzt hat. Hier hat sich vor allem das gegen Jahresende stark gestiegene Geschäft außerhalb von Europa niedergeschlagen, das mit deutlich niedrigeren Anzahlungen verbunden ist. Gestiegen sind auch die Auszahlungen für Investitionen (von -9,8 auf -11,4 Mio. Euro), wofür diverse Themen (Einführung ERP-System, Fuhrparkaufstockung im Service, Immobilien), insb. auch die Über-

nahme von NRGTEQ, verantwortlich waren. Insgesamt wurde somit ein leicht positiver Free-Cashflow (+0,3 Mio. Euro) erzielt. Bei einem etwas größeren Abfluss aus Finanzierungstätigkeit (-1,2 Mio. Euro), u.a. wegen der Dividendenzahlung, hat sich die Liquidität im Jahresverlauf von 13,3 auf 12,3 Mio. Euro leicht reduziert, bewegt sich aber weiterhin auf einem komfortablen Niveau.

EK-Quote auf 54,5 Prozent erhöht

Dominiert wird die Aktivseite der Bilanz weiterhin von den Vorräten, die sich binnen Jahresfrist von 102,6 auf 109,8 Mio. Euro erhöht haben, das entspricht 48,3 Prozent der Bilanzsumme (227,5 Mio. Euro). Dahinter folgen als zweitgrößte Position die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (58,6 Mio. Euro, 25,7 Prozent), während auf Sachanlagen nur 28,4 Mio. Euro bzw. 12,5 Prozent entfallen. Auf der Passivseite steht dem ein Eigenkapital von 124,0 Mio. Euro gegenüber, das sich im Jahresverlauf damit um 14 Prozent erhöht hat. Da die Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen zugleich nur geringfügig, um 0,5 Prozent auf 103,5 Mio. Euro, zugenommen hat, konnte die EK-Quote von 51,3 Prozent Ende 2022 auf 54,5 Prozent verbessert werden und fällt damit sehr solide aus.

Steigende Dynamik im Auftragseingang

In Relation zu einem hohen Vorjahreswert hat sich der Auftragseingang im Jahr 2023 in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld insbesondere in Deutschland (-20 Prozent auf 86 Mio. Euro) und den übrigen europäischen Ländern (-37 Prozent) deutlich reduziert. Zuwächse gab es hingegen in Amerika sowie in Asien, Australien und den übrigen Auslandsmärkten, so dass der Auftragseingang aus dem Ausland insgesamt um 4 Prozent auf 82,9 Mio. Euro zugelegt hat. Im Jahresverlauf war dabei eine deutliche Dynamisierung zu beobachten: Während das Bestellvolumen im ersten Halbjahr 2023 noch um rund 30 Prozent unter Vorjahr lag, gab es im dritten und vierten Quartal Zuwächse um 12 bzw. 28 Prozent. Dieser positive Trend hat sich im ersten Quartal 2024 mit einem Anstieg um 26 Prozent auf 51,7 Mio. Euro fortgesetzt. Neben einer soliden Dynamik in Deutschland (+11 Prozent auf 23,5 Mio. Euro) und einer deutlichen Belebung

im übrigen Europa (+44 Prozent auf 14,4 Mio. Euro) ist vor allem der starke Anstieg in Nordamerika (+290 Prozent auf 10,1 Mio. Euro) erfreulich. Nach einer längeren und komplexen Anbahnungsphase schlägt sich die Investitionsförderung durch den IRA endlich positiv nieder, so dass gemäß Finanzvorstand Pehle der „Knoten im US-Auftragseingang geplatzt ist“.

