

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

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

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

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

## PSI AG

### Umsatzwachstum verschoben

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>13,84 € (16,29 €)</b>
Kurs (09.11.2016)	12,08 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung (Mio. €)	189,6
Anzahl Aktien (Mio.)	15,70
Homepage:	<a href="http://www.psi.de">www.psi.de</a>

#### Kerndaten und Prognosen

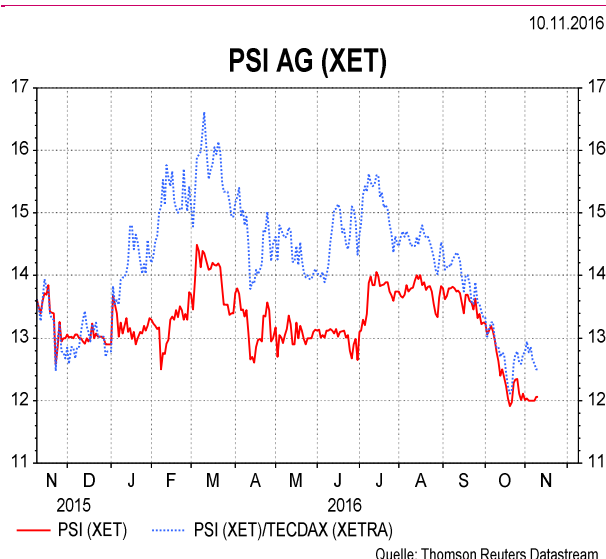
	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. €)	183,7	180	189	194
EBIT (Mio. €)	11,1	11,0	13,2	15,6
EBIT-Marge	6,0%	6,1%	7,0%	8,0%
EBITDA (Mio. €)	15,4	15,3	17,6	20,0
EBITDA-Marge	8,4%	8,5%	9,3%	10,3%
Ergebnis je Aktie (€)	0,48	0,48	0,58	0,69
Dividende je Aktie (€)	0,21	0,21	0,25	0,30
Buchwert je Aktie (€)	4,68	4,94	5,28	5,73
KGV	27,0	25,3	20,9	17,5
Kurs/Buchwert	2,75	2,44	2,29	2,11
EV/EBIT	19,3	18,3	14,8	12,2
EV/EBITDA	13,9	13,2	11,1	9,5
EV/Umsatz	1,17	1,12	1,04	0,97
Dividendenrendite	1,6%	1,7%	2,1%	2,5%

Die Performance nach 9 Monaten hat das Management zum Anlass genommen, das Umsatzziel für 2016 deutlich zurückzunehmen. Dagegen wurde der angestrebte EBIT-Bereich von 11 bis 13 Mio. € bestätigt. Der Weg zurück auf den langfristigen Wachstumspfad verzögert sich weiter. Wir passen unser DCF-Modell an die neue Prognose des Unternehmens an. Wir kommen nun auf einen fairen Wert von 13,84 € nach zuvor 16,29 €. Bei einem Kurs von gut 12 € ergibt sich dazu ein Kurspotential von ~15%. Damit bleibt die PSI-Aktie ein Kauf.

Auf Basis der 9 Monatszahlen stellt das Management in Aussicht, dass Auftragseingang und Umsatz 2016 leicht unter den Vorjahreswerten von 195 Mio. € respektive 183,7 Mio. € liegen werden. Begründet wird die revidierte Umsatz-Guidance mit dem anhaltend schwachen Marktumfeld bei Rohstoffen und Stahl sowie der nachlassenden Ordertätigkeit bei den Netzbetreibern nach Auslaufen der Impulse aus dem „Photojahr“. Der Umsatzwegfall durch Anpassungen des margenschwachen Hardwaregeschäfts vor allem in Südostasien konnte nicht kompensiert werden.

Die Aussagen zum Auftragseingang 2016 deuten auf verhaltenes Wachstum in 2017 hin. Offensichtlich erwartet das Management ein weiterhin ambitioniertes Umfeld. Es wird im Bericht zum Q3'2016 erneut darauf hingewiesen, dass die Gesellschaft auf der Suche nach Übernahmeziele ist. Wir erwarten kleinere Akquisitionen in den Bereichen Energienetze, Automotive und Logistik. Mit Kapitalmaßnahmen rechnen wir in diesem Zusammenhang nicht.

Schon bei der ursprünglichen EBIT-Guidance für 2016 war das Management vorsichtig gewesen und hatte lediglich ein EBIT im Bereich von 11 bis 13 Mio. € in Aussicht gestellt. Eine Korrektur musste daran bislang nicht vorgenommen werden. Nachdem wir zuvor mit einem EBIT von 13 Mio. € gerechnet hatten, erwarten wir nun 11 Mio. €. Die EBIT-Marge wird mit rund 6% auf dem Niveau von 2015 bleiben. In den Folgejahren erwarten wir eine Margenverbesserung um etwa einen Prozentpunkt jährlich.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 12.

