12. September 2022
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

Auftragsbestand auf Rekordniveau

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 24,30 € | **Kursziel:** 33,00 € (zuvor: 35,00 €)

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

Sitz:	Heek
Branche:	BHKW
Mitarbeiter:	794
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	2GB:GR
ISIN:	DE000A0HL8N9
Kurs:	24,30 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	17,9 Mio. Stück
Market Cap:	435,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	433,1 Mio. Euro
Free-Float:	54,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	33,25 / 20,35 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	877,9 Tsd. Euro

Trotz der gesamtwirtschaftlichen Eintrübung hat die Dynamik beim Auftragseingang von 2G zuletzt weiter zugenommen. Nach einem Zuwachs von 15 Prozent auf 53,6 Mio. Euro im ersten Quartal haben die Anlagenbestellungen im Zeitraum von April bis Juni sogar um 27 Prozent auf 60,8 Mio. Euro zugelegt. Der Auftragsbestand ist damit bis Ende Juni auf ein neues Rekordniveau von 220,8 Mio. Euro gestiegen und liegt damit um 48 Prozent über dem Vorjahrswert. Das sehr hohe Niveau ist zum Teil ein Effekt der geringen Schlussabrechnungen bei Anlagen im ersten Halbjahr, da Engpässe auf Baustellen die Inbetriebnahme von BHKW deutlich verzögert haben. Daher ist der Anlagenumsatz von 2G im ersten Halbjahr um 11 Prozent auf 46,3 Mio. Euro gesunken. Besser abgebildet wird die Dynamik von der Gesamtleistung, die dank einer deutlichen Produktionssteigerung und einem wachsenden Servicegeschäft um 23,5 Prozent auf 137,8 Mio. Euro gestiegen ist. Das EBIT konnte dabei leicht verbessert werden, und zwar von 2,3 auf 2,6 Mio. Euro. Das Management rechnet mit deutlich höheren Schlussabrechnungen im zweiten Halbjahr und erwartet nun einen Umsatz von 290 bis 310 Mio. Euro (bislang 280 bis 310 Mio. Euro) sowie weiterhin eine EBIT-Marge von 6 bis 8 Prozent.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	236,4	246,7	266,3	300,0	358,5	412,3
EBIT (Mio. Euro)	15,5	16,6	17,9	21,0	29,1	40,7
Jahresüberschuss	10,3	12,0	12,6	14,3	19,0	26,8
EpS	0,58	0,68	0,70	0,79	1,06	1,50
Dividende je Aktie	0,11	0,11	0,13	0,13	0,17	0,24
Umsatzwachstum	12,7%	4,4%	8,0%	12,6%	19,5%	15,0%
Gewinnwachstum	36,9%	16,4%	5,3%	13,1%	33,6%	40,9%
KUV	1,84	1,77	1,64	1,45	1,22	1,06
KGV	42,4	36,4	34,6	30,6	22,9	16,2
KCF	225,3	44,6	49,2	33,4	22,2	15,5
EV / EBIT	27,9	26,0	24,2	20,6	14,9	10,6
Dividendenrendite	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,7%	1,0%