Margensprung anvisiert

Aufgrund des hohen Abrechnungsvolumens im Schlussquartal 2023 ist 2G Energy mit einem Auftragsbestand von 156 Mio. Euro in die neue Finanzperiode gestartet, der damit um 12 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Dieser war allerdings auch durch einen gewissen Rückstau resultierend aus Engpässen auf Kundenbaustellen geprägt (was zu einem hohen Bestandsaufbau geführt hatte). Inzwischen hat sich die Lage normalisiert, außerdem hat 2G die Durchlaufzeiten in der Produktion weiter verbessert. In Kombination mit der dynamischen Entwicklung des Auftragseingangs ist der Umsatzausblick für die laufende Periode sogar noch etwas optimistischer ausgefallen als zuvor. Das Management sieht die Zielspanne jetzt bei 360 bis 390 Mio. Euro, womit das untere Ende nun um 10 Mio. Euro höher liegt als bislang. In der Planung enthalten sind bereits 10 Mio. Euro Umsatz aus dem neuen Wärmepumpengeschäft. Unverändert geblieben ist hingegen das Margenziel, das eine deutliche Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,5 bis 10,0 Prozent vor allem aufgrund einer weiteren Normalisierung der Materialaufwandsquote vorsieht. Die Quoten der Personalaufwendungen und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollen währenddessen in etwa stabil bleiben.

Starke Wachstumsimpulse für 2025

Für 2025 sieht die Planung des Managements einen weiteren Umsatzsprung auf bis zu 450 Mio. Euro vor. Einen wichtigen Treiber hierfür stellt die erwartete positive Entwicklung in den USA dar. Hier rechnet 2G auch für das zweite und dritte Quartal mit einem höheren Bestellvolumen, da es im Rahmen des IRA notwendig ist, mit der Projektumsetzung bis zum Jahresende zu starten, um sich die Förderung zu sichern. Im nächsten Jahr sollte daraus dann ein steigender US-Umsatz resultieren. Auch in Kanada wird 2G vo-

raussichtlich von einem Förderprogramm profitieren. Ein deutlicher Wachstumsbeitrag wird darüber hinaus von dem Geschäft mit Großwärmepumpen ausgehen, für das 2G die Serienfertigung am Stammsitz sowie den Vertrieb außerhalb der Benelux-Region (die weiter direkt von der Tochter NRGTEQ bearbeitet wird) aufbaut, was nun peu à peu in die Akquise größerer Aufträge münden soll. Zudem dürfte ab Mitte 2024 zunächst in den USA ein neues Produkt – ein sogenannter Demand-Response-Motor („Peaker“) für die temporäre Stromversorgung, der zwischen einem Notstromgenerator und einem dauerlaufendem BHKW angesiedelt ist – vermarktet werden, von dem schon 2025 eine niedrige dreistellige Stückzahl verkauft werden soll. Zu guter Letzt ist die Dynamik abseits der Kernmärkte Europa und USA aktuell beeindruckend. Das Unternehmen sieht darin einen Erfolg des aufgebauten Partnervertriebs und hält nach eigener Aussage einen „gewaltigen Schub“ in diesen Regionen perspektivisch für möglich. So sind u.a. die Geschäftsaussichten für mehrere Länder in Asien und Mittelamerika, in denen sich 2G bereits mit Partnern etabliert hat, sehr positiv.



Quelle: Unternehmen

Hoffnungsträger Green Cube

Durch die Produktoffensive hat sich 2G mit drei potenzialträchtigen Produkten inzwischen deutlich breiter aufgestellt (siehe Abbildung). Große Chancen bestehen insbesondere auch in der Kombination der Produkte zu größeren Energieerzeugungseinheiten (ggfs. mit Speichern), da diese in unterschiedlichen Marktphasen ihre Stärken ausspielen. So können Großwärmepumpen vor allem in Zeiten mit niedri-

gen Strompreisen (etwa bei hoher Verfügbarkeit von Solar- und Windenergie) genutzt werden, während das BHKW die Phasen mit hohen Strompreisen abdeckt. Anfang April hat 2G erstmals einen Kombinationsauftrag für ein BHKW und eine 2G-Großwärmepumpe akquiriert, die künftig die Versorgung in einem Nahwärmenetz sicherstellen. Das Unternehmen vermarktet die Gesamtlösung, die auch die Systemsteuerung beinhaltet, unter dem Namen „Green Cube“ und sieht hier erhebliche Marktchancen.

