

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

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

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

NICO LÖCHNER  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

## PWO AG Nach 9M'2019 auf Kurs

### Kaufen (Kaufen)

|                      |                          |
|----------------------|--------------------------|
| Kursziel             | <b>28,80 € (29,20 €)</b> |
| Kurs (12.11.2019)    | 26,00 €                  |
| ISIN                 | DE0006968001             |
| Marktkapitalisierung | 82,3 Mio. €              |
| Anzahl Aktien        | 3,13 Mio.                |
| Marktsegment:        | Prime Standard           |
| Homepage             | www.progress-werk.de     |

### Kennzahlen und Prognosen

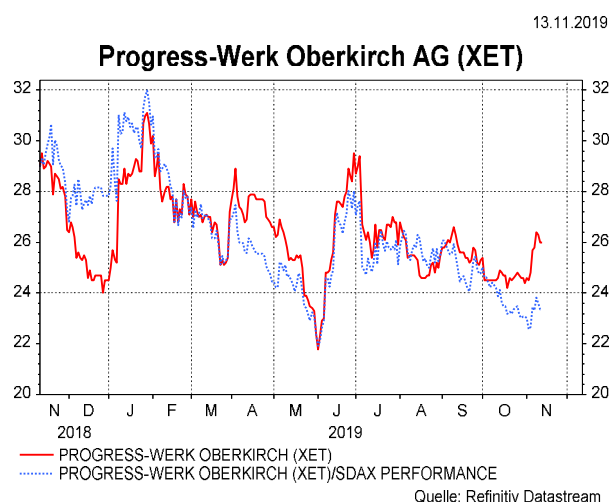
|                    | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. €)    | 485  | 480   | 455   | 469   |
| EBIT (Mio. €)      | 18,5 | 18,5  | 21,1  | 23,0  |
| EBIT-Marge         | 3,8% | 3,9%  | 4,7%  | 4,9%  |
| EBITDA (Mio. €)    | 42,7 | 44,0  | 48,2  | 51,0  |
| EBITDA-Marge       | 8,8% | 9,2%  | 10,6% | 10,9% |
| Ergebnis je Aktie  | 2,13 | 2,89  | 3,58  | 4,01  |
| Dividende je Aktie | 1,35 | 1,15  | 1,20  | 1,30  |
| Buchwert je Aktie  | 36,4 | 38,0  | 40,4  | 43,2  |
| KGV                | 11,5 | 9,0   | 7,3   | 6,5   |
| Kurs/Buchwert      | 0,67 | 0,68  | 0,64  | 0,60  |
| EV/EBIT            | 14,1 | 14,0  | 11,6  | 10,4  |
| EV/EBITDA          | 6,1  | 5,9   | 5,1   | 4,7   |
| EV/Umsatz          | 0,54 | 0,54  | 0,54  | 0,51  |
| Dividendenrendite  | 5,5% | 4,4%  | 4,6%  | 5,0%  |

Nach 9M'2019 war der Konzernumsatz um 1,3% auf 352,1 Mio. € rückläufig. Das schwächere Seriengeschäft konnte zum Teil durch die Abrechnung von Werkzeugbeständen ausgeglichen werden. Das EBIT vor Währungseffekten belief sich auf 14,3 Mio. € (Vj. 17,6 Mio. €) und nach Währungseffekten auf 13,1 Mio. € (Vj. 16,9 Mio. €). Das Periodenergebnis gab um 27,8% auf 5,7 Mio. € (Vj. 7,9 Mio. €) nach. Das entspricht einem EPS von 1,83 € je Aktie nach 2,52 € im Vorjahreszeitraum. Beim Konzernergebnis wirkten sich zwei gegenläufige Effekte aus. Zum einen erhöhte sich der Finanzierungsaufwand und zum anderen normalisierte sich die Steuerquote, die 2018 infolge einer Betriebsprüfung erhöht war. Im Wesentlichen bestätigte PWO die Prognose für 2019. Einzig bei der Umsatzerwartung ergab sich eine Änderung. PWO erwartet nun, das untere Ende der Umsatzspanne von 480 - 490 Mio. € zu erreichen. Beim EBIT vor Währungseffekten rechnet PWO unverändert mit einem Ergebnis von 18 - 19 Mio. €. Auf Basis unseres leicht angepassten DCF-Modells ermitteln wir ein neues Kursziel von 28,80 € (vorher: 29,20 €). Wir bestätigen unser Votum und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Weiterhin erfolgreich ist PWO beim Neugeschäft. In den ersten 9 Monaten gewann das Unternehmen Neugeschäft im Volumen von 465 Mio. € (Vj. 270 Mio. €). Rund 35 Mio. € entfielen auf Werkzeugvolumina. Damit hat PWO bereits fast die zum Halbjahr erhöhte Prognose von rund 500 Mio. € Neugeschäftsvolumen erreicht.