Auftragseingang sehr stark

Die größte Auftragsdynamik verzeichnete 2G in Deutschland und dem übrigen Europa. Auf einen Anstieg der Anlagenbestellungen um 34 Prozent auf 28,4 Mio. Euro in den ersten drei Monaten folgte hierzulande im Zeitraum von April bis Juni ein Zuwachs um 36 Prozent auf 36,3 Mio. Euro. Im übrigen Europa hat das Tempo zuletzt noch deutlicher zugenommen, dort folgte auf eine Q1-Steigerungsrate von 17 Prozent (auf 17,5 Mio. Euro) ein Q2-Wachstum von 47 Prozent (auf 19,3 Mio. Euro). Während sich in Deutschland und Frankreich zuletzt das Biogasgeschäft sehr positiv entwickelt hat, werden in UK weiterhin vor allem erdgasbetriebene BHKW nachgefragt. Demgegenüber ist der Auftragseingang in Nord- und Mittelamerika derzeit schwächer (Q1: -55 Prozent auf 3,9 Mio. Euro, Q2: -85 Prozent auf 0,7 Mio. Euro). Das Unternehmen sieht hier eine temporäre Zurückhaltung, die aus lokal steigenden Installationskosten und Materialengpässen resultierte, aber kein grundsätzliches Problem, da sich die Lage aktuell schon wieder entspannt. Zusammen mit dem Auftragseingang aus anderen Regionen hat das Anlagen-Bestellvolumen im ersten Quartal um 15 Prozent auf 53,6 Mio. Euro und im zweiten Quartal sogar um 27 Prozent auf 60,8 Mio. Euro zugenommen.

Auftragsbestand nimmt deutlich zu

2G war bereits mit einem hohen Auftragsbestand in das Jahr gestartet, zu Jahresanfang hatte dieser mit 152,7 Mio. Euro bereits um 37 Prozent über dem Vorjahreswert gelegen. Im ersten Halbjahr gab es nun einen weiteren deutlichen Zuwachs auf einen neuen Rekordwert von 220,8 Mio. Euro (+48 Prozent zum Vorjahr). Der starke Anstieg ist zum Teil aber auch darauf zurückzuführen, dass es auf Kundenbaustellen wegen Problemen mit Engpässen zunehmende Verzögerungen bei der Inbetriebnahme von BHKW gab. Der Anlagenumsatz ist daher im ersten Halbjahr um 11 Prozent auf 46,3 Mio. Euro zurückgegangen. Die Produktion der Anlagen bei 2G wurde hingegen durch Materialknappheiten nicht wesentlich gebremst, so dass die Gesamtleistung im ersten Halbjahr um 23,5 Prozent auf einen neuen Rekordwert von 137,8 Mio. Euro gestiegen ist, wobei 23,7 Mio. Euro (Vorjahr: 4,6 Mio. Euro) auf den Bestandsaufbau entfallen sind. Ein wichtiger Treiber war dabei auch das wachsende Servicegeschäft, das von den Engpässen nicht betroffen ist und um 23 Prozent auf 67,7 Mio. Euro zugelegt hat (wobei rund 1 Mio. Euro das übernommene Servicecenter SenerTec in Schweinfurt beigetragen hat).

Geschäftszahlen	6M 21	6M 22	*Änderung*
Gesamtleistung	111,5	137,8	*+23,5%*
Umsatz	106,9	114,0	*+6,6%*
- BHKW	*51,9*	*46,3*	*-11%*
- Service	*55,0*	*67,7*	*+23%*
EBIT	2,3	2,6	*+12,5%*
Nettoergebnis	1,4	1,7	*+25,0%*
Operativer CF	5,1	-4,7	-
FCF	5,2	-9,7	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

EBITDA steigt um 14 Prozent…

Für die starke Steigerung des Produktionsoutputs wurde in höherem Maße auf externe Dienstleister und Subunternehmer sowie auf Leiharbeiter zurückgegriffen, was im Materialaufwand erfasst wurde, der daher überproportional um 28 Prozent auf 92,7 Mio. Euro zugelegt hat. Die Materialaufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) hat sich damit von 65,1 auf 67,3 Prozent erhöht. Der Personalaufwand ist zugleich nur unterproportional gestiegen (um 13,0 Prozent auf 28,4 Mio. Euro), so dass sich sein Anteil an der Gesamtleistung von 22,5 auf 20,6 Prozent reduziert hat. Zusammen mit einem proportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen resultierte daraus eine Verbesserung des Halbjahres-EBITDA um 14 Prozent auf 4,8 Mio. Euro.

