

DENNIS WATZ  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652  
DWATZ@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654  
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

KLAUS SCHLOTE  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

OLIVER LUCKENBACH  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
OLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

## PWO AG

### Starkes Auftaktquartal

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>57 € (50 €)</b>
Kurs (15.05.2017)	50,28 €
ISIN	DE0006968001
Marktkapitalisierung	157,3 Mio. €
Anzahl Aktien	3,13 Mio.
Homepage	<a href="http://www.progress-werk.de">www.progress-werk.de</a>

#### Kerndaten und Prognosen

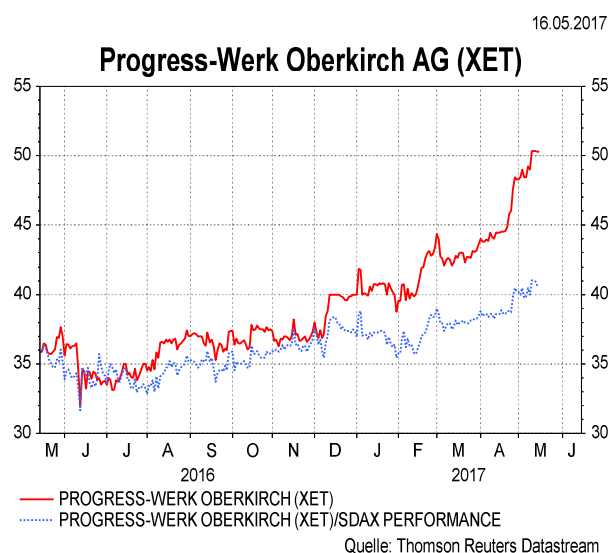
	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. €)	409,6	450	472	491
EBIT (Mio. €)	19,7	22,1	25,0	28,5
EBIT-Marge	4,8%	4,9%	5,3%	5,8%
EBITDA (Mio. €)	44,6	48,0	52,0	56,5
EBITDA-Marge	10,9%	10,7%	11,0%	11,5%
Ergebnis je Aktie	3,05	3,74	4,45	5,26
Dividende je Aktie	1,60	1,70	1,80	2,00
Buchwert je Aktie	34,1	36,2	39,0	42,4
KGV	13,1	13,4	11,3	9,6
Kurs/Buchwert	1,17	1,39	1,29	1,18
EV/EBIT	15,3	15,3	13,4	11,7
EV/EBITDA	6,8	7,0	6,5	5,9
EV/Umsatz	0,74	0,75	0,71	0,68
Dividendenrendite	4,0%	3,4%	3,6%	4,0%

**PWO schloss das erste Quartal im Geschäftsjahr 2017 erfolgreich ab. Der Umsatz stieg um 13% auf 117,1 Mio. € (Vj. 103,7 Mio. €) und das EBIT (vor Währungseffekten) auf 5,6 Mio. € (Vj. 4,8 Mio. €). Nach Währungseffekten lag das EBIT bei 5,2 Mio. € (Vj. 3,6 Mio. €). Der Jahresüberschuss stieg überproportional auf 2,9 Mio. € (Vj. 1,3 Mio. €). Grund war eine niedrigere Steuerquote sowie eine geringere Belastung durch das Finanzergebnis. Das EPS lag bei 0,91 € (Vj. 0,42 €). Stark entwickelten sich die Segmente übriges Europa und der NAFTA-Raum, während Deutschland und China etwas schwächelten.**

Am 23.05.2017 findet die diesjährige PWO HV in Offenburg statt. Der HV wird eine Dividende in Höhe von 1,60 € vorgeschlagen. Das entspricht bei dem aktuellen Kurs einer Dividendenrendite von 3,2%.

Ursächlich für das starke Umsatzwachstum im ersten Quartal 2017 waren Materialpreiseffekte und ein höher als erwartetes abgefragtes Volumen seitens der Kunden.

