

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

PSI AG

Mehr Schwung im H2'2016

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	16,29 € (16,29 €)
Kurs (02.08.2016)	13,67 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung (Mio. €)	214,6
Anzahl Aktien (Mio.)	15,70
Homepage:	www.psi.de

Kerndaten und Prognosen

	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. €)	183,7	193	203	209
EBIT (Mio. €)	11,1	13,0	16,2	18,8
EBIT-Marge	6,0%	6,8%	8,0%	9,0%
EBITDA (Mio. €)	15,4	17,5	20,8	23,5
EBITDA-Marge	8,4%	9,1%	10,3%	11,3%
Ergebnis je Aktie (€)	0,48	0,54	0,67	0,79
Dividende je Aktie (€)	0,21	0,25	0,30	0,40
Buchwert je Aktie (€)	4,68	4,99	5,41	5,90
KGV	27,0	25,3	20,3	17,3
Kurs/Buchwert	2,75	2,74	2,52	2,32
EV/EBIT	19,3	16,9	13,2	11,0
EV/EBITDA	13,9	12,6	10,3	8,8
EV/Umsatz	1,17	1,14	1,05	0,99
Dividendenrendite	1,6%	1,8%	2,2%	2,9%

Im ersten Halbjahr 2016 verfehlte der Umsatz mit 85,1 Mio. €. das Vorjahr um 5,4 Mio. €. Ursächlich waren Entwicklungen in Südostasien und im Bereich Metals. Die EBIT-Marge im Konzern stieg hingegen von 4,5% auf 5,3%. Gemäß GB 2015 soll 2016 ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich und ein EBIT zwischen 11 und 13 Mio. € erzielt werden. Eine Konkretisierung der Jahresziele hat das Management im Verlauf von Q3'16 in Aussicht gestellt.

In Südostasien machen schwache Märkte und ein intensiver Wettbewerb PSI zu schaffen. Man hat bewusst auf Umsätze mit geringen Margen verzichtet und Kapazitäten aus dem Markt genommen. Der Bereich Metals spürte noch die Folgen der schwachen Stahlkonjunktur der letzten Quartale. Hier zog der Auftragseingang im Juni aber wieder an.

Erfreulich ist, dass die Marge im Konzern dennoch zulegen konnte. Offensichtlich war der Umsatzmix mit einem höheren Anteil europäischer Aufträge und weniger Geschäften in den Schwellenländern rentabler.

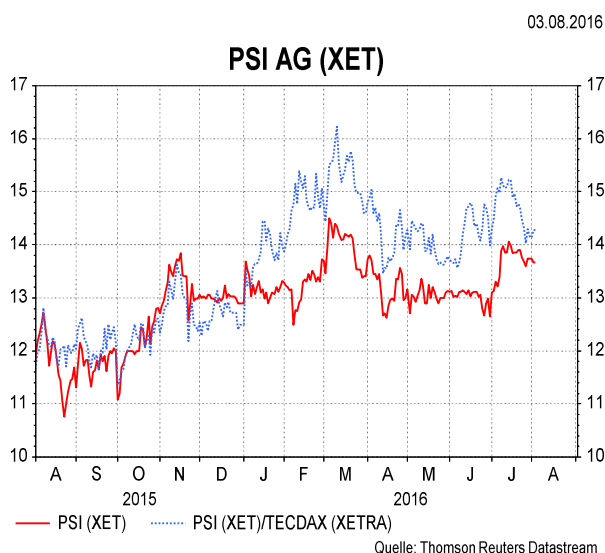
Der Auftragseingang im Konzern ist im Vergleich zum Vorjahr um 4% auf 100 Mio. € gefallen; Im Vorjahr war ein Großauftrag von E.ON verbucht worden. Der Auftragsbestand erreichte 144 Mio. € und übertraf damit den Vorjahreswert um 10%.

Getrieben von dem Bereich Elektrische Energie konnte allein das zweitgrößte Segment Energiemanagement ein – wenn auch kleines – Umsatzplus erwirtschaften.

Neben dem verbesserten Ergebnis trug ein erfolgreiches Forderungsmanagement dazu bei, dass der Cashflow einen Swing von ~3,5 Mio. € zeigte und die liquiden Mittel trotz Dividendenzahlung auf 34,8 Mio. € zulegen konnten (Vorjahr ohne Dividende: 27,8 Mio. €). Damit stehen ausreichend Mittel für die Absatzfinanzierung sowie mögliche Übernahmen zur Verfügung.

