

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
OLLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

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

PSI AG Mehr Zuversicht für 2017

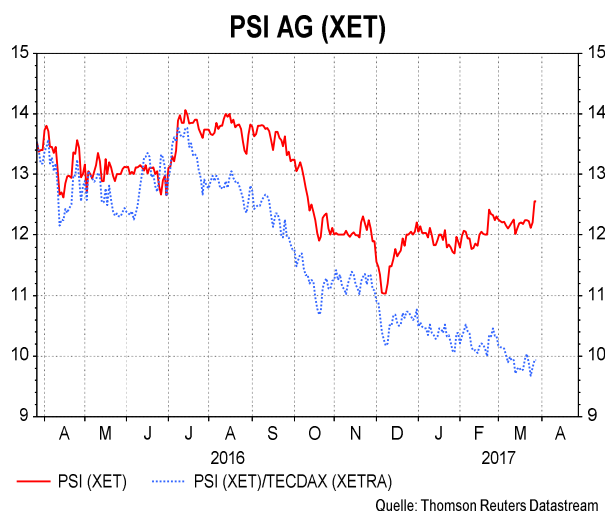
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	14,55 € (13,84 €)
Kurs (28.03.2017)	12,21 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung (Mio. €)	191,7
Anzahl Aktien (Mio.)	15,70
Homepage:	www.psi.de

Kerndaten und Prognosen

	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. €)	176,9	187	195	201
EBIT (Mio. €)	11,8	14,1	16,1	18,1
EBIT-Marge	6,7%	7,5%	8,3%	9,0%
EBITDA (Mio. €)	16,1	18,5	20,6	22,7
EBITDA-Marge	9,1%	9,9%	10,6%	11,3%
Ergebnis je Aktie (€)	0,55	0,64	0,73	0,81
Dividende je Aktie (€)	0,22	0,26	0,30	0,33
Buchwert je Aktie (€)	4,82	5,21	5,68	6,49
KGV	22,1	19,2	16,8	15,0
Kurs/Buchwert	2,51	2,34	2,15	1,88
EV/EBIT	16,8	13,8	11,6	9,7
EV/EBITDA	12,4	10,5	9,1	7,7
EV/Umsatz	1,13	1,03	0,96	0,87
Dividendenrendite	1,8%	2,1%	2,5%	2,7%

29.03.2017



Die für 2016 berichteten Zahlen lagen auf der Topline etwas unter unseren Erwartungen, hinsichtlich der Profitabilität aber über unseren Schätzungen. Die Guidance wurde erfüllt und der Zielkorridor von 11 bis 13 Mio. € für das EBIT erreicht. Auch das Finanzergebnis trug dazu bei, dass das EPS mit 0,55 € deutlich über unseren Erwartungen von 0,48 € lag. Für 2016 wird eine Dividende von 0,22 € vorgeschlagen. Wir haben unser DCF-Modell an die berichteten Zahlen angepasst und kommen nun auf einen fairen Wert von 14,55 € nach 13,84 € je PSI-Aktie. Bei einem Kurspotential von ~15% bleibt die PSI-Aktie ein Kauf.

Der Umsatzrückgang ist maßgeblich auf die Aktivitäten in Südostasien zurückzuführen: Bei PSI In-control wurden Kapazitäten mit geringen Margen abgebaut. Belastende Markteintrittsprojekte sind abgeschlossen worden. Risiken und Kapitalbindung wurden reduziert. Mit der Einstellung von 20 Softwareingenieuren soll die Softwarekompetenz in Malaysia ausgebaut werden. Man muss nun abwarten, ob die Maßnahmen Früchte tragen.

Der größte Bereich Produktionsmanagement kam nicht ganz an den Vorjahresumsatz heran. Das bessere Geschäft in den Industrieländern konnte die Rückgänge in den Schwellenländern, bedingt durch schwache Rohstoffpreise, noch nicht voll kompensieren. Dennoch stieg die Marge. Einzig im Energiemanagement wurden Umsatz und Profitabilität erhöht. Insgesamt war 2016 für PSI ein Übergangsjahr, dem ein stärkeres 2017 folgen sollte.

Der Lizenz-, Upgrade- und Wartungsanteil am Konzernumsatz erreichte 2016 37,3% (Vj. 35,1%). Er soll weiter zunehmen und dient als Indikator für die Transformation der PSI von einem dienstleistungsorientierten IT-Anbieter zum Software-Produktanbieter.