Alle Segmente konnten zu dem Umsatzwachstum beitragen. Bei der Entwicklung der EBIT-Marge war das Bild geteilt. Während die Segmente übriges Europa und der NAFTA-Raum sehr gute EBIT-Margen erwirtschafteten und über den Vorjahreswerten lagen, gingen die Margen in Deutschland und China zurück. China rutschte nach dem im letzten Jahr erfolgten Turnaround wieder in die roten Zahlen. Auf Jahressicht erwartet PWO aber unverändert einen positiven Ergebnisbeitrag aus China.



Bei dem Neugeschäft (Lifetime-Serien-Volumen und Werkzeuge) rechnet PWO für die Jahre 2017 und 2018 mit einer Normalisierung. Im Q1'17 konnte die Gesellschaft ein Volumen von 90 Mio. € akquirieren. Davon entfielen rund 4 Mio. € auf Werkzeuge. Ein Großteil des geplanten Neugeschäfts in Höhe von 250 Mio. € ist bereits für 2017 verbucht.

PWO bestätigt die Guidance für 2017 und rechnet unverändert mit einem Umsatz von 450 Mio. € bei einem EBIT (vor Währungseffekten) von 23 bis 24 Mio. €.

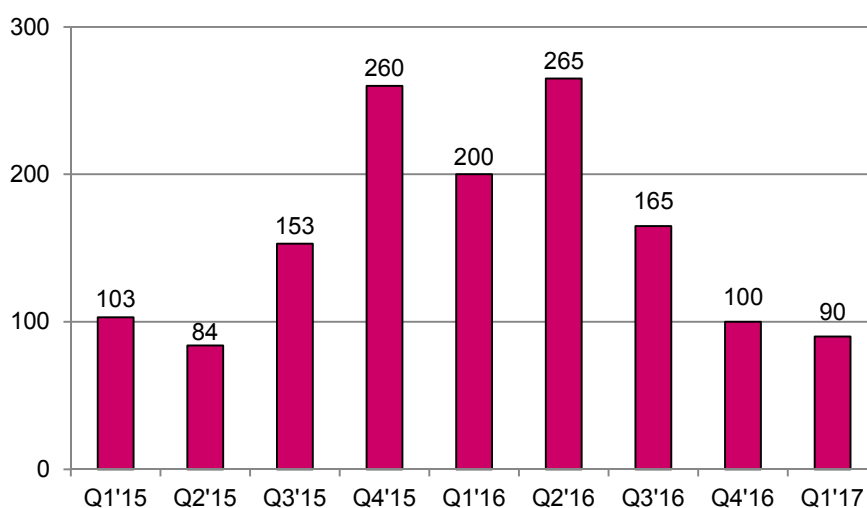
Aufgrund des guten ersten Quartals erhöhen wir unsere Schätzungen und ermitteln mit unserem DCF-Modell einen fairen Wert je PWO-Aktie von 57,07 €. Wir empfehlen die PWO-Aktie mit einem Kursziel von 57 € zum Kauf.

### Solides Neugeschäft im ersten Quartal

Das Neugeschäft (Lifetime-Serien-Volumen und Werkzeuge) belief sich im Q1'2017 auf 90 Mio. € (86 Mio. € Lifetime-Serien-Volumen, 4 Mio. € Werkzeuge). Damit hat PWO bereits 36% des geplanten Neugeschäfts für 2017 realisiert. Insgesamt erwartet die Gesellschaft ein Neugeschäftsvolumen in 2017 von 250 Mio. € (Vj. 730 Mio. €). Nach den beiden Rekordjahren 2015 und 2016 rechnet PWO in 2017 und 2018 mit einer Normalisierung des Neugeschäftsvolumens.

