

DENNIS WATZ  
TEL.: +49 (0) 6 1 31 – 48 60 652  
DWATZ@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH  
TEL.: +49 (0) 6 1 31 – 48 60 654  
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

KLAUS SCHLOTE  
TEL.: +49 (0) 6 1 31 – 48 60 651  
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

NICO LÖCHNER  
TEL.: +49 (0) 6 1 31 – 48 60 653  
NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

## PWO AG

### Starkes Neugeschäft – Das Branchen- umfeld bleibt herausfordernd Kaufen (Halten)

Kursziel	<b>29,20 € (29,20 €)</b>
Kurs (07.08.2019)	25,40 €
ISIN	DE0006968001
Marktkapitalisierung	81,9 Mio. €
Anzahl Aktien	3,13 Mio.
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage	www.progress-werk.de

#### Kennzahlen und Prognosen

	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. €)	485	485	500	514
EBIT (Mio. €)	18,5	18,7	21,2	23,2
EBIT-Marge	3,8%	3,9%	4,3%	4,5%
EBITDA (Mio. €)	42,7	44,2	48,2	51,2
EBITDA-Marge	8,8%	9,1%	9,7%	9,9%
Ergebnis je Aktie	2,13	2,94	3,59	4,05
Dividende je Aktie	1,35	1,15	1,20	1,30
Buchwert je Aktie	36,4	38,0	40,5	43,3
KGV	11,5	8,6	7,1	6,3
Kurs/Buchwert	0,67	0,67	0,63	0,59
EV/EBIT	14,1	13,8	11,7	10,4
EV/EBITDA	6,1	5,8	5,1	4,7
EV/Umsatz	0,54	0,53	0,50	0,47
Dividendenrendite	5,5%	4,5%	4,7%	5,1%

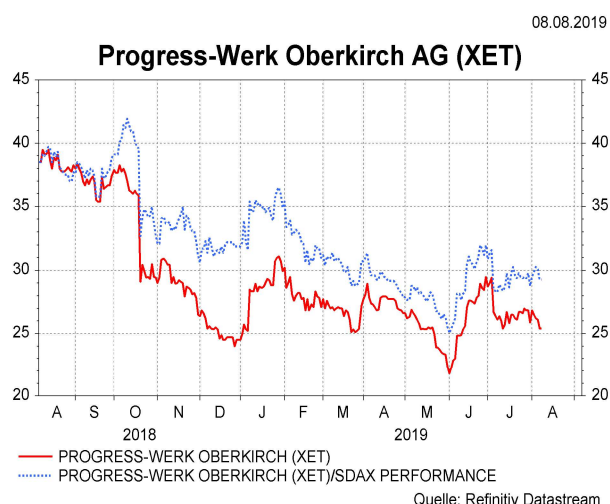
Im H1'19 war der Umsatz um 1,4% auf 245,1 Mio. € rückläufig. Das schwächere Seriengeschäft konnte nur zum Teil durch die Abrechnung von Werkzeugen ausgeglichen werden. Das EBIT vor Währungseffekten betrug 10,8 Mio. € (Vj. 13,5 Mio. €) und nach Währungseffekten 9,8 Mio. € (Vj. 13,7 Mio. €). Das Periodenergebnis ging auf 4,5 Mio. € (Vj. 7,2 Mio. €) zurück: Zum einen erhöhte sich der Finanzierungsaufwand und zum anderen normalisierte sich die Steuerquote, die 2018 infolge einer Betriebsprüfung erhöht war. Das EPS belief sich auf 1,42 € (Vj. 2,31 €). PWO bestätigt die Prognose für 2019: Umsatz 480 – 490 Mio. € und EBIT vor Währungseffekten 18 – 19 Mio. €. Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von 29,20 €. Auf Basis des gedrückten Kursniveaus ergibt sich ein Kurspotential von 15,0%. Wir stufen PWO auf „Kaufen“ hoch.

Sehr erfreulich entwickelte sich das Neugeschäftsvolumen im H1'2019 mit 340 Mio. € (Vj. 80 Mio. €). Davon entfielen ~25 Mio. € auf Werkzeugvolumina. Nach einem starken Neugeschäft im H1'2019 hebt PWO die Prognose für das Gesamtjahr 2019 auf ~500 Mio. € an. Zuvor hatte die Gesellschaft ein Neugeschäft von ~400 Mio. € erwartet.