Positiv entwickelte sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit mit einem Anstieg um 12,3 Mio. € auf 36,4 Mio. €. Dazu trug eine geringere Mittelbindung bei dem kurzfristigen Vermögen bei. Die Effekte aus der Höherdotierung der Pensionsrückstellungen und dem Rückgang der langfristigen Schulden (ohne Finanzschulden) glichen sich in Summe nahezu aus. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit lag mit 17,9 Mio. € nahezu auf dem Niveau des Vorjahres. Der Free Cashflow nach gezahlten und erhaltenen Zinsen lag bei 14,2 Mio. € (Vj. 2,8 Mio. €). Abzüglich der Dividendenzahlung von 4,2 Mio. € (Vj. 5,2 Mio. €) belief sich der Free Cashflow auf 10,0 Mio. € (Vj. -2,4 Mio. €), den PWO für das Gesamtjahr unverändert positiv sieht.

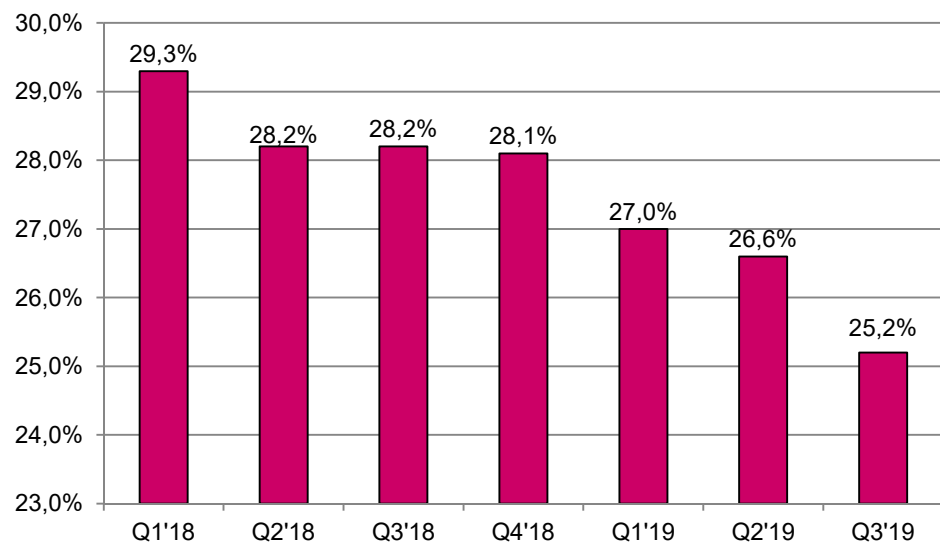
Die Nettoverschuldung inkl. Leasing nahm leicht um 0,9 Mio. € auf 133,2 Mio. € zu. Der Anstieg ist einzig auf die Umsetzung von IFRS 16 zurückzuführen. Dadurch stieg die Nettoverschuldung um 6,4 Mio. €. Aus der operativen Entwicklung ergab sich eine Reduzierung der Nettoverschuldung um 4,6 Mio. €. Wir erwarten zum Jahresende einen weiteren Rückgang der Nettoverschuldung.



### Eigenkapitalquote soll zum Jahresende wieder zulegen

Zum Stichtag legte die Bilanzsumme ggü. H1'2019 um 17,1 Mio. € auf 423,6 Mio. € zu. Ursächlich war ein Anstieg der Forderungen und sonstigen Vermögenswerte sowie der Zahlungsmittel. Das Eigenkapital belief sich auf 106,7 Mio. € (30.06.2019: 110,5 Mio. €). Der Rückgang des Eigenkapitals im Q3 ist durch eine weitere Absenkung des Rechnungszinses auf 1,1% bei der Berechnung der Pensionsverbindlichkeiten (3,8 Mio. €) bedingt. Bereits zum Halbjahr hatte sich eine Reduzierung des Rechnungszinses von 2,2% auf 1,5% ergeben. Die EK-Quote belief sich auf 25,2% (30.06.2019: 26,6%). Das Ziel, eine höhere EK-Quote zum Jahresende 2019 als zum Ultimo 2018 (28,1%) zu erreichen, hat unverändert Bestand. Dieses Ziel soll durch ein fokussiertes Bilanzmanagement erreicht werden. Dazu hat PWO bereits das geplante Investitionsvolumen von knapp über 35 Mio. € auf rund 32 Mio. € gekürzt.