…und Nettoergebnis um 25 Prozent

Bei ebenfalls erhöhten Abschreibungen (+15 Prozent auf 2,3 Mio. Euro) konnte das in eine Verbesserung des EBIT um 12,5 Prozent auf 2,6 Mio. Euro umgemünzt werden, womit sich die EBIT-Marge (in Relation zur Gesamtleistung) leicht von 2,0 auf 1,9 Prozent reduzierte. Angesichts des geringen Volumens

der Schlussabrechnungen ist das ein sehr respektables Resultat. Das Nettohalbjahresergebnis hat sogar um 25 Prozent auf 1,7 Mio. Euro zugelegt, da die Steuerbelastung geringer ausgefallen ist (von -0,8 auf -0,7 Mio. Euro) und es keinen signifikanten Ergebnisanteil Dritter gegeben hat (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro), was den Effekt des geringfügig verschlechterten Finanzergebnisses (-0,2 Mio. Euro, Vorjahr: -0,1 Mio. Euro) überkompensiert hat.

Free-Cashflow deutlich negativ

Der hohe Bestandsaufbau und die deutliche Ausweitung der Vorräte haben den Cashflow des ersten Halbjahres belastet, so dass insgesamt ein Zahlungsmittelabfluss aus laufender Geschäftstätigkeit von -4,7 Mio. Euro angefallen ist, nach einem positiven Saldo von 5,1 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Da zugleich auch die Investitionen erhöht wurden (Investitions-CF: -5,0 Mio. Euro, Vorjahr: +0,2 Mio. Euro), u.a. für Software, den Kauf der Immobilie von SenerTec Schweinfurt und eine PV-Anlage, summierte sich der Free-Cashflow des ersten Halbjahres auf -9,7 Mio. Euro (Vorjahr: +5,2 Mio. Euro). Zusammen mit Dividenden- und Zinszahlungen sowie einer Nettotilgung von Krediten (Finanzierungs-CF: -3,3 Mio. Euro; Vorjahr: +2,2 Mio. Euro) und währungsbedingten Änderungen reduzierte sich der Finanzmittelfonds im ersten Halbjahr von 19,7 auf 6,9 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote: 47,9 Prozent

Mit dem Bestands- und Lageraufbau haben sich die Vorräte im ersten Halbjahr um 47 Prozent auf 105,9 Mio. Euro kräftig erhöht und sind damit der mit Abstand größte Posten auf der Aktivseite der Bilanz, gefolgt von den Forderungen (45,7 Mio. Euro). Die damit einhergehende Bilanzausweitung (um 16 Prozent auf 196,9 Mio. Euro) hat bei einem leicht rückläufigen Eigenkapital (als Saldo aus Halbjahresgewinn und Dividendenausschüttung) für einen Rückgang der Eigenkapitalquote von 55,7 auf 47,9 Prozent geführt, was aber immer noch einen soliden Wert darstellt.

Mehr Inbetriebnahmen erwartet

Da sich zuletzt bereits viele fertig produzierte BHKW bereit zur Inbetriebnahme auf den Baustellen befanden, rechnet das Management mit deutlich mehr Schlussabrechnungen im zweiten Halbjahr und hat daher die Umsatzprognose für das Gesamtjahr etwas optimistischer formuliert. Und zwar sollen die Erlöse nun von 266 Mio. Euro auf 290 bis 310 Mio. Euro steigen, womit der untere Rand der Zielspanne um 10 Mio. Euro angehoben wurde. Dabei soll weiterhin eine EBIT-Marge von 6,0 bis 8,0 Prozent erwirtschaftet werden, nach 6,7 Prozent im Vorjahr. Ein entscheidender Faktor für die Ergebnisentwicklung ist, in welchem Ausmaß höhere Inputpreise an die Kunden weitergegeben werden können. Nach Aussagen des Managements gelingt dem Unternehmen das grundsätzlich gut, sowohl im letzten Jahr als auch in diesem Jahr wurden die Preise schon in substanziellem Maße erhöht (mit Steigerungen bis in den knapp zweistelligen Prozentbereich hinein im Rahmen einer einzelnen Erhöhungsrunde). Zur Schonung der Marge ist es aber wichtig, dass die Weitergabe sehr zügig bzw. sogar proaktiv gelingt. Da das u.a. eine Abstimmung mit Partnerunternehmen erfordert, ist ein gewisser Zeitverzug zum Teil nicht zu vermeiden.