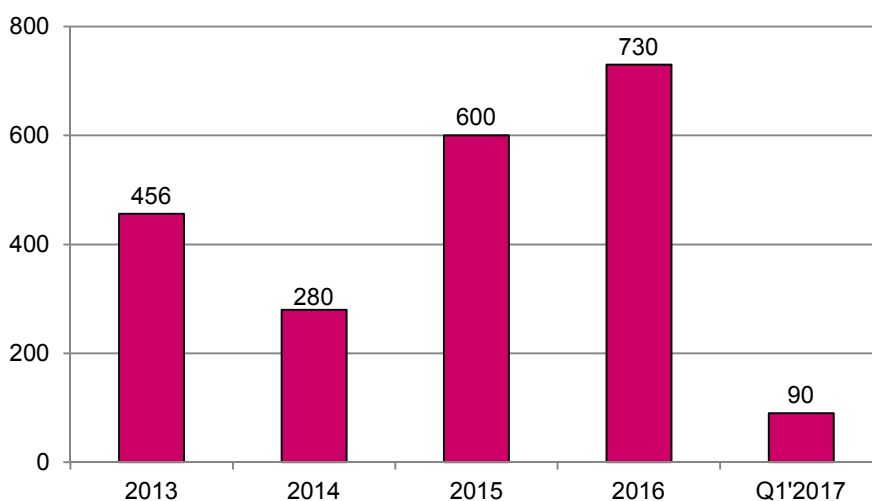
In den Jahren 2018 und 2019 steht vor allem der Anlauf der großen Serienproduktionen im Fokus. Für die prognostizierten Ziele in 2020 einen Umsatz von über 500 Mio. zu erwirtschaften, reichen die bestehenden Aufträge bereits aus.

#### PWO: Neugeschäft (Lifetime-Serien-Volumen und Werkzeuge) in Mio. €



Quelle: Solventis Research, PWO

#### PWO: Neugeschäft (Lifetime-Serien-Volumen und Werkzeuge) in Mio. €



Quelle: Solventis Research, PWO

### Stabile Ankeraktionäre

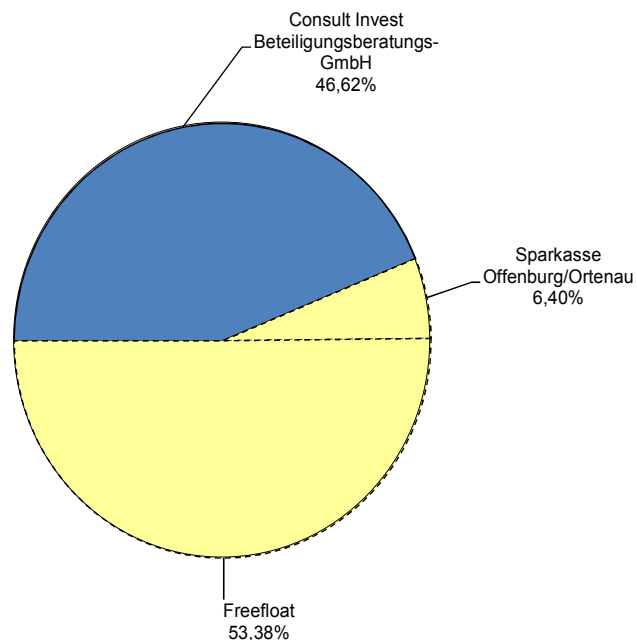
Seit 1997 ist die Consult Invest Beteiligungsberatungs-GmbH Hauptaktionärin und hält aktuell einen Anteil von 46,62%. Hinter der Gesellschaft steht die aus der Region stammende Unternehmerfamilie Hengstberger (Beteiligung an der Gießerei Düker GmbH & Co. KGaA, keine operative Verbindung zu PWO).

Weiterer langjähriger Aktionär ist die Sparkasse Offenburg/Ortenau mit zuletzt 6,40%. Die Sparkasse ist langjähriger Kreditgeber der PWO.

Die Deutsche Börse gibt den Freefloat mit 53,38% (Mai-Rangliste) an. Darin enthalten sind die Anteile der Sparkasse Offenburg/Ortenau.