### PWO: Entwicklung der Eigenkapital-Quote in den letzten Quartalen



Quelle: PWO, Solventis Research

Der dynamische Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung/EBITDA) lag auf Basis eines 12-monatigen rollierenden EBITDAs bei 3,3. Damit lag PWO über der konzerninternen Zielsetzung eines dynamischen Verschuldungsgrads von unter 3. Zum 31.12.2019 erwartet PWO weiterhin eine Verbesserung des dynamischen Verschuldungsgrads verglichen mit dem Vorjahreswert von 3,1.

## Geplanter Haustarifvertrag soll zur Margenverbesserung beitragen

Die in Relation zur Gesamtleistung berechnete EBIT-Marge inkl. Währungseffekte ging nach 9 Monaten im Konzern von 4,6% auf 3,8% zurück.

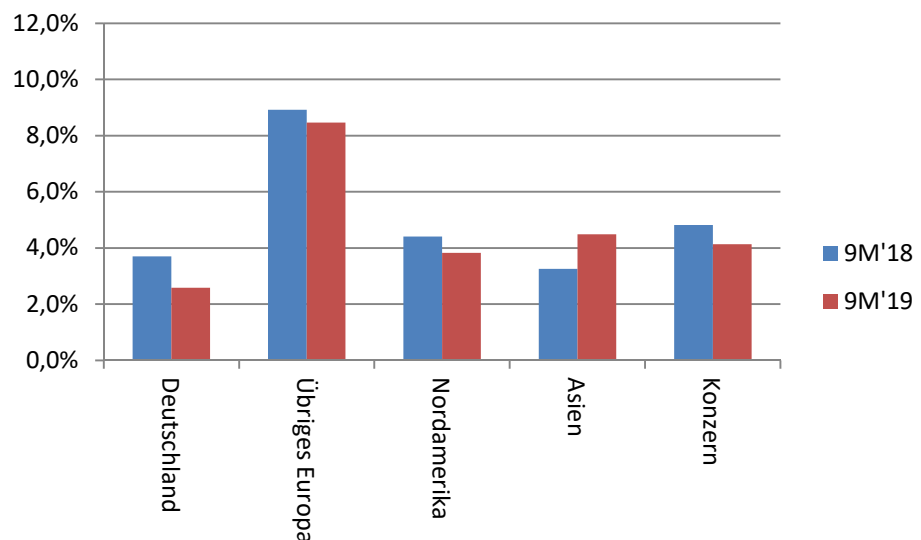
Im Segment **Deutschland** war der Margenrückgang am deutlichsten. Hier ging die Marge von 3,5% auf 1,9% zurück. Dazu trugen negative Währungseffekte in Höhe von 1,3 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) bei. Ohne die Währungseffekte lag die Marge bei 2,6% (Vj. 3,7%). Ein wichtiger Schritt zur Steigerung der Marge ist die im September bekanntgegebene Kündigung der Mitgliedschaft im Arbeitgeberverband der Metall- und Elektroindustrie mit Wirkung zum 31.12.2019. Durch einen Haustarifvertrag plant PWO jährliche Einsparungen im Personalbereich in Höhe eines mittleren einstelligen Millionenbetrags. Die Einsparungen werden voraussichtlich 2021 in voller Höhe wirksam werden. Die Beschäftigungssicherung am Standort in Oberkirch bis Ende 2020 besteht unverändert fort.

Das Segment **Übriges Europa** bewegt sich weiter auf einem hohen Niveau mit einer Marge von 8,4% (Vj. 8,9%). Das liegt vor allem daran, dass ein hoher Anteil der Fertigung in Fahrzeuge der Premiumklasse geht. Dieses Segment wurde von der Marktentwicklung bislang weitgehend verschont.