SOLVENTIS WERTPAPIERHANDELSBANK GMBH, AM ROSENGARTEN 4, 55131 MAINZ; TEL. +49 (0) 6131 -48 60 500  
WWW.SOLVENTIS.DE

### **Umsatz und Auftragseingang auch nach 9 Monaten unter Vorjahr – Guidance angepasst**

Bereits zum Halbjahr hatte sich abgezeichnet, dass das Umsatzziel für das laufende Jahr ambitioniert war. Auf Basis der nun vorgelegten 9 Monatszahlen korrigierte das Management den Umsatzausblick von „...Steigerung...im mittleren einstelligen Prozentbereich“ auf „...leicht unter dem Vorjahreswert liegenden Auftragseingang und Umsatz...“. 2015 wurden 183,7 Mio. € umgesetzt. Begründet wird der nach unten revidierte Umsatzausblick mit dem anhaltend schwachen Marktumfeld bei Rohstoffen und der nachlassenden Ordertätigkeit bei den Netzbetreibern nach Ende des „Photojahrs“. Der Umsatzwegfall durch Anpassungen des margenschwachen Hardwaregeschäfts vor allem in Südostasien konnte nicht kompensiert werden.

Zum Auftragseingang 2016 war bislang noch nichts gesagt worden. Dass er unter dem Wert von 2015 (195 Mio. €) bleiben soll, begründet das Management mit fortgesetzter Preisdisziplin bei Neuaufträgen. Vermutlich spielt aber auch das Marktumfeld eine wesentliche Rolle. Außerdem gestaltet sich der Ausbau des Downstream-Geschäfts wohl schwieriger als erwartet.

Dagegen wurde die EBIT-Guidance „...eine leichte Steigerung der EBIT-Marge und ein Betriebsergebnis zwischen 11 und 13 Mio. €...“ bestätigt: „Der PSI-Vorstand ist zuversichtlich, den im Geschäftsbericht 2015 formulierten Zielkorridor für das Ergebnis zu erreichen.“ Bei einer EBIT-Marge von 6,0% hatte das EBIT 2015 11,1 Mio. € betragen.

### **Infrastrukturmanagement verliert ein Viertel des Umsatzes**

Alle drei Segmente Energiemanagement, Produktionsmanagement und Infrastrukturmanagement wiesen nach 9 Monaten einen rückläufigen Umsatz aus, siehe Tabelle PSI: Segmente. Zum Halbjahr hatte Energiemanagement noch ein kleines Plus erwirtschaftet. Besonders hart traf es Infrastrukturmanagement mit einem Minus von 25% beim Umsatz und einem EBIT von -0,9 Mio. €. Das reflektiert zum guten Teil den Verzicht auf margenschwache Hardwareumsätze in Südostasien.

Das größte Segment **Produktionsmanagement** (Rohstoffe, Metallerzeugung, Automotive, Logistik) musste einen Umsatzrückgang von 4% auf 63,0 Mio. € hinnehmen, während die EBIT-Marge auf 8,1% (Vj. 6,8%) erhöht werden konnte. Im Vorjahresvergleich fielen die Zahlen damit besser aus als nach 6 Monaten. PSI konnte u.a. Großaufträge im Bereich Schienenfahrzeugbau und Fahrzeuginstandhaltung akquirieren.

Nach 9 Monaten wies das **Energiemanagement** (Gas, Öl, Elektrizität, Wärme, Wasser, Energiehandel) mit einem Minus von 2% den geringsten Umsatzrückgang auf. Das EBIT konnte nahezu gehalten werden. Die Marge legte geringfügig zu (7,1% nach 7,0% im Vj.). Das ist 1PP weniger als nach 6 Monaten. Zu dieser Entwicklung hat beigetragen, dass ein Lizenzvertrag eines Gas- und Wasserkraftbetreibers erst im Q4'16 verbucht wird. Wichtige Aufträge gewann der Bereich Elektrische Energie in angrenzenden Staaten. Im Bereich Gas und Öl berichtet PSI von Neuaufträgen aus Russland und einem Upgrade-Auftrag des deutschen Marktführers: Die Nachfrage könnte in diesem Bereich den Boden gefunden haben.

Im kleinsten Segment **Infrastrukturmanagement** (Verkehr, Sicherheit) hatte PSI entschieden, auf Umsätze mit geringen Margen zu verzichten. Dabei handelt es sich vor allem um kapitalintensive Hardwareumsätze in Südostasien. Die Kapazitäten wurden entsprechend angepasst. An den Zahlen nach 9 Monaten ist noch nicht zu erkennen, ob die Maßnahmen ausreichen, um die Situation zu stabilisieren. Dazu könnten Wartungs- und Ausbauphasen nach erfolgten Inbetriebnahmen beitragen.

### **Cashflow verbessert – Kasse im Q3 gestiegen**

Nach 9 Monaten 2016 weist PSI einen positiven Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit in Höhe von 4,2 Mio. € (Vj. 0,9 Mio. €) aus. Stärkster Faktor waren erneut die Veränderungen bei Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die um 6,6 Mio. € abgebaut wurden. Wahrscheinlich trägt der rückläufige Konzernumsatz zu der Entwicklung bei. Hinzu kommen Erfolge beim Abbau überfälliger Forderungen und die Verschiebung von Forderungen aus den Schwellenländern nach Europa. Das verringert die Zahlungsziele. Mit wieder einsetzendem Wachstum wird wieder mehr Working Capital benötigt werden.