Geringfügige Modellanpassungen

Insgesamt überzeugen bei 2G sowohl die Wachstums- als auch die Margenaussichten. Wir haben das in unserem Bewertungsmodell bereits abgebildet und sehen nach den Jahreszahlen wenig Anpassungsbedarf. Für 2024 hatten wir bislang einen Umsatz von 378 Mio. Euro sowie eine EBIT-Marge von 9,1 Prozent erwartet – das behalten wir bei und haben lediglich im Detail in der Kostenstruktur kleine Anpassungen vorgenommen. Das gilt auch für den weiteren Verlauf, mit einem unverändert unterstellten Umsatzanstieg auf rund 435 Mio. Euro in 2025 und einem weiteren Margenanstieg auf 10,1 Prozent. Die Zielmarge zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir nach wie vor bei 11,5 Prozent und die durchschnittliche Wachstumsrate bis dahin haben wir auf 12 Prozent (CAGR24/31) taxiert. Die Tabelle oben auf der nächsten Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.

Diskontierungszins etwas höher

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 15-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Etwas erhöht hat sich hingegen der Diskontierungszinssatz (WACC), und zwar von 7,8 auf 8,1 Prozent. Dabei haben wir wegen des jüngsten Anstiegs der EK-Quote und der aufgrund der steigenden Profitabilität zu erwartenden weiteren Verbesserung den Eigenkapitalanteil in der Zielkapitalstruktur des Modells von 65 auf 70 Prozent angehoben. Bei unveränderten Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Markt-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	378,1	434,8	495,6	555,1	616,2	684,0	759,2	842,7
Umsatzwachstum		15,0%	14,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT-Marge	9,1%	10,1%	11,1%	11,2%	11,3%	11,5%	11,5%	11,5%
EBIT	34,5	44,0	55,3	62,0	69,6	78,4	87,1	96,6
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	11,4	14,5	18,2	20,5	23,0	25,9	28,7	31,9
NOPAT	23,1	29,5	37,0	41,5	46,6	52,5	58,4	64,7
+ Abschreibungen & Amortisation	6,4	6,9	7,2	7,5	7,7	7,6	7,9	8,4
+ 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	30,1	36,9	44,7	49,5	54,8	60,7	66,8	73,6
- Zunahme Net Working Capital	-4,7	-6,1	-6,9	-7,7	-8,5	-9,4	-10,4	-11,5
- Investitionen AV	-7,2	-7,0	-7,0	-7,2	-8,0	-8,9	-9,9	-11,0
Free Cashflow	18,2	23,7	30,8	34,6	38,3	42,4	46,5	51,2

risikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), einem FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultieren daraus die neuen WACC.

Neues Kursziel: 34,00 Euro

Aus der Diskontierung der Schätzungen resultiert ein neuer fairer Wert von 610 Mio. Euro oder 33,99 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 34,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermitt-

lung findet sich im Anhang). Der leichte Anstieg gegenüber unserer bisherigen Taxe (zuvor: 33,40 Euro) ist dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 geschuldet, der auch den etwas erhöhten Diskontierungszins kompensiert hat. Das Prognoserisiko stufen wir weiterhin mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

2G Energy ist 2023 dynamisch gewachsen. Der Umsatz erhöhte sich um 16,8 Prozent auf 365,1 Mio. Euro, während das EBIT sogar um 25,9 Prozent auf 27,6 Mio. Euro gesteigert wurde. Damit hat sich die EBIT-Marge von 7,0 auf 7,6 Prozent verbessert.