Die Investmentgesellschaft für langfristige Investoren TGV (kurz TGV) ist mittlerweile mit 19,52% (10,01%) größter Einzelaktionär der PSI. TGV hat erklärt, weitere Aktien erwerben zu wollen und auf die Besetzung des Aufsichtsrats Einfluss zu nehmen.

Für H2'2016 äußerte sich der PSI-Vorstand zuversichtlich. Es werden kurzfristig keine negativen Effekte aus der Brexit-Entscheidung erwartet. Mittelfristig wird die Nachfrage durch die Themen Informationssicherheit in Energie- und Produktionsnetzen, dezentrale Energieversorgung und Industrie 4.0 voraussichtlich weiter steigen.



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 Auftrag unter Vorjahr – Guidance unverändert

Obwohl Umsatz und Auftragseingang zum Halbjahr unter den entsprechenden Vorjahreswerten lagen, sah das Management von einer Anpassung der Guidance für das Gesamtjahr ab. Zur Jahresmitte war der Auftragsbestand mit 144 Mio. € immerhin rund 10% höher als im Vorjahr. Offensichtlich sind im H2'2016 noch Dinge in der Pipeline, die das Jahr in Einklang mit der derzeitigen Guidance bringen können. Dafür spricht, dass das Management für das H2'16 zuversichtlich gestimmt ist. Das ist die gute Nachricht. Dass am Ende dann doch noch zurückgerudert werden muss, bleibt vorerst das Risiko, bevor die Konkretisierung der Guidance im Verlauf des Q3'2016 (wahrscheinlich Ende Q3'2016) veröffentlicht wird.

Energiemanagement mit leichtem Umsatzplus und höheren Margen

Von den drei Segmenten Energiemanagement, Produktionsmanagement und Infrastrukturmanagement konnte im H1'2016 allein der zweitgrößte Bereich **Energiemanagement** ein wenn auch kleines Umsatzplus erwirtschaften, siehe Tabelle PSI: Segmente S. 6. Erfreulich ist die mit 8,1% deutlich gestiegene EBIT-Marge (Vj. 4,8%). Innerhalb des Segments konnte der Bereich Elektrische Energie mit guten Zahlen glänzen, während den Kunden des Bereichs Gas und Öl die zeitweise sehr schwachen Rohstoffpreise zu schaffen machten. Im Bereich Energiehandel beginnen sich die Produkt- und Migrationsinvestitionen der letzten Jahre allmählich zu monetarisieren: Umsatz und Ertrag konnten im H1'2016 verbessert werden.

Das größte Segment **Produktionsmanagement** musste einen Umsatzrückgang um 6% auf 41,5 Mio. € hinnehmen, während die EBIT-Marge auf 6,5% (Vj. 6,0%) erhöht werden konnte. Im Bereich Mining hielten sich die Kunden angesichts der Rohstoffbaisse weiter zurück. Aus einem Pilotprojekt in China konnten die Belastungen verringert werden, nachdem dort der operative Betrieb läuft. Im Bereich Metallerzeugung wirkt die schwache Nachfrage der letzten Quartale noch nach. Hoffnung machen neue wichtige Aufträge von Thyssenkrupp und Tata. Zusätzliche Impulse könnten aus der bedeutsamen Partnerschaft mit dem Anlagenbauer Primetals resultieren. Hier geht es vor allem um das Thema Industrie 4.0, was PSI in die Partnerschaft mit einbringt. Das negativ belegte Thema Diesel und die steigenden Investitionen der OEMs in die Batterietechnologie und Digitalisierung führte zu Attentismus bei den Autozulieferern. Dennoch lagen Umsatz und Ertrag im Bereich Automotive noch etwas über dem Vorjahr. Der starke Auftragseingang im Logistikbereich spricht dafür, dass sich die hohen Investitionen der Vorjahre beginnen auszuzahlen.

Im kleinsten Segment **Infrastrukturmanagement** bereitet die Entwicklung in Südostasien und in der Golfregion (Saudi-Arabien etc.) weiterhin Sorgen. Hier ging aufgrund der anhaltend schwachen Nachfrage Umsatz verloren. PSI verzichtete bewusst auf Umsätze mit geringen Margen (11,5 Mio. € nach 14,5 Mio. €). Das positive EBIT reichte im Q2 noch nicht aus, um das Minus aus Q1 auszugleichen. Immerhin stimmt die Richtung. Die Kapazitäten wurden nach unten angepasst. Man muss nun abwarten, ob das ausreicht, um dort die Situation nachhaltig zu stabilisieren. Nach erfolgten Inbetriebnahmen in der Region beginnen die Wartungs- und Ausbauphasen im H2'2016.