---

#### PWO: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, PWO

---

### **Bilanzstruktur und Cashflow**

Im ersten Quartal stiegen die Pensionsrückstellungen leicht und lagen bei 53,1 Mio. €. Trotz des Anstieges der Pensionsrückstellungen erhöhte sich das Eigenkapital auf 110,6 Mio. € (Vj. 103,1 Mio. €). Die Eigenkapitalquote war aufgrund der gestiegenen Bilanzsumme leicht rückläufig und belief sich auf 29,0% (Vj. 29,6%).

Verglichen mit dem Wert vom 31.12.2016 erhöhten sich die Nettofinanzschulden auf 138,8 Mio. € (Ende 2016 124,5 Mio. €). Das Gearing (Nettoverschuldung/Eigenkapital) erhöhte sich aufgrund der höheren Nettofinanzschulden und lag bei 125,5% (116,9% am 31.12.2016).

Im PWO-Konzern wird zur Steuerung der dynamische Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung/EBITDA) herangezogen. Ziel ist ein dynamischer Verschuldungsgrad von unter 3 (Jahren). Im Geschäftsjahr 2016 lag dieser bei 2,8. Wir gehen davon aus, dass der dynamische Verschuldungsgrad auch im aktuellen Geschäftsjahr unter 3 liegen wird.

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit betrug -6,6 Mio. € (Vj. 9,1 Mio. €). Ursächlich ist der Anstieg des kurzfristigen Vermögens um 20,3 Mio. €. Die Investitionen lagen bei 5,2 Mio. € und werden in den nächsten Quartalen weiter steigen, da PWO insgesamt 40 Mio. € investieren will. Damit lag der Free Cashflow (nach Investitionen sowie gezahlten und erhaltenen Zinsen) bei -12,9 Mio. €. Für das Gesamtjahr 2017 rechnet PWO unverändert mit einem positiven Free Cashflow im niedrigen einstelligen Millionenbereich (2016: 13 Mio. €).

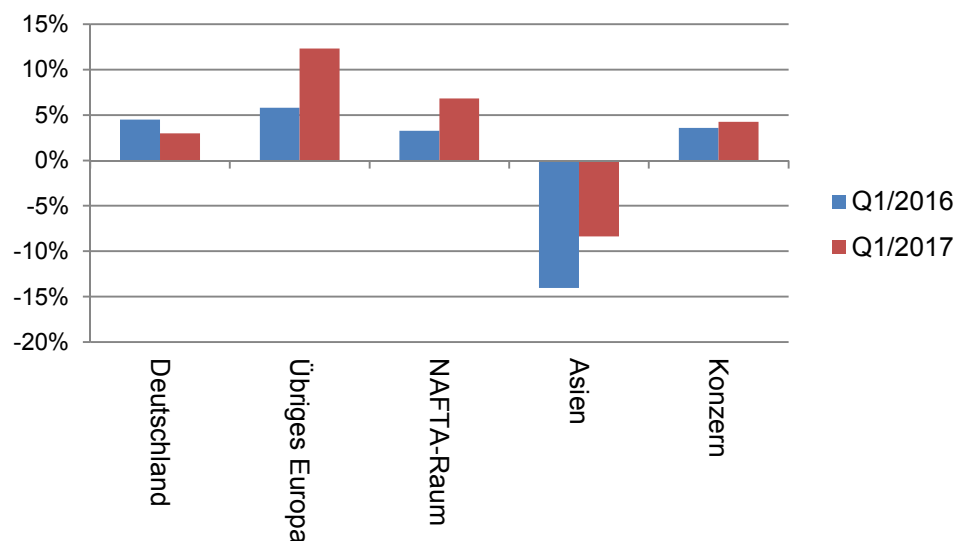
### China rutscht wieder in die roten Zahlen

Auf Konzernebene stieg der Umsatz um 13% auf 117,1 Mio. €. Zu dem Umsatzanstieg trugen alle Segmente des Konzerns bei. Den größten Zuwachs konnte PWO in Asien (China) mit 30,5% erzielen. Der Umsatz lag dort bei 8,0 Mio. €. In den anderen Regionen lag das Umsatzwachstum zwischen 9,5% und 12,5%. Deutschland steigerte den Umsatz um 12,5% auf 64,7 Mio. €. Im Segment übriges Europa (Tschechien) lag der Umsatz bei 18,9 Mio. € (Vj. 17,2 Mio. €) und im NAFTA-Raum (Mexiko und Kanada) bei 25,6 Mio. € (Vj. 22,8 Mio. €).

