

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

Erhöhte Unsicherheit aufgrund des schwierigen Marktumfeldes

Halten (Kaufen)

Kursziel	29,20 € (39,50 €)
Kurs (04.04.2019)	27,80 €
ISIN	DE0006968001
Marktkapitalisierung	86,9 Mio. €
Anzahl Aktien	3,13 Mio.
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage	www.progress-werk.de

Kerndaten 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	9,5	7,7	6,9
Kurs/Buchwert	0,67	0,76	0,73	0,69
EV/EBIT	14,1	14,2	12,0	10,7
EV/EBITDA	6,1	6,0	5,3	4,9
EV/Umsatz	0,54	0,55	0,51	0,48
Dividendenrendite	5,5%	4,1%	4,3%	4,7%

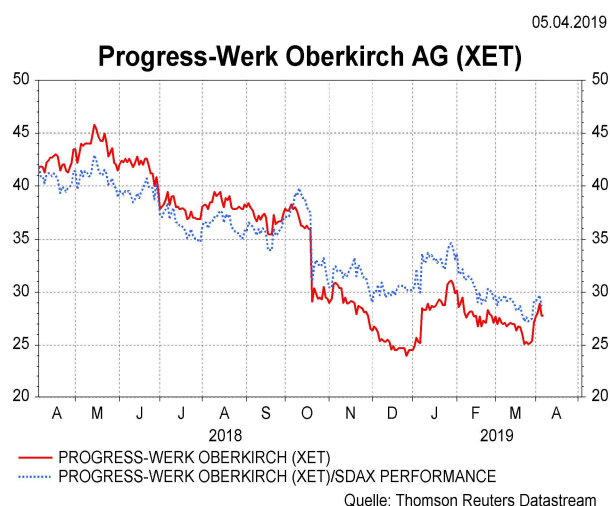
Bereits am 25. Februar hatte PWO vorläufige Zahlen für das GJ 2018 vorgelegt, die jetzt bestätigt wurden. Der berichtete Umsatz betrug 485 Mio. € (Vj. 461 Mio. €). Das EBIT vor Währungseffekten reduzierte sich auf 19,6 Mio. € (Vj. 23,4 Mio. €) und inklusive Währungseffekten auf 18,5 Mio. € (Vj. 20,5 Mio. €). Der Jahresüberschuss belief sich auf 6,7 Mio. € (Vj. 10,1 Mio. €). Dies entspricht einem EPS von 2,13 € (Vj. 3,22 €). Ursächlich für den überproportionalen Rückgang des Jahresüberschusses war eine erhöhte Steuerquote. 2019 sollte sich diese wieder normalisieren. Der Ausblick für 2019 wurde bestätigt. Allerdings weist PWO darauf hin, dass aufgrund der geringen Visibilität die Prognose mit erhöhter Unsicherheit behaftet ist. PWO erwartet einen Umsatz von 480 - 490 Mio. € sowie ein EBIT vor Währungseffekten von 18 - 19 Mio. €. Auf Basis unsers DCF-Modells ermitteln wir ein Kursziel von 29,20 € (vorher 39,50 €). In Erwartung einer schwächeren ersten Jahreshälfte empfehlen wir, die PWO-Aktie vorerst zu halten.

Der neue IFRS 16 Standard „Leases“ wird auf die Kennzahlen 2019 von PWO einen relativ geringen Einfluss haben. PWO rechnet mit einem einstelligen Mio. € Betrag, um den sich die Bilanz verlängern wird. Der Effekt auf das EBITDA sowie das EBIT soll unter einer Mio. € liegen.

Bei der EBIT-Marge 2018 (inkl. Währungseffekte und in Relation zur Gesamtleistung) im Segment Asien gelang der Sprung in die schwarzen Zahlen. Die ausgewiesene EBIT-Marge belief sich auf 4,2%. 2019 soll diese weiter ansteigen. Alle anderen Segmente hatten eine rückläufige EBIT-Marge zu verzeichnen.

Das Neugeschäft hat mit 304 Mio. € die erwartete Spanne von 250 – 300 Mio. € übertroffen. Für das GJ 2019 rechnet PWO mit einem Neugeschäft in der Größenordnung von 400 Mio. €.