Cashflow verbessert – Kasse gut gefüllt

Für das H1'2016 weist PSI einen positiven Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit in Höhe von 0,2 Mio. € aus. Das ist ein positiver Swing von ~3,5 Mio. € ggü. Mitte 2015. Stärkster Faktor war die Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die im Vorjahr noch mit knapp 9 Mio. € und im aktuellen Bericht nur noch mit -0,1 Mio. € belasteten. Wahrscheinlich hängt die Entwicklung auch mit dem rückläufigen Umsatz im H1'2016 zusammen. Hinzu kommen Erfolge bei der Eintreibung überfälliger Forderungen und die Verschiebung von Forderungen aus den Schwellenländern nach Europa, wo schneller gezahlt wird. Dennoch, wenn PSI wieder wächst, dürfte dafür auch Working Capital benötigt werden. Das sollte sich im H2'2016 zeigen.

Auch nach Zahlung der Dividende (3,3 Mio. €) ist die Kasse mit knapp 35 Mio. € immer noch deutlich höher als im Vorjahr (27,8 Mio. €, keine Dividende). Damit verfügt PSI über eine gute Ausgangsposition, um ggf. hinzuzukaufen. Genannt werden Ziele in den Bereichen Energieverteilung und diskrete Produktion.

Fairer Wert weiterhin 16,29 €

An unserem DCF-Modell nehmen wir nach Vorlage des Berichts zum 1. Halbjahr 2016 keine wesentlichen Änderungen vor. Insoweit folgen wir dem Management, das trotz der Rückgänge beim Umsatz und Auftragseingang im H1'2016 zuversichtlich auf H2'2016 schaut. Vermutlich ist die EBIT-Guidance (11 - 13 Mio. €) noch am ehesten zu schaffen, während der Umsatz ggf. auch unter 190 Mio. € bleiben könnte. Das liefe auf höhere Margen hinaus, was modelltechnisch positiv wäre. Auf Basis unseres DCF-Modells bestätigen wir den fairen Wert von 16,29 €.

Langfristiges Ziel: Internationaler Software-Produkthersteller

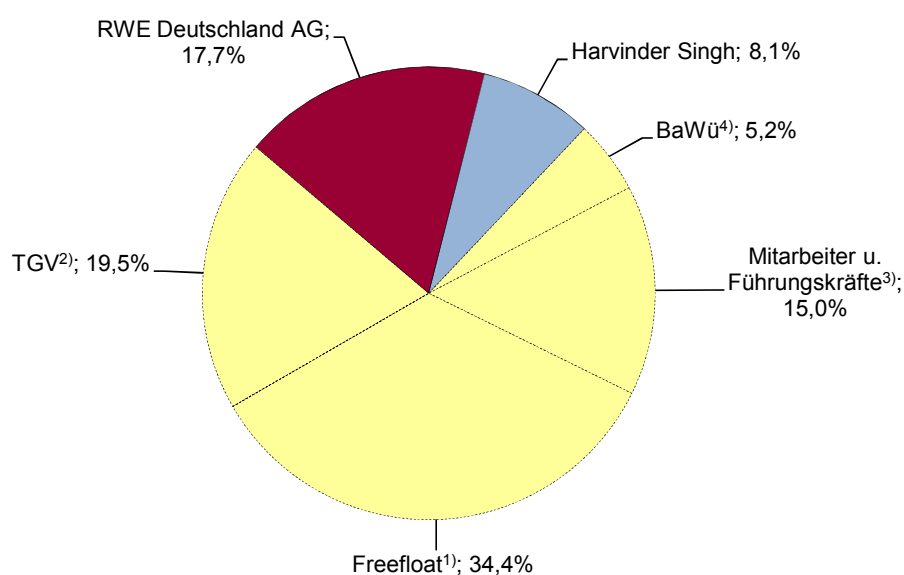
Der Umbau vom innerdeutschen Projekthaus zum Produktanbieter schafft die Voraussetzung für stetig wachsende Wartungsumsätze mit einer **EBIT-Marge von über 20%**. Auf dem Weg zum internationalen Software-Produkthersteller gilt es, den Export weiter auszubauen. Erhöhte Stückzahlen schaffen Skaleneffekte. Ein wichtiger Baustein ist die Konzentration auf eine einheitliche Technikplattform, die Kosten spart und Wettbewerbsvorteile ermöglicht. Last but not least bildet 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 potentielles Übernahmeziel für einen der großen Softwarehersteller oder die „Siemens“ dieser Welt. Dazu muss die Transformation der PSI hin zu einem internationalen Softwarehersteller aber 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, wie im H1'2016 gemessen an Umsatz und Auftragseingang geschehen.