Ende Q3'2016 waren 35,9 Mio. € (Vj. 38,8 Mio. €) in der Kasse. Während in 2015 keine Dividende gezahlt wurde, flossen 2016 für die 2015er Dividende 3,3 Mio. € ab. Außerdem wurden Finanzverbindlichkeiten um 1,8 Mio. € auf nur noch 1,6 Mio. € reduziert. Nach dem EK (73,2 Mio. €) sind die Pensionsrückstellungen (46,6 Mio. €) der größte Posten auf der Passivseite. Auf der Aktivseite sind Immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 58,1 Mio. € ausgewiesen. Davon entfallen knapp 50 Mio. € auf Firmenwerte. Bezüglich des Firmenwertes besteht u. E. ein gewisses Restrisiko, dass es bei der Incontrol Malaysia (Firmenwert 16 Mio. € Ende 2015) zu einer Abschreibung kommen könnte.

PSI sucht in den Bereichen Energienetze, Automotive und Logistik nach Akquisitionszielen. Wir denken, dass es dabei um Größenordnungen von bis zu 30 Mio. € geht, die das Unternehmen aus eigener Kraft stemmen kann. Eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung einer größeren Akquisition halten wir derzeit für wenig wahrscheinlich.

### **Fairer Wert 13,84 € (bisher 16,29 €)**

Nach der Vorlage des Berichts über die ersten 9 Monate des laufenden Geschäftsjahres müssen wir unser DCF-Modell anpassen. Für 2016 erwarten wir nun einen Umsatz von 180 Mio. € (bisher 193 Mio. €) und ein EBIT von 11,0 Mio. € (bisher 13,0 Mio. €). Die EBIT-Marge liegt mit 6,1% (bisher 6,8%) nur noch auf dem Niveau des Jahres 2015. In der weiteren Detailplanung nehmen wir die EBIT-Marge linear zurück und erwarten im Terminal Value nun 13% (bisher 14%). Unsere bisherigen Veränderungsraten für den Umsatz setzen auf der für 2016 abgesenkten Basis auf. Die sonstigen Änderungen sind von untergeordneter Bedeutung. In unserem DCF-Modell sind die Pensionsrückstellungen (46,6 Mio. €) nach wie vor in den Netto-Finanzschulden enthalten. Unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Anpassungen erhalten wir

einen fairen Wert von 13,84 € (bisher 16,29 €). Dieser Wert steigt um rund 3 €, wenn wir die Netto-Finanzschulden ohne Pensionsrückstellungen ansetzen.

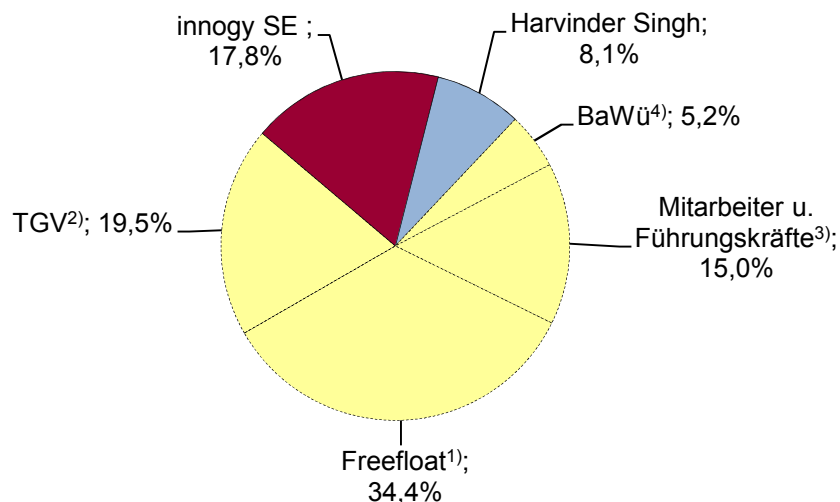
### **Langfristiges Ziel: Internationaler Software-Produkthersteller**

Der Umbau vom innerdeutschen Projekthaus zum Produktanbieter schafft die Voraussetzung für stetig wachsende Wartungsumsätze und höhere EBIT-Margen. Auf dem Weg zum internationalen Software-Produkthersteller gilt es, den Export weiter auszubauen. Erhöhte Stückzahlen schaffen Skaleneffekte. Ein wichtiger Baustein ist die Konzentration auf eine einheitliche Technikplattform, die Kosten spart und Wettbewerbsvorteile ermöglicht. Last but not least bilden die Entwicklung neuer Funktionen und Algorithmen die Basis für neue Produkte und weiteres Wachstum. PSI wird auch zukünftig erheblich in F&E investieren müssen.