Die EBIT-Marge (inkl. Währungseffekten und in Relation zur Gesamtleistung) verbesserte sich im ersten Quartal auf 4,2% (Vj. 3,6%). Positiv wirkten sich hier die Segmente übriges Europa und der NAFTA-Raum aus. Beide Segmente konnten ihre EBIT-Marge auf 12,3% (Vj. 5,8%) und 6,8% (Vj. 3,3%) mehr als verdoppeln. China verbesserte die EBIT-Marge auf -8,4% (Vj. -14,0%), rutschte aber nachdem im Gesamtjahr 2016 ein positives EBIT erwirtschaftet worden war, wieder in die roten Zahlen. Gründe hierfür waren der höhere Aufwand für den Anlauf großer Serienproduktionen und ein höher als erwarteter Kundenabruf. Sollte die Nachfrage in China noch zunehmen, könnte das die EBIT-Marge weiter belasten.

Im Segment Deutschland war die EBIT-Marge rückläufig und belief sich auf 3,0% (Vj. 4,5%). Vorleistungen für Werkzeuge sowie höhere Materialpreise konnten noch nicht an die Kunden weitergegeben werden. In den nächsten Quartalen soll die Marge wieder steigen.

### PWO: EBIT-Margen nach Regionen



Quelle: Solventis Research, PWO

### **DCF-Modell zeigt Kurspotential**

Wir bewerten die PWO-Aktie mit unserem DCF-Modell. Für 2017 erhöhen wir unsere Umsatzprognose auf 450 Mio. €. In den darauffolgenden Jahren lassen wir die Umsätze jährlich zwischen 1% und 5% ansteigen. Für 2020 erwarten wir einen Umsatz von 506 Mio. €. Damit liegen wir im Rahmen der Guidance des Unternehmens, das einen Umsatz von über 500 Mio. € erreichen will. Bei der EBIT-Marge rechnen wir in den nächsten Jahren mit einer Steigerung auf 6%. Auch im Terminal Value setzen wir die EBIT-Marge auf 6% und bleiben damit unter der vom Unternehmen angestrebten Ziel-Marge von 7%. Die Steuerquote setzen wir in der Detailplanung mit 29% an, da die Gewinne in Mexiko und China auf absehbare Zeit steuerfrei anfallen. Im Terminal Value belassen wir die Steuerquote unverändert bei 30%.

Wir empfehlen die PWO-Aktie mit einem erhöhten Kursziel von 57 € nach wie vor zum Kauf. Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir ein Kurspotential von über 13%.