Das Segment **Nordamerika** verzeichnete ebenfalls einen Rückgang der Marge auf 3,8% (Vj. 4,6%). In Nordamerika wirkten sich zwei unterschiedliche Entwicklungen aus. Während der Standort in Mexiko sein EBIT mehr als verdoppeln konnte, verzeichnete der Standort in Kanada geringere Abrufe bei den Serienaufträgen, was das EBIT vor allem im Q3 belastete. Wir erwarten, dass sich die Situation am Standort in Kanada bereits im Q4 verbessern wird.

Im Segment **Asien** legte die Marge weiter zu und stieg auf 5,1% (Vj. 2,1%). Hier waren die Bemühungen um eine höhere Profitabilität besonders erfolgreich.

### PWO: EBIT-Margen nach Regionen



Quelle: PWO, Solventis Research

### **DCF-Modell**

Auf Grund der Konkretisierung der Umsatzprognose auf das untere Ende der Bandbreite von 480 - 490 Mio. € passen wir unsere Umsatzerwartung für 2019 auf 480 Mio. € (vorher: 485 Mio. €) an. Für 2020 reduzieren wir den Umsatz auf 455 Mio. € (vorher: 500 Mio. €), weil sich das Volumen an fakturierten Werkzeugen normalisiert. In 2018 und 2019 war das abgerechnete Werkzeugvolumen außerordentlich hoch gewesen. Ergebnisseitig wirkt sich der geringere Umsatz kaum aus, da Werkzeuge nur eine geringe Marge aufweisen. Nach 2020 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 1% - 3% p.a. Die EBIT-Marge lassen wir über die kommenden Jahre – 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% ergibt sich nach unserem DCF-Modell ein neuer fairer Wert von 28,77 € je PWO-Aktie (vorher: 29,20 €).

Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir ein Kurspotential von 10,8%. Wir empfehlen, die PWO-Aktie mit einem Kursziel von 28,80 € (vorher: 29,20 €) zu kaufen.

### **Kommender Newsflow**

- 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>480.000</b> | <b>-1,0%</b>  | <b>455.000</b> | <b>-5,2%</b>  | <b>468.650</b> | <b>3,0%</b>   |
| Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse          | -8.709         | -141,8%        | -7.619         | -12,5%        | -4.722         | -38,0%        | -164           | -96,5%        |
| 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%         | 10.399         | -2,8%         | 9.887          | -4,9%         | 13.019         | 31,7%         |
| Materialaufwand                            | 265.207        | -2,8%          | 262.466        | -1,0%         | 244.796        | -6,7%         | 247.140        | 1,0%          |
| <b>Rohergebnis nach GKV</b>                | <b>223.535</b> | <b>0,3%</b>    | <b>221.984</b> | <b>-0,7%</b>  | <b>217.039</b> | <b>-2,2%</b>  | <b>236.036</b> | <b>8,8%</b>   |
| Personalaufwand                            | 127.229        | 5,0%           | 125.914        | -1,0%         | 119.356        | -5,2%         | 122.937        | 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%          | 52.090         | -2,8%         | 44.525         | -14,5%        | 51.135         | 14,8%         |
| EBITDA                                     | 42.737         | -4,9%          | 43.980         | 2,9%          | 48.158         | 9,5%          | 50.964         | 5,8%          |
| EBITDA-Marge                               | 8,81%          | -0,9 pp        | 9,16%          | 0,4 pp        | 10,58%         | 1,4 pp        | 10,87%         | 0,3 pp        |
| <b>EBIT</b>                                | <b>18.463</b>  | <b>-10,1%</b>  | <b>18.480</b>  | <b>0,1%</b>   | <b>21.158</b>  | <b>14,5%</b>  | <b>22.964</b>  | <b>8,5%</b>   |
| <b>EBIT-Marge</b>                          | <b>3,81%</b>   | <b>-0,6 pp</b> | <b>3,85%</b>   | <b>0,0 pp</b> | <b>4,65%</b>   | <b>0,8 pp</b> | <b>4,90%</b>   | <b>0,3 pp</b> |
| Zinserträge                                | 76             | -81,0%         | 60             | -21,2%        | 80             | 33,2%         | 88             | 10,3%         |
| Zinsaufwand                                | 6.649          | 6,8%           | 5.800          | -12,8%        | 5.500          | -5,2%         | 5.400          | -1,8%         |
| Finanzergebnis                             | -6.573         | 12,9%          | -5.740         | -12,7%        | -5.420         | -5,6%         | -5.312         | -2,0%         |
| <b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>    | <b>11.890</b>  | <b>-19,1%</b>  | <b>12.740</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>15.737</b>  | <b>23,5%</b>  | <b>17.652</b>  | <b>12,2%</b>  |
| EBT-Marge                                  | 2,45%          | -0,7 pp        | 2,65%          | 0,2 pp        | 3,46%          | 0,8 pp        | 3,77%          | 0,3 pp        |
| Steuern                                    | 5.225          | 12,5%          | 3.695          | -29,3%        | 4.564          | 23,5%         | 5.119          | 12,2%         |
| 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>9.045</b>   | <b>35,7%</b>  | <b>11.173</b>  | <b>23,5%</b>  | <b>12.533</b>  | <b>12,2%</b>  |
| Anzahl Aktien zum (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>2,89</b>    | <b>35,7%</b>  | <b>3,58</b>    | <b>23,5%</b>  | <b>4,01</b>    | <b>12,2%</b>  |