Schätzung für 2022 etwas vorsichtiger

Wir hatten bislang für das laufende Jahr mit einem Umsatz von 305 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 7,2 Prozent gerechnet. Auftragsseitig und auch in Bezug auf die Produktionsleistung ist dies im Prinzip gut abgesichert. Es besteht allerdings das Risiko, dass sich die Verzögerungen bei den Inbetriebnahmen bis zum Jahresende zumindest teilweise fortsetzen und damit das Volumen der Schlussabrechnungen für unsere Schätzung nicht ausreicht. Wir kalkulieren daher nun etwas vorsichtiger mit einem Umsatz von 300 Mio. Euro und infolgedessen mit einer EBIT-Marge von 7,0 Prozent.

Hohe Energiekosten steigern Wirtschaftlichkeit

In einer Meldung von Anfang Juli hatte das Management noch einmal skizziert, dass das BHKW-Geschäft von den geänderten Rahmenbedingungen grundsätzlich stark profitiert. Wegen der hohen Energiepreise verliert der zusätzliche Aufwand, der für die Kraft-Wärmekopplung (in Relation zur reinen Stromerzeu-

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	300,0	358,5	412,3	474,1	535,8	594,7	654,2	719,6
Umsatzwachstum		19,5%	15,0%	15,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	7,0%	8,1%	9,9%	10,7%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%
EBIT	**21,0**	**29,1**	**40,7**	**50,8**	**60,0**	**67,1**	**74,4**	**82,5**
Steuersatz	30,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,3	9,6	13,4	16,8	19,8	22,1	24,6	27,2
NOPAT	**14,7**	**19,5**	**27,3**	**34,0**	**40,2**	**44,9**	**49,9**	**55,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	4,7	5,3	5,9	6,6	7,1	7,0	7,3	7,7
+ 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	19,9	25,3	33,7	41,1	47,8	52,4	57,7	63,5
- Zunahme Net Working Capital	-8,9	-5,8	-5,7	-6,5	-7,3	-8,1	-8,9	-9,7
- Investitionen AV	-7,0	-7,2	-8,2	-7,6	-7,5	-7,7	-8,5	-9,4
Free Cashflow	**4,1**	**12,4**	**19,7**	**27,0**	**32,9**	**36,6**	**40,3**	**44,4**

gung) notwendig ist, stark an Bedeutung, stattdessen sorgt die höhere Effizienz für erhebliche Einsparungen bei den Brennstoffkosten bzw. für deutliche Zusatzerlöse aus der Strom- und Wärmebereitstellung, was die Rentabilität von BHKW-Investitionen noch einmal deutlich verbessert. Wo Schwachgase (wie etwa Bio-, Deponie- oder Klärgas) verfügbar sind, ist deren Nutzung jetzt auch viel rentabler geworden, weshalb das Interesse an solchen Projekten stark zugenommen hat. Und nicht zuletzt dürfte die Entwicklung der Energiekosten und der Wunsch, von Russland schnell unabhängig zu werden, auch die Nutzung von Wasserstoff als Brennstoff weiter beschleunigen. Auch für diesen Bereich ist 2G mit einer ganzen BHKW-Baureihe, die bereits ausschließlich mit Wasserstoff betrieben werden kann, und der heute schon angebotenen Umrüstoption für Erdgas-BHWK aus dem Sortiment auf Wasserstoff als Inputfaktor sehr gut aufgestellt.