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 Chinesen nach entsprechenden Zielen in Deutschland suchen und auch zugreifen.

Aktionärsstruktur



¹⁾ Freefloat nach Deutscher Börse sind 74,13%, d.h. TGV, Mitarbeiter u. Führungskräfte und BaWü zählt die Deutsche Börse zum Freefloat

²⁾ TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV 19,52%

³⁾ Mitarbeiter und Führungskräfte ~15% inkl. Mitarbeiterkonsortium (9,35%)

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

Quelle: PSI, Solventis Research

Im Aktionariat der PSI haben sich einige Veränderungen ergeben. Die Investmentgesellschaft für langfristige Investoren TGV ist mittlerweile mit 19,52% (10,01%) größter Einzelaktionär. TGV hat erklärt, weitere Aktien erwerben zu wollen und auf die Besetzung des Aufsichtsrats Einfluss zu nehmen. Bei der Kromi Logistik AG läuft derzeit ein Übernahmeangebot der TGV. Möglicherweise hat TGV auch bei der PSI Größeres vor, bevor ein Strategie ins Spiel kommt.

Die RWE Deutschland AG ist mit unverändert 17,77% zweitgrößter Aktionär der PSI. Harvinder Singh, der die PSI-Aktivitäten in Südostasien (PSI Incontrol Malaysia) leitet, hält weiterhin 8,10%. Die BaWü kommt auf 5,23% (5,03%). Sterling Strategic Value Limited ist nicht mehr vertreten. Im GB 2015 der PSI steht, dass auf Mitarbeiter und Führungskräfte etwa 15% der PSI-Aktien entfallen. Davon sind gut 9% in einem Mitarbeiterkonsortium gebündelt.

FAZIT

Im H1'2016 verfehlten Umsatz und Auftragseingang die Vorjahreswerte, während die Margen etwas besser ausfielen. Die zunehmende Digitalisierung und wachsende Vernetzung der Industrie werden weiter voranschreiten und PSI in die Hände spielen. PSI ist ein Gewinner der industriellen Digitalisierung im globalen Kontext. Insoweit zeichnet sich weiteres Wachstum ab. Damit steigen auch die Chancen, dass PSI die Transformation hin zu einem internationalen Produkthanbieter mit einer wesentlich höheren Profitabilität gelingt. Für die Transformation müssen Investoren aber eine gute Portion Geduld mitbringen.

Auf dem Weg dorthin könnte PSI zum Ziel großer Elektro- und Software-Konzerne werden, die sich im Zukunftsmarkt Industrie 4.0 positionieren wollen.