Mitverantwortlich dafür war ein sehr hohes Volumen an Schlussabrechnungen im vierten Quartal. Dieses trug andererseits dazu bei, dass der Auftragsbestand zum Jahresende mit 156,2 Mio. Euro unter dem Vorjahresniveau (177,3 Mio. Euro), welches allerdings von einem gewissen extern bedingten Abarbeitungsrückstau geprägt gewesen war, gelegen hat. Gleichwohl stellt der Auftragsbestand eine gute Basis für weiteres Wachstum dar. Zusätzlich sorgt die zuletzt dynamische Entwicklung des Auftragseingangs, der dank der weiter verkürzten Produktionsdurchlaufzeit im größeren Umfang schon dieses Jahr umsatzwirksam werden dürfte, für Zuversicht. Dementsprechend erwartet das Management für 2024 nun Erlöse zwischen 360 und 390 Mio. Euro, womit das untere Ende der Spanne um 10 Mio. Euro angehoben wurde.

Zugleich soll sich die EBIT-Marge vor allem dank einer weiteren Normalisierung der Materialaufwandsquote deutlich auf 8,5 bis 10,0 Prozent verbessern.

Auch die Aussichten über das laufende Jahr hinaus sind gut. Unter anderem getragen von kräftigen Impulsen für das BHKW-Geschäft insbesondere in den USA, dem Ausbau des Geschäfts mit Großwärmepumpen und der Markteinführung eines neuen Produkts („Peaker“) sollen die Erlöse 2025 auf bis zu 450 Mio. Euro anwachsen.

Wir hatten die positiven Perspektiven bereits in unserem Bewertungsmodell abgebildet und hatten nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts nur einen geringfügigen Anpassungsbedarf. Mit dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2024 hat sich der faire Wert von bislang 33,40 auf 34,00 Euro erhöht. Damit sehen wir ein substantielles Aufwärtspotenzial für die Aktie und bekräftigen unsere Einstufung mit „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- 2G zählt zu den führenden BHKW-Anbietern in der Leistungsklasse von 20 bis 4.500 kW mit einer weltweiten Installationsbasis von mehr als 8.500 Anlagen und bietet Großwärmepumpen mit einer thermischen Leistung von 100 bis 2.600 kW an.
- 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.
- Führende Position als Anbieter wasserstoffbetreiber und auf Wasserstoff umrüstbarer BHKW.
- Bilanziell ist 2G mit einer Eigenkapitalquote von 54,5 Prozent (31.12.23) sehr solide aufgestellt.

Chancen

- Der hohe Auftragsbestand per Ende März sichert das für 2024 geplante Wachstum schon sehr gut ab. Mit der höheren Auslastung und einer weiteren Normalisierung der Materialkosten sowie der Abschreibungen soll sich die Marge deutlich verbessern.
- Durch eine aktuell anziehende Nachfrage nach KWK-Anlagen, insb. in den USA, den Ausbau des Geschäfts mit Großwärmepumpen und ein neues Produkt („Peaker“) bestehen gute Aussichten für eine hohe Umsatzdynamik in 2025.
- Integrierte Einheiten aus BHKW, Wärmepumpen und Speichern, wie 2G sie anbietet, könnten eine wichtige Rolle bei der Energiewende einnehmen. Auch der angelaufene Ausbau der Wasserstoffinfrastruktur bietet 2G als führendem Anbieter große Chancen.
- Weitere Effizienzsteigerungsmaßnahmen (u.a. Digitalisierung, Industrialisierung der Produktion) stützen den positiven Margentrend.

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 2023 lag sie bei 7,6 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