Für 2017 strebt PSI ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich an und stellt ein EBIT zwischen 12 und 15 Mio. € in Aussicht. Große Sprünge wären demnach nicht zu erwarten, aber Umsatz und Profitabilität sollten deutlich zunehmen. Die Guidance dürfte auch die Unsicherheit über die weitere Entwicklung in Südostasien reflektieren. Insoweit dürfte sie vorsichtig formuliert sein.

Treiber für Umsatz und Ertrag

Insgesamt hat sich das Geschäft als Folge der gesunkenen Rohstoffpreise vor allem in den entwickelten Industrieländern Nord- und Westeuropas positiv entwickelt, während PSI in den Schwellenländern Rückgänge bei Auftragseingängen und Umsatz verzeichnete. Die Umsatzverlagerung hin zu den **Industrieländern** sollte sich fortsetzen: PSI will vor allem in Nordeuropa und Nordamerika wachsen. Eine fortgesetzte Erholung der Rohstoffmärkte würde der Gesellschaft zusätzlichen Rückenwind geben.

Das Energiemanagement konnte trotz des Russlandembargos das Ergebnis um 9 % auf 5,8 Millionen Euro verbessern. 2016 und 2017 forciert PSI den Export, weil in diesen „Schattenjahren“ Investitionen deutscher Netzbetreiber vom Regulierer nicht als angemessen zeitnah anerkannt werden. Als Marktführer will PSI eine aktive Rolle bei etwaigen **Marktkonsolidierungen** spielen.

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 wäre grundsätzlich möglich, halten wir derzeit aber für nicht sehr wahrscheinlich.

Nach Abschluss von **Produktmigrationen** auf die einheitliche Konzernplattform und dem Abschluss von Pilotprojekten sowie der weiteren Konvergenz der technischen Basis erwarten wir, dass die neuen Produktversionen gut vom Markt aufgenommen werden. Die verkauften Stückzahlen sollten steigen und der Lizenz-, Upgrade- und Wartungsanteil weiter zunehmen. Durch gezielte Arrondierungen soll die Effizienz mit dem Ziel erhöht werden, mittelfristig dauerhaft **zweistellige EBIT-Margen** zu erreichen.

Der Fokus liegt auf dem **Ausbau langfristiger Wartungs- und Upgrade-Verträge**. Der Lizenz-, Upgrade- und Wartungsanteil am Konzernumsatz erreichte 2016 37,3% (Vj. 35,1%). Er soll weiter zunehmen und dient als Indikator für die Transformation der PSI von einem dienstleistungsorientierten IT-Anbieter zum Software-Produktanbieter.

Free Cashflow positiv – Kasse erhöht

PSI verbuchte 2016 einen **Cashflow** aus laufender Geschäftstätigkeit in Höhe von 13,3 Mio. € (Vj. 14,0 Mio. €), der erneut höher als das EBIT (2016: 11,8 Mo. €; 2015: 11,1 Mio. €) ausfiel. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wurden deutlich abgebaut. Der rückläufige Konzernumsatz dürfte zu der Entwicklung beigetragen haben. Hinzu kommen Erfolge beim Abbau überfälliger Forderungen und die Verschiebung von Forderungen aus den Schwellenländern nach Europa. Das verringert die Zahlungsziele. Es ist davon auszugehen, dass zukünftiges Umsatzwachstum Working Capital binden wird.

Abzüglich der Ausgaben für Investitionen (2,9 Mio. €, Vj. 2,2 Mio. €) ergab sich ein **free Cashflow** von 10,4 Mio. € (Vj. 11,8 Mio. €). Davon wurde die Dividende gezahlt und Finanzverbindlichkeiten reduziert, so dass 3,7 Mio. € (Vj. 9,7 Mio. €) für die Erhöhung der Kasse auf 43,0 Mio. € (Vj. 38,8 Mio. €) verblieben.