Quelle: Solventis Research, PWO

## PWO: Peergroup-Vergleich

| Ticker                     | Kurs in €  |         | KGV    | KGV   | EV/EBITDA | EV/EBITDA | EV/EBIT | EV/EBIT | Ebit-Marge | Ebit-Marge | Kurs/Buchwert | Kurs/Buchwert | EV/Sales | EV/Sales | Dividendenrendite |          |
|----------------------------|------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|---------|---------|------------|------------|---------------|---------------|----------|----------|-------------------|----------|
|                            | 12.11.2019 | Währung |        |       |           |           |         |         |            |            |               |               |          |          |                   | KGW 2018 |
| Continental AG             | 127,00     | EUR     | 8,3    | 12,6  | 10,7      | 5,3       | 4,6     | 8,8     | 7,9        | 7,3%       | 7,8%          | 1,6           | 1,4      | 0,6      | 0,6               | 3,1%     |
| HELLA GmbH & Co KgaA       | 48,62      | EUR     | 6,1    | 16,3  | 14,6      | 6,7       | 5,8     | 12,3    | 10,4       | 7,0%       | 7,4%          | 1,8           | 1,7      | 0,9      | 0,8               | 2,0%     |
| Schaeffler AG              | 9,99       | EUR     | 5,6    | 9,9   | 8,7       | 4,8       | 4,4     | 8,8     | 7,7        | 7,5%       | 8,3%          | 2,1           | 1,8      | 0,7      | 0,6               | 3,8%     |
| Bertrandt AG               | 52,10      | EUR     | 14,6   | 12,6  | 10,8      | 6,8       | 6,2     | 10,4    | 9,2        | 6,2%       | 6,8%          | 1,2           | 1,1      | 0,6      | 0,6               | 3,7%     |
| Grammer AG                 | 31,50      | EUR     | 19,8   | 8,6   | 8,6       | 4,1       | 4,2     | 8,2     | 8,5        | 4,2%       | 4,0%          | 1,1           | 1,0      | 0,3      | 0,3               | 3,9%     |
| paragon GmbH & Co KgaA     | 14,26      | EUR     | 33,9   | -42,4 | 13,3      | 6,9       | 4,5     | 67,7    | 11,2       | 1,0%       | 5,7%          | 0,4           | 0,4      | 0,7      | 0,6               | 1,1%     |
| SHW AG                     | 19,75      | EUR     | 40,6   | 14,7  | 10,4      | 4,8       | 4,2     | 13,4    | 10,0       | 3,2%       | 4,0%          | 1,0           | 0,9      | 0,4      | 0,4               | 0,2%     |
| Leoni AG                   | 12,70      | EUR     | 13,1   | -1,8  | 16,6      | -34,3     | 6,1     | -7,5    | 22,9       | -4,1%      | 1,4%          | 0,5           | 0,5      | 0,3      | 0,3               | 0,0%     |
| Erlingklinger AG           | 7,99       | EUR     | 9,8    | 24,0  | 13,8      | 6,9       | 6,2     | 18,6    | 15,6       | 3,8%       | 4,4%          | 0,6           | 0,6      | 0,7      | 0,7               | 0,0%     |
| Norma Group SE             | 38,38      | EUR     | 15,0   | 13,9  | 12,4      | 8,8       | 7,8     | 13,2    | 11,1       | 11,1%      | 12,4%         | 1,9           | 1,8      | 1,5      | 1,4               | 2,5%     |
| Durchschnitt (ungewichtet) |            |         | 16,7   | 6,8   | 12,0      | 2,1       | 5,4     | 15,4    | 11,5       | 4,7%       | 6,2%          | 1,2           | 1,1      | 0,7      | 0,6               | 2,0%     |
| MEDIAN                     |            |         | 13,8   | 12,6  | 11,6      | 6,0       | 5,2     | 11,4    | 10,2       | 5,2%       | 6,2%          | 1,2           | 1,1      | 0,7      | 0,6               | 2,3%     |
| Progress Werk Oberkirch AG | 26,00      | EUR     | 11,5   | 12,2  | 6,2       | 5,0       | 4,2     | 12,5    | 9,7        | 3,6%       | 4,4%          | 0,7           | 0,7      | 0,5      | 0,4               | 4,3%     |
| Abweichung vom Median      |            |         | -16,9% | -3,0% | -46,3%    | -16,5%    | -17,9%  | 9,8%    | -5,4%      | -29,9%     | -28,9%        | -41,2%        | -40,2%   | -30,3%   | -31,8%            | 90,6%    |