- Für die USA ist noch unsicher, ob der Auftragseingang nach dem Auslaufen der Effekte aus dem IRA Ende 2024 auf hohem Niveau gehalten werden kann. In Europa war der Auftragseingang im letzten Jahr rückläufig. Es muss sich noch zeigen, ob die Belegung in Q1 2024 nachhaltig ist.
- Der Aufwärtsdruck bei den Lohnkosten könnte anhalten und die Margenverbesserung zumindest bremsen.
- Im Moment ist noch unsicher, ob der geplante deutliche Ausbau des Geschäfts mit Großwärmepumpen gelingt.
- Mit dem deutlichen Ausbau der Produktpalette steigt die Komplexität im Vertrieb, im Service und vor allem in der Produktion. Das stellt eine anspruchsvolle Managementaufgabe dar und könnte dafür sorgen, dass die angestrebten weiteren Effizienz- und Margenzuwächse nicht im anvisierten Umfang realisiert werden können.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	40,4	42,4	43,8	44,7	45,7	47,2	49,7	52,9	56,7
1. Immat. VG	10,3	10,2	10,0	9,7	9,4	9,1	9,1	9,2	9,2
2. Sachanlagen	28,4	30,4	31,9	33,1	34,4	36,2	38,6	41,7	45,5
II. UV Summe	185,7	213,3	239,9	271,4	304,5	338,8	374,5	413,6	456,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	124,0	146,7	172,4	202,4	233,7	266,4	301,2	339,6	382,4
II. Rückstellungen	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,5
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	79,0	85,9	88,1	90,6	93,4	96,4	99,9	103,7	107,9
BILANZSUMME	227,5	257,1	284,9	317,4	351,5	387,3	425,5	467,8	514,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	365,1	378,1	434,8	495,6	555,1	616,2	684,0	759,2	842,7
Gesamtleistung	371,0	381,7	438,4	499,2	558,7	619,8	687,6	762,8	846,3
Rohrertrag	132,7	139,7	160,6	187,0	210,1	232,8	258,0	286,0	317,1
EBITDA	34,6	40,3	50,1	61,6	68,5	76,3	85,0	93,9	103,9
EBIT	27,6	34,5	44,0	55,3	62,0	69,6	78,4	87,1	96,6
EBT	27,3	34,2	44,1	55,7	62,9	71,0	80,2	89,4	99,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	18,0	22,7	29,4	37,1	41,9	47,3	53,5	59,6	66,3
JÜ	17,9	22,5	29,1	36,7	41,5	46,8	53,0	59,0	65,7
EPS	1,00	1,25	1,62	2,05	2,31	2,61	2,95	3,29	3,66

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	11,7	30,5	31,1	38,4	42,7	47,6	52,8	58,2	64,3
CF aus Investition	-11,4	-8,4	-8,2	-8,2	-8,4	-9,2	-10,1	-11,1	-12,2
CF Finanzierung	-1,2	-0,5	-4,2	-7,7	-11,2	-15,1	-19,3	-21,7	-24,2
Liquidität Jahresanfa.	13,3	12,3	34,1	52,9	75,5	98,5	121,8	145,2	170,6
Liquidität Jahresende	12,3	34,1	52,9	75,5	98,5	121,8	145,2	170,6	198,5

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	16,8%	3,6%	15,0%	14,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Rohtragsmarge	36,4%	37,0%	36,9%	37,7%	37,8%	37,8%	37,7%	37,7%	37,6%
EBITDA-Marge	9,5%	10,7%	11,5%	12,4%	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,3%
EBIT-Marge	7,6%	9,1%	10,1%	11,1%	11,2%	11,3%	11,5%	11,5%	11,5%
EBT-Marge	7,5%	9,0%	10,2%	11,2%	11,3%	11,5%	11,7%	11,8%	11,8%
Netto-Marge	4,9%	5,9%	6,7%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	
7,1%	46,04	42,93	40,33	38,12	36,22	
7,6%	41,55	39,04	36,91	35,08	33,49	
8,1%	37,81	35,76	33,99	32,45	31,10	
8,6%	34,64	32,94	31,45	30,15	29,00	
9,1%	31,92	30,49	29,24	28,13	27,14	

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), 10)

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 21.04.2024 um 8:45 Uhr fertiggestellt und am 22.04.2024 um 8:00 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
01.03.2024	Buy	33,40 Euro	1), 3), 4), 10)
29.01.2024	Buy	33,00 Euro	1), 3)
05.12.2023	Buy	31,50 Euro	1), 3), 4)
11.09.2023	Buy	31,00 Euro	1), 3), 4)
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)

*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 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.