Nach dem **Eigenkapital** (72,3 Mio. €, EK-Quote 37,7%; Vj. 73,2 Mio. €, EK-Quote 36,7%) sind die **Pensionsrückstellungen** (52,0 Mio. €, Vj. 47,0 Mio. €) der größte Posten auf der Passivseite. Der Anstieg der Pensionsrückstellungen hängt mit der Absenkung des Abzinsungsfaktors auf 1,56% (Vj. 2,30%) in Deutschland und 1,10% (Vj. 2,25%) in Österreich zusammen. Dadurch wurde das Eigenkapital belastet. Wir denken, dass die Chancen gut stehen, dass die lange Phase rückläufiger Abzinsungsfaktoren ausläuft. Steigende Abzinsungsfaktoren hätten entsprechend positive Effekte auf das Eigenkapital.

PSI hat keine Finanzverbindlichkeiten. Inklusive der Pensionsrückstellungen belaufen sich die **Nettofinanzverbindlichkeiten** auf 9,0 Mio. € (Vj. 11,6 Mio. €).

Auf der Aktivseite sind Immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 57,8 Mio. € ausgewiesen. Davon entfallen 48,9 Mio. € auf **Firmenwerte**. Die substantiellen F&E-Aufwendungen werden nicht aktiviert. Der Firmenwert von PSI Incontrol (Malaysia) wurde unwesentlich auf 16,0 Mio. € reduziert. Hier besteht u. E. ein gewisses Restrisiko, dass es zu einer größeren Abschreibung kommen könnte.

Fairer Wert 14,55 € (bisher 13,84 €)

Nach der Vorlage des Geschäftsberichts 2016 haben wir unser DCF-Modell angepasst. Im wesentlichen liegt die Profitabilität in der Detailplanung höher als zuvor. Die sonstigen Änderungen sind von untergeordneter Bedeutung. Die EBIT-Marge im Terminal Value bleibt bei 13%. In unserem DCF-Modell sind die Pensionsrückstellungen (52,0 Mio. €) nach wie vor in den Nettofinanzverbindlichkeiten enthalten. Unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Anpassungen erhalten wir einen fairen Wert von **14,55 €** (bisher 13,84 €). Dieser Wert steigt um 3,32 € auf 17,87 €, wenn wir die Nettofinanzverbindlichkeiten ohne Pensionsrückstellungen ansetzen.

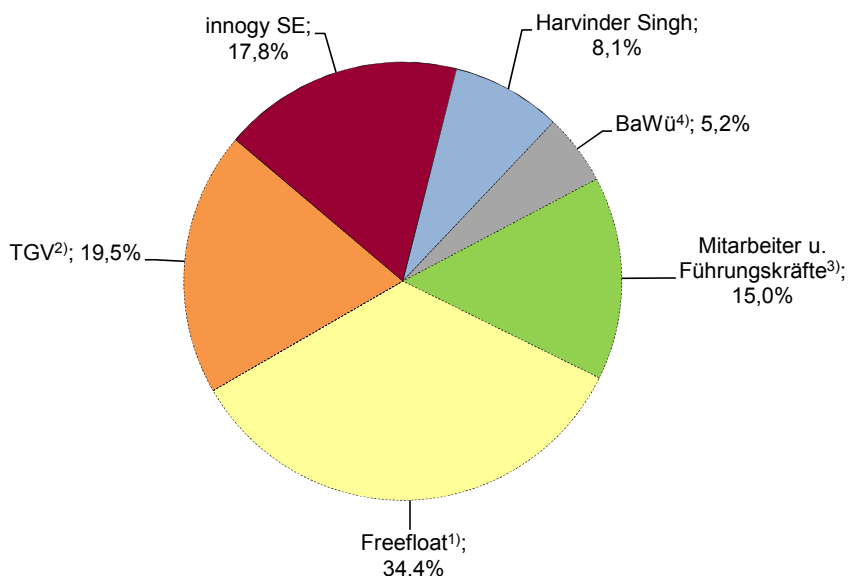
Langfristiges Ziel: Internationaler Software-Produkthersteller

Der Umbau vom innerdeutschen Projekthaus zum Produkthanbieter 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 weiter voranschreitet. Das spart Kosten und ermöglicht Wettbewerbsvorteile. 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. 2016 lag die Quote bei 9,5% (Vj. 10,6%). Im Schnitt der letzten 5 Jahre betrug sie 10,2%.

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 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. Bekanntlich ist PSI einer der Spieler, die in diesem Marktsegment aktiv sind.