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%         | 8.578          | -17,4%        | 11.045         | 28,8%        | 9.156          | -17,1%       |
| Forderungen Lieferungen und Leistungen          | 42.090         | -12,8%        | 42.932         | 2,0%          | 43.361         | 1,0%         | 44.662         | 3,0%         |
| Vorräte   | 87.282         | -25,6%        | 80.380         | -7,9%         | 71.184         | -11,4%       | 63.319         | -11,0%       |
| 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>158.554</b> | <b>-6,6%</b>  | <b>151.255</b> | <b>-4,6%</b> | <b>143.302</b> | <b>-5,3%</b> |
| Sachanlagen                                     | 189.496        | 6,1%          | 195.996        | 3,4%          | 205.996        | 5,1%         | 214.996        | 4,4%         |
| 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%          | 12.437         | 0,0%         | 12.437         | 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>240.848</b> | <b>2,1%</b>   | <b>249.348</b> | <b>3,5%</b>  | <b>256.348</b> | <b>2,8%</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>405.607</b> | <b>3,0%</b>   | <b>399.402</b> | <b>-1,5%</b>  | <b>400.603</b> | <b>0,3%</b>  | <b>399.650</b> | <b>-0,2%</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%         | 77.419         | 6,8%          | 84.445         | 8,2%         | 92.556         | 8,8%         |
| 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>110.695</b> | <b>-2,8%</b>  | <b>117.877</b> | <b>6,5%</b>  | <b>126.301</b> | <b>7,1%</b>  |
| <b>Langfristige Schulden</b>                    |                |               |                |               |                |              |                |              |
| Pensionsrückstellungen                          | 52.509         | -4,4%         | 61.297         | 16,7%         | 62.096         | 1,5%         | 62.908         | 1,5%         |
| Übrige Rückstellungen                           | 1.481          | -22,4%        | 1.466          | -1,0%         | 1.480          | 1,0%         | 1.525          | 3,0%         |
| Finanzverbindlichkeiten                         | 89.851         | -1,6%         | 98.112         | 9,2%          | 94.612         | -3,6%        | 90.112         | -4,8%        |
| <b>Summe langfristige Schulden</b>              | <b>143.841</b> | <b>-2,9%</b>  | <b>160.875</b> | <b>11,8%</b>  | <b>158.189</b> | <b>-1,7%</b> | <b>154.544</b> | <b>-2,3%</b> |
| <b>Kurzfristige Schulden</b>                    |                |               |                |               |                |              |                |              |
| Übrige Rückstellungen                           | 2.811          | -14,5%        | 2.782          | -1,0%         | 2.810          | 1,0%         | 2.894          | 3,0%         |
| Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen    | 38.208         | 3,4%          | 36.682         | -0,3%         | 37.862         | -0,3%        | 35.543         | -0,3%        |
| Finanzverbindlichkeiten                         | 51.890         | 18,6%         | 38.789         | -25,2%        | 33.789         | -12,9%       | 28.789         | -14,8%       |
| Steuerverbindlichkeiten                         | 81             | -82,9%        | 80             | -1,0%         | 81             | 1,0%         | 83             | 3,0%         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                      | 35.910         | 13,8%         | 35.699         | -0,6%         | 36.056         | 1,0%         | 37.138         | 3,0%         |
| Erhaltene Anzahlungen                           | 18.998         | 15,9%         | 13.802         | -27,4%        | 13.940         | 1,0%         | 14.358         | 3,0%         |
| <b>Summe Kurzfristige Schulden</b>              | <b>147.898</b> | <b>11,7%</b>  | <b>127.833</b> | <b>-13,6%</b> | <b>124.537</b> | <b>-2,6%</b> | <b>118.804</b> | <b>-4,6%</b> |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>405.607</b> | <b>3,0%</b>   | <b>399.402</b> | <b>-0,3%</b>  | <b>400.603</b> | <b>0,3%</b>  | <b>399.650</b> | <b>-0,2%</b> |