Für das abgelaufene GJ schlägt PWO eine Dividende von 1,35 € (Vj. 1,65 €) vor. Diese setzt sich aus der „normalen“ Dividende von 1,10 €, plus einer Sonderdividende in Höhe von 0,25 €, anlässlich des 100-jährigen Firmenjubiläums zusammen. Das entspricht einer attraktiven Dividendenrendite von 4,7%. Die Hauptversammlung findet am 22. Mai 2019 statt.



PWO behauptet sich trotz des aktuell schwierigen Marktumfeldes

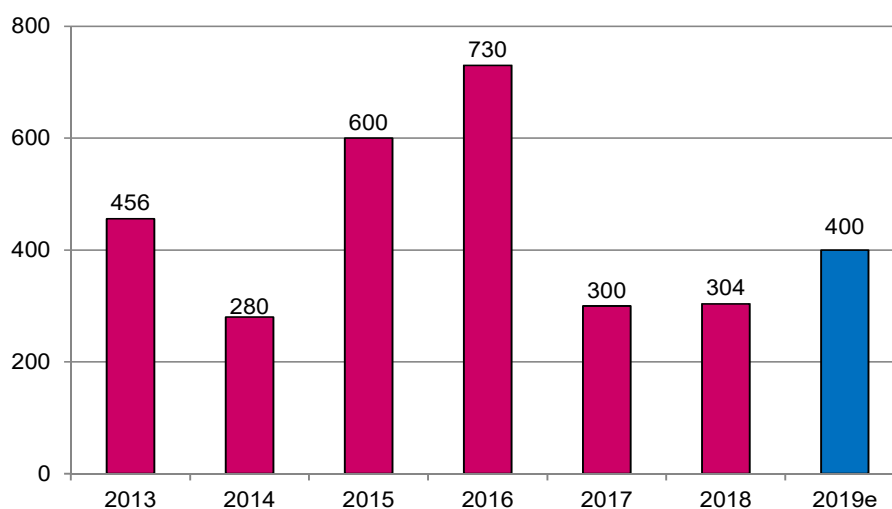
Das vergangene Geschäftsjahr war auf Grund von verschiedenen Faktoren herausfordernd. Zu Beginn des Jahres lagen die Abrufzahlen über den vertraglich vereinbarten Absatzmengen und führten damit zu zusätzlichen Aufwendungen. In der zweiten Jahreshälfte trübte sich die Stimmung im Automobilsektor ein. Diese Unsicherheit setzte sich auch zu Beginn des neuen Geschäftsjahres 2019 fort. Geopolitische Risiken wie der Brexit und der anhaltende Handelsstreit zwischen China und den USA führten zu einer geringeren Visibilität bei den Abrufzahlen der Kunden.

Zu Beginn des Geschäftsjahres 2018 hat PWO ein Beratungsunternehmen mandatiert. Zum einen wurde die Konzernaufstellung überprüft und zum anderen Optimierungspotenzial im Tagesgeschäft identifiziert. Die Kosten beliefen sich auf rund 1 Mio. €. Mit der Implementierung hat PWO bereits Ende 2018 begonnen. Die Maßnahmen sollen sich bereits ab 2019 positiv auswirken.

Prognose für das Neugeschäft übertroffen

Das Neugeschäft (Lifetime-Serien-Volumen und Werkzeuge) hat mit 304 Mio. € die ursprüngliche Prognose von 250 – 300 Mio. € übertroffen. Von den insgesamt 304 Mio. € Neugeschäft entfallen rund 24 Mio. € auf Werkzeuge. Ziel von PWO ist, durch das Neugeschäft die jährlichen Ausläufe von Serienproduktionen auszugleichen und darüber hinaus ein Wachstum des Umsatzes zu ermöglichen. Die beiden sehr starken Jahre 2015 und 2016 waren geprägt von der Ausschreibung neuer Instrumententafelträgern. Zudem hat PWO alle wichtigen Aufträge in diesen beiden Jahren gewonnen. Damit sind diese Ergebnisse nur sehr schwer zu wiederholen. Für 2019 rechnet PWO mit einem Neugeschäft in der Höhe von 400 Mio. €.