### **Industrie 4.0 könnte Übernahmephantasie erneut entfachen**

Nach wie vor sehen wir PSI als potentiell Übernahmезiel für einen der großen Softwarehersteller oder die „Siemens“ dieser Welt. Dazu muss die Transformation der PSI hin zu einem internationalen Softwarehersteller vermutlich ein gutes Stück weiter sein als heute. Zweistellige EBIT-Margen erwarten wir erst mittelfristig. Da hat es ein potentieller Käufer nicht eilig, zumal es auf diesem Weg auch zu Rückschlägen kommen kann. Wenn PSI mehr Wachstum und Marge liefert, wird sie für andere Player interessanter. Möglicherweise erhält die Übernahmephantasie durch den Hype um das Thema Industrie 4.0 neuen Auftrieb. So schreibt das PSI-Management im GB 2015, dass große Elektro- und Software-Konzerne stärker auf den Markt Industrie 4.0 schauen, der von Übernahmen und Pilotprojekten geprägt ist. Bekanntlich ist PSI einer der Spieler, die in diesem Marktsegment aktiv sind. Am Beispiel von Kuka kann man sehen, dass insbesondere chinesische Investoren nach entsprechenden Zielen in Deutschland suchen und auch zugreifen.

## Aktionärsstruktur



<sup>1)</sup> Freefloat nach Deutscher Börse sind 54,02%, d.h. Mitarbeiter u. Führungskräfte und BaWü zählt die Deutsche Börse zum Freefloat

<sup>2)</sup> TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV 19,52%

<sup>3)</sup> Mitarbeiter und Führungskräfte ~15% inkl. Mitarbeiterkonsortium (9,35%)

<sup>4)</sup> BaWü: Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte (BaWü) 5,23%,

Quelle: PSI, Solventis Research

Im Zuge der Aufteilung der RWE ist deren Beteiligung an der PSI auf die innogy AG übergegangen. Die Höhe der Beteiligung ist unverändert 17,77%. Weitere Veränderungen im Aktionariat sind uns nicht bekannt.

## FAZIT

Die Performance nach 9 Monaten hat das Management zum Anlass genommen, das Umsatzziel für 2016 deutlich zurückzunehmen. Dagegen wurde der angestrebte EBIT-Bereich von 11 bis 13 Mio. € bestätigt. Der Weg zurück auf den langfristigen Wachstumspfad verzögert sich weiter. Die Aussagen zum Auftragseingang 2016 deuten auf verhaltenes Wachstum in 2017 hin. Dies reflektiert u. E. primär die Entwicklung in den Kundenbranchen wie Rohstoffe und Stahl. Außerdem hat der Investitionszyklus der Betreiber elektrischer Netze den Hochpunkt überschritten. Hinzu kommt, dass die Schwächephase in Südostasien noch nicht überwunden ist.

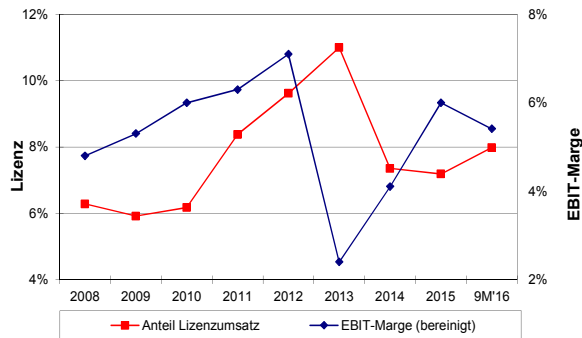
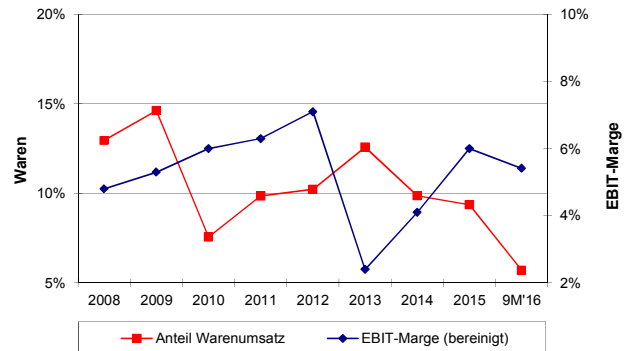
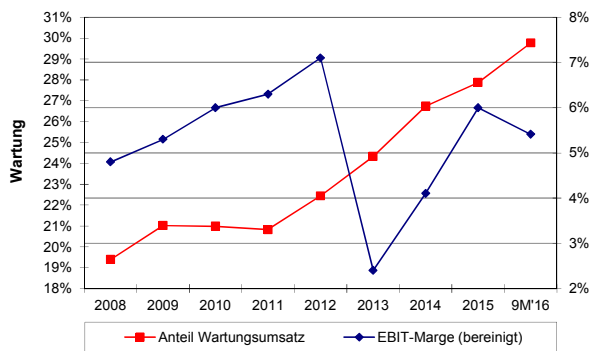
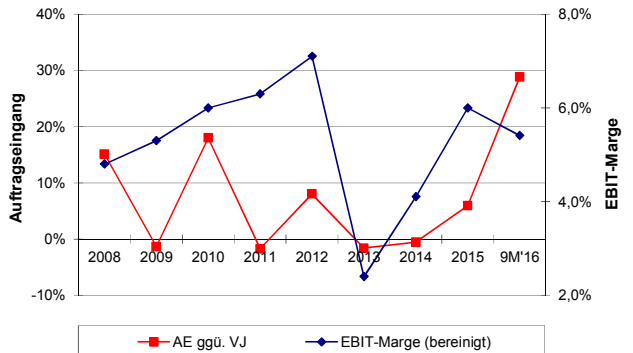
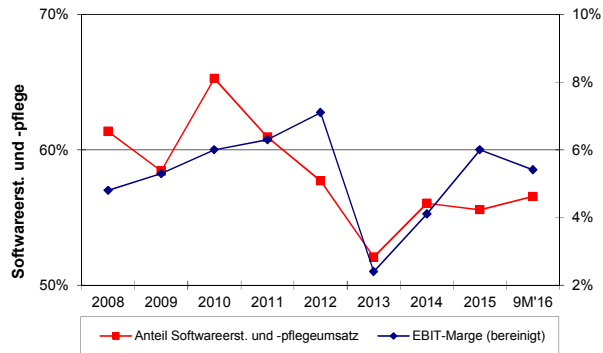
Wir passen unser DCF-Modell an die neue Prognose des Unternehmens an. Auf die nun geringere Ausgangsbasis 2016 setzen wir unsere Projektionen für Umsatz und EBIT-Margen weitgehend unverändert auf. Im Ergebnis für dies zu einem fairen Wert von 13,84 € nach zuvor 16,29 €. Bei einem Kurs von rund 12 € ergibt sich dazu ein Kurspotential von ~15%. Damit bleibt die PSI-Aktie ein Kauf.