Die Bilanzsumme nahm ggü. Q1'19 um 8,5 Mio. € auf 415,5 Mio. € ab. Beigetragen haben dazu niedrigere Vorräte sowie geringere übrige kurzfristige Vermögenswerte. Das Eigenkapital lag bei 110,5 Mio. € (31.03.2019: 114,4 Mio. €). Der Rückgang ist u. a. durch die Dividendenausschüttung (4,2 Mio. €) und die Absenkung des Rechnungszinses von 2,2% auf 1,5% bei der Berechnung der Pensionsverbindlichkeiten (5,6 Mio. €) bedingt. Zum 30.06.2019 lag die EK-Quote bei 26,6% (31.03.2019: 27,0%). PWO rechnet unverändert mit einer höheren EK-Quote zum Jahresende 2019 als zum Ultimo 2018 (28,1%). Dieses Ziel soll durch ein fokussiertes Bilanzmanagement erreicht werden.

Stark zulegen konnte der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der um 11,1 Mio. € auf 30,1 Mio. € stieg. Dazu trugen ein niedrigeres Working Capital und ein Rückgang des langfristigen Vermögens sowie der langfristigen Schulden (ohne Finanzschulden) bei. Der Free Cashflow nach gezahlten und erhaltenen Zinsen lag bei 10,8 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €). Abzüglich der Dividendenausschüttung von 4,2 Mio. € (Vj. 5,2 Mio. €) belief sich der Free Cashflow auf 6,6 Mio. € (Vj. -2,1 Mio. €).

Die Nettoverschuldung inkl. Leasing nahm leicht um 0,9 Mio. € auf 132,3 Mio. € zu. Der Anstieg ist einzig auf die Umsetzung von IFRS 16 zurückzuführen. Dadurch stieg die Nettoverschuldung um 6,4 Mio. €. Aus der operativen Entwicklung ergab sich eine Reduzierung der Nettoverschuldung um 5,5 Mio. €.