### **Kommender Newsflow**

- 23. Mai 2017: HV
- 03. August 2017: Veröffentlichung H1
- 02. November 2017

**PWO: GuV in Tsd. €**

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>409.612</b>	<b>1,2%</b>	<b>450.000</b>	<b>9,9%</b>	<b>472.500</b>	<b>5,0%</b>	<b>491.400</b>	<b>4,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	13.202	59,2%	14.504	9,9%	15.229	5,0%	15.838	4,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	720	78,7%	1.706	137,0%	1.706	0,0%	1.706	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	7.339	-42,7%	8.434	14,9%	8.538	1,2%	8.418	-1,4%
Materialaufwand	225.588	0,8%	247.831	9,9%	260.223	5,0%	270.632	4,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>205.285</b>	<b>1,5%</b>	<b>226.813</b>	<b>10,5%</b>	<b>237.751</b>	<b>4,8%</b>	<b>246.731</b>	<b>3,8%</b>
Personalaufwand	114.179	0,4%	125.437	9,9%	131.709	5,0%	136.977	4,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	24.921	0,4%	25.934	4,1%	26.947	3,9%	27.961	3,8%
sonstige betriebliche Aufwendungen	46.460	1,9%	53.392	14,9%	54.052	1,2%	53.292	-1,4%
EBITDA	44.646	4,0%	47.984	7,5%	51.990	8,3%	56.462	8,6%
EBITDA-Marge	10,90%	0,3 pp	10,66%	-0,2 pp	11,00%	0,3 pp	11,49%	0,5 pp
<b>EBIT</b>	<b>19.725</b>	<b>9,0%</b>	<b>22.050</b>	<b>11,8%</b>	<b>25.043</b>	<b>13,6%</b>	<b>28.501</b>	<b>13,8%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>4,82%</b>	<b>0,3 pp</b>	<b>4,90%</b>	<b>0,1 pp</b>	<b>5,30%</b>	<b>0,4 pp</b>	<b>5,80%</b>	<b>0,5 pp</b>
Zinserträge	399	229,8%	16	-95,9%	27	67,3%	44	60,6%
Zinsaufwand	5.812	-1,0%	5.600	-3,6%	5.500	-1,8%	5.400	-1,8%
Finanzergebnis	-5.413	5,8%	-5.584	-3,2%	-5.473	2,0%	-5.356	2,1%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>14.312</b>	<b>16,0%</b>	<b>16.466</b>	<b>15,1%</b>	<b>19.570</b>	<b>18,8%</b>	<b>23.145</b>	<b>18,3%</b>
EBT-Marge	3,49%	0,4 pp	3,66%	0,2 pp	4,14%	0,5 pp	4,71%	0,6 pp
Steuern	4.790	-0,2%	4.775	-0,3%	5.675	18,8%	6.712	18,3%
Steuerquote	33,47%	-5,4 pp	29,00%	-4,5 pp	29,00%	0,0 pp	29,00%	0,0 pp
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>9.522</b>	<b>26,2%</b>	<b>11.691</b>	<b>22,8%</b>	<b>13.895</b>	<b>18,8%</b>	<b>16.433</b>	<b>18,3%</b>
Anzahl Aktien zum 15.05.17 (Mio.)	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (Euro)</b>	<b>3,05</b>	<b>26,2%</b>	<b>3,74</b>	<b>22,8%</b>	<b>4,45</b>	<b>18,8%</b>	<b>5,26</b>	<b>18,3%</b>