## PSI: Segmente

in Mio. €	Energie- management			Produktions- management			Infrastruktur- management			Überleitung		Konzern		
	9M'16	9M'15	ggü. Vorjahr	9M'16	9M'15	ggü. Vorjahr	9M'16	9M'15	ggü. Vorjahr	9M'16	9M'15	9M'16	9M'15	ggü. Vorjahr
<b>Umsatzerlöse</b>														
Umsätze mit Fremden	48,281	49,080	-2%	63,042	65,613	-4%	16,538	21,921	-25%	0,000	0,000	127,861	136,614	-6%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,792	1,662	-52%	1,602	1,042	54%	4,349	4,537	-4%	-6,743	-7,241	0,000	0,000	n.m.
<b>Umsätze gesamt</b>	<b>49,073</b>	<b>50,742</b>	<b>-3%</b>	<b>64,644</b>	<b>66,655</b>	<b>-3%</b>	<b>20,887</b>	<b>26,458</b>	<b>-21%</b>	<b>-6,743</b>	<b>-7,241</b>	<b>127,861</b>	<b>136,614</b>	<b>-6%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	4,937	3,965	25%	4,921	5,115	-4%	1,226	1,256	-2%	-6,982	-7,254	4,102	3,082	33%
Aufwand für bezogene Leistungen	-3,164	-3,822	-17%	-4,780	-7,488	-36%	-3,993	-5,560	-28%	0,046	4,326	-11,891	-12,544	-5%
Aufwand für bezogene Waren	-2,601	-2,943	-12%	-1,874	-1,702	10%	-4,564	-6,902	-34%	2,542	0,483	-6,497	-11,064	-41%
Personalaufwand	-32,112	-30,399	6%	-38,781	-38,946	0%	-10,014	-10,584	-5%	-0,239	-0,167	-81,146	-80,096	1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,420	-12,870	-11%	-17,568	-17,729	-1%	-3,878	-4,085	-5%	10,530	9,116	-22,336	-25,568	-13%
<b>Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen</b>	<b>4,713</b>	<b>4,673</b>	<b>1%</b>	<b>6,562</b>	<b>5,905</b>	<b>11%</b>	<b>-0,336</b>	<b>0,583</b>	<b>n.m.</b>	<b>-0,846</b>	<b>-0,737</b>	<b>10,093</b>	<b>10,424</b>	<b>-3%</b>
Abschreibungen	-1,171	-1,082	8%	-0,852	-0,968	-12%	-0,531	-0,602	-12%	-0,060	-0,045	-2,614	-2,697	-3%
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen aus Kaufpreisallokation</b>	<b>3,542</b>	<b>3,591</b>	<b>-1%</b>	<b>5,710</b>	<b>4,937</b>	<b>16%</b>	<b>-0,867</b>	<b>-0,019</b>	<b>4463%</b>	<b>-0,906</b>	<b>-0,782</b>	<b>7,479</b>	<b>7,727</b>	<b>-3%</b>
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,064	-0,064	0%	-0,495	-0,392	26%	0,000	0,000	n.m.	0,000	0,000	-0,559	-0,456	23%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>3,478</b>	<b>3,527</b>	<b>-1%</b>	<b>5,215</b>	<b>4,545</b>	<b>15%</b>	<b>-0,867</b>	<b>-0,019</b>	<b>4463%</b>	<b>-0,906</b>	<b>-0,782</b>	<b>6,920</b>	<b>7,271</b>	<b>-5%</b>
Finanzergebnis	0,054	0,013	315%	-0,395	-0,636	38%	-0,129	-0,837	-85%	0,000	-0,040	-0,470	-1,500	69%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>3,532</b>	<b>3,540</b>	<b>0%</b>	<b>4,820</b>	<b>3,909</b>	<b>23%</b>	<b>-0,996</b>	<b>-0,856</b>	<b>16%</b>	<b>-0,906</b>	<b>-0,822</b>	<b>6,450</b>	<b>5,771</b>	<b>12%</b>
<b>Ebitda-Marge</b>	9,6%	9,2%		10,2%	8,9%		-1,6%	2,2%				7,9%	7,6%	
<b>Ebit-Marge vor IFRS 3-Abschreibungen</b>	7,2%	7,1%		8,8%	7,4%		-4,2%	-0,1%				5,8%	5,7%	
<b>Ebit-Marge</b>	7,1%	7,0%		8,1%	6,8%		-4,2%	-0,1%				5,4%	5,3%	
Personalkostenquote	65,4%	59,9%		60,0%	58,4%		47,9%	40,0%				63,5%	58,6%	
Materialkostenquote	11,7%	13,3%		10,3%	13,8%		41,0%	47,1%				14,4%	17,3%	