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



Quelle: PWO, Solventis Research

Bilanzstruktur und Cashflow

Die Pensionsrückstellungen reduzierten sich zum 31.12. auf 52,5 Mio. € (Vj. 55,0 Mio. €): Positiv wirkte sich die Erhöhung des Abzinsungssatzes um 40 Basispunkte auf 2,20% aus. Gegenläufige Effekte ergaben sich aus der erstmaligen Anwendung der neuen Sterbetafel. Das Eigenkapital wurde mit 113,9 Mio. € (Vj. 113,1 Mio. €) etwas höher ausgewiesen. Die Eigenkapitalquote war aufgrund der gestiegenen Bilanzsumme leicht rückläufig und belief sich auf 28,1% (Vj. 28,7%). Durch den neuen Standard IFRS 16 zur Bilanzierung von „Leases“ erwartet PWO eine Erhöhung des Anlagevermögens und der Finanzschulden im einstelligen Millionenbereich. Außerdem wirkt sich die erstmalige Anwendung von IFRS 16 positiv auf das EBITDA sowie EBIT aus.

Verglichen mit dem Vorjahr erhöhten sich die Nettofinanzschulden per Ende 2018 auf 131,4 Mio. € (Ende 2017 125,9 Mio. €). Durch den Anstieg der Nettoverschuldung, sowie ein leicht rückläufiges EBITDA, erhöhte sich der dynamische Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung/EBITDA) auf 3,1 (Vj. 2,8). Damit lag PWO über der konzerninternen Zielsetzung eines dynamischen Verschuldungsgrads von unter 3. Für das laufende Geschäftsjahr erwartet PWO eine Verbesserung sowohl bei der Eigenkapitalquote als auch beim dynamischen Verschuldungsgrad.

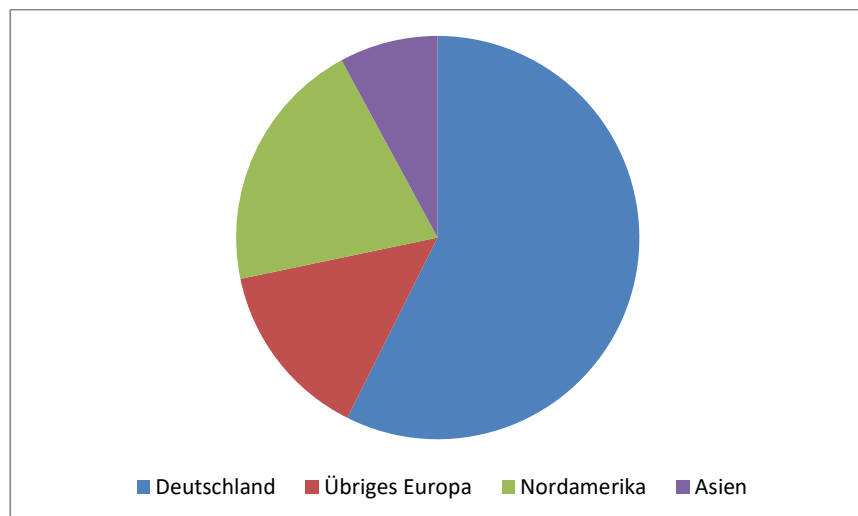
Erfreulich entwickelte sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der trotz des deutlich unter dem Vorjahr liegenden Periodenergebnisses auf 38,5 Mio. € (Vj. 38,3 Mio. €) anstieg.

Da PWO die Investitionen soweit möglich nach 2019 verschoben hat, belief sich der Cashflow aus Investitionen auf 25,6 Mio. € (Vj. 29,3 Mio. €). Die Differenz aus den tatsächlichen Investitionen in Höhe von 35,3 Mio. € (Vj. 32,8 Mio. €), ergibt sich aus den Leasingfinanzierungen. Für die nächsten drei Jahre plant PWO unverändert 110 Mio. € zu investieren. 2019 sollen die Investitionen verglichen mit 2018 leicht steigen. Der Free Cashflow nach Investitionen, sowie gezahlten und erhaltenen Zinsen, betrug 8,1 Mio. € (Vj. 4,7 Mio. €). Nach Auszahlung der Dividendensumme von 5,2 Mio. € belief sich der Free Cashflow auf 2,9 Mio. €.