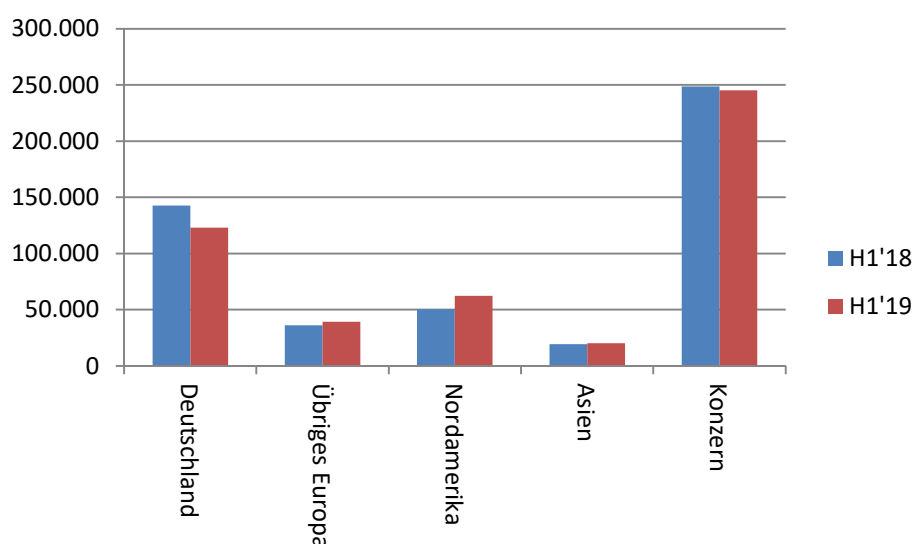
### Wachstum außerhalb Deutschlands

Der Konzernumsatz war um 3,5 Mio. € auf 245,1 Mio. € rückläufig. Auf Segmentebene zeigt sich, dass der Umsatzrückgang einzig durch das Segment Deutschland bedingt ist: Infolge der Abschwächung im Automobilsektor gab der Umsatz um 13,7% auf 123,1 Mio. € nach. Alle anderen Segmente konnten ein Umsatzwachstum ausweisen. Im Segment Übriges Europa (Tschechien) legte der Umsatz trotz hoher Auslastung des tschechischen Standorts um 8,9% auf 39,4 Mio. € zu. Der Umsatzanstieg im Segment Nordamerika um 23,6% auf 62,4 Mio. € (Vj. 50,5 Mio. €) ist durch die Fakturierung von Werkzeugen im zweiten Quartal überzeichnet. Dieser Effekt wird sich in den nächsten Quartalen nicht wiederholen. In Asien konnte PWO ebenfalls einen leichten Umsatzanstieg von 3,8% auf 20,1 Mio. € verzeichnen. Vor dem Hintergrund, dass die Neuzulassungen in China um fast 14% einbrachen, ist das beachtlich.

Insgesamt verteilt sich der Umsatz auf eine breite Anzahl an Kunden. Zum 30.06.2019 liegt der Umsatzanteil von 4 Kunden über der Marke von 10%. Im Vorjahr waren es 3 Kunden gewesen. Der größte Kunde steht für 12,7% (Vj. 13,7%) der Umsatzerlöse.

Bei den Umsatzerlösen nach Produktgruppen zeigt sich ein unverändertes Bild. Der Bereich Strukturkomponenten und Subsysteme für Karosserie und Fahrwerk ist mit einem Umsatz von 117,7 Mio. € (Vj. 113,5 Mio. €) weiterhin der größte. Dann folgt der Produktbereich Sicherheitskomponenten für Airbag, Sitz und Lenkung mit Umsätzen von 77,2 Mio. € (Vj. 83,4 Mio. €). Den kleinsten Bereich mit einem Umsatz von 50,2 Mio. € (Vj. 51,8 Mio. €) bilden die mechanischen Komponenten für Elektrik und Elektronik.

### PWO: Außenumsatz der Segmente in Tsd. €



Quelle: PWO, Solventis Research

### Schwache EBIT-Marge in Deutschland belastet Konzern; Segment Übriges Europa weiterhin mit starker Marge

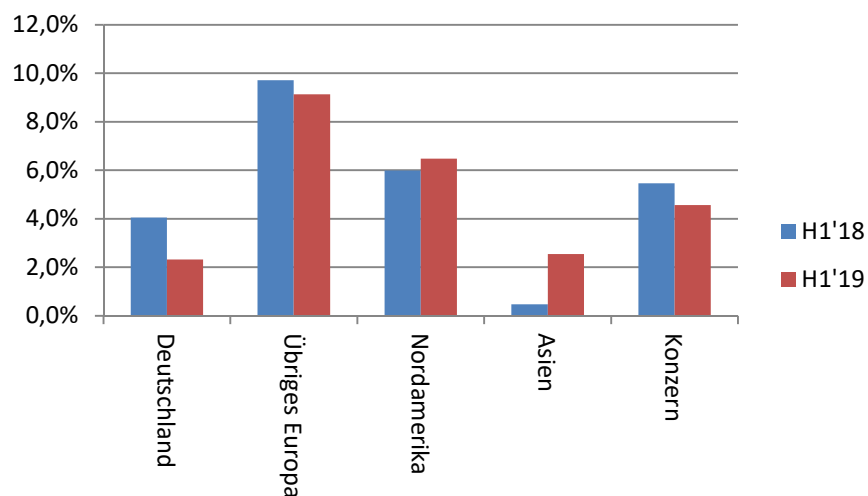
Im Konzern ging die EBIT-Marge inkl. Währungseffekte und in Relation zur Gesamtleistung auf 4,6% (Vj. 5,5%) zurück. Positiv beeinflusst wurde die Marge durch Sondereffekte an den Standorten in Kanada und Deutschland. Wir schätzen den positiven Effekt im Q2'2019 auf < 1 Mio. €, der sich so im H2'2019 nicht wiederholen wird.

Der Rückgang der Konzernmarge ist hauptsächlich durch das Segment Deutschland bedingt. Hier ging die Marge von 4,0% auf 2,3% zurück. Belastend wirkten sich Vorlaufkosten für An- und Hochläufe neuer Serienprodukte aus. Die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen werden sich sukzessiv positiv auf die EBIT-Marge auswirken.