Aktionärsstruktur



¹⁾ Freefloat nach Deutscher Börse sind 54,02% (Stand Dez. 2016), d.h. 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 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

Nach dem Übergangsjahr 2016 zeigt sich das **PSI-Management wieder zuversichtlicher**. Der Umsatz soll im einstelligen Prozentbereich wachsen und das EBIT auf 12 bis 15 Mio. € zulegen. Nach den Guidance-Korrekturen im Vorjahr sollten die Ziele für 2017 erreicht werden. Eine gewisse Unsicherheit besteht hinsichtlich des Turnarounds in Südostasien. Wir bleiben mit unseren Plandaten für 2017 in dem vorgegebenen Rahmen.

PSI hat eine klare Agenda, um auf den **Wachstumspfad** zurückzukehren:

- Ausbau Upgrade- und Wartungsumsatz (29,6% Umsatzanteil; Vj. 27,9%)
- Ausbau Lizenzumsatz (7,7% Umsatzanteil; Vj. 7,2%)
- Ausbau Downstream-Bereich (Automotive, Maschinenbau, Logistik) auch durch Akquisitionen
- Aktiver Konsolidierer im Energiemarkt
- Weitere Migrationen auf die Konzernplattform

Mittelfristig werden **zweitstellige EBIT-Margen** angestrebt, was für ein Softwarehaus selbstverständlich sein sollte. Aber PSI steckt noch mitten in der Transformation von einem dienstleistungsorientierten IT-Anbieter zu einem internationalen **Software-Produktanbieter**. Der Lizenz-, Upgrade- und Wartungsanteil am Konzernumsatz erreichte 2016 37,3% (Vj. 35,1%). Er soll weiter zunehmen und dient als Indikator für die Fortschritte, die PSI bei der Transformation macht.