Fast alle Segmente tragen zum Wachstum bei

Der Konzernumsatz legte um 24 Mio. € auf 485,0 Mio. € zu. Die Hälfte des Umsatzanstiegs entfällt auf die erstmalige Anwendung des Rechnungsstandards IFRS 15. Alle Segmente bis auf das Segment Nordamerika (ehemals NAFTA-Raum) wiesen ein positives Umsatzwachstum auf. Den größten Zuwachs erzielte das Segment Deutschland mit 8,6% gefolgt von Asien (China) mit 6,2%. In Deutschland kam der Umsatzanstieg vor allem durch die Abrechnung von Werkzeugen. Der Außenumsatz belief sich in Deutschland auf 278,3 Mio. € und in China auf 38,4 Mio. €. Trotz der bereits im Vorjahr sehr hohen Auslastung des Standorts in Tschechien (Segment Übriges Europa) konnte der Außenumsatz um 1,6% auf 69,5 Mio. € gesteigert werden. Im Segment Nordamerika (Kanada und Mexiko) ging der Außenumsatz um -1,3% auf 98,8 Mio. € zurück. Am Standort in Kanada machten sich kundenseitige Verzögerungen bei neuen Serienfertigungen bemerkbar. Diese Verzögerungen werden auch noch 2019 belasten. Der Standort in Mexiko hatte aufgrund der Eintrübung im Automobilssektor rückläufige Abrufe der Kunden zu verzeichnen.

PWO: Außenumsatz der Segmente 2018

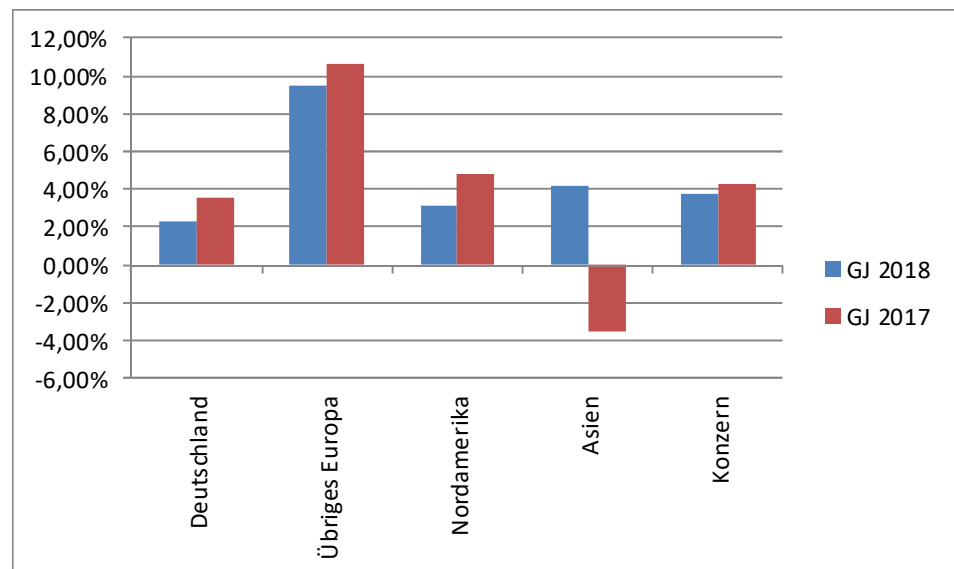


Quelle: PWO, Solventis Research

China schreibt schwarze Zahlen

Die EBIT-Marge im Konzern (inkl. Währungseffekten und in Relation zur Gesamtleistung) war auf Grund der Eintrübungen des Automobilsektors im zweiten Halbjahr mit 3,8% (Vj. 4,3%) rückläufig. Umso erfreulicher war der deutliche Swing in Asien von -3,6% auf +4,2%. 2019 soll die EBIT-Marge weiter zulegen. In Deutschland ging die EBIT-Marge auf 2,3% (Vj. 3,5%) zurück. Für das laufende Jahr rechnet PWO mit einer nahezu unveränderten Marge. Das Segment Übriges Europa verzeichnete ebenfalls einen Rückgang der EBIT-Marge. Mit 9,5% (Vj. 10,6%) bewegt sich der Standort aber weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. In diesem Jahr könnte die EBIT-Marge weiter leicht zurückgehen. Nordamerika verschlechterte sich im Vergleich mit dem Vorjahr deutlich auf 3,1% (Vj. 4,8%). Bei den Standorten in Kanada und Mexiko erwartet PWO eine sehr unterschiedliche Entwicklung. Während in Mexiko mit einem deutlichen Anstieg des EBITs zu rechnen ist, erwartet PWO in Kanada eine „sichtbare Abschwächung“. Damit dürfte die EBIT-Marge im Segment Nordamerika 2019 auf einem ähnlichem Niveau wie 2018 liegen.