Im Segment Übriges Europa kam es ebenfalls zu einem leichten Rückgang der Marge auf 9,1% (Vj. 9,7%). Trotz des schwierigen Marktumfeldes bewegt sich die Marge in Tschechien weiter auf einem hohen Niveau. Sowohl das Segment Nordamerika als auch das Segment Asien konnten ihre Marge steigern. In Nordamerika stieg die EBIT-Marge um 0,5 Prozentpunkte auf 6,5%. Dabei sind zwei unterschiedliche Entwicklungen zu beachten. Während der kanadische Standort erwartungsgemäß geringere Abrufe aus auslaufenden Serien verzeichnete und sich neue Serien noch in der Anlaufphase befinden, legte der Standort in Mexiko weiter zu. So konnte im ersten Halbjahr sowohl der Umsatz als auch die EBIT-Marge im Vergleich zum Vorjahr gesteigert werden. Zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass in Kanada im zweiten Quartal ein erhebliches Volumen an Werkzeugen fakturiert wurde.

Das Segment Asien konnte mit einer Marge von 2,5% im H1'2019 den Vorjahreswert von 0,5% übertreffen. Verglichen mit dem Wert zum Q1'19 von 9,6% musste die Gesellschaft einen Rückgang hinnehmen.

#### PWO: EBIT-Margen nach Regionen



Quelle: PWO, Solventis Research

## DCF-Modell

Im Geschäftsbericht 2018 weist PWO darauf hin, dass die Prognose 2019 mit „erhöhten Unsicherheiten behaftet“ sei. Zum 30. Juni hat sich die Situation etwas entspannt. Laut Gesellschaft hat sich die Prognoseunsicherheit zuletzt reduziert. PWO ist optimistisch, die ausgegebene Guidance zu erreichen, die keine Belebung im zweiten Halbjahr vorsieht. Letzteres war von einigen Marktbegleitern Anfang des Jahres erwartet worden. Der Blick auf 2020 ist noch sehr unsicher. Man hört Stimmern, die von einer längeren Marktschwäche ausgehen. Das Branchenumfeld bleibt also herausfordernd.

Auf Basis des H1'2019-Berichts nehmen wir keine Veränderung an unserem Modell vor. Für die Jahre 2020ff. rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von unverändert 2-3%. Über die kommenden Jahre lassen wir die EBIT-Marge – wie bisher schon – auf 6,0% im Terminal Value steigen.

Aufgrund des unverändert schwierigen Umfeldes belassen wir das Beta in der Detailplanungsphase bei 1,2. Mit einer ewigen Wachstumsrate von unverändert 1,0% im Terminal Value ergibt sich nach unserem DCF-Modell ein unveränderter fairer Wert von 29,20 € je PWO-Aktie.

Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir ein Kurspotential von 15,0%. Wir empfehlen, die PWO-Aktie mit einem Kursziel von 29,20 € (bisher 29,20 €) zu kaufen.

## Kommender Newsflow

- 07. November 2019 Quartalsmitteilung Q3 2019
- 25. – 27. November 2019 Deutsches Eigenkapitalforum
- 27. Mai 2020 Hauptversammlung 2020