Deutliche Zuwächse

Auf Basis der positiven Effekte für die Nachfrageentwicklung, die zu einem substanziellen Teil nachhaltig ausfallen dürften, und der starken Marktposition hatte das Management in der Meldung von Anfang Juli auch die Mittelfristprognosen bekräftigt. Diese sehen bis 2024 einen Umsatzanstieg auf 330 Mio. Euro und eine Steigerung des EBIT auf 33 Mio. Euro (Marge von 10 Prozent) vor, bis 2026 sollen die Erlöse und das EBIT dann weiter auf 400 Mio. Euro bzw. ca. 37 Mio. Euro (Mittelwert des Margenkorridors von 8,5 bis 10 Prozent) zulegen. Die etwas vorsichtigere Margeneinschätzung beruht dabei auf der Annahme, dass der Erlösanteil der margenstarken Serviceeinnahmen mit der weiteren Internationalisierung etwas abnimmt. Zur Vorbereitung der weiteren Expansion schafft das Unternehmen bereits jetzt die Voraussetzungen. Im laufenden Jahr hat 2G zwei große Grundstücke (6 und 17 Tsd. qm) am Stammsitz in Heek erworben, die später für eine Produktionserweiterung genutzt werden können. Konkrete Baupläne gibt es aber noch nicht.

Modell weitgehend unverändert

Wir haben bislang bereits über das Jahr 2022 hinaus mit einem starken Wachstum kalkuliert und behalten das Modell im Wesentlichen bei. Wegen möglicher Verschiebungen von 2022 auf 2023 und angesichts des hohen Auftragsbestands haben wir unsere Umsatzprognose für das nächste Jahr allerdings leicht angehoben, von bislang 353,8 Mio. Euro auf jetzt 358,5 Mio. Euro. Die EBITDA-Marge für das nächste Jahr

sehen wir unverändert bei 9,5 Prozent, was mit etwas erhöhten Abschreibungen zu einer EBIT-Marge von 8,1 Prozent führt (bislang: 8,4 Prozent). Bis zum Ende des Detailprognosezeitraums erwarten wir einen weiteren Umsatzanstieg auf 719,6 Mio. Euro (bislang: 716,3 Mio. Euro), die Marge soll dann, wie bislang schon, bei 11,5 Prozent liegen. Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Daten im Detailprognosezeitraum bis 2029. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow sind im Anhang aufgeführt.

Rahmenparameter angepasst

Eine Änderung hat es an den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den Märkten passen wir den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,3) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,0 Prozent. Den ohnehin bereits konservativ kalkulierten Fremdkapitalzins belassen wir bei 5,0 Prozent. Bei einem unveränderten Fremdkapitalanteil in der Zielkapitalstruktur von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,3 Prozent (bisher: 7,0 Prozent). Unverändert geblieben sind 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: 33,00 Euro

Auf Basis der aktualisierten Schätzungen und eines Diskontierungszinses von 7,3 Prozent ergibt sich ein neuer fairer Wert von 595 Mio. Euro oder 33,15 Euro je Aktie, woraus wir 33,00 Euro als neues Kursziel ableiten. Die Reduktion gegenüber unserem bisherigen Kursziel ist vor allem der marktbedingten Zinsanhebung geschuldet und im geringen Ausmaß den Schätzanpassungen (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Aktie bietet damit aktuell ein Kurssteigerungspotenzial von etwas mehr als 30 Prozent. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert als leicht überdurchschnittlich an und vergeben nach wie vor auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) vier Punkte.

Fazit

Das 2G-Management hat sich im bisherigen Jahresverlauf immer optimistisch gezeigt, dass BHKW trotz der insbesondere in Deutschland akuten Befürchtungen vor einer Gasknappheit im Winter zu den Gewinnern der aktuellen Rahmenbedingungen zählen, und die Zahlen belegen das eindrucksvoll. Der Auftragseingang hat im ersten Halbjahr um 22,5 Prozent auf 112 Mio. Euro zugelegt, und der Auftragsbestand erreichte Ende Juni mit 220,8 Mio. Euro (+48 Prozent zum Vorjahr) einen neuen Rekordstand.