PWO: EBIT-Margen nach Regionen



Quelle: PWO, Solventis Research

DCF-Modell zeigt Kurspotential

Auf Basis des Geschäftsberichts für das GJ 2018 passen wir unser Modell leicht an. Für die Jahre 2020ff rechnen wir mit einem unverändertem Umsatzwachstum von 2% - 3%. Über die kommenden Jahre lassen wir die EBIT-Marge wie bisher auf 6,0% im Terminal Value ansteigen.

Aufgrund des aktuell schwierigen Umfeldes und der geringen Visibilität bei den Abrufzahlen erhöhen wir das Beta in der Detailplanungsphase auf 1,2 (vorher 0,9) an. Bei der Berechnung des Terminal Value verwenden wir ein Beta von 1,1 (vorher 1,0). Dies führt zu einem WACC von 5,96% (bisher 5,46%). Mit einer ewigen Wachstumsrate von unverändert 1,0% im Terminal Value ergibt sich nach unserem DCF-Modell nun ein fairer Wert von 29,20 € (bisher 39,52 €) je PWO-Aktie.

Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir ein Kurspotential von 5,0%. Wir empfehlen die PWO-Aktie mit einem Kursziel von 29,20 € (bisher 39,50 €) zum Halten.

Kommender Newsflow

- 08. Mai 2019: Quartalsmitteilung Q1 2019
- 22. Mai 2019: Hauptversammlung 2019
- 05. August 2019: Quartalsmitteilung Q2 2019
- 07. November 2019: Quartalsmitteilung Q3 2019

PWO: GuV in Tsd. €

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Umsatz	485.012	5,2%	485.000	-0,0%	499.550	3,0%	514.537	3,0%
Erh./Verm. un/fertige 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%
Rohergebnis nach GKV	223.535	0,3%	224.328	0,4%	238.435	6,3%	257.953	8,2%
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
EBIT	18.463	-10,1%	18.673	1,1%	21.231	13,7%	23.154	9,1%
EBIT-Marge	3,81%	-0,6 pp	3,85%	0,0 pp	4,25%	0,4 pp	4,50%	0,3 pp
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%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	11.890	-19,1%	12.927	8,6%	15.794	22,0%	17.820	12,9%
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
Konzernjahresüberschuss	6.665	-33,7%	9.178	37,5%	11.214	22,0%	12.652	12,9%
Anzahl Aktien (Mio.)	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%	3,13	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (Euro)	2,13	-33,7%	2,94	37,5%	3,59	22,0%	4,05	12,9%