## PWO: GuV in Tsd. €

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>485.012</b>	<b>5,2%</b>	<b>485.000</b>	<b>-0,0%</b>	<b>499.550</b>	<b>3,0%</b>	<b>514.537</b>	<b>3,0%</b>
Erh./Verm. unfertige Erzeugnisse	-8.709	-141,8%	-7.709	11,5%	-5.440	29,4%	-903	83,4%
andere aktivierte Eigenleistungen	1.745	40,6%	1.671	-4,3%	1.671	0,0%	1.671	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	10.694	-15,9%	10.566	-1,2%	11.810	11,8%	14.880	26,0%
Materialaufwand	265.207	-2,8%	265.200	-0,0%	269.156	1,5%	272.231	1,1%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>223.535</b>	<b>0,3%</b>	<b>224.328</b>	<b>0,4%</b>	<b>238.435</b>	<b>6,3%</b>	<b>257.953</b>	<b>8,2%</b>
Personalaufwand	127.229	5,0%	127.226	-0,0%	131.043	3,0%	134.974	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	24.274	-0,6%	25.500	5,1%	27.000	5,9%	28.000	3,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	53.569	-5,7%	52.929	-1,2%	54.161	2,3%	60.825	12,3%
EBITDA	42.737	-4,9%	44.173	3,4%	48.231	9,2%	51.154	6,1%
EBITDA-Marge	8,81%	-0,9 pp	9,11%	0,3 pp	9,65%	0,5 pp	9,94%	0,3 pp
<b>EBIT</b>	<b>18.463</b>	<b>-10,1%</b>	<b>18.673</b>	<b>1,1%</b>	<b>21.231</b>	<b>13,7%</b>	<b>23.154</b>	<b>9,1%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>3,81%</b>	<b>-0,6 pp</b>	<b>3,85%</b>	<b>0,0 pp</b>	<b>4,25%</b>	<b>0,4 pp</b>	<b>4,50%</b>	<b>0,3 pp</b>
Zinserträge	76	-81,0%	55	-52,6%	63	-36,4%	65	16,7%
Zinsaufwand	6.649	6,8%	5.800	-12,8%	5.500	-5,2%	5.400	-1,8%
Finanzergebnis	-6.573	12,9%	-5.745	-12,3%	-5.437	-5,0%	-5.334	-1,9%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>11.890</b>	<b>-19,1%</b>	<b>12.927</b>	<b>8,6%</b>	<b>15.794</b>	<b>22,0%</b>	<b>17.820</b>	<b>12,9%</b>
EBT-Marge	2,45%	-0,7 pp	2,67%	0,2 pp	3,15%	0,5 pp	3,46%	0,3 pp
Steuern	5.225	12,5%	3.748	-28,4%	4.580	22,0%	5.167	12,9%
Steuerquote	43,94%	12,4 pp	29,00%	-14,9 pp	29,00%	0,0 pp	29,00%	0,0 pp
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>6.665</b>	<b>-33,7%</b>	<b>9.178</b>	<b>37,5%</b>	<b>11.214</b>	<b>22,0%</b>	<b>12.652</b>	<b>12,9%</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (Euro)</b>	<b>2,13</b>	<b>-33,7%</b>	<b>2,94</b>	<b>37,5%</b>	<b>3,59</b>	<b>22,0%</b>	<b>4,05</b>	<b>12,9%</b>

Quelle: Solventis Research, PWO

## PWO: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs in €		KGV	KGV	KGV	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	Ebit-Marge	Ebit-Marge	Kurs/Buchwert	Kurs/Buchwert	EV/Sales	EV/Sales	Dividendenrendite
	07.08.2019	Währung														
Continental AG	119,70	EUR	8,3	10,9	9,0	4,8	4,2	8,4	7,0	7,4%	8,4%	1,3	1,2	0,6	0,6	3,5%
HELLA GmbH & Co KgaA	40,68	EUR	9,9	8,2	11,8	3,9	4,6	6,2	8,3	10,1%	7,7%	1,5	1,4	0,6	0,6	3,6%
Schaeffler AG	6,42	EUR	5,6	5,9	5,2	3,6	3,2	6,3	5,6	7,7%	8,5%	1,3	1,1	0,5	0,5	6,8%
Bertrandt AG	59,00	EUR	14,6	11,5	10,3	6,4	5,7	9,3	8,2	7,3%	7,9%	1,4	1,3	0,7	0,6	3,8%
Grammer AG	27,90	EUR	19,8	6,7	6,2	3,6	3,7	7,0	6,6	4,5%	4,6%	1,0	0,9	0,3	0,3	4,6%
paragon GmbH & Co KgaA	16,60	EUR	33,9	12,5	8,0	4,2	3,0	8,8	5,7	7,2%	8,6%	0,4	0,4	0,6	0,5	1,6%
SHW AG	19,05	EUR	40,6	38,9	14,3	5,0	4,8	25,9	13,8	1,4%	3,1%	1,0	0,9	0,4	0,4	0,2%
Leoni AG	11,37	EUR	13,1	-3,3	8,3	12,8	5,3	-13,9	14,3	-1,9%	1,9%	0,4	0,4	0,3	0,3	0,0%
Eringklinger AG	4,75	EUR	9,8	11,2	7,3	6,2	5,5	17,1	13,0	3,6%	4,5%	0,3	0,3	0,6	0,6	0,0%
Norma Group SE	28,14	EUR	15,0	9,3	8,3	6,7	5,8	9,4	7,9	12,0%	13,3%	1,4	1,3	1,1	1,1	3,7%
Durchschnitt (ungewichtet)			17,1	11,2	8,9	5,7	4,6	8,4	9,0	5,9%	6,9%	1,0	0,9	0,6	0,5	2,8%
MEDIAN			13,8	10,1	8,3	4,9	4,7	8,6	8,0	7,2%	7,8%	1,1	1,0	0,6	0,5	3,5%
Progress Werk Oberkirch AG	25,40	EUR	11,5	9,5	7,7	6,0	5,3	14,2	12,0	3,9%	4,3%	0,7	0,7	0,5	0,5	4,1%
Abweichung vom Median			-16,9%	-6,2%	-6,7%	22,2%	12,1%	66,0%	49,6%	-46,8%	-45,5%	-35,4%	-32,6%	-10,7%	-5,0%	16,6%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Solventis Research