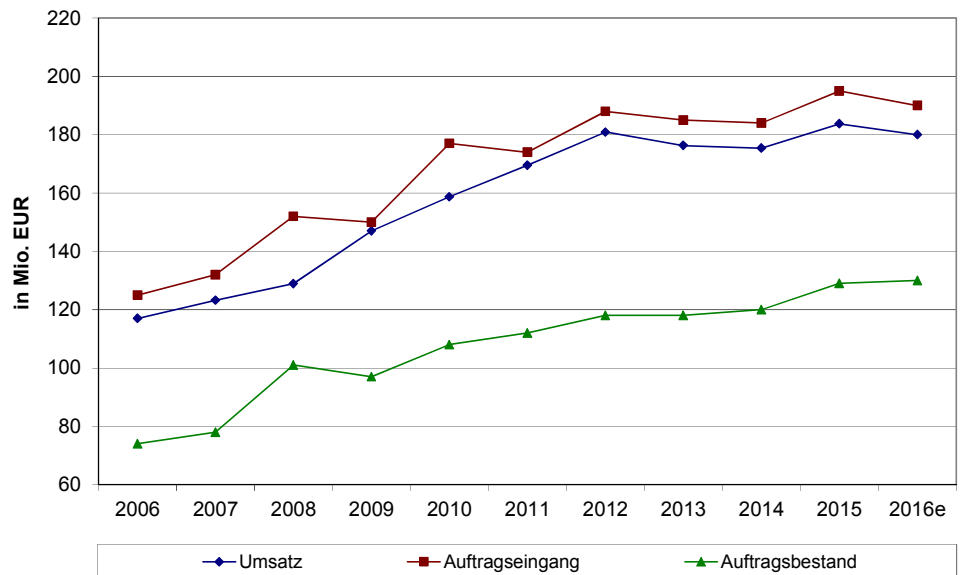
Quelle: PSI, Solventis Research

**PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge**



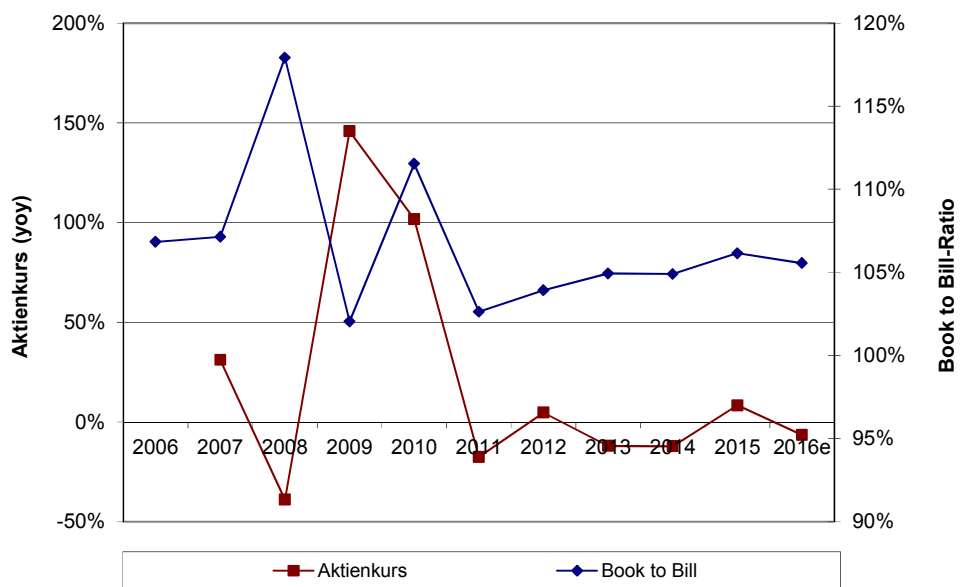
Quelle: PSI, Solventis Research

**PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand**



Quelle: PSI, Solventis Research

**PSI: Zusammenhang von Book to Bill-Ratio und Aktienkurs**



Quelle: PSI, Solventis Research



**PSI: GuV (in Tsd. €)**

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>183.682,00</b>	<b>4,7%</b>	<b>180.008,36</b>	<b>-2,0%</b>	<b>189.008,78</b>	<b>5,0%</b>	<b>194.679,04</b>	<b>3,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	5.490,00	-33,0%	4.800,00	-12,6%	4.777,12	-0,5%	4.591,61	-3,9%
Materialaufwand	31.596,00	-4,5%	28.801,34	-8,8%	30.241,40	5,0%	31.148,65	3,0%
Rohergebnis nach GKV	157.576,00	4,7%	156.007,02	-1,0%	163.544,49	4,8%	168.122,00	2,8%
Personalaufwand	106.820,00	3,1%	107.730,00	0,9%	113.116,50	5,0%	116.510,00	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.286,00	10,4%	4.239,00	-1,1%	4.354,69	2,7%	4.470,38	2,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	35.361,00	0,1%	33.000,00	-6,7%	32.842,69	-0,5%	31.567,30	-3,9%
EBITDA	15.395,00	33,4%	15.277,02	-0,8%	17.585,30	15,1%	20.044,70	14,0%
EBITDA-Marge	8,38%	1,8 pp	8,49%	0,1 pp	9,30%	0,8 pp	10,30%	1,0 pp