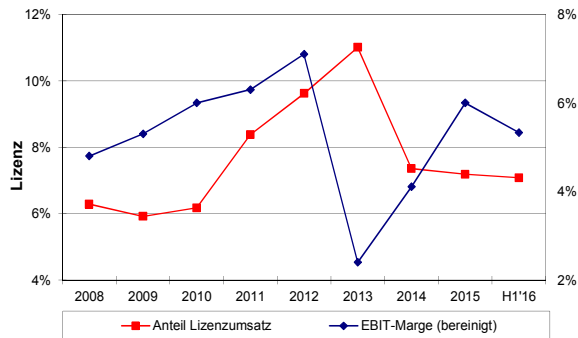
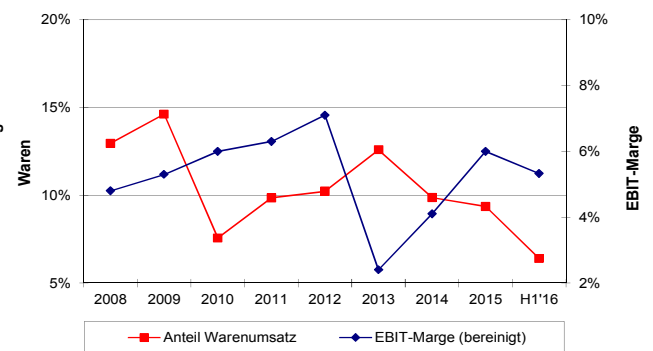
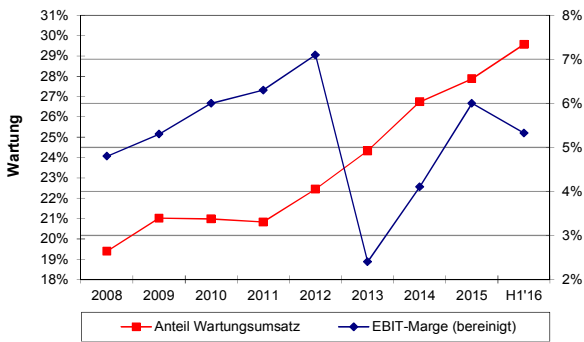
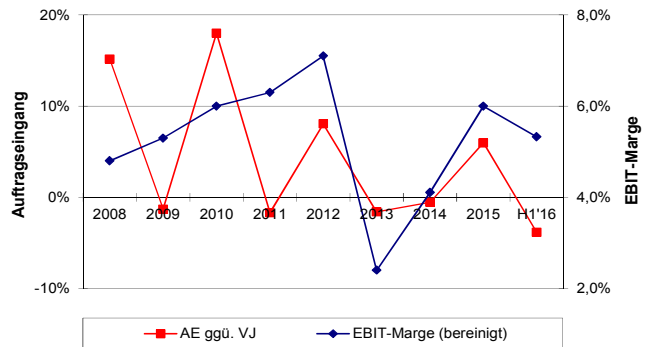
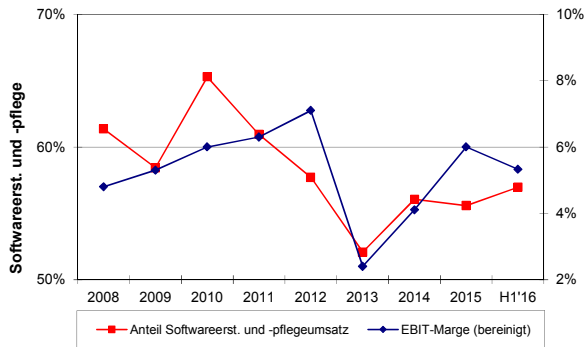
Wir sehen den fairen Wert der PSI-Aktie unverändert bei 16,29 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