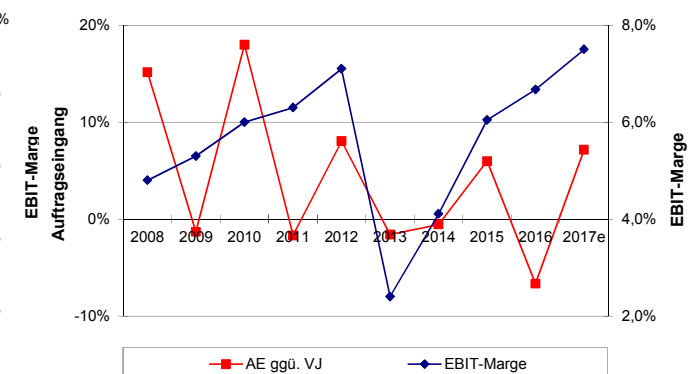
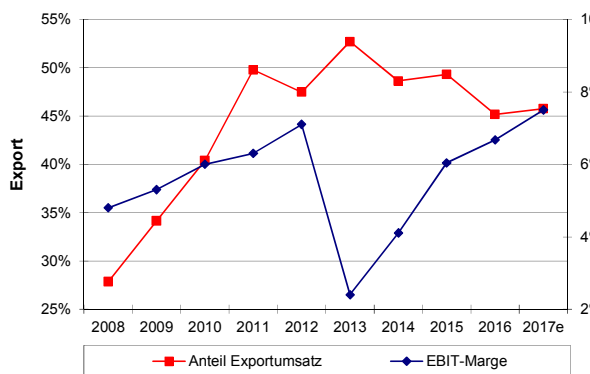
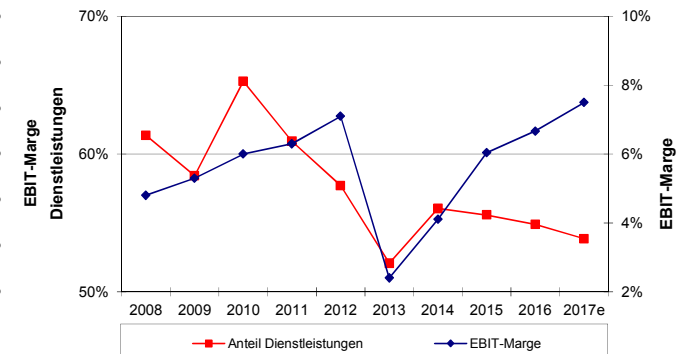
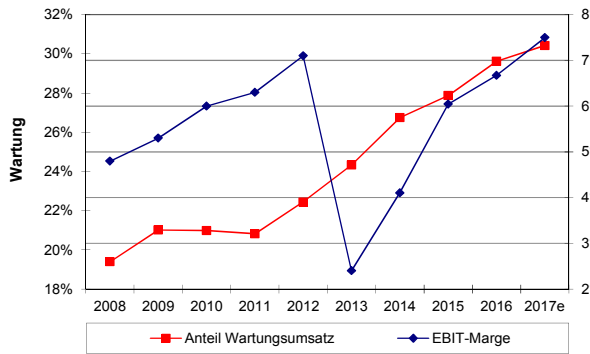
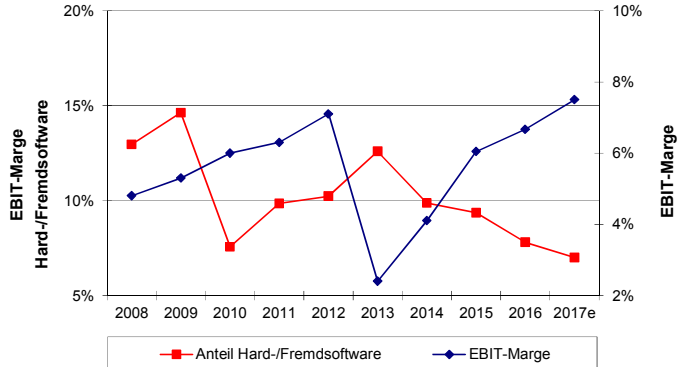
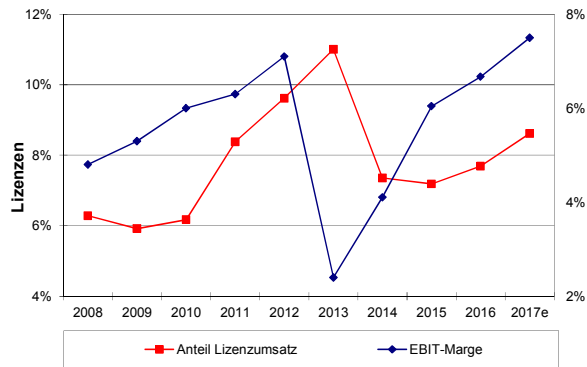
Wir passen unser **DCF-Modell** an die für 2016 berichteten Zahlen und die Guidance 2017 des Unternehmens an. Die EBIT-Margen für die Detailplanung haben wir etwas angehoben, belassen sie im TV aber bei 13%. Auch die geringeren Nettofinanzverbindlichkeiten inklusive der Pensionsrückstellungen erhöhen den Wert des Eigenkapitals. Im Ergebnis kommen wir auf einen **fairen Wert von 14,55 €** nach zuvor 13,84 €. Bei einem Kurs von 12,62 € ergibt sich daraus ein Kurspotential von ~15%. Damit bleibt die PSI-Aktie ein **Kauf**.

PSI: Segmente

in Mio. €	Energie- management			Produktions- management			Infrastruktur- management			Überleitung		Konzern		
	2016	2015	ggü. Vorjahr	2016	2015	ggü. Vorjahr	2016	2015	ggü. Vorjahr	2016	2015	2016	2015	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse														
Umsätze mit Fremden	69,215	67,233	3%	84,167	86,387	-3%	23,472	30,062	-22%	0,000	0,000	176,854	183,682	-4%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,781	1,771	-56%	2,122	1,892	12%	5,623	6,219	-10%	-8,526	-9,882	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	69,996	69,004	1%	86,289	88,279	-2%	29,095	36,281	-20%	-8,526	-9,882	176,854	183,682	-4%
EBITDA	7,505	6,840	10%	8,907	8,038	11%	0,822	1,630	-50%	-1,105	-1,113	16,129	15,395	5%
Abschreibungen	-1,637	-1,490	10%	-1,160	-1,298	-11%	-0,689	-0,794	-13%	-0,080	-0,060	-3,566	-3,642	-2%
EBITA	5,868	5,350	10%	7,747	6,740	15%	0,133	0,836	-84%	-1,185	-1,173	12,563	11,753	7%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,085	-0,085	0%	-0,643	-0,559	15%	0,000	0,000	n.m.	0,000	0,000	-0,728	-0,644	13%
EBIT	5,783	5,265	10%	7,104	6,181	15%	0,133	0,836	-84%	-1,185	-1,173	11,835	11,109	7%
Finanzergebnis	0,077	-0,214	-136%	-0,496	-0,836	41%	-0,183	-0,621	71%	0,000	0,000	-0,602	-1,671	64%
Ergebnis vor Steuern	5,860	5,051	16%	6,608	5,345	24%	-0,050	0,215	n.m.	-1,185	-1,173	11,233	9,438	19%
EBITDA-Marge	10,7%	9,9%		10,3%	9,1%		2,8%	4,5%				9,1%	8,4%	
EBITA-Marge	8,4%	7,8%		9,0%	7,6%		0,5%	2,3%				7,1%	6,4%	
EBIT-Marge	8,3%	7,6%		8,2%	7,0%		0,5%	2,3%				6,7%	6,0%	
Personalkostenquote	k.A.	59,1%		k.A.	59,2%		k.A.	37,4%				61,8%	58,2%	
Materialkostenquote	k.A.	14,5%		k.A.	12,1%		k.A.	47,5%				14,8%	17,2%	