Mit den massiv gestiegenen Gaspreisen fällt die hohe Effizienz von BHKW deutlich stärker ins Gewicht, weshalb sich die Rentabilität der Anlagen weiter verbessert hat. Außerdem sorgen die hohen Marktpreise für ein stark steigendes Interesse im Bereich von Schwachgasen wie Bio-, Klär- oder Deponiegas. Ein weiterer Treiber der Nachfrage bei 2G ist die bereits angebotene Umrüstoption auf einen späteren Wasserstoffbetrieb, der den Kunden eine hohe Flexibilität bietet.

Insgesamt spricht damit derzeit viel für eine Fortsetzung des Wachstumskurses trotz der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Im laufenden Jahr soll der Umsatz zunächst von 266 Mio. Euro auf 290 bis 310 Mio. Euro wachsen, damit wurde der untere Rand der Zielspanne um 10 Mio.

Euro angehoben. Anvisiert wird weiterhin eine EBIT-Marge von 6,0 bis 8,0 Prozent, nach 6,7 Prozent im Vorjahr. Bis 2024 sollen die Erlöse weiter auf 330 Mio. Euro zulegen (EBIT-Marge: 10 Prozent) und 2026 schließlich 400 Mio. Euro erreichen (EBIT-Marge 8,5 bis 10 Prozent).

Wir hatten diesen Wachstumstrend bereits in unserem Modell abgebildet und haben nun nur kleinere Änderungen vorgenommen. Da Engpässe auf Kundenbaustellen im laufenden Jahr für Verzögerungen bei der Inbetriebnahme der BHWK sorgen, haben wir unsere Umsatzprognose für dieses Jahr von 305 auf 300 Mio. Euro gesenkt, im Gegenzug aber für 2023 von 354 auf 359 Mio. Euro angehoben und damit auch den hohen Auftragsbestand und den unverändert dynamischen Auftragseingang berücksichtigt. Somit gehen wir davon aus, dass 2G das Umsatzziel für 2024 schon im nächsten Jahr deutlich übertrifft. Die EBIT-Margen haben wir etwas vorsichtiger taxiert, was aber vor allem einer Neukalkulation der Abschreibungen geschuldet ist. Gleichwohl rechnen wir im Trend damit, dass die Marge weiter steigen und dass 2G die eigenen Renditeziele übertreffen wird.

Der von uns ermittelte faire Wert ist trotzdem etwas gesunken, was auf einen marktbedingt höheren Diskontierungszins zurückzuführen ist. Mit 33,00 Euro (bislang: 35,00 Euro) signalisiert er aber dennoch weiterhin ein erhebliches Aufwärtspotenzial. Unser Urteil lautet 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 7.000 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 47,9 Prozent (30.06.22) 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 letzten Jahr lag sie bei 6,7 Prozent und konnte gegenüber dem Vorjahr nicht 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 aktueller Auftragsbestand von mehr als 220 Mio. Euro stellt in Verbindung mit einem weiter regen Auftragseingang eine gute Basis für eine weitere deutliche Wachstumsbeschleunigung dar.
- 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.
- Wasserstofffähige BHKW könnten eine Schlüsselrolle bei der Weiterentwicklung des europäischen Strommarktes einnehmen. In Europa zeichnet sich eine deutliche Beschleunigung beim Aufbau der Wasserstoff-Infrastruktur ab.