Quelle: Solventis Research, PWO

**PWO: Peer-Group-Vergleich**

Ticker	Kurs in €	Währung	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	EV/EBITDA 2017e	EV/EBITDA 2018e	EV/EBIT 2017e	EV/EBIT 2018e	Marge 2017e	Marge 2018e	Buchwert 2017e	Buchwert 2018e	EV/Sales 2017e	EV/Sales 2018e
Continental AG	207,65	Euro	14,8	12,7	11,6	6,4	5,7	9,0	8,0	11,1%	11,5%	2,5	2,2	1,0	0,9
Hella KGaA Hueck & Co	45,75	Euro	18,9	14,8	13,2	6,2	5,5	11,2	9,8	7,4%	7,8%	2,3	2,1	0,8	0,8
Schaeffler AG	15,03	Euro	11,7	9,0	8,4	2,2	1,8	3,2	2,6	12,6%	12,8%	3,6	2,7	0,4	0,3
Bertrandt AG	81,35	Euro	12,9	14,5	13,1	7,6	6,9	10,5	9,6	8,1%	8,4%	2,1	2,0	0,9	0,8
Grammer AG	52,88	Euro	13,6	11,9	10,8	6,7	6,0	10,3	9,0	4,9%	5,1%	1,9	1,6	0,5	0,5
Paragon AG	63,11	Euro	74,7	49,4	37,7	16,6	11,9	27,9	19,1	9,6%	10,2%	7,1	6,1	2,7	2,0
SHW AG	32,12	Euro	16,1	16,8	12,3	5,0	4,1	11,6	8,4	4,6%	5,4%	1,6	1,5	0,5	0,5
Leoni AG	53,77	Euro	176,8	14,7	12,8	6,4	5,9	11,6	10,3	4,1%	4,5%	1,7	1,6	0,5	0,5
ErlingKlinger AG	18,51	Euro	14,9	12,0	10,5	6,8	6,2	11,2	10,0	9,4%	10,1%	1,3	1,2	1,1	1,0
NORMA Group SE	49,00	Euro	20,6	16,0	15,0	9,8	9,1	12,7	11,6	15,5%	15,7%	2,9	2,6	2,0	1,8
Durchschnitt (ungewichtet)			37,5	17,2	14,6	7,4	6,3	11,9	9,8	8,7%	9,2%	2,7	2,4	1,0	0,9
<b>MEDIAN</b>			15,5	14,6	12,5	6,6	6,0	11,2	9,7	8,8%	9,3%	2,2	2,0	0,8	0,8
Progress Werk Oberkirch	50,28	Euro	16,5	12,5	10,4	6,1	5,7	13,4	11,8	5,2%	5,7%	1,4	1,3	0,7	0,7
Abweichung vom Median			6,2%	-14,3%	-16,8%	-6,2%	-5,0%	19,5%	21,2%	-40,1%	-38,6%	-38,1%	-36,0%	-16,5%	-14,7%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Solventis Research

**PWO: Bilanz in Tsd. €**

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	2.014,00	-52,5%	4.500,00	123,4%	6.401,06	42,2%	11.102,73	73,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	49.208,00	-19,2%	49.208,00	0,0%	51.668,40	5,0%	53.735,14	4,0%
Vorräte	97.104,00	18,4%	97.104,00	0,0%	101.959,20	5,0%	106.037,57	4,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9.475,00	5,9%	9.475,00	0,0%	9.475,00	0,0%	9.475,00	0,0%
Steuerforderungen	129,00	0,8%	129,00	0,0%	129,00	0,0%	129,00	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>157.930,00</b>	<b>1,1%</b>	<b>160.416,00</b>	<b>1,6%</b>	<b>169.632,66</b>	<b>5,7%</b>	<b>180.479,43</b>	<b>6,4%</b>
Sachanlagen	176.637,00	2,3%	190.702,83	8,0%	194.755,50	2,1%	198.795,00	2,1%
Immaterielle Vermögenswerte	6.054,00	3,5%	6.054,00	0,0%	6.054,00	0,0%	6.054,00	0,0%
Firmenwerte	5.398,00	1,2%	5.398,00	0,0%	5.398,00	0,0%	5.398,00	0,0%
Latente Steuern	13.400,00	8,3%	13.400,00	0,0%	13.400,00	0,0%	13.400,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>201.489,00</b>	<b>2,7%</b>	<b>215.554,83</b>	<b>7,0%</b>	<b>219.607,50</b>	<b>1,9%</b>	<b>223.647,00</b>	<b>1,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>359.419,00</b>	<b>2,0%</b>	<b>375.970,83</b>	<b>4,6%</b>	<b>389.240,16</b>	<b>3,5%</b>	<b>404.126,43</b>	<b>3,8%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	9.375,00	0,0%	9.375,00	0,0%	9.375,00	0,0%	9.375,00	0,0%
Kapitalrücklage	37.494,00	0,0%	37.494,00	0,0%	37.494,00	0,0%	37.494,00	0,0%
Gewinnrücklagen	56.028,00	6,0%	62.406,56	11,4%	70.676,09	13,3%	80.859,01	14,4%
Kumuliertes übriges comprehensive income	3.639,00	7,6%	3.951,50	8,6%	4.264,00	7,9%	4.889,00	14,7%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>106.536,00</b>	<b>3,3%</b>	<b>113.227,06</b>	<b>6,3%</b>	<b>121.809,09</b>	<b>7,6%</b>	<b>132.617,01</b>	<b>8,9%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	52.927,00	9,3%	53.720,91	1,5%	54.526,72	1,5%	55.344,62	1,5%
Übrige Rückstellungen	1.732,00	-18,3%	1.902,78	9,9%	1.997,92	5,0%	2.077,83	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	87.395,00	-3,6%	87.395,00	0,0%	87.395,00	0,0%	87.395,00	0,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>142.054,00</b>	<b>0,6%</b>	<b>143.018,68</b>	<b>0,7%</b>	<b>143.919,63</b>	<b>0,6%</b>	<b>144.817,45</b>	<b>0,6%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	2.771,00	-5,4%	3.044,22	9,9%	3.196,43	5,0%	3.324,29	4,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	31.438,00	20,7%	31.438,00	0,0%	33.009,90	5,0%	34.330,30	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	39.077,00	-15,8%	43.998,10	12,6%	43.998,10	0,0%	43.998,10	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.466,00	217,3%	1.610,55	9,9%	1.691,08	5,0%	1.758,72	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	31.831,00	14,4%	34.969,56	9,9%	36.718,03	5,0%	38.186,76	4,0%
Erhaltene Anzahlungen	4.246,00	-4,4%	4.664,66	9,9%	4.897,89	5,0%	5.093,81	4,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>110.829,00</b>	<b>2,5%</b>	<b>119.725,09</b>	<b>8,0%</b>	<b>123.511,44</b>	<b>3,2%</b>	<b>126.691,97</b>	<b>2,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>359.419,00</b>	<b>2,0%</b>	<b>375.970,83</b>	<b>4,6%</b>	<b>389.240,16</b>	<b>3,5%</b>	<b>404.126,43</b>	<b>3,8%</b>