<b>EBIT</b>	<b>11.109,00</b>	<b>45,1%</b>	<b>11.038,02</b>	<b>-0,6%</b>	<b>13.230,61</b>	<b>19,9%</b>	<b>15.574,32</b>	<b>17,7%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>6,05%</b>	<b>1,7 pp</b>	<b>6,13%</b>	<b>0,1 pp</b>	<b>7,00%</b>	<b>0,9 pp</b>	<b>8,00%</b>	<b>1,0 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	140,00	159,3%		-100,0%	0,00	n.m.	0,00	0,0%
Zinserträge	134,00	-74,4%	100,00	-25,4%	77,02	-23,0%	88,98	15,5%
Zinsaufwand	1.945,00	-24,3%	1.100,00	-43,4%	1.064,72	-3,2%	1.000,00	-6,1%
Finanzergebnis	-1.671,00	16,2%	-1.000,00	40,2%	-987,70	1,2%	-911,02	7,8%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>9.438,00</b>	<b>66,6%</b>	<b>10.038,02</b>	<b>6,4%</b>	<b>12.242,91</b>	<b>22,0%</b>	<b>14.663,31</b>	<b>19,8%</b>
EBT-Marge	5,14%	1,9 pp	5,58%	0,4 pp	6,48%	0,9 pp	7,53%	1,1 pp
Steuern	1.979,00	26,5%	2.600,00	31,4%	3.171,10	22,0%	3.798,02	19,8%
Steuerquote	20,97%	-6,7 pp	25,90%	4,9 pp	25,90%	0,0 pp	25,90%	0,0 pp
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>7.459,00</b>	<b>82,0%</b>	<b>7.438,02</b>	<b>-0,3%</b>	<b>9.071,81</b>	<b>22,0%</b>	<b>10.865,29</b>	<b>19,8%</b>
Anzahl Aktien zum 09.11.16 (Mio.)	15,62	-0,2%	15,60	-0,1%	15,70	0,6%	15,70	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>0,48</b>	<b>82,3%</b>	<b>0,48</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,58</b>	<b>21,2%</b>	<b>0,69</b>	<b>19,8%</b>