Risiken

- Sollten die Verzögerungen auf den Baustellen von Kunden anhalten oder sich sogar ausweiten, würde das das Tempo der Inbetriebnahmen bremsen.
- Steigende Personal- und Materialkosten erschweren auch im laufenden Jahr eine deutliche Margenverbesserung, Materialengpässe könnten zudem das Wachstum bremsen.
- Eine starke Rezession könnte die Investitionsbereitschaft temporär dämpfen (auch wenn Investments zur Verbesserung der Energieeffizienz eine hohe Priorität haben dürften).
- Ein möglicher Gasmangel im Winter in Deutschland könnte zu Marktverwerfungen führen.
- 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	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	28,7	32,1	35,2	38,8	41,0	42,6	44,6	46,9	49,8
1. Immat. VG	4,5	4,8	5,1	5,2	5,2	5,1	5,4	5,7	5,9
2. Sachanlagen	22,6	25,6	28,4	31,8	34,0	35,7	37,4	39,5	42,2
II. UV Summe	139,6	160,8	176,6	199,3	229,2	262,2	298,6	338,6	383,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	94,5	106,7	123,6	147,7	177,3	209,2	244,4	283,4	326,8
II. Rückstellungen	17,7	20,7	20,8	20,9	21,0	21,2	21,3	21,4	21,5
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	57,5	67,0	68,8	70,8	73,2	75,9	78,9	82,1	85,7
BILANZSUMME	**169,7**	**194,3**	**213,2**	**239,4**	**271,5**	**306,2**	**344,5**	**387,0**	**434,1**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	266,3	300,0	358,5	412,3	474,1	535,8	594,7	654,2	719,6
Gesamtleistung	268,9	306,1	360,6	415,9	477,7	539,4	598,3	657,8	723,2
Rohertrag	97,7	109,9	128,3	150,8	174,8	201,8	223,6	245,6	269,8
EBITDA	22,0	25,5	34,0	46,1	56,7	66,3	73,2	80,8	89,2
EBIT	17,9	21,0	29,1	40,7	50,8	60,0	67,1	74,4	82,5
EBT	17,8	20,7	28,9	40,6	50,9	60,3	67,6	75,2	83,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,6	14,4	19,2	27,1	34,0	40,3	45,2	50,3	55,9
JÜ	12,6	14,3	19,0	26,8	33,6	39,9	44,7	49,8	55,3
EPS	0,70	0,79	1,06	1,50	1,87	2,22	2,49	2,77	3,08

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	8,9	13,1	19,6	28,2	34,9	40,9	44,9	49,6	54,7
CF aus Investition	-1,9	-8,2	-8,4	-9,4	-8,8	-8,7	-8,9	-9,7	-10,6
CF Finanzierung	1,6	-1,1	-2,7	-3,4	-4,7	-8,8	-10,3	-11,6	-12,8
Liquidität Jahresanfa.	11,0	19,9	23,7	32,3	47,6	69,0	92,4	118,0	146,3
Liquidität Jahresende	19,7	23,7	32,3	47,6	69,0	92,4	118,0	146,3	177,7

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	8,0%	12,6%	19,5%	15,0%	15,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%
Rohertragsmarge	36,7%	36,6%	35,8%	36,6%	36,9%	37,7%	37,6%	37,6%	37,5%
EBITDA-Marge	8,3%	8,5%	9,5%	11,2%	12,0%	12,4%	12,3%	12,4%	12,4%
EBIT-Marge	6,7%	7,0%	8,1%	9,9%	10,7%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%
EBT-Marge	6,7%	6,9%	8,1%	9,9%	10,7%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,7%	4,8%	5,3%	6,5%	7,1%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
6,3%	47,45	43,47	40,23	37,55	35,29
6,6%	42,10	38,97	36,38	34,20	32,33
7,3%	37,77	35,26	**33,15**	31,35	29,79
7,8%	34,18	32,14	30,40	28,90	27,59
8,3%	31,17	29,49	28,03	26,77	25,65

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 12.09.2022 um 8:30 Uhr fertiggestellt und am 12.09.2022 um 9:30 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
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)
30.03.2021	Buy	23,95 Euro*	1), 3), 4)
01.02.2021	Hold	23,40 Euro*	1), 3)
19.11.2020	Hold	19,63 Euro*	1), 3), 5)

**angepasst an Aktiensplit 3:1*

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 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.