Quelle: Solventis Research, PWO

PWO: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs in €		KGV 2018	KGV 2019e	KGV 2020e	EV/EBITDA 2019e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBIT 2019e	EV/EBIT 2020e	Ebit- Marge 2019e	Ebit- Marge 2020e	Kurs/ Buchwert 2019e	Kurs/ Buchwert 2020e	EV/Sales 2019e	EV/Sales 2020e	Dividenden rendite 2019e
	04.04.2019	Währung														
Continental AG	149,04	EUR	8,3	11,2	9,8	5,1	4,7	8,0	7,2	8,6%	9,3%	1,5	1,4	0,7	0,7	3,0%
HELLA GmbH & Co KgaA	44,42	EUR	15,4	8,4	11,7	4,6	4,5	7,1	7,9	10,3%	8,2%	1,7	1,5	0,7	0,6	3,1%
Schaeffler AG	7,78	EUR	11,2	6,3	5,7	3,8	3,5	6,3	5,7	8,8%	9,3%	1,5	1,3	0,6	0,5	6,7%
Bertrandt AG	69,60	EUR	16,9	12,6	11,0	6,7	5,9	9,5	8,4	8,1%	8,7%	1,6	1,5	0,8	0,7	3,3%
Grammer AG	36,10	EUR	19,8	7,8	6,9	4,6	4,5	7,6	7,1	4,5%	4,8%	1,2	1,0	0,3	0,3	4,1%
paragon GmbH & Co KgaA	31,00	EUR	152,6	13,6	11,3	4,1	3,3	7,1	5,4	8,9%	10,1%	0,7	0,7	0,6	0,5	1,2%
SHW AG	21,30	EUR	40,3	18,8	19,5	4,5	4,1	18,4	13,1	2,0%	2,7%	1,1	1,0	0,4	0,4	0,2%
Leoni AG	19,40	EUR	13,1	1217,5	8,1	7,5	4,9	46,0	11,1	0,6%	2,5%	0,6	0,5	0,3	0,3	0,0%
Eiringsklinger AG	6,27	EUR	9,8	9,0	7,0	6,1	5,6	13,6	11,5	4,9%	5,7%	0,4	0,4	0,7	0,7	0,0%
Norma Group SE	44,80	EUR	15,0	12,7	11,7	8,5	7,6	11,3	9,9	13,8%	14,7%	2,2	2,0	1,6	1,5	2,6%
Durchschnitt (ungewichtet)			30,2	131,8	10,3	5,5	4,8	13,5	8,7	7,1%	7,6%	1,2	1,1	0,7	0,6	2,4%
MEDIAN			15,2	11,9	10,4	4,8	4,6	8,7	8,1	8,3%	8,4%	1,3	1,2	0,6	0,6	2,8%
Progress Werk Oberkirch AG	27,80	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			-24,2%	-20,4%	-25,5%	24,8%	15,5%	63,0%	48,4%	-53,9%	-49,6%	-44,5%	-40,5%	-15,6%	-13,9%	45,8%

* Progress Werk Oberkirch AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Solventis Research

PWO: Bilanz in Tsd. €

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	10.382	12,9%	11.422	10,0%	10.767	-5,7%	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%	80.280	-8,0%	75.658	-5,8%	75.808	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%
Summe Umlaufvermögen	169.759	-10,1%	161.298	-5,0%	156.310	-3,1%	157.910	1,0%
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%
Summe Anlagevermögen	235.848	15,2%	244.848	3,8%	252.348	3,1%	259.348	2,8%
Bilanzsumme	405.607	3,0%	406.146	-0,1%	408.658	0,9%	417.258	2,1%
Passiva								
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%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	113.868	0,7%	116.827	2,6%	122.447	4,8%	127.349	4,0%
Langfristige Schulden								
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%	96.612	-4,5%	97.112	0,5%
Summe langfristige Schulden	143.841	-2,9%	152.890	6,3%	152.234	-0,4%	150.591	-1,1%
Kurzfristige Schulden								
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%	44.346	1,6%
Finanzverbindlichkeiten	51.890	18,6%	38.789	-25,2%	40.789	5,2%	39.789	-2,5%
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%	39.266	2,9%
Erhaltene Anzahlungen	18.998	15,9%	9.998	-47,4%	7.417	-25,8%	7.850	5,8%
Summe Kurzfristige Schulden	147.898	11,7%	134.429	-9,1%	132.977	-1,1%	134.318	1,0%
Bilanzsumme	405.607	3,0%	405.146	-0,1%	408.658	0,9%	417.258	2,1%

Quelle: Solventis Research, PWO

PWO: DCF-Modell in Tsd. €

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

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: **05.04.2019, 09.30 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
23.04.18	42,00	Kaufen	57,00
09.05.18	44,00	Kaufen	57,00
02.08.18	38,10	Kaufen	50,50
06.11.18	30,80	Kaufen	42,50
28.02.19	27,80	Kaufen	39,50

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.18 - 31.03.19)	in %		Auftrags- research	in %	
Kaufen	46	100,0%	35	76,1%	
Halten	0	0,0%	0	0,0%	
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%	
Insgesamt	46	100,0%	35	76,1%	

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.