Quelle: PSI, Solventis Research

**PSI: Bilanz (in Tsd. €)**

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	38.831,00	32,5%	36.000,00	-7,3%	40.717,60	13,1%	47.967,79	17,8%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	72.535,00	-1,4%	72.000,00	-0,7%	75.600,00	5,0%	77.868,00	3,0%
Vorräte	4.184,00	20,6%	5.000,00	19,5%	5.250,00	5,0%	5.407,50	3,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.192,00	-8,3%	6.000,00	15,6%	6.000,00	0,0%	6.000,00	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>120.742,00</b>	<b>7,8%</b>	<b>119.000,00</b>	<b>-1,4%</b>	<b>127.567,60</b>	<b>7,2%</b>	<b>137.243,29</b>	<b>7,6%</b>
Sachanlagen	12.214,00	-5,7%	12.091,00	-1,0%	11.691,04	-3,3%	12.130,12	3,8%
Immaterielle Vermögenswerte	9.859,00	-6,1%	9.000,00	-8,7%	9.000,00	0,0%	9.000,00	0,0%
Firmenwerte	49.559,00	-2,8%	49.000,00	-1,1%	49.000,00	0,0%	49.000,00	0,0%
Finanzanlagen	149,00	0,0%	149,00	0,0%	149,00	0,0%	149,00	0,0%
Latente Steuern	6.999,00	23,7%	7.000,00	0,0%	7.000,00	0,0%	7.000,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>78.780,00</b>	<b>-1,8%</b>	<b>77.240,00</b>	<b>-2,0%</b>	<b>76.840,04</b>	<b>-0,5%</b>	<b>77.279,12</b>	<b>0,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>199.522,00</b>	<b>3,8%</b>	<b>196.240,00</b>	<b>-1,6%</b>	<b>204.407,63</b>	<b>4,2%</b>	<b>214.522,40</b>	<b>4,9%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	40.185,00	0,0%	40.185,00	0,0%	40.185,00	0,0%	40.185,00	0,0%
Kapitalrücklage	35.137,00	0,0%	35.137,00	0,0%	35.137,00	0,0%	35.137,00	0,0%
Gewinnrücklagen	-14.964,00	-21,0%	-15.580,00	-4,1%	-10.432,53	33,0%	-4.276,45	59,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	12.794,00	139,8%	17.417,00	36,1%	18.044,89	3,6%	18.829,76	4,3%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>73.152,00</b>	<b>7,1%</b>	<b>77.159,00</b>	<b>5,5%</b>	<b>82.934,36</b>	<b>7,5%</b>	<b>89.875,31</b>	<b>8,4%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	46.981,00	-0,2%	46.572,00	-0,9%	47.037,72	1,0%	47.978,47	2,0%
Finanzverbindlichkeiten	83,00	-55,9%	48,00	-42,2%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	1.963,00	93,2%	2.119,00	7,9%	2.224,95	5,0%	2.291,70	3,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>49.027,00</b>	<b>1,5%</b>	<b>48.739,00</b>	<b>-0,6%</b>	<b>49.262,67</b>	<b>1,1%</b>	<b>50.270,17</b>	<b>2,0%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	14.929,00	-1,2%	12.298,00	-17,6%	12.912,90	5,0%	13.300,29	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	3.374,00	-33,6%	1.570,00	-53,5%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Verbindl. aus langfr. Auftragsfertigung	28.819,00	10,8%	26.585,00	-7,8%	27.914,25	5,0%	28.751,68	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	30.221,00	2,5%	29.889,00	-1,1%	31.383,45	5,0%	32.324,95	3,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>77.343,00</b>	<b>2,2%</b>	<b>70.342,00</b>	<b>-9,1%</b>	<b>72.210,60</b>	<b>2,7%</b>	<b>74.376,92</b>	<b>3,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>199.522,00</b>	<b>3,8%</b>	<b>196.240,00</b>	<b>-1,6%</b>	<b>204.407,63</b>	<b>4,2%</b>	<b>214.522,40</b>	<b>4,9%</b>

Quelle: PSI, Solventis Research

## PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	180.008,4	189.008,8	194.679,0	198.572,6	202.544,1	
<b>Veränderung in %</b>	-2,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	15.277,0	17.585,3	20.044,7	22.457,6	24.956,2	
<b>EBITDA-Marge</b>	8,5%	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%	
<b>EBIT</b>	11.038,0	13.230,6	15.574,3	17.871,5	20.254,4	
<b>EBIT-Marge</b>	6,1%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	
<b>NOPLAT</b>	8.179,0	9.803,7	11.540,3	13.242,5	15.008,2	18.661,0
<b>Reinvestment Rate</b>	20,5%	28,9%	21,5%	20,2%	23,6%	19,7%
<b>FCFF</b>	6.506,0	6.968,5	9.063,1	10.564,9	11.463,6	249.613,7
<b>WACC</b>	4,47%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	7,00%
<b>Kumuliertes WACC</b>		104,50%	109,20%	114,12%	119,25%	127,60%
<b>Barwerte der FCFF</b>		6.668,5	8.299,4	9.258,0	9.612,9	195.622,8
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>33.838,8</b>					
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>195.622,8</b>					
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	85,3%					
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>229.461,6</b>					
<b>Netto-Finanzschulden</b>	12.190,0					
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0					
<b>Minderheiten</b>	0,0					
<b>Beteiligungen</b>	0,0					
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>217.271,6</b>					
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>13,84</b>					

Quelle: Solventis Research

**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, 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.

Die Erläuterungen der Anlageurteile, die Angaben zu den wesentlichen Informationsquellen, die Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen sowie die Angabe Prävention/Behandlung von Interessenkonflikten finden sie unter [www.solventis.de](http://www.solventis.de).

**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 nach § 34b WpHG**

a) Erstmalige Veröffentlichung: **10. November 2016**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Quartalsweise.

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

d) Es sind 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 Wertpapierhandelsbank 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. halten Papiere des analysierten Emittenten im Bestand

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. 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 Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Meerbusch; HRB 18351, Amtsgericht Neuss; Geschäftsführer Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-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 Kursgewinn und einen 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 Rankingplazierung 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 zur 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 besteht ein deutliches Risiko, 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 Angebotsituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. 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 ausländischen 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, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

## 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 Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß 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 bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten 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 Wertpapierhandelsbank 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.

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