Quelle: Solventis Research, PWO



**PWO: DCF-Modell in Tsd. €**

	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	409.612,0	450.000,0	472.500,0	491.400,0	506.142,0	516.264,8	
<b>Veränderung in %</b>	1,2%	9,9%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	44.646,0	47.984,2	51.989,8	56.461,7	59.342,2	60.962,7	
<b>EBITDA-Marge</b>	10,9%	10,7%	11,0%	11,5%	11,7%	11,8%	
<b>EBIT</b>	19.725,0	22.050,0	25.042,5	28.501,2	30.368,5	30.975,9	
<b>EBIT-Marge</b>	4,8%	4,9%	5,3%	5,8%	6,0%	6,0%	
<b>NOPLAT</b>	13.123,4	15.655,5	17.780,2	20.235,9	21.561,6	21.683,1	21.900,0
<b>Reinvestment Rate</b>	14,0%	89,8%	55,1%	43,8%	31,5%	21,2%	10,6%
<b>FCFF</b>	11.292,4	1.589,7	7.983,8	11.371,6	14.772,0	17.085,8	423.912,6
<b>WACC</b>	4,87%	5,00%	5,08%	5,18%	5,28%	5,35%	5,62%
<b>Kummuliertes WACC</b>		105,00%	110,33%	116,05%	122,17%	128,71%	135,94%
<b>Barwerte der FCFF</b>		1.514,0	7.236,1	9.799,0	12.091,0	13.274,5	311.828,0
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>43.914,6</b>						
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>311.828,0</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	87,7%						
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>355.742,7</b>						
<b>Netto-Finanzschulden</b>	177.385,0						
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0						
<b>Minderheiten</b>	0,0						
<b>Beteiligungen</b>	0,0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>178.357,7</b>						
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>57,07</b>						

Quelle: Solventis Research, PWO

**Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**1. Haftungserklärung**

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

**2. Pflichtangaben**

a) Erstmalige Veröffentlichung: **16.05.2017**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **regelmäßig**

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
6. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Beteiligungen GmbH**

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Dennis Watz, Junior Analyst**

## 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

## 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

## 7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

## 8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

## 9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

**Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**