**PWO: Bilanz in Tsd. €**

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	10.382	12,9%	10.422	0,4%	10.767	3,3%	10.391	-3,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	42.090	-12,8%	42.932	2,0%	44.220	3,0%	45.546	3,0%
Vorräte	87.282	-25,6%	82.280	-5,7%	77.658	-5,6%	77.808	0,2%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	12.557	-7,8%	11.557	-8,0%	11.557	0,0%	12.557	8,7%
Vertragsvermögenswerte	16.663	n.m.	14.323	-14,0%	13.323	-7,0%	12.823	-3,8%
Steuerforderungen	785	52,4%	785	0,0%	785	0,0%	785	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>169.759</b>	<b>-10,1%</b>	<b>162.298</b>	<b>-4,4%</b>	<b>158.310</b>	<b>-2,5%</b>	<b>159.910</b>	<b>1,0%</b>
Sachanlagen	189.496	6,1%	199.996	5,5%	209.996	5,0%	218.996	4,3%
Immaterielle Vermögenswerte	5.689	-7,5%	5.689	0,0%	5.689	0,0%	5.689	0,0%
Firmenwerte	5.301	-0,7%	5.301	0,0%	5.301	0,0%	5.301	0,0%
Latente Steuern	12.437	-14,3%	12.437	0,0%	11.437	-8,0%	11.437	0,0%
Vertragsvermögenswerte	22.925	n.m.	21.425	-6,5%	19.925	-7,0%	17.925	-10,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>235.848</b>	<b>15,2%</b>	<b>244.848</b>	<b>3,8%</b>	<b>252.348</b>	<b>3,1%</b>	<b>259.348</b>	<b>2,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>405.607</b>	<b>3,0%</b>	<b>407.146</b>	<b>0,4%</b>	<b>410.658</b>	<b>0,9%</b>	<b>419.258</b>	<b>2,1%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	9.375	0,0%	9.375	0,0%	9.375	0,0%	9.375	0,0%
Kapitalrücklage	37.494	0,0%	37.494	0,0%	37.494	0,0%	37.494	0,0%
Gewinnrücklagen	79.967	24,9%	83.551	4,5%	89.015	6,5%	93.604	5,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-12.968	-687,9%	-13.593	4,8%	-13.437	-1,1%	-13.124	-2,3%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>113.868</b>	<b>0,7%</b>	<b>116.827</b>	<b>2,6%</b>	<b>122.447</b>	<b>4,8%</b>	<b>127.349</b>	<b>4,0%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	52.509	-4,4%	53.297	1,5%	54.096	1,5%	54.908	1,5%
Übrige Rückstellungen	1.481	-22,4%	1.481	-0,0%	1.525	3,0%	1.571	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	89.851	-1,6%	101.112	12,5%	98.612	-2,5%	98.112	-0,5%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>143.841</b>	<b>-2,9%</b>	<b>155.890</b>	<b>8,4%</b>	<b>154.234</b>	<b>-1,1%</b>	<b>154.591</b>	<b>0,2%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	2.811	-14,5%	2.811	-0,0%	2.895	3,0%	2.982	3,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	38.208	3,4%	41.682	9,1%	43.641	4,7%	45.346	3,9%
Finanzverbindlichkeiten	51.890	18,6%	42.789	-17,5%	41.789	-2,3%	39.789	-4,8%
Steuerverbindlichkeiten	81	-82,9%	81	-0,0%	83	3,0%	86	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	35.910	13,8%	37.069	3,2%	38.151	2,9%	39.766	4,2%
Erhaltene Anzahlungen	18.998	15,9%	9.998	-47,4%	7.417	-25,8%	7.850	5,8%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>147.898</b>	<b>11,7%</b>	<b>134.429</b>	<b>-9,1%</b>	<b>133.977</b>	<b>-0,3%</b>	<b>135.818</b>	<b>1,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>405.607</b>	<b>3,0%</b>	<b>407.146</b>	<b>0,4%</b>	<b>410.658</b>	<b>0,9%</b>	<b>419.258</b>	<b>2,1%</b>