Quelle: Solventis Research, PWO

**PWO: DCF-Modell in Tsd. €**

|                                    | <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        | 480.000,0    | 455.000,0    | 468.650,0    | 480.366,3    | 485.169,9    |                       |
| <b>Veränderung in %</b>            | 5,2%             | -1,0%        | -5,2%        | 3,0%         | 2,5%         | 1,0%         |                       |
| <b>EBITDA</b>                      | 42.737,0         | 43.980,0     | 48.157,5     | 50.963,9     | 52.778,1     | 56.684,3     |                       |
| <b>EBITDA-Marge</b>                | 8,8%             | 9,2%         | 10,6%        | 10,9%        | 11,0%        | 11,7%        |                       |
| <b>EBIT</b>                        | 18.463,0         | 18.480,0     | 21.157,5     | 22.963,9     | 23.778,1     | 26.684,3     |                       |
| <b>EBIT-Marge</b>                  | 3,8%             | 3,9%         | 4,7%         | 4,9%         | 5,0%         | 5,5%         |                       |
| <b>NOPLAT</b>                      | 10.349,5         | 13.120,8     | 15.021,8     | 16.304,3     | 16.882,5     | 18.679,0     | 20.580,9              |
| <b>Reinvestment Rate</b>           | 33,1%            | -2,5%        | -29,2%       | 6,7%         | 44,7%        | 30,2%        | 20,1%                 |
| <b>FCFF</b>                        | 6.927,5          | 8.445,1      | 9.414,5      | 4.205,9      | 8.331,3      | 12.543,1     | 339.472,4             |
| <b>WACC</b>                        | 5,34%            | 5,79%        | 5,99%        | 6,22%        | 6,33%        | 6,42%        | 5,84%                 |
| <b>Kumuliertes WACC</b>            |                  | 105,79%      | 112,13%      | 119,11%      | 126,65%      | 134,78%      | 142,64%               |
| <b>Barwerte der FCFF</b>           |                  | 7.982,6      | 8.395,8      | 3.531,1      | 6.578,4      | 9.306,6      | 237.991,8             |
| <b>Summe Barwerte FCFF</b>         | <b>35.794,5</b>  |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Barwert Terminal Value</b>      | <b>237.991,8</b> |              |              |              |              |              |                       |
| <b>in % des Unternehmenswertes</b> | 86,9%            |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert des Unternehmens</b>       | <b>273.786,3</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>89.918,3</b>  |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert pro Aktie</b>              | <b>28,77</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: **13.11.2019, 12:00 Uhr**

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

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

| Veröffentlichungsdatum | Kurs  | Votum  | Kursziel |
|------------------------|-------|--------|----------|
| 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    |
| 07.08.19               | 25,40 | Kaufen | 29,20    |
| 13.11.19               | 26,00 | Kaufen | 28,80    |

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

| Empfehlungsübersicht Research-Reports<br>(01.10.18 - 30.09.19) | in % |        | Auftrags-<br>research | in %  |  |
|--|------|--------|-----------------------|-------|--|
|  |      |        |                       |       |  |
| Kaufen   | 48   | 90,6%  | 37                    | 69,8% |  |
| Halten   | 5    | 9,4%   | 3                     | 5,7%  |  |
| Verkaufen  | 0    | 0,0%   | 0                     | 0,0%  |  |
| Insgesamt  | 53   | 100,0% | 40                    | 75,5% |  |

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, Senior 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 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.**