PSI: Segmente

in Mio. €	Energie- management			Produktions- management			Infrastruktur- management			Überleitung		Konzern		
	H1'16	H1'15	ggü. Vorjahr	H1'16	H1'15	ggü. Vorjahr	H1'16	H1'15	ggü. Vorjahr	H1'16	H1'15	H1'16	H1'15	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse														
Umsätze mit Fremden	32,037	31,806	1%	41,524	44,197	-6%	11,541	14,519	-21%	0,000	0,000	85,102	90,522	-6%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,526	1,154	-54%	1,058	0,607	74%	2,882	3,066	-6%	-4,466	-4,827	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	32,563	32,960	-1%	42,582	44,804	-5%	14,423	17,585	-18%	-4,466	-4,827	85,102	90,522	-6%
Sonstige betriebliche Erträge	3,985	2,442	63%	3,422	3,602	-5%	0,865	1,050	-18%	-4,868	-4,808	3,404	2,286	49%
Aufwand für bezogene Leistungen	-1,812	-3,193	-43%	-3,676	-5,392	-32%	-2,802	-4,386	-36%	0,421	4,603	-7,869	-8,368	-6%
Aufwand für bezogene Waren	-2,008	-1,888	6%	-0,779	-1,119	-30%	-3,190	-3,523	-9%	1,404	0,706	-4,573	-5,824	-21%
Personalaufwand	-21,631	-20,550	5%	-26,117	-26,446	-1%	-6,665	-7,180	-7%	-0,149	-0,062	-54,562	-54,238	1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,663	-7,440	3%	-11,771	-11,888	-1%	-2,564	-2,822	-9%	7,137	3,892	-14,861	-18,258	-19%
Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen	3,434	2,331	47%	3,661	3,561	3%	0,067	0,724	-91%	-0,521	-0,496	6,641	6,120	9%
Abschreibungen	-0,767	-0,712	8%	-0,567	-0,645	-12%	-0,359	-0,416	-14%	-0,040	-0,030	-1,733	-1,803	10%
Betriebsergebnis vor Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	2,667	1,619	65%	3,094	2,916	6%	-0,292	0,308	-195%	-0,561	-0,526	4,908	4,317	14%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,043	-0,043	0%	-0,331	-0,225	>100%	0,000	0,000	n.m.	0,000	0,000	-0,374	-0,268	>100%
Betriebsergebnis	2,624	1,576	66%	2,763	2,691	3%	-0,292	0,308	-195%	-0,561	-0,526	4,534	4,049	12%
Anteile an nach der Equity-Methode bilanzierten assoziierten Unternehmen	0,149	0,149	0%	0,000	0,000	n.m.	0,000	0,000	n.m.	0,000	0,000	0,149	0,149	0%
Finanzergebnis	0,134	0,129	n.m.	-0,294	-0,374	21%	0,017	-0,035	149%	0,000	-0,022	-0,143	-0,302	53%
Ergebnis vor Steuern	2,758	1,705	62%	2,469	2,317	7%	-0,275	0,273	-201%	-0,561	-0,548	4,391	3,747	17%
Segmentvermögen	53,050	44,765	19%	86,918	88,378	-2%	52,565	57,751	-9%	1,247	6,539	193,780	197,433	-2%
Segmentschulden	46,992	41,037	15%	50,936	53,323	-4%	16,880	20,998	-20%	8,697	12,898	123,505	128,256	-4%
Segmentinvestitionen	0,334	0,271	23%	0,227	0,482	-53%	0,048	0,141	>100%	0,476	0,479	1,085	1,373	-21%
Ebitda-Marge	10,5%	7,1%		8,6%	7,9%		0,5%	4,1%				7,8%	6,8%	
Ebit-Marge vor IFRS 3-Abschreibungen	8,2%	4,9%		7,3%	6,5%		-2,0%	1,8%				5,8%	4,8%	
Ebit-Marge	8,1%	4,8%		6,5%	6,0%		-2,0%	1,8%				5,3%	4,5%	
Personalkostenquote	66,4%	62,3%		61,3%	59,0%		46,2%	40,8%				64,1%	59,9%	
Materialkostenquote	11,7%	15,4%		10,5%	14,5%		41,5%	45,0%				14,6%	15,7%	

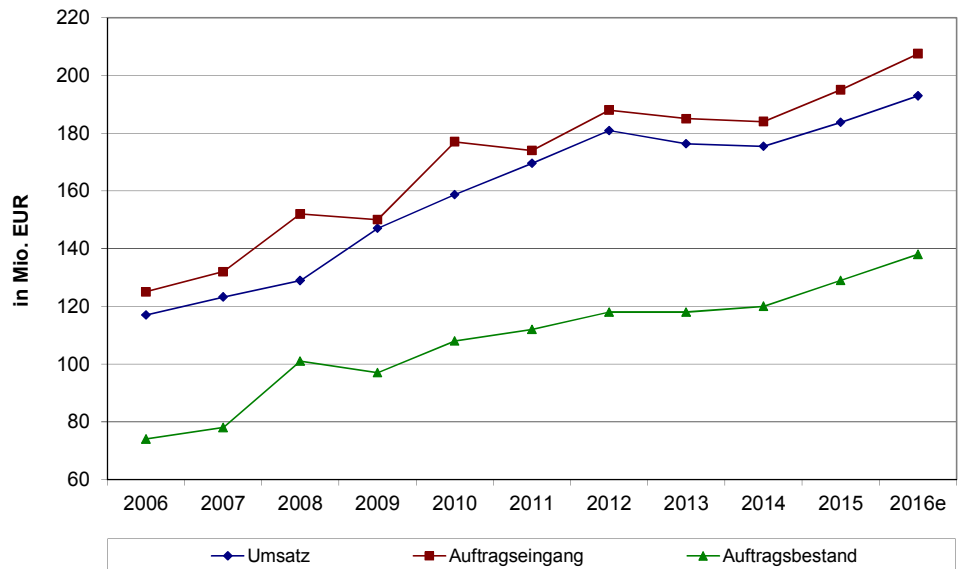
Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