Quelle: Solventis Research, PWO

<b>PWO: DCF-Modell in Tsd. €</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	485.012,0	485.000,0	499.550,0	514.536,5	527.399,9	535.310,9	
<b>Veränderung in %</b>	5,2%	0,0%	3,0%	3,0%	2,5%	1,5%	
<b>EBITDA</b>	42.737,0	44.172,5	48.230,9	51.154,1	54.051,5	59.442,1	
<b>EBITDA-Marge</b>	8,8%	9,1%	9,7%	9,9%	10,2%	11,1%	
<b>EBIT</b>	18.463,0	18.672,5	21.230,9	23.154,1	25.051,5	29.442,1	
<b>EBIT-Marge</b>	3,8%	3,9%	4,3%	4,5%	4,8%	5,5%	
<b>NOPLAT</b>	10.349,5	13.257,5	15.073,9	16.439,4	17.786,6	20.609,5	22.707,9
<b>Reinvestment Rate</b>	33,1%	19,4%	16,6%	7,7%	43,3%	29,3%	22,9%
<b>FCFF</b>	6.927,5	5.682,0	2.576,7	4.167,3	9.086,3	14.063,8	351.999,2
<b>WACC</b>	5,34%	5,80%	6,00%	6,23%	6,34%	6,45%	5,96%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,80%	112,14%	119,12%	126,67%	134,84%	142,88%
<b>Barwerte der FCFF</b>		5.370,7	2.297,8	3.498,4	7.173,2	10.429,9	246.353,5
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>28.770,1</b>						
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>246.353,5</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	89,5%						
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>275.123,6</b>						
<b>Netto-Finanzschulden</b>	183.868,0						
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0						
<b>Minderheiten</b>	0,0						
<b>Beteiligungen</b>	0,0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>91.255,6</b>						
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>29,20</b>						

Quelle: Solventis Research, PWO



## Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchverordnung (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: **08.08.2019, 11:30 Uhr**

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

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

d) Vorgegangene 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

#### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten

Veröffentlichungsdatum	Kurs	Votum	Kursziel
02.08.18	38,10	Kaufen	50,50
06.11.18	30,80	Kaufen	42,50
28.02.19	27,80	Kaufen	39,50
05.04.19	27,80	Halten	29,20
10.05.19	26,10	Halten	29,20

#### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.18 - 30.06.19)	in %		Auftrags- research	in %	
Kaufen	50	92,6%	44	81,5%	
Halten	4	7,4%	4	7,4%	
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%	
Insgesamt	54	100,0%	48	88,9%	

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

- waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 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.
- sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
- sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
- 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.



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 Schlotte.

b) Ersteller

##### **Dennis Watz, Junior Analyst**

#### **5. Erläuterung der Anlageurteile**

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

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

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

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

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

#### **6. Sensitivität der Bewertungsparameter**

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

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

#### **7. Wesentliche Informationsquellen**

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

#### **8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen**

Einzelmittenten: 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 abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

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

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

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

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