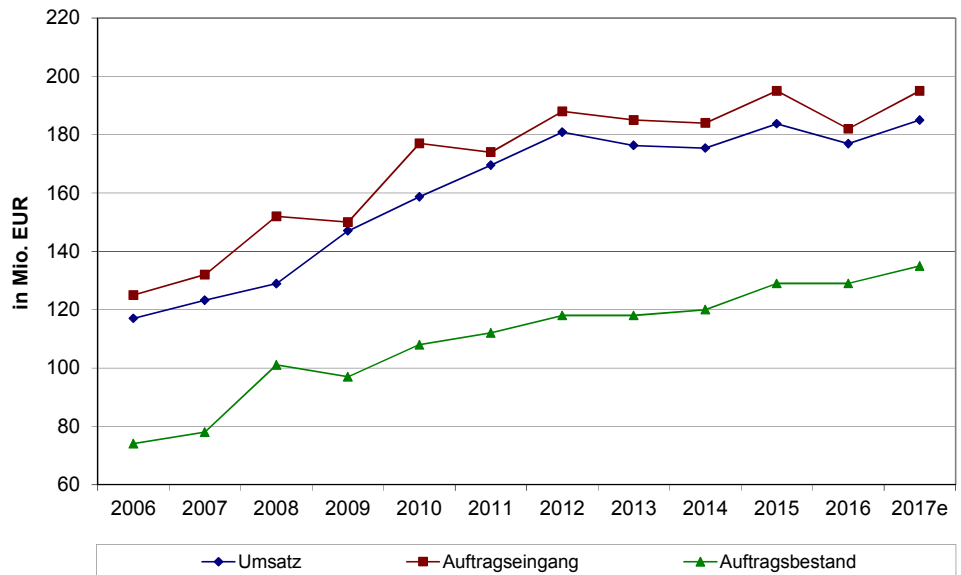
Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



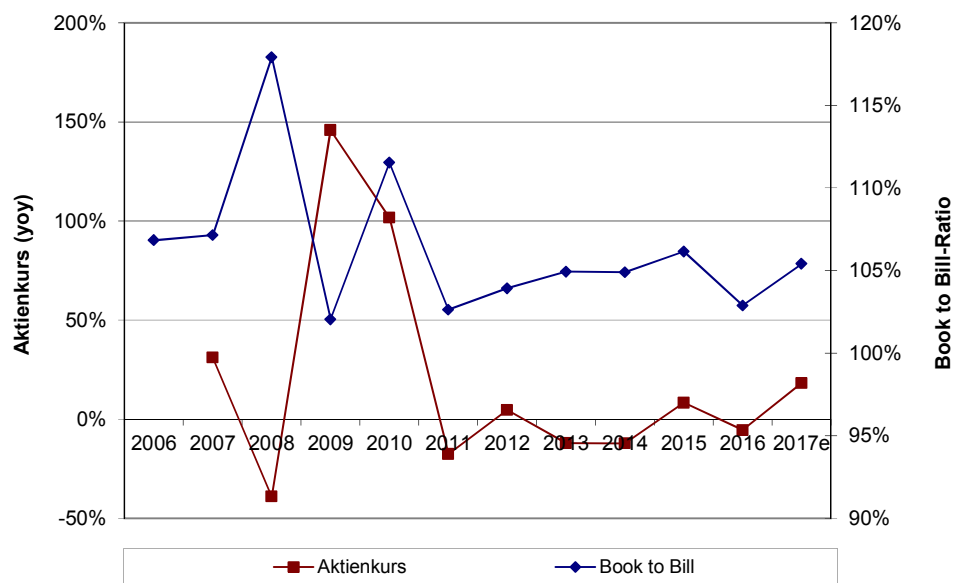
Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Zusammenhang von Book to Bill-Ratio und Aktienkurs



Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs 28.03.17	Währung	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	EV/ EBITDA 2017e	EV/ EBITDA 2018e	EV/ EBIT 2017e	EV/ EBIT 2018e	EBIT- Marge 2017e	EBIT- Marge 2018e	Kurs/ Buchwert 2017e	Kurs/ Buchwert 2018e	EV/ Sales 2017e	EV/ Sales 2018e
AVEVA Group PLC	22,45	EUR	55,7	28,8	26,3	19,8	17,7	21,5	19,4	24,2%	25,4%	5,8	5,3	5,2	4,9
Autodesk Inc	79,05	EUR	-32,6	-143,6	72,9	351,6	41,2	-148,1	51,0	-6,2%	14,4%	39,2	46,5	9,1	7,4
Durchschnitt (ungewichtet)			11,5	-57,4	49,6	185,7	29,4	-63,3	35,2	9,0%	19,9%	22,5	25,9	7,2	6,1
MEDIAN			11,5	-57,4	49,6	185,7	29,4	-63,3	35,2	9,0%	19,9%	22,5	25,9	7,2	6,1
PSI AG	12,21	EUR	22,2	21,4	17,8	11,3	10,0	15,1	13,1	7,0%	7,7%	2,3	2,1	1,1	1,0
Abweichung vom Median			92,9%	-137,3%	-64,1%	-93,9%	-66,1%	-123,9%	-62,7%	-22,4%	-61,2%	-89,6%	-91,7%	-85,3%	-83,5%

Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Umsatz	176.854	-3,7%	187.465	6,0%	194.964	4,0%	200.813	3,0%
sonstige betriebliche Erträge	5.017	-8,6%	5.044	0,5%	4.967	-1,5%	4.820	-3,0%
Materialaufwand	26.210	-17,0%	27.783	6,0%	28.894	4,0%	29.761	3,0%
Rohergebnis nach GKV	155.661	-1,2%	164.727	5,8%	171.037	3,8%	175.872	2,8%
Personalaufwand	109.269	2,3%	115.825	6,0%	120.458	4,0%	124.072	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.294	0,2%	4.413	2,8%	4.533	2,7%	4.652	2,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	30.263	-14,4%	30.429	0,5%	29.961	-1,5%	29.075	-3,0%
EBITDA	16.129	4,8%	18.473	14,5%	20.617	11,6%	22.726	10,2%
EBITDA-Marge	9,12%	0,7 pp	9,85%	0,7 pp	10,58%	0,7 pp	11,32%	0,7 pp
EBIT	11.835	6,5%	14.060	18,8%	16.085	14,4%	18.073	12,4%
EBIT-Marge	6,69%	0,6 pp	7,50%	0,8 pp	8,25%	0,8 pp	9,00%	0,7 pp
Erträge aus Beteiligungen	147	5,0%	0	n.m.	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	486	262,7%	188	-61,4%	218	15,9%	256	17,8%
Zinsaufwand	1.235	-36,5%	1.100	-10,9%	1.100	0,0%	1.100	0,0%
Finanzergebnis	-602	64,0%	-912	-51,5%	-882	3,3%	-844	4,4%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	11.233	19,0%	13.148	17,0%	15.202	15,6%	17.229	13,3%
EBT-Marge	6,35%	1,2 pp	7,01%	0,7 pp	7,80%	0,8 pp	8,58%	0,8 pp
Steuern	2.682	35,5%	3.155	17,7%	3.801	20,4%	4.480	17,9%
Steuerquote	23,88%	2,9 pp	24,00%	0,1 pp	25,00%	1,0 pp	26,00%	1,0 pp
Konzernjahresüberschuss	8.551	14,6%	9.992	16,9%	11.402	14,1%	12.750	11,8%
Anzahl Aktien zum 28.03.17 (Mio.)	15,62	-0,0%	15,70	0,5%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,55	14,7%	0,64	16,3%	0,73	14,1%	0,81	11,8%

Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	43.008,00	10,8%	50.540,04	17,5%	57.946,23	14,7%	69.874,97	20,6%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	65.650,00	-9,5%	69.589,00	6,0%	72.372,56	4,0%	74.543,74	3,0%
Vorräte	6.421,00	53,5%	6.806,26	6,0%	7.078,51	4,0%	7.290,87	3,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.631,00	8,5%	5.631,00	0,0%	5.631,00	0,0%	5.631,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	120.710,00	-0,0%	132.566,30	9,8%	143.028,30	7,9%	157.340,57	10,0%
Sachanlagen	12.153,00	-0,5%	11.682,77	-3,9%	12.124,32	3,8%	13.477,65	11,2%
Immaterielle Vermögenswerte	8.837,00	-10,4%	8.837,00	0,0%	8.837,00	0,0%	8.837,00	0,0%
Firmenwerte	48.914,00	-1,3%	48.914,00	0,0%	48.914,00	0,0%	48.914,00	0,0%
Finanzanlagen	150,00	0,7%	150,00	0,0%	150,00	0,0%	150,00	0,0%
Latente Steuern	8.663,00	23,8%	8.663,00	0,0%	8.663,00	0,0%	8.663,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	78.717,00	-0,1%	78.246,77	-0,6%	78.688,32	0,6%	80.041,65	1,7%
Bilanzsumme	199.427,00	-0,0%	210.813,08	5,7%	221.716,62	5,2%	237.382,22	7,1%
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	-18.116,00	-21,1%	-12.205,15	32,6%	-5.512,79	54,8%	2.056,83	137,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	18.068,00	41,2%	18.695,89	3,5%	19.323,79	3,4%	24.503,92	26,8%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	75.274,00	2,9%	81.812,75	8,7%	89.133,00	8,9%	101.882,75	14,3%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	52.037,00	10,8%	52.557,37	1,0%	53.082,94	1,0%	53.613,77	1,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	2.916,00	48,5%	3.090,96	6,0%	3.214,60	4,0%	3.311,04	3,0%
Summe langfristige Schulden	54.953,00	12,1%	55.648,33	1,3%	56.297,54	1,2%	56.924,81	1,1%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	38.281,00	-12,5%	40.577,86	6,0%	42.200,97	4,0%	43.467,00	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	30.919,00	2,3%	32.774,14	6,0%	34.085,11	4,0%	35.107,66	3,0%
Summe Kurzfristige Schulden	69.200,00	-10,5%	73.352,00	6,0%	76.286,08	4,0%	78.574,66	3,0%
Bilanzsumme	199.427,00	-0,0%	210.813,08	5,7%	221.716,62	5,2%	237.382,22	7,1%

Quelle: PSI, Solventis Research

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
Umsatz	176.854,0	187.465,2	194.963,8	200.812,8	204.829,0	
Veränderung in %	-3,7%	6,0%	4,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	16.129,0	18.473,4	20.617,5	22.725,6	25.254,8	
EBITDA-Marge	9,1%	9,9%	10,6%	11,3%	12,3%	
EBIT	11.835,0	14.059,9	16.084,5	18.073,1	20.482,9	
EBIT-Marge	6,7%	7,5%	8,3%	9,0%	10,0%	
NOPLAT	9.009,3	10.685,5	12.063,4	13.374,1	14.952,5	18.871,6
Reinvestment Rate	-6,2%	14,6%	15,5%	18,5%	20,3%	18,9%
FCFF	9.572,3	9.128,3	10.189,1	10.903,3	11.920,1	255.055,5
WACC	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	7,0%
Kumuliertes WACC		104,5%	109,2%	114,1%	119,3%	127,6%
Barwerte der FCFF		8.735,3	9.330,5	9.554,5	9.995,7	199.887,6
Summe Barwerte FCFF	37.616,0					
Barwert Terminal Value	199.887,6					
in % des Unternehmenswertes	84,2%					
Wert des Unternehmens	237.503,6					
Netto-Finanzschulden	9.029,0					
Wert Verlustvortrag	0,0					
Minderheiten	0,0					
Beteiligungen	0,0					
Wert des Eigenkapitals	228.474,6					
Wert pro Aktie	14,55					

Quelle: Solventis Research

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: **29.03.2017**

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

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

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 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 Ausichten 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.