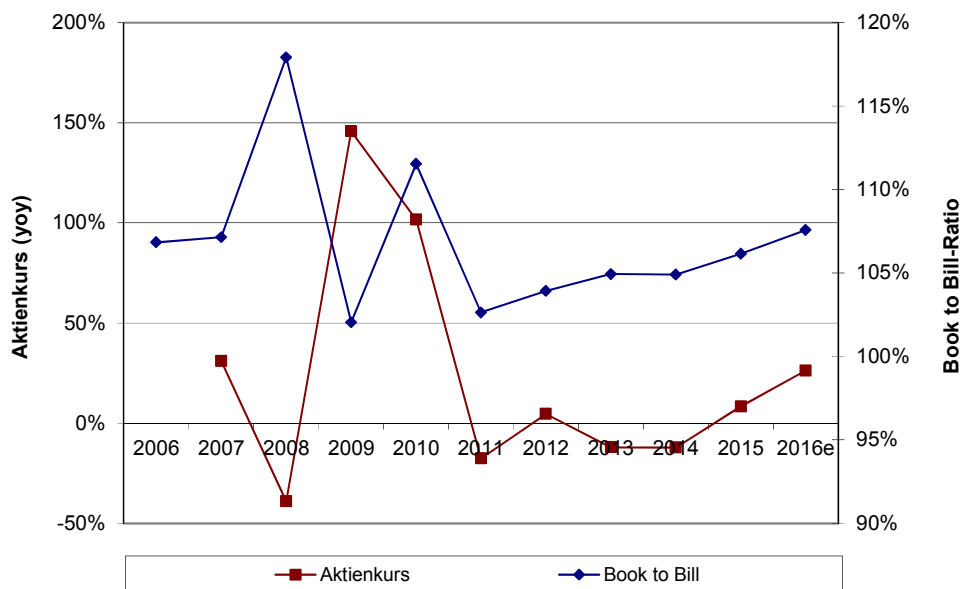
Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Zusammenhang von Book-to-Bill und Aktienkurs



Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
Umsatz	183.682,00	4,7%	192.866,10	5,0%	202.509,41	5,0%	208.584,69	3,0%
sonstige betriebliche Erträge	5.490,00	-33,0%	5.527,43	0,7%	5.351,72	-3,2%	5.126,60	-4,2%
Materialaufwand	31.596,00	-4,5%	33.175,80	5,0%	34.834,59	5,0%	35.879,63	3,0%
Rohergebnis nach GKV	157.576,00	4,7%	165.217,73	4,8%	173.026,54	4,7%	177.831,66	2,8%
Personalaufwand	106.820,00	3,1%	112.161,00	5,0%	117.769,05	5,0%	121.302,12	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.286,00	10,4%	4.436,19	3,5%	4.586,37	3,4%	4.736,56	3,3%
sonstige betriebliche Aufwendungen	35.361,00	0,1%	35.602,08	0,7%	34.470,36	-3,2%	33.020,36	-4,2%
EBITDA	15.395,00	33,4%	17.454,65	13,4%	20.787,12	19,1%	23.509,18	13,1%
EBITDA-Marge	8,38%	1,8 pp	9,05%	0,7 pp	10,26%	1,2 pp	11,27%	1,0 pp
EBIT	11.109,00	45,1%	13.018,46	17,2%	16.200,75	24,4%	18.772,62	15,9%
EBIT-Marge	6,05%	1,7 pp	6,75%	0,7 pp	8,00%	1,3 pp	9,00%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	140,00	159,3%	140,00	0,0%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	134,00	-74,4%	81,61	-39,1%	92,37	13,2%	107,12	16,0%
Zinsaufwand	1.945,00	-24,3%	1.172,85	-39,7%	1.200,00	2,3%	1.200,00	0,0%
Finanzergebnis	-1.671,00	16,2%	-951,24	43,1%	-1.107,63	-16,4%	-1.092,88	1,3%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	9.438,00	66,6%	12.067,22	27,9%	15.093,12	25,1%	17.679,74	17,1%
EBT-Marge	5,14%	1,9 pp	6,26%	1,1 pp	7,45%	1,2 pp	8,48%	1,0 pp
Steuern	1.979,00	26,5%	3.599,65	81,9%	4.502,28	25,1%	5.273,87	17,1%
Steuerquote	20,97%	-6,7 pp	29,83%	8,9 pp	29,83%	0,0 pp	29,83%	0,0 pp
Konzernjahresüberschuss	7.459,00	82,0%	8.467,57	13,5%	10.590,85	25,1%	12.405,88	17,1%
Anzahl Aktien zum 02.08.16 (Mio.)	15,62	-0,2%	15,70	0,5%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,48	82,3%	0,54	13,0%	0,67	25,1%	0,79	17,1%

Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	38.831,00	32,5%	42.478,04	9,4%	49.595,74	16,8%	57.228,33	15,4%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	72.535,00	-1,4%	76.161,75	5,0%	79.969,84	5,0%	82.368,93	3,0%
Vorräte	4.184,00	20,6%	4.393,20	5,0%	4.612,86	5,0%	4.751,25	3,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.192,00	-8,3%	5.192,00	0,0%	5.192,00	0,0%	5.192,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	120.742,00	7,8%	128.224,99	6,2%	139.370,44	8,7%	149.540,51	7,3%
Sachanlagen	12.214,00	-5,7%	11.181,35	-8,5%	11.168,04	-0,1%	12.174,09	9,0%
Immaterielle Vermögenswerte	9.859,00	-6,1%	9.859,00	0,0%	9.859,00	0,0%	9.859,00	0,0%
Firmenwerte	49.559,00	-2,8%	49.559,00	0,0%	49.559,00	0,0%	49.559,00	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%	6.999,00	0,0%	6.999,00	0,0%	6.999,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	78.780,00	-1,8%	77.747,35	-1,3%	77.734,04	-0,0%	78.740,09	1,3%
Bilanzsumme	199.522,00	3,8%	205.972,34	3,2%	217.104,48	5,4%	228.280,59	5,1%
Passiva								
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%	-10.420,77	30,4%	-4.539,14	56,4%	1.587,79	n.m.
Kumuliertes übriges comprehensive income	12.794,00	139,8%	13.421,89	4,9%	14.206,76	5,8%	15.776,50	11,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	73.152,00	7,1%	78.323,12	7,1%	84.989,62	8,5%	92.686,29	9,1%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	46.981,00	-0,2%	47.920,62	2,0%	48.399,83	1,0%	49.367,82	2,0%
Finanzverbindlichkeiten	83,00	-55,9%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	1.963,00	93,2%	2.061,15	5,0%	2.164,21	5,0%	2.229,13	3,0%
Summe langfristige Schulden	49.027,00	1,5%	49.981,77	1,9%	50.564,03	1,2%	51.596,96	2,0%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	14.929,00	-1,2%	15.675,45	5,0%	16.459,22	5,0%	16.953,00	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	3.374,00	-33,6%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Verbindl. aus langfr. Auftragsfertigung	28.819,00	10,8%	30.259,95	5,0%	31.772,95	5,0%	32.726,14	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	30.221,00	2,5%	31.732,05	5,0%	33.318,65	5,0%	34.318,21	3,0%
Summe Kurzfristige Schulden	77.343,00	2,2%	77.667,45	0,4%	81.550,82	5,0%	83.997,35	3,0%
Bilanzsumme	199.522,00	3,8%	205.972,34	3,2%	217.104,48	5,4%	228.280,59	5,1%

Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
Umsatz	183.682,0	192.866,1	202.509,4	208.584,7	212.756,4	217.011,5	
Veränderung in %	4,7%	5,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	
EBITDA	15.395,0	17.454,6	20.787,1	23.509,2	26.162,4	28.908,2	
EBITDA-Marge	8,4%	9,1%	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%	
EBIT	11.109,0	13.018,5	16.200,8	18.772,6	21.275,6	23.871,3	
EBIT-Marge	6,0%	6,8%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	
NOPLAT	8.779,6	9.135,1	11.368,1	13.172,7	14.929,1	16.750,5	21.638,6
Reinvestment Rate	-24,9%	22,5%	28,4%	23,2%	23,0%	26,7%	23,8%
FCFF	10.969,6	7.078,2	8.137,4	10.123,0	11.500,4	12.274,3	299.626,2
WACC	4,44%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	7,00%
Kumuliertes WACC		104,50%	109,20%	114,12%	119,25%	124,62%	133,34%
Barwerte der FCFF		6.773,4	7.451,7	8.870,8	9.643,8	9.849,5	224.706,0
Summe Barwerte FCFF	42.589,1						
Barwert Terminal Value	224.706,0						
in % des Unternehmenswertes	84,1%						
Wert des Unternehmens	267.295,1						
Netto-Finanzschulden	11.607,0						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	255.688,1						
Wert pro Aktie	16,29						

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.

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: **03. August 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

Einzel-